

Sellhorn, Thorsten; Hombach, Katharina; Stier, Christian

Book

Strategische Finanzberichterstattung durch Pro forma-Kennzahlen und Finanzgrafiken: Herausforderung für die Abschlussanalyse

edition der Hans-Böckler-Stiftung, No. 286

Provided in Cooperation with:

The Hans Böckler Foundation

Suggested Citation: Sellhorn, Thorsten; Hombach, Katharina; Stier, Christian (2014) : Strategische Finanzberichterstattung durch Pro forma-Kennzahlen und Finanzgrafiken: Herausforderung für die Abschlussanalyse, edition der Hans-Böckler-Stiftung, No. 286, ISBN 978-3-86593-189-4, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/289432>

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.

Unternehmensmitbestimmung und
Unternehmenssteuerung

Thorsten Sellhorn | Katharina Hombach
Christian Stier

Strategische Finanz- berichterstattung durch Pro forma-Kennzahlen und Finanzgrafiken

Herausforderung für die Abschlussanalyse

Thorsten Sellhorn | Katharina Hombach | Christian Stier

Strategische Finanzberichterstattung durch Pro forma-Kennzahlen und Finanzgrafiken

Herausforderung für die Abschlussanalyse

Thorsten Sellhorn | Katharina Hombach
Christian Stier

**Strategische Finanzberichter-
stattung durch
Pro forma-Kennzahlen
und Finanzgrafiken**

Herausforderung für die Abschlussanalyse



Prof. Dr. Thorsten Sellhorn, MBA, ist seit 2014 Leiter des Instituts für Rechnungswesen und Prüfung an der Ludwig-Maximilians-Universität München. Zuvor war er Inhaber des Otto Beisheim-Stiftungslehrstuhls für Externes Rechnungswesen an der WHU – Otto Beisheim School of Management. Thorsten Sellhorn promovierte mit einer Arbeit zur Bilanzierung des Geschäfts- oder Firmenwertes an der Ruhr-Universität Bochum, wo er sich anschließend am Lehrstuhl für Internationale Unternehmensrechnung (Prof. Dr. Bernhard Pellens) habilitierte. Zahlreiche wissenschaftliche Beiträge von Thorsten Sellhorn zu Themen der nationalen und internationalen Rechnungslegung und Jahresabschlussanalyse wurden in deutschen und internationalen Zeitschriften, Sammelbänden und Fachlexika veröffentlicht. Er ist zudem Mitautor des führenden Lehrbuchs „Internationale Rechnungslegung“.

Katharina Hombach, MSc, ist seit 2014 wissenschaftliche Mitarbeiterin am Institut für Rechnungswesen und Prüfung. Ihren MSc-Abschluss mit Schwerpunkt „Law and Accounting“ erwarb sie an der London School of Economics and Political Science. Zuvor studierte sie Betriebswirtschaftslehre zum Bachelor of Science an der Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt. Katharina Hombach ist Bankkauffrau (IHK) und war von 2006-2010 für die Commerzbank AG, Frankfurt, u.a. im Kreditrisikomanagement tätig. Von 2011-2014 war sie wissenschaftliche Mitarbeiterin an der WHU – Otto Beisheim School of Management.

Dipl.-WiWi. Christian Stier ist seit 2014 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Rechnungswesen und Wirtschaftsprüfung. Zuvor war er von 2011–2014 als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der WHU – Otto Beisheim School of Management tätig. Seinen Abschluss als Diplom-Wirtschaftswissenschaftler mit den Schwerpunkten Rechnungswesen und Wirtschaftsprüfung erwarb er durch sein Studium an der Universität Ulm und an der University of Oregon, USA.

Weitere Informationen unter <http://www.rwp.bwl.uni-muenchen.de/>.

© Copyright 2014 by Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf

Produktion: Setzkasten GmbH, Düsseldorf

Printed in Germany 2014

ISBN: 978-3-86593-189-4

Bestellnummer: 13286

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

Wer von Bilanzpolitik spricht, der versteht darunter in der Regel die Ausnutzung von Bilanzierungs-, Bewertungs- und Ausweishwahlrechten durch das Unternehmen mit dem Ziel, dessen wirtschaftliche Lage interessenpolitisch zu gestalten. Typischerweise wird das Unternehmen dabei versuchen, eine besonders „gute“ Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu zeigen oder sich „arm zu rechnen“, seine wahren Schätze also zu verbergen.

Weniger bekannt – bzw. nicht zuvorderst als Mittel der Bilanzpolitik verstanden – sind zwei weitere Möglichkeiten, das Urteil des Bilanzlesers über ein Unternehmen zu beeinflussen: Die Verwendung von Grafiken zur Veranschaulichung finanzieller Informationen und der Ausweis so genannter Pro Forma-Kennzahlen, d. h. aus dem Rechnungswesen abgeleiteter Ergebniskennzahlen. Obwohl – oder gerade weil? – Unternehmen beide Instrumente in ihren Geschäftsberichten und Jahresabschlüssen mittlerweile aber ganz selbstverständlich nutzen, sind ggf. dem einen oder anderen Bilanzleser die damit verbundenen Manipulationsmöglichkeiten nicht bewusst.

Vor diesem Hintergrund verfolgt diese Handlungshilfe zwei Ziele: Den Bilanzleser für solche Beeinflussungen zu sensibilisieren und ihn außerdem auf Augenhöhe mit dem Unternehmen zu bringen, was die Spielarten und Einsatzfelder von Finanzgrafiken und Pro Forma-Kennzahlen angeht. Letztlich soll er damit befähigt werden, eventuelle Manipulationsversuche aufzudecken, rückgängig zu machen und so ein unverfälschtes Bild von der wirtschaftlichen Lage zu gewinnen.

Alexandra Krieger
Leiterin Referat Wirtschaft I
Hans-Böckler-Stiftung

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Abbildungsverzeichnis	11
Abkürzungsverzeichnis	14
Einführung	15
Teil 1: Pro forma-Kennzahlen	17
1 Einleitung	19
1.1 Relevanz von Pro forma-Kennzahlen	19
1.2 Ziele dieses Teils der Handlungshilfe	20
2 Hintergrund	21
2.1 Rechtsgrundlagen	21
2.1.1 Deutschland	21
2.1.1.1 Pro forma-Kennzahlen als weitgehend rechtsfreier Raum	21
2.1.1.2 Regelmäßige Berichterstattung: DRS 15 (Lageberichterstattung)	21
2.1.1.3 Ereignisbezogene Berichterstattung: § 15 WpHG	22
2.1.2 EU	22
2.1.2.1 Darstellung des Abschlusses nach IFRS	23
2.1.2.2 CESR-Empfehlungen für die Verwendung alternativer Leistungsindikatoren	23
2.1.3 USA	24
2.2 Systematisierung von Pro forma-Kennzahlen	25
2.2.1 Pro forma-Kennzahlen im weiteren Sinne: jahresabschlussbasierte „Earnings before“-Größen	25
2.2.2 Pro forma-Kennzahlen im engeren Sinne: bereinigte „Als ob“-Größen	26
2.3 Gründe für die Offenlegung von Pro forma-Kennzahlen: Information oder Manipulation?	31
2.3.1 Informationszweck	31
2.3.2 Manipulationszweck	32
3 Pro forma-Kennzahlen aus wissenschaftlicher Sicht	33
3.1 Überblick	33
3.2 Kapitalmarktbasierende Studien	34

3.2.1	Verwendung und Darstellung von Pro forma-Ergebnissen	34
3.2.1.1	Verwendung von Pro forma-Kennzahlen am deutschen Markt	34
3.2.1.2	Studien für den U.S.-amerikanischen und britischen Markt	36
3.2.2	Der Effekt von Regulierung	37
3.3	Experimentelle Studien zur Verhaltensbeeinflussung von Investoren	38
3.4	Zwischenergebnis	40
4	Umgang mit Pro forma-Kennzahlen – Handlungsempfehlungen für Bilanzanalytiker	41
4.1	Interpretation jahresabschlussbasierter „Earnings before“-Größen	41
4.1.1	EBIT	41
4.1.2	EBITDA	41
4.1.3	Handlungsempfehlungen	44
4.2	Vergleichbarkeit von Pro forma-Kennzahlen	44
4.2.1	Vergleichbarkeit jahresabschlussbasierter „Earnings before“-Größen	45
4.2.1.1	Unterschiedliche Bezeichnungen	45
4.2.1.2	Unterschiedliche Berechnungsmethoden	46
4.2.1.3	Ermessensspielräume bei ausgewählten Positionen des Jahresabschlusses	47
4.2.2	Vergleichbarkeit bereinigter „Als ob“-Größen	54
4.2.3	Handlungsempfehlungen	56
4.3	Pro forma-Kennzahlen in der Unternehmensbewertung	59
4.4	Verwendung von Pro forma-Kennzahlen in Verträgen und in der internen Steuerung	60
5	Fazit	65
6	Anhang (Pro forma-Kennzahlen): Ausschnitte aus Geschäftsberichten und Rechenbeispiele	69
6.1	Kütting und Heiden, 2003: Systematisierung von Pro forma-Kennzahlen	69
6.2	Unterschiedliche Terminologien	70
6.3	Operating Leasing	72
6.4	Aktivierung von Entwicklungskosten	73
6.5	Ausweis von Joint Ventures	76
6.6	Eigene Berechnung von EBIT und EBITDA	79

7	Verzeichnis verwendeter Rechtsquellen	81
8	Literaturverzeichnis	82
Teil 2:	Finanzgrafiken	87
1	Einleitung	89
1.1	Relevanz von Finanzgrafiken	89
1.2	Aufbau dieser Handlungshilfe	90
2	Finanzgrafiken – Typen, Konstruktionselemente und Manipulationsmöglichkeiten	91
2.1	Grafiktypen	91
2.1.1	Säulendiagramm	91
2.1.2	Balkendiagramm	93
2.1.3	Kurvendiagramm	95
2.1.4	Kreisdiagramm	96
2.2	Konstruktionselemente	98
2.2.1	Hintergrund	98
2.2.2	Achsen und Skalen	99
2.2.3	Grafisches Element	99
2.2.4	Beschriftung	99
2.3	Manipulationsmöglichkeiten	100
2.3.1	Selektivität	100
2.3.2	Verzerrung der Bemessung	101
2.3.3	Erweiterung der Präsentation	105
3	Finanzgrafiken aus Sicht der Wissenschaft	108
3.1	Empirische Studien zu Verwendung und Manipulation von Finanzgrafiken	108
3.1.1	Verwendung von Finanzgrafiken	108
3.1.2	Manipulation von Finanzgrafiken	109
3.2	Experimentelle Studien zur Verhaltensbeeinflussung von Investoren	110
4	Die Verwendung von Finanzgrafiken in der Berichterstattung deutscher Unternehmen	113
5	Umgang mit Finanzgrafiken – Handlungsempfehlungen für Bilanzanalytiker	119

6	Fazit	121
7	Anhang (Finanzgrafiken): Beispiele für manipulierte bzw. mangelhaft konstruierte Finanzgrafiken aus Geschäftsberichten von DAX 30-, MDAX- und SDAX-Unternehmen	123
8	Literaturverzeichnis	129
	Fazit	131
	Über die Hans-Böckler-Stiftung	137

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Gewinn- und Verlustrechnung der Metro Group	26
Abbildung 2: Finanzkennzahlen der Metro Group (Auszug)	27
Abbildung 3: E.ON-Konzern in Zahlen	28
Abbildung 4: Überleitung des EBITDA auf das Konzernergebnis bei der E.ON AG	29
Abbildung 5: Deutsche Telekom AG Finanzkennzahlen (Auszug)	30
Abbildung 6: „Operatives Ergebnis“ bei der Linde AG	54
Abbildung 7: Pro forma-Kennzahlen bei der Linde AG	55
Abbildung 8: Angepasste Finanzkennzahlen bei der Linde AG (Auszug)	56
Abbildung 9: Ermessensspielräume und ihre Auswirkungen auf Pro forma Kennzahlen	57
Abbildung 10: Beispieldaten	58
Abbildung 11: Auswirkung unterschiedlicher Wahlrechtsausübungen	58
Abbildung 12: Zur Systematisierung von Pro forma-Kennzahlen, entnommen aus Küting und Heiden, 2003	69
Abbildung 13: Terminologie bei der BMW AG	70
Abbildung 14: Terminologie bei der Daimler AG	70
Abbildung 15: Terminologie bei der Volkswagen AG	71
Abbildung 16: Operating Leasing bei der Deutsche Telekom AG	72
Abbildung 17: GuV der Bayer AG (Auszug)	73
Abbildung 18: Forschungs- und Entwicklungskosten bei der Bayer AG	73
Abbildung 19: Immaterielle Vermögenswerte bei der Bayer AG	74
Abbildung 20: Forschungs- und Entwicklungskosten bei der Volkswagen AG	75
Abbildung 21: Immaterielle Vermögenswerte bei der Volkswagen AG	73
Abbildung 22: Volkswagen AG in China	76
Abbildung 23: Einstufung der chinesischen Joint Ventures bei der Volkswagen AG	76
Abbildung 24: Ergebnis aus Joint Ventures bei der Volkswagen AG	76
Abbildung 25: Ergebnis aus Joint Ventures bei der E.ON AG	77
Abbildung 26: Beteiligungsergebnis in der EBIT-Berechnung bei der Lufthansa AG	77
Abbildung 27: Überleitungsrechnung der Lufthansa AG	78
Abbildung 28: GuV der Fresenius SE & Co. KGaA	79
Abbildung 29: Kapitalflussrechnung der Fresenius SE & Co. KGaA	80

Abbildung 30: Eigene Berechnung von EBIT und EBITDA bei der Fresenius SE & Co. KGaA	80
Abbildung 31: Beispiel für ein Säulendiagramm aus dem Geschäftsbericht der SAP AG	92
Abbildung 32: Beispiel für ein Säulendiagramm aus dem Geschäftsbericht der E.ON AG	93
Abbildung 33: Beispiel für ein Balkendiagramm aus dem Geschäftsbericht der Deutschen Telekom AG	94
Abbildung 34: Beispiel für ein Balkendiagramm aus dem Geschäftsbericht der Siemens AG	94
Abbildung 35: Beispiel für ein Kurvendiagramm aus dem Geschäftsbericht der Henkel AG & Co. KGaA	95
Abbildung 36: Beispiel für ein Kurvendiagramm aus dem Geschäftsbericht der SAP AG	96
Abbildung 37: Beispiel für ein Kreisdiagramm aus dem Geschäftsbericht der RWE AG	97
Abbildung 38: Beispiel für ein Kreisdiagramm aus dem Geschäftsbericht der MAN SE	97
Abbildung 39: Konstruktionselemente von Grafiken	98
Abbildung 40: Beispiel für eine Manipulation durch die Auswahl der Länge des betrachteten Zeitraums	101
Abbildung 41: Beispiel für eine Manipulation durch die Verwendung einer Ordinatenachse, die nicht mit dem Wert null beginnt	102
Abbildung 42: Beispiel für eine Manipulation durch die Dehnung der Ordinatenachse	103
Abbildung 43: Beispiel für eine Manipulation durch die Stauchung einzelner Teile der Achsen	104
Abbildung 44: Beispiel für eine Manipulation durch die Erweiterung einer Präsentation in Form einer Hervorhebung	105
Abbildung 45: Beispiel für eine Manipulation durch die Erweiterung einer Präsentation in Form der Verwendung von dreidimensionalen grafischen Elementen	106
Abbildung 46: Beispiel für eine Manipulation durch die Erweiterung einer Präsentation in Form der Verwendung eines Pfeils am Ende eines Kurvendiagramms	107

Abbildung 47: Entwicklung der Seitenanzahl und der Anzahl der Grafiken in den Konzernlageberichten der DAX 30-Unternehmen über die Geschäftsjahre 2007, 2008 und 2009	114
Abbildung 48: Zusammenhang zwischen Umsatz und Anzahl der Grafiken in den Konzernlageberichten der DAX 30-Unternehmen im Geschäftsjahr 2009	115
Abbildung 49: Zusammenhang zwischen Seitenanzahl und Anzahl der Grafiken je Konzernlagebericht der DAX 30-Unternehmen im Geschäftsjahr 2009	115
Abbildung 50: In den Konzernlageberichten der DAX 30-Unternehmen im Geschäftsjahr 2009 verwendete Grafiktypen	116
Abbildung 51: Beispiel für Selektivität durch Verzicht auf Abbildung von Referenzwerten	123
Abbildung 52: Beispiel für eine Verzerrung der Bemessung durch Verwendung einer Ordinatenachse, die nicht mit dem Wert null beginnt	123
Abbildung 53: Beispiel für eine Erweiterung der Präsentation durch Abbildung eines Pfeils, der die Entwicklung betont, und durch ein grafisches Element, das über den skalierten Bereich hinausgeht	124
Abbildung 54: Beispiel für eine Erweiterung der Präsentation durch Hervorhebung des aktuellen Ergebnisses	124
Abbildung 55: Beispiel für eine fehlende Skalierung der Ordinatenachse	125
Abbildung 56: Beispiel für die Verwendung von ungeeigneten grafischen Elementen (Gabelstapler und Pakete)	125
Abbildung 57: Beispiel für die Verwendung von ungeeigneten grafischen Elementen (Lastwagen)	126
Abbildung 58: Beispiel für die Verwendung von ungeeigneten grafischen Elementen (Figuren)	126
Abbildung 59: Beispiel für die Verwendung von ungeeigneten grafischen Elementen (gefüllte Gefäße)	127
Abbildung 60: Beispiel für die Verwendung von schlecht lesbaren grafischen Elementen	127
Abbildung 61: Beispiel für die Verwendung von Hilfslinien, die das Lesen der Grafik erschweren	128
Abbildung 62: Beispiel für eine – trotz Bilanzorientierung – ungewöhnliche Anordnung der betrachteten Perioden (Zeitreihe verläuft von rechts nach links)	128

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
CESR	Committee of European Securities Regulators
DAX	Deutscher Aktienindex
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee
DRS	Deutscher Rechnungslegungs Standard
DSR	Deutscher Standardisierungsrat
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
ESMA	European Securities Markets Authority
GDI	Graph Discrepancy Index
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
i. H. v.	in Höhe von
i. V. m.	in Verbindung mit
i. S. v. .	im Sinne von
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
SEC	Securities Exchange Commission
USA	United States of America
US-GAAP	United States of America Generally Accepted Accounting Principles
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

Einführung

Die regulierte Finanzberichterstattung kapitalmarktorientierter europäischer Unternehmen wurde in jüngster Zeit strengerer Regulierung und Standardisierung unterworfen. Dies ist zum einen auf die Einführung der International Financial Reporting Standards (IFRS) als gemeinsames Regelwerk und die damit einhergehenden Durchsetzungsmaßnahmen zurückzuführen. Zum anderen ist auch die Standardentwicklung durch das International Accounting Standards Board (IASB) inhaltlich zunehmend von der Abschaffung von Bilanzierungswahlrechten geprägt. Diese Entwicklungen scheinen grundsätzlich geeignet, Ermessensspielräume der Unternehmensführung bei der Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einzuschränken und somit die Vergleichbarkeit der Berichterstattung für den Abschlussleser zu erhöhen.

Gleichzeitig gewinnt mit der Einführung gemeinsamer, standardisierter Rechnungslegungswerke die strategische Berichterstattung an Bedeutung: Durch sie können Unternehmen Informationen an den Abschlussadressaten vermitteln, die über diejenigen in den Rechenwerken und anderen regulierten Bestandteilen des Jahresabschlusses hinausgehen. Solche Informationen beruhen aber der Natur der Sache nach auf nicht-öffentlichen Informationen der Unternehmensführung, beispielsweise über die zukünftigen Erfolgsaussichten des Unternehmens. Daher sind sie regelmäßig schwer zu verifizieren und unterliegen einer potentiell opportunistischen Nutzung. Die Verwendung dieser Informationen im Rahmen der Abschlussanalyse findet somit im Spannungsfeld zwischen Information und Manipulation statt. Es liegt beim Analysten zu entscheiden, welche Informationen die geregelte Berichterstattung entscheidungsnützlich ergänzen, und welche Teile der strategischen Berichterstattung zur Schönung der wirtschaftlichen Situation genutzt wurden.

Vor diesem Hintergrund beschäftigt sich die vorliegende Arbeit mit zwei Elementen der strategischen Berichterstattung: Pro forma-Kennzahlen und Finanzgrafiken. Beide werden regelmäßig von kapitalmarktorientierten Unternehmen in Geschäftsberichten an prominenter Stelle offengelegt und ziehen damit die Aufmerksamkeit des Lesers auf sich. In zwei voneinander unabhängigen Handlungshilfen wird jeweils das Phänomen dargestellt und ein Abriss über die wissenschaftlichen Erkenntnisse gegeben, woraus Überlegungen zum bilanzanalytischen Umgang abgeleitet werden. Die Ausführungen werden dabei durchgängig anhand von Beispielen aus den Geschäftsberichten kapitalmarktorientierter deutscher Unternehmen veranschaulicht. Damit soll nicht nur die Wahrnehmung

des Lesers für die unterschiedlichen Facetten der strategischen Berichterstattung geschärft werden, sondern es werden auch konkrete Hinweise gegeben, wie die offengelegten Informationen in der Jahresabschlussanalyse nutzbringend eingesetzt werden können.

Teil 1: Pro forma-Kennzahlen

Katharina Hombach, MSc,
Prof. Dr. Thorsten Sellhorn, MBA

1 Einleitung

1.1 Relevanz von Pro forma-Kennzahlen

Pro forma-Kennzahlen, im englischen Sprachraum auch als pro forma earnings, alternative performance measures oder non-GAAP earnings bezeichnet, sind rechnungswesenbasierte Ergebniskennzahlen. Sie werden aus den regulierten Größen des Jahresabschlusses hergeleitet und – oft an prominenter Stelle, z. B. in Pressemeldungen oder im vorderen Teil des Geschäftsberichts („Key Figures“) – freiwillig veröffentlicht. Beim Ausweis von Pro forma-Kennzahlen nehmen die berichtenden Unternehmen regelmäßig Korrekturen der regulierten Größen um bestimmte Posten – insbesondere Aufwendungen – auf Basis unternehmensinterner Informationen vor.¹ Während die Offenlegung von pro forma earnings in den USA in jüngster Zeit einer Regulierung unterworfen wurde, bestehen in Deutschland kaum bindende Vorgaben für ihre Berechnung und Verwendung – besonders wenn die Veröffentlichung, wie es zumeist der Fall ist, freiwillig außerhalb der geprüften Teile der Finanzberichterstattung (Jahres- bzw. Konzernabschluss und Lagebericht bzw. Konzernlagebericht) stattfindet.

Mit zunehmender Kapitalmarktorientierung einerseits und Komplexität der Bilanzierungsstandards andererseits gewinnt die Veröffentlichung von Pro forma-Kennzahlen auch für deutsche Unternehmen an Bedeutung. Bedingt durch die Finanzkrise liegt der Schwerpunkt hierbei auf den bereinigten Kennzahlen: Für das Geschäftsjahr 2009 haben die DAX 30-Unternehmen beispielsweise Korrekturen ihrer Jahresergebnisse vor Steuern und Zinsen (EBIT) um insgesamt ein Fünftel (9 Mrd. €) offengelegt. Grund hierfür waren Restrukturierungskosten, außerplanmäßige Abschreibungen, Neubewertungen sowie Schließungs- und Veräußerungskosten.²

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage nach dem Nutzen – und auch den potentiellen Kosten – dieser freiwillig offengelegten Informationen. Während Befürworter von Pro forma-Kennzahlen deren Informationsgehalt hervorheben, weisen Kritiker auf die mangelnde Standardisierung und damit einhergehende Möglichkeiten zur (bewussten) Beeinflussung der Anleger hin. Dieses Spannungs-

1 Vgl. Gronewold/Sellhorn, 2009, S. 107. Abzugrenzen sind pro forma-Kennzahlen von pro forma-Jahresabschlüssen, die zum Zwecke besserer Vergleichbarkeit im Nachgang zu Unternehmenszusammenschlüssen verpflichtend erstellt werden müssen. Letztere sind nicht Gegenstand dieser Abhandlung.

2 Vgl. Börsen-Zeitung vom 26.06.2010, S. 13, mit Verweis auf den „EBIT/EBITDA-Monitor“ der KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

feld bestimmt auch den Umgang mit Pro forma-Kennzahlen in der Bilanzanalyse, dem sich diese Handlungshilfe widmet. Aufgrund der besonderen Relevanz von Pro forma-Kennzahlen für die Kommunikation gelisteter Unternehmen mit ihren Aktionären und anderen Kapitalgebern liegt der Schwerpunkt dabei auf kapitalmarktorientierten Unternehmen, die zur Aufstellung eines IFRS-Abschlusses verpflichtet sind.

1.2 Ziele dieses Teils der Handlungshilfe

Zunächst soll Teil 1 dieser Handlungshilfe in Kapitel 2 einen Überblick über die Rechtsgrundlagen und unterschiedlichen Typen von Pro forma-Kennzahlen sowie die möglichen Motive für ihre Verwendung geben. Kapitel 3 liefert eine Zusammenfassung wesentlicher Studien zur Offenlegung von Pro forma-Kennzahlen am Kapitalmarkt. Hierbei stellen wir Studien in den Vordergrund, die den deutschen Markt betreffen; U.S.-amerikanische Studien werden ergänzend betrachtet. Bei der Darstellung der empirischen Ergebnisse fokussieren wir problemorientiert auf das Spannungsfeld zwischen Information und Beeinflussung bzw. Irreführung. Aus diesen empirischen Erkenntnissen leiten wir in Kapitel 4 konkrete Hinweise zum Umgang mit Pro forma-Kennzahlen in der Bilanzanalyse ab. Hierbei stellen wir darauf ab, wie Bilanzanalytiker diese Kennzahlen als zusätzliche Informationsquelle bei der Einschätzung der Ertragslage eines Unternehmens nutzen können. Zudem weisen wir auf Beschränkungen hinsichtlich der Aussagekraft und Vergleichbarkeit von Pro forma-Kennzahlen hin. Kapitel 5 schließt mit einer thesenförmigen Zusammenfassung. Der Anhang (Kapitel 6) enthält zahlreiche Anwendungsbeispiele aus den Geschäftsberichten deutscher Unternehmen.

2 Hintergrund

2.1 Rechtsgrundlagen

2.1.1 Deutschland

2.1.1.1 Pro forma-Kennzahlen als weitgehend rechtsfreier Raum

Pro forma-Kennzahlen unterliegen als in der Regel freiwillig offengelegte Informationen in Deutschland nur geringen regulatorischen Beschränkungen. Ausnahmen von diesem Grundsatz finden sich in der (Konzern-) Lageberichterstattung sowie im Bereich der Ad hoc-Publizität, die wir nachfolgend betrachten.

2.1.1.2 Regelmäßige Berichterstattung: DRS 15 (Lageberichterstattung)

Für Unternehmen, die nach § 315 HGB zur Aufstellung eines Konzernlageberichts verpflichtet sind oder diesen freiwillig aufstellen, schreibt DRS 20 „Konzernlagebericht“ eine Überleitung etwaiger Pro forma-Kennzahlen auf die korrespondierenden Jahresabschlussgrößen vor.³ Der Standard greift jedoch nicht materiell in die Berechnungsmethoden ein.

Der im Dezember 2012 im Bundesanzeiger bekanntgemachte Standard erhöht weiterhin die Anforderungen an die Berichterstattung kapitalmarktorientierter Unternehmen im Vergleich zu den Regelungen des Vorgängerstandards DRS 15 „Lageberichterstattung“. Im Hinblick auf Pro forma-Kennzahlen schreibt DRS 20 die Verwendung von finanziellen (und nichtfinanziellen) Leistungsindikatoren vor, sofern diese für das Verständnis des Geschäftsverlaufs und der Lage des Konzerns von Bedeutung sind⁴ oder für interne Steuerungszwecke verwendet werden⁵. Der Standard enthält weiterhin einige Beispiele solcher finanziellen Leistungsindikatoren (EBIT, EBITDA, Eigen- und Gesamtkapitalrendite u. a.).⁶

Hervorzuheben ist, dass die Regelungen in DRS 20 lediglich solche Pro forma-Kennzahlen betreffen, die im Rahmen der Lageberichterstattung verwendet werden. Ergebnisse, die freiwillig z. B. in Pressemitteilungen veröffentlicht werden, bleiben hiervon unberührt. Im Rahmen der Ad hoc-Berichterstattung findet allerdings § 15 Abs. 1 S. 6 WpHG Anwendung.

3 Vgl. DRS 20.104.

4 Vgl. DRS 20.54.

5 Vgl. DRS 20.102.

6 Vgl. DRS 20.103.

2.1.1.3 Ereignisbezogene Berichterstattung: § 15 WpHG

§ 15 Abs. 1 S. 6 WpHG schreibt vor, dass in einer Ad hoc-Veröffentlichung genutzte Kennzahlen im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen müssen. Als im Verkehr übliche Kennzahlen nennt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum einen (nicht abschließend) jahresabschlussbasierte „Earnings before“-Größen, wie EBT, EBIT und EBITDA. Zum anderen wird aber auch das wesentlich manipulationsanfälliger operative Ergebnis vor Sondereinflüssen angeführt.⁷ Die Überprüfung, ob eine Kennzahl der Üblichkeitsanforderung entspricht, muss inhaltlicher Natur sein und darf nicht allein auf den Begriff abstellen. Diese Prüfung obliegt im Einzelfall dem Emittenten.⁸ Eine Offenlegung der Berechnungsmethode verlangt die Norm nicht. Weiterhin wird nicht näher vorgeschrieben, wie die Vergleichbarkeit der Kennzahlen gewährleistet werden soll, sodass auch hier Ermessensspielraum beim Emittenten besteht.⁹ Damit vermeidet die Vorschrift allenfalls eine „völlige Beliebigkeit“¹⁰ der Pro forma-Kennzahlen.

Die Veröffentlichung von Pro forma-Kennzahlen außerhalb des Lageberichts und außerhalb der Ad hoc-Berichterstattung, z. B. in quartalsmäßigen Pressemitteilungen, ist damit weitgehend nicht reguliert. Diese Angaben sind allenfalls vom Verbot der Marktmanipulation i. S. v. § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG betroffen. Die Norm verbietet falsche oder unrichtige Angaben zu bewertungserheblich Umständen. In der Praxis findet sie jedoch kaum Anwendung auf die Pro forma-Berichterstattung, da hinreichendes Irreführungspotential regelmäßig nur schwer nachzuweisen ist.¹¹

2.1.2 EU

Auf europäischer Ebene ergeben sich regulatorische Restriktionen für die Verwendung von Pro forma-Kennzahlen zum einen aus den International Financial Reporting Standards (IFRS) – genauer aus IAS 1 „Darstellung des Abschlusses“ – und zum anderen aus den Empfehlungen des Committee of European Securities Regulators (CESR) für die Verwendung alternativer Leistungsindikatoren.

7 Vgl. Emittentenleitfaden der BaFin i. d. F. v. 27. April 2009, S. 61.

8 Vgl. Pfüller, 2009, Rn. 321, 323.

9 Vgl. Pfüller, 2009, Rn. 324.

10 Gronewold/Sellhorn, 2009, S. 4.

11 Vgl. Hitz, 2010a, S. 154.

2.1.2.1 Darstellung des Abschlusses nach IFRS

Im Rahmen von Pro forma-Ergebnissen legt die Unternehmensführung Informationen über die im Jahresabschluss vermittelten Informationen hinaus offen. Die Anreize zur Veröffentlichung von Pro forma-Ergebnissen hängen daher u. a. davon ab, welche Möglichkeiten zur Vermittlung von Informationen der Unternehmensführung im Rahmen der geregelten Berichterstattung bestehen. Bestehen z.B. strenge Restriktionen im (gesetzlich) regulierten Jahresabschluss, können freiwillig offengelegte Pro forma-Ergebnisse von der Unternehmensführung als zusätzlicher Informationskanal genutzt werden.

Vor dem Hintergrund der IAS-Verordnung¹² sind seit 2005 auch deutsche kapitalmarktorientierte Unternehmen zur Veröffentlichung eines Konzernabschlusses nach IFRS verpflichtet. IAS 1 „Darstellung des Abschlusses“ enthält dabei Regelungen zum Ergebnisausweis. Der Standard schreibt eine Mindestgliederung der Gewinn- und Verlustrechnung vor¹³, wobei zusätzliche Gliederungsebenen gefordert werden, sofern sie „für das Verständnis der Ertragslage des Unternehmens relevant“¹⁴ sind. Hierfür besteht jedoch eine Ausnahme: IAS 1.87 verbietet explizit die Darstellung von Aufwands- und Ertragsposten als „außerordentliche“ Positionen. Die Restriktion kann bei Unternehmen mit hohen, nicht wiederkehrenden Aufwendungen (z. B. Restrukturierungskosten) Anreize zur freiwilligen, zusätzlichen Veröffentlichung von Pro forma-Kennzahlen auslösen, da diese Aufwendungen innerhalb des Jahresabschlusses nicht hinreichend deutlich bzw. nicht ausdrücklich als „außerordentlich“ gekennzeichnet werden können.¹⁵

2.1.2.2 CESR-Empfehlungen für die Verwendung alternativer Leistungsindikatoren

Vor dem Hintergrund verstärkter Regulierung auch der freiwilligen Berichterstattung in den USA¹⁶ und der Einführung der IFRS für Konzernabschlüsse innerhalb der EU erließ die damalige EU-Finanzmarktaufsichtsbehörde CESR (seit 2011

12 Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards.

13 Vgl. IAS 1.82-83.

14 IAS 1.85.

15 Das deutsche Handelsrecht enthält in § 275 HGB detailliertere Gliederungsvorschriften für die Gewinn- und Verlustrechnung; auch der Ausweis außerordentlicher Positionen ist erlaubt. Da Pro forma-Kennzahlen jedoch in erster Linie in der Kapitalmarktcommunication eine Rolle spielen und sich diese Handlungshilfe daher auf kapitalmarktorientierte – und entsprechend überwiegend nach IFRS Rechnung legende – Unternehmen bezieht, werden die handelsrechtlichen Gliederungsvorschriften hier nicht näher betrachtet.

16 Vgl. Abschnitt 2.1.3.

European Securities Market Authority – ESMA) im Jahr 2005 Empfehlungen zum Ausweis alternativer Gewinngrößen.

Die Empfehlung richtet sich an gelistete Unternehmen innerhalb der EU mit dem Ziel, das Vertrauen der Finanzmärkte in die Berichterstattung zu stärken. Empfohlen werden u. a. die **Anwendung der Prinzipien des IFRS-Rahmenkonzepts** (z. B. Methodenstetigkeit, Verständlichkeit) auch auf Pro forma-Größen, die **konsistente Anwendung** dieser Größen über einen längeren Zeitraum sowie **zusätzliche Angaben** im Anhang. CESR empfiehlt weiterhin, zusätzlich zu den Pro forma-Größen ähnliche, traditionelle Größen darzustellen und den Zusammenhang zwischen beiden (z. B. durch eine **Überleitungsrechnung**) zu erklären.¹⁷

2.1.3 USA

Um nach den Bilanzierungsskandalen und Unternehmenszusammenbrüchen zu Beginn des Jahrtausends¹⁸ das Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte wieder zu stärken, ordnete der US-amerikanische Gesetzgeber mit dem Sarbanes-Oxley-Act im Jahr 2002 u. a. die Finanzberichterstattung börsennotierter Unternehmen neu. Section 401(b) schreibt vor, dass sogenannte „non-GAAP financial measures“ nicht in irreführender Weise gebraucht werden dürfen und Unternehmen auf die am ehesten vergleichbare traditionelle Berichtsgröße überleiten müssen. Diese Vorgaben werden durch Regulation G sowie Regulation S-K und S-B der US-amerikanischen Börsenaufsicht Securities Exchange Commission (SEC) konkretisiert.¹⁹

- *Regulation G* betrifft die Verwendung von Pro forma-Größen in der Berichterstattung, z. B. in Geschäftsberichten oder Pressemitteilungen. Wie Section 401(b) schreibt sie vor, dass eine quantitative Überleitungsrechnung auf die am ehesten vergleichbare traditionelle Kennzahl veröffentlicht werden muss. Die Auswirkungen dieser Überleitungsrechnung auf das Anlegerverhalten wurden zum Gegenstand umfangreicher empirischer Forschung²⁰.
- *Regulation S-K und S-B* regeln die Verwendung von Pro forma-Ergebnissen in bei der SEC eingereichten Unterlagen (z. B. Geschäftsberichten) und stellen striktere Anforderungen als Regulation G. Sie schreiben vor, dass die am ehesten vergleichbare traditionelle Berichtsgröße mindestens gleich stark hervorgehoben werden muss und dass das Unternehmen eine Erklärung abgeben

17 Vgl. CESR, 2005, Recommendations on Alternative Performance Measures, abrufbar unter http://www.esma.europa.eu/system/files/05_178b.pdf.

18 Vgl. z. B. SEC, 2004, zur Manipulation der Kennzahl EBITDA bei Worldcom.

19 Vgl. ausführlich Großmann, 2007, S. 326-335.

20 Vgl. Abschnitt 3.2.2.

muss, warum es die Offenlegung der verwendeten Pro forma-Zahlen als im Interesse des Anlegers betrachtet.²¹

2.2 Systematisierung von Pro forma-Kennzahlen

Pro forma-Kennzahlen umfassen (im weiteren Sinne) solche Kennzahlen, die auf geregelten Berichtsgrößen basieren, und (im engeren Sinne) bereinigte „Als ob“-Größen. Beide Kategorien werden nachfolgend dargestellt.

2.2.1 Pro forma-Kennzahlen im weiteren Sinne: jahresabschlussbasierte „Earnings before“-Größen

Pro forma-Kennzahlen im weiteren Sinne umfassen solche Kennzahlen, die auf **geregelten Berichtsgrößen** basieren. Dabei wird der Jahresüberschuss beispielsweise um Steuern (Earnings before taxes – EBT), Finanzergebnis und Steuern (Earnings before interest and taxes – EBIT) oder Finanzergebnis, Steuern, und Abschreibungen auf materielle und immaterielle Vermögenswerte (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization – EBITDA) bereinigt. Zu beachten ist, dass sowohl der Jahresüberschuss als auch die Korrekturgrößen direkt auf geregelten Berichtsgrößen basieren. Daher können sie in der Regel aus dem Jahresabschluss – wenn auch teilweise nicht unmittelbar aus der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), sondern nur in Verbindung mit den Angaben im Anhang – abgeleitet werden.²²

Vor dem Hintergrund der Freiheitsgrade, die IAS 1 bei der Darstellung des Abschlusses einräumt²³, können insbesondere EBT und EBIT als **separate Gliederungsebenen** in die GuV eingefügt werden. Oft wird das so verstandene EBIT auch als „Ergebnis operativer Betriebstätigkeit“ bzw. „operating income“ bezeichnet. Es ähnelt damit dem handelsrechtlichen Betriebsergebnis.²⁴

So weist beispielsweise die Metro Group die Kennzahlen EBIT und EBT als separate Zeilen in ihrer GuV aus, wie Abbildung 1 zeigt.

21 Im November 2009 führte die SEC die erste Durchsetzungsmaßnahme zu Regulation G gegen die SafeNet, Inc. durch. SafeNet hatte bestimmte Aufwendungen als einmalige Integrationsaufwendungen klassifiziert, sodass das Pro forma-Ergebnis den Erwartungen der Analysten gerecht wurde. Tatsächlich handelte es sich jedoch teilweise um (regelmäßig wiederkehrende) Aufwendungen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit. SafeNet stimmte der Zahlung einer zivilrechtlichen Geldstrafe von 1.000.000 USD zu. Vgl. SEC, 2009.

22 Vgl. auch Hitz, 2010b.

23 Vgl. Abschnitt 2.1.2.1.

24 Vgl. Küting/Heiden, 2003, S. 1.547.

Abbildung 1: Gewinn- und Verlustrechnung der Metro Group²⁵

Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis 31. Dezember 2011			
Mio. €	Anhang Nr.	2010	2011
Umsatzerlöse	1	67.258	66.702
Einstandskosten der verkauften Waren		-52.865	-52.700
Bruttoergebnis vom Umsatz		14.393	14.002
Sonstige betriebliche Erträge	2	1.627	1.690
Vertriebskosten	3	-12.173	-11.928
Allgemeine Verwaltungskosten	4	-1.585	-1.587
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5	-51	-64
Betriebliches Ergebnis EBIT		2.211	2.113
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen		0	1
Sonstiges Beteiligungsergebnis	6	15	41
Zinsertrag	7	112	133
Zinsaufwand	7	-718	-713
Übriges Finanzergebnis	8	10	-102
Finanzergebnis		-581	-640
Ergebnis vor Steuern EBT		1.630	1.473
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	10	-694	-732
Periodenergebnis		936	741
Den Anteilen nicht beherrschender Gesellschafter zuzurechnendes Periodenergebnis	11	86	110
Den Anteilseignern der METRO AG zuzurechnendes Periodenergebnis		850	631
Ergebnis je Aktie in €	12	2,60	1,93

¹ Nur fortgeführte Aktivitäten (nicht fortgeführte Aktivitäten: 2009 Adler)

² Adjustierung aufgrund geänderter Ausweise im Geschäftsjahr 2010

³ Adjustierung aufgrund der saldierten Darstellung von außerplanmäßigen Abschreibungen und Zuschreibungen im EBITDA in Höhe von 9 Mio. € (Real), 6 Mio. € (Immobilien) und -6 Mio. € (Konsolidierung) im Geschäftsjahr 2010

⁴ 2009, 2010 und 2011 bereinigt um Sonderfaktoren Shape 2012

⁵ 2011 (2010) bereinigt um Sonderfaktoren Shape 2012: im EBITDA um 222 Mio. € (135 Mio. €), davon entfallen 111 Mio. € (111 Mio. €) auf Metro Cash & Carry, 29 Mio. € (11 Mio. €) auf Real, 42 Mio. € (58 Mio. €) auf Media-Saturn, 26 Mio. € (-1 Mio. €) auf Galeria Kaufhof, -14 Mio. € (-14 Mio. €) auf Immobilien, 20 Mio. € (41 Mio. €) auf Sonstige sowie 8 Mio. € (29 Mio. €) auf Konsolidierung; im EBIT und im Ergebnis vor Steuern um 259 Mio. € (204 Mio. €), davon entfallen 111 Mio. € (110 Mio. €) auf Metro Cash & Carry, 40 Mio. € (27 Mio. €) auf Real, 49 Mio. € (133 Mio. €) auf Media-Saturn, 27 Mio. € (10 Mio. €) auf Galeria Kaufhof, 4 Mio. € (-20 Mio. €) auf Immobilien, 20 Mio. € (41 Mio. €) auf Sonstige sowie 8 Mio. € (13 Mio. €) auf Konsolidierung

⁶ Nach Anteilen nicht beherrschender Gesellschafter

⁷ Vorbehaltlich des Hauptversammlungsbeschlusses

Obwohl die „Earnings before“-Kennzahlen auf dem geprüften Jahresabschluss basieren, besteht wenig Standardisierung hinsichtlich ihrer konkreten Berechnung. Das bezieht sich zum einen auf die Vielfalt der potentiell ausgeschlossenen Größen: Bereits 2003 identifizieren Küting und Heiden insgesamt 35 verschiedene „Earnings before“-Kombinationen in der nationalen und internationalen Unternehmenspublizität, die im Anhang wiedergegeben werden.²⁶ Zum anderen besteht Spielraum bei der Interpretation der aus dem Ergebnis ausgeschlossenen Komponenten.²⁷

2.2.2 Pro forma-Kennzahlen im engeren Sinne: bereinigte „Als ob“-Größen

Im Gegensatz zu den „Earnings before“-Kennzahlen lassen sich die „Als ob“-Größen nicht direkt aus dem Jahresabschluss entnehmen. Charakteristisch für diese Kennzahlen ist, dass sie um Größen bereinigt werden, deren Bestimmung

²⁵ Entnommen aus Metro Group, Geschäftsbericht 2011, S. 178.

²⁶ Vgl. Küting/Heiden, 2003, S. 1545 und Abbildung 10 im Anhang.

²⁷ Vgl. Abschnitt 4.2.1.

weitgehend auf Basis nicht öffentlicher Informationen der Unternehmensführung erfolgt. Sie sind für den externen Adressaten deshalb oft nur schwer nachvollziehbar.

Solche Bereinigungen umfassen in der Regel Aufwendungen und Erträge, die als außergewöhnlich, einmalig oder betriebsfremd erachtet werden und daher den nachhaltigen Unternehmensgewinn nicht beeinflussen.²⁸ Sie beinhalten beispielsweise Restrukturierungsaufwendungen, außerplanmäßige Abschreibungen auf Firmenwerte und andere immaterielle Vermögenswerte sowie Ergebnisse aus der Veräußerung von Unternehmenseinheiten oder Beteiligungen.²⁹

Eine solche Bereinigung findet sich auch bei der Metro Group, die ein um Sonderfaktoren bereinigtes EBIT und EBITDA ausweist, wie Abbildung 2 zeigt.

Abbildung 2: Finanzkennzahlen der Metro Group (Auszug)³⁰

METRO GROUP in Zahlen ¹				
Mio. €	2009 ²	2010	2011	Veränderung in %
Finanzkennzahlen				
Umsatz (netto)	65.529	67.258	66.702	-0,8
Metro Cash & Carry	30.613	31.095	31.155	0,2
Real	11.298	11.499	11.230	-2,3
Media-Saturn	19.693	20.794	20.604	-0,9
Galeria Kaufhof	3.539	3.584	3.450	-3,7
Sonstige	386	286	263	-7,8
EBITDA	3.068 ³	3.591	3.429	-4,5
EBITDA vor Sonderfaktoren ⁴	3.319 ³	3.726 ⁴	3.651 ⁴	-2,0

Diese Sonderfaktoren beziehen sich angabegemäß auf das Restrukturierungsprogramm „Shape 2012“, das an anderer Stelle im Geschäftsbericht detailliert beschrieben wird.³¹ Nicht immer werden solche Bereinigungen auf einzelne Transaktionen oder Programme heruntergebrochen. So gibt z. B. die E.ON AG für ihre – an prominenter Stelle in der Umschlagklappe offengelegten – Kennzahlen EBIT und EBITDA an, dass diese um „außergewöhnliche Effekte“ bereinigt worden seien (siehe Abbildung 3).

28 Vgl. Coenenberg et al., 2009, S. 1030; Küting/Heiden, 2002, S. 1.085.

29 Vgl. Hitz/Jenniges, 2008, S. 237 m. w. N.

30 Entnommen aus Metro Group, Geschäftsbericht 2011, Umschlagklappe.

31 Vgl. Metro Group, Geschäftsbericht 2011, S. 57ff.

Abbildung 3: E.ON-Konzern in Zahlen³²

E.ON-Konzern in Zahlen ¹⁾			
In Mio €	2011	2010	+/- %
Stromabsatz ²⁾ (in Mrd kWh)	1.144,8	1.030,4	+11
Gasabsatz ²⁾ (in Mrd kWh)	1.718,1	1.342,4	+28
Umsatz	112.954	92.863	+22
EBITDA ³⁾	9.293	13.346	-30
EBIT ³⁾	5.438	9.454	-42
Konzernfehlbetrag/-überschuss	-1.861	6.281	-130
Konzernfehlbetrag/-überschuss der Gesellschafter der E.ON AG	-2.219	5.853	-138
Nachhaltiger Konzernüberschuss ³⁾	2.501	4.882	-49
Investitionen	6.524	8.286	-21
Operativer Cashflow ⁴⁾	6.610	10.614	-38
Wirtschaftliche Netto-Verschuldung (31.12.)	-36.385	-37.701	+1.316 ⁵⁾
Debt Factor ⁶⁾	3,9	2,8	+1,1 ⁵⁾
Eigenkapital	39.613	45.585	-13
Bilanzsumme	152.872	152.881	-
ROACE (in %)	8,4	14,4	-6,0 ⁷⁾
Kapitalkosten vor Steuern (in %)	8,3	8,3	-
Kapitalkosten nach Steuern (in %)	6,1	6,1	-
Value Added	90	4.000	-98
Mitarbeiter (31.12.)	78.889	85.105	-7
Ergebnis je Aktie ^{8), 9)} (in €)	-1,16	3,07	-
Eigenkapital je Aktie ^{8), 9)} (in €)	18,76	21,87	-14
Dividende je Aktie ¹⁰⁾ (in €)	1,00	1,50	-33
Dividendensumme	1.905	2.858	-33
Marktkapitalisierung ⁹⁾ (in Mrd €)	31,8	43,7	-27

1) bereinigt um nicht fortgeführte Aktivitäten
2) einschließlich Handelsabsatz
3) bereinigt um außergewöhnliche Effekte (siehe Glossar)
4) entspricht dem Cashflow aus der Geschäftstätigkeit fortgeführter Aktivitäten
5) Veränderung in absoluten Werten
6) Verhältnis zwischen wirtschaftlicher Netto-Verschuldung und EBITDA
7) Veränderung in Prozentpunkten
8) Anteil der Gesellschafter der E.ON AG
9) auf Basis ausstehender Aktien
10) für das jeweilige Geschäftsjahr; Vorschlag für 2011

Eine Definition der außergewöhnlichen Effekte ist – entgegen der Angabe – im Glossar nicht enthalten. An anderer Stelle im Geschäftsbericht findet sich jedoch eine Überleitungsrechnung, aus der sich mittelbar zumindest auf einige Bestandteile dieser Effekte schließen lässt (siehe Abbildung 4). Auffallend ist, dass außerplanmäßige Abschreibungen („Impairments“) i. H. v. rund 3 Mrd. € nicht nur bei der Berechnung des EBITDA, sondern auch des EBIT ausgeschlossen werden. Nicht genauer definiert bleibt das sonstige nicht operative Ergebnis, das im Geschäftsjahr 2011 Aufwendungen i. H. v. 3,4 Mrd. € umfasst, die ebenfalls nicht in die Berechnung von EBIT und EBITDA eingehen. Im Geschäftsbericht findet sich hierzu lediglich folgende, wenig aufschlussreiche Umschreibung: „Im sonstigen operativen Ergebnis werden sonstige nicht operative Aufwendungen und Erträge mit einmaligem beziehungsweise seltenem Charakter zusammengefasst“. ³³ Das Beispiel der E.ON AG zeigt damit deutlich, welchen Spielraum die Unterneh-

32 Entnommen aus E.ON AG, Geschäftsbericht 2011, Umschlagklappe.

33 E.ON AG, Geschäftsbericht 2011, S. 152.

mensleitung bei der Berechnung bereinigter Kennzahlen nutzen kann. Hinsichtlich des Informationsgehalts sind diese Kennzahlen zumindest kritisch zu hinterfragen – z.B. inwieweit außerplanmäßige Aufwendungen und sonstige nicht-operative Aufwendungen tatsächlich einmaligen Charakter aufweisen bzw. zu Recht dem nicht-operativen Bereich zugeordnet werden.

Abbildung 4: Überleitung des EBITDA auf das Konzernergebnis bei der E.ON AG³⁴

Konzernergebnis		
in Mio €	2011	2010
EBITDA¹⁾	9.293	13.346
Planmäßige Abschreibung	-3.689	-3.752
Impairments (-)/Wertaufholungen (+) ²⁾	-166	-140
EBIT²⁾	5.438	9.454
Wirtschaftliches Zinsergebnis	-1.776	-2.257
Netto-Buchgewinne/-verluste	1.221	2.873
Aufwendungen für Restrukturierung/ Kostenmanagement	-586	-621
Aufwendungen für Restrukturierung E.ON 2.0	-801	-
Impairments ²⁾	-3.004	-2.598
Sonstiges nicht operatives Ergebnis	-3.403	2.212
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten vor Steuern	-2.911	9.063
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	1.036	-1.946
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	-1.875	7.117
Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten	14	-836
Konzernüberschuss/Konzernfehlbetrag (-)	-1.861	6.281
<i>Anteil der Gesellschafter der E.ON AG</i>	<i>-2.219</i>	<i>5.853</i>
<i>Anteile ohne beherrschenden Einfluss</i>	<i>358</i>	<i>428</i>

1) bereinigt um außergewöhnliche Effekte (siehe Glossar)
2) Impairments weichen aufgrund von Wertminderungen auf at equity bewertete Unternehmen und auf sonstige Finanzanlagen sowie aufgrund von im neutralen Ergebnis erfassten Impairments von den nach IFRS ausgewiesenen Beträgen ab.

Ein weiteres Beispiel für die Heterogenität der durch die Unternehmensführung vorgenommenen Korrekturen findet sich schließlich im Geschäftsbericht der Deutschen Telekom AG. Auch hier wird in der Umschlagklappe ein um Sondereinflüsse bereinigtes EBITDA ausgewiesen:

34 Entnommen aus E.ON AG, Geschäftsbericht 2011, S. 152.

Abbildung 5: Deutsche Telekom AG Finanzkennzahlen (Auszug)³⁵

	Veränderung zum Vorjahr % ^a	2011 Mrd. €	2010 Mrd. €	2009 Mrd. €	2008 Mrd. €	2007 Mrd. €	2006 Mrd. €	2005 Mrd. €
Umsatz und Ergebnis								
Umsatzerlöse	(6,0)	58,7	62,4	64,6	61,7	62,5	61,3	59,6
davon: Inlandsanteil ^a	%	1,2	44,9	43,7	43,4	46,8	49,1	52,9
davon: Auslandsanteil ^a	%	(1,2)	55,1	56,3	56,6	53,2	50,9	47,1
Betriebsergebnis (EBIT)	1,5	5,6	5,5	6,0	7,0	5,3	5,3	7,6
Konzernüberschuss/(-fehlbetrag)	(67,1)	0,6	1,7	0,4	1,5	0,6	3,2	5,6
Konzernüberschuss/(-fehlbetrag) (bereinigt um Sondereinflüsse)	(15,2)	2,9	3,4	3,4	3,4	3,0	3,9	4,7
EBITDA ^{a, b, c}	15,6	20,0	17,3	19,9	18,0	16,9	16,3	20,1
EBITDA (bereinigt um Sondereinflüsse) ^{a, b, c}	(4,0)	18,7	19,5	20,7	19,5	19,3	19,4	20,7
EBITDA-Marge (bereinigt um Sondereinflüsse) ^a	%	0,6	31,8	31,2	32,0	31,6	30,9	31,7

^a Berechnet auf Basis der genaueren Millionwerte. Veränderungen von Prozentwerten sind in Prozentpunkten dargestellt.

^b Die Deutsche Telekom definiert das EBITDA als Betriebsergebnis vor Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen.

^c EBITDA, EBITDA bereinigt um Sondereinflüsse, Netto-Finanzverbindlichkeiten und Free Cashflow sind sog. „Pro-forma-Kennzahlen“, die nicht Bestandteil der internationalen Rechnungslegungsrichtlinien nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) sind. Sie sollten nicht isoliert als Alternative zum Betriebsergebnis, Konzernüberschuss, Cashflow aus Geschäftstätigkeit sowie den in der Konzern-Bilanz ausgewiesenen Schulden oder sonstigen nach IFRS ausgewiesenen Kenngrößen der Deutschen Telekom betrachtet werden. ³⁶ Zur detaillierten Erläuterung und Herleitung verweisen wir auf die Ausführungen des in diesem Geschäftsbericht enthaltenen zusammengefassten Lageberichts, Abschnitt „Geschäftsentwicklung des Konzerns“, Seite 76 ff.

^d In 2006 sind Auszahlungen für den Erwerb von Lizenzen in Höhe von 3,3 Mrd. € enthalten.

^e Mit Beginn des Geschäftsjahres 2007 definiert die Deutsche Telekom den Free Cashflow als den operativen Cashflow abzüglich gezahlter Zinsen und Nettozahlungen für Investitionen in immaterielle Vermögenswerte (ohne Goodwill) und Sachanlagen. Die Vorjahreswerte wurden entsprechend angepasst.

^f Vorbehaltlich der Zustimmung der Hauptversammlung im Jahr 2012 für die Ausschüttung des Geschäftsjahres 2011. ³⁷ Nähere Ausführungen entnehmen Sie bitte dem Kapitel „Konzern-Jahresangabe“ unter der Angabe 29 „Dividende je Aktie“, Seite 214.

^g Bezogen auf die im Jahr 2010 beschlossene Ausschüttungspolitik für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012.

^h Einschließlich der von der Deutschen Telekom AG gehaltenen eigenen Aktien.

Aus der korrespondierenden Überleitungsrechnung³⁶ lässt sich entnehmen, dass die Korrektur zum bereinigten EBITDA im Wesentlichen zwei Komponenten umfasst: Zum einen werden Restrukturierungsaufwendungen aus der bereinigten Größe ausgeschlossen, zum anderen eine einmalige Ausfallentschädigung i. H. v. 3 Mrd. €, die die Deutsche Telekom AG erhalten hat. Da die Erträge aus der Entschädigungszahlung die Restrukturierungsaufwendungen übersteigen, fällt in diesem Fall das bereinigte EBITDA niedriger aus als die unbereinigte, korrespondierende Größe. Anders verhält es sich beim bereinigten EBIT, das lediglich in der Überleitungsrechnung (und nicht in der Umschlagklappe) offengelegt wird: Hier wird die einmalig erhaltene Entschädigungszahlung durch Wertminderungen auf Firmenwerte und andere immaterielle Vermögenswerte überkompensiert. Das um Sondereinflüsse bereinigte EBIT fällt damit um 2,0 Mrd. € höher aus als die unbereinigte Größe und beträgt 7,6 Mrd. €.

Diese drei Beispiele zeigen, dass sich den Unternehmen vielfältige Möglichkeiten zur Offenlegung bereinigter Pro forma-Kennzahlen bieten. Die Ausweismöglichkeiten unterscheiden sich sowohl hinsichtlich der ausgeschlossenen Größen als auch hinsichtlich der Transparenz der Überleitungsrechnung. Eine sachgerechte Berücksichtigung und Interpretation insbesondere von bereinigten „Als ob“-Größen stellt damit relativ hohe Anforderungen an die Sachkenntnis des Analytikers.

35 Entnommen aus Deutsche Telekom AG, Geschäftsbericht 2011, Umschlagklappe.

36 Vgl. Deutsche Telekom AG, Geschäftsbericht 2011, S. 80.

Neben der Unterteilung in jahresabschlussbasierte und bereinigte Größen können Pro forma-Kennzahlen noch anhand einer Reihe weiterer Merkmale kategorisiert werden. Ein ausführlicher Überblick über insgesamt 17 Merkmale findet sich bei Küting und Heiden, 2003, und wird im Anhang wiedergegeben. Für diese Handlungshilfe besonders relevant ist jedoch die oben vorgenommene Unterteilung, da jahresabschlussbasierte und bereinigte Kennzahlen sich vor allem den unternehmensübergreifenden und den intertemporalen Vergleich beeinflussen (sprich, häufig erschweren) und somit auch unterschiedliches Informations- und Manipulationspotential aufweisen.

2.3 Gründe für die Offenlegung von Pro forma-Kennzahlen: Information oder Manipulation?

In der Literatur haben sich zwei unterschiedliche, nicht überschneidungsfreie³⁷ Erklärungsansätze für das Phänomen der Pro forma-Kennzahlen entwickelt, die auf die möglichen (von externer Seite nicht beobachtbaren) Absichten der Unternehmensführung abstellen. Diese bestehen in der Bereitstellung (zusätzlicher) entscheidungsnützlicher Informationen einerseits (**Informationszweck**) und der opportunistisch motivierten Erzielung einer besseren Bewertung am Kapitalmarkt durch die bewusst positive Darstellung des Unternehmenserfolgs andererseits (**Manipulationszweck**).

2.3.1 Informationszweck

Die Offenlegung von Pro forma-Kennzahlen zum Zwecke der Information unterstellt, dass der Kapitalmarkt solche Größen nachfragt. Diese existiert insbesondere, wenn die regulierte Berichterstattung zu komplex oder zu restriktiv ist und damit der Unternehmensleitung den Ausweis aussagekräftiger, prognosefähiger Ergebnisgrößen erschwert. In diesem Fall muss die Unternehmensführung andere, zusätzliche Kanäle nutzen, um ihre privaten Informationen an die Kapitalmarktteilnehmer zu übermitteln. Vor diesem Hintergrund könnte das Verbot des Ausweises außerordentlicher Posten in IAS 1.87 einen Anreiz darstellen, um Sondereffekte bereinigte Größen im Rahmen der freiwilligen Pro forma-Berichterstattung offenzulegen. So verstanden verhelfen Pro forma-Kennzahlen dem Anleger zu einer besseren Einschätzung des nachhaltig erzielbaren Unternehmenserfolgs durch die **Bereitstellung zusätzlicher Informationen**.

37 Vgl. Hitz/Jenniges, 2008, S. 239.

Daneben kann die informationsorientierte Veröffentlichung von Pro forma-Kennzahlen dazu dienen, die **Suchkosten** der Kapitalmarktteilnehmer für im Jahresabschluss **vorhandene Informationen** zu reduzieren. Beispielsweise werden Abschreibungen nach dem Umsatzkostenverfahren nicht separat in der GuV ausgewiesen, sondern sind in den Herstellungskosten des Umsatzes enthalten. Der Ausweis des EBITDA erspart dem Bilanzadressaten in diesem Fall die Herleitung der Abschreibungen aus Kapitalflussrechnung oder Anlagespiegel.³⁸ Das geht mit dem Ausweis der Kennzahl an einer hervorgehobenen Stelle im Geschäftsbericht (z. B. in der Umschlagklappe) oder in Pressemeldungen einher.

2.3.2 Manipulationszweck

Die Kehrseite der Medaille bildet das mit Pro forma-Kennzahlen verknüpfte Manipulationspotential. Der Mangel an Regulierung³⁹ und die damit einhergehenden weiten Ermessensspielräume der Unternehmensführung bei der Berechnung von Pro forma-Kennzahlen haben den freiwillig offengelegten Kennzahlen Beinamen wie „Umsatz vor Aufwendungen“⁴⁰ oder „EBS – Everything But Bad Stuff“⁴¹ eingebracht.

Anreize zur Irreführung der Anleger können insbesondere bestehen, wenn im Rahmen der geregelten Berichterstattung ein Verlust ausgewiesen, das Vorjahresergebnis nicht erreicht oder das von Analysten prognostizierte Ergebnis verfehlt wird.⁴² In solchen Situationen kann die Unternehmensführung durch die Korrektur des Ergebnisses eine **bessere Ertragslage suggerieren** als tatsächlich besteht. Solche Bereinigungen können insbesondere dann irreführend sein, wenn sie imparitätisch vorgenommen werden: In solchen Fällen werden zwar Aufwendungen (z. B. außerplanmäßige Abschreibungen oder Zinsaufwendungen) aus dem pro forma-Ergebnis ausgeschlossen, aber korrespondierende Erträge (z. B. Wertaufholungen oder Zinserträge) gehen in die Berechnung ein.⁴³

Der Ausweis der Pro forma-Kennzahlen an hervorgehobener Stelle erhöht bei einer solchen Motivationslage die Wahrscheinlichkeit, dass Anleger irreführt werden: Denn die (überhöhten) Pro forma-Kennzahlen z. B. in der Umschlagklappe werden als erstes wahrgenommen und stellen daher einen „Ankerwert“ für die nachfolgende Auswertung des Geschäftsberichts bzw. der Pressemeldung dar.⁴⁴

38 Vgl. Hitz/Jenniges, 2008, S. 238.

39 Vgl. Abschnitt 2.1.

40 Hillebrandt/Sellhorn, 2002a, S. 153.

41 Turner, 2000.

42 Vgl. Hitz, 2010b.

43 Vgl. Küting/Heiden, 2003, S. 1.546.

44 Vgl. auch die Ergebnisse der in Abschnitt 3.3 vorgestellten experimentellen Studien.

3 Pro forma-Kennzahlen aus wissenschaftlicher Sicht

3.1 Überblick

Das oben erläuterte Spannungsfeld zwischen Informations- und Missbrauchspotential steht auch im Mittelpunkt wissenschaftlicher Forschung zu Pro forma-Kennzahlen. Die vorhandenen Studien lassen sich in zwei Gruppen einteilen. Die erste Gruppe umfasst **kapitalmarktbasierete Studien** zu Verbreitung, Wertrelevanz und Informationsgehalt von Pro forma-Ergebnissen.

- Die Verbreitung betreffende Studien sind weitgehend deskriptiv und beschreiben das Phänomen der Offenlegung von Pro forma-Zahlen.
- Studien zur Wertrelevanz stellen einen Zusammenhang zwischen offengelegten Pro forma-Kennzahlen und kapitalmarktbasierter Variablen (z. B. Aktienkursen und -renditen) dar.⁴⁵ Pro forma-Kennzahlen werden dann als wertrelevant angesehen, wenn ein vorhersagbarer, aber nicht notwendigerweise kausaler Zusammenhang zu diesen kapitalmarktbasierter Größen besteht. Ein solcher Zusammenhang suggeriert nämlich, dass die Kapitalmarktteilnehmer (Investoren) die in den Pro forma-Kennzahlen enthaltenen Informationen in ihre Kauf- und Verkaufsentscheidungen einfließen lassen.⁴⁶
- Der Nachweis einer Kausalbeziehung ist hingegen Gegenstand von Studien zum Informationsgehalt, die der Offenlegung von Pro forma-Zahlen einen Neuigkeitswert beimessen.⁴⁷ In diesen Fällen enthalten Pro forma-Kennzahlen neue, dem Anleger vor der Offenlegung noch nicht bekannte Informationen. Vor dem Hintergrund der Umsetzung des Sarbanes-Oxley-Act durch die SEC⁴⁸ widmen sich weitere Studien aus diesem Bereich den Auswirkungen verschärfte Regulierung auf die Berechnung, Darstellung und Verwendung von Pro forma-Kennzahlen.

45 Vgl. allgemein Mölls/Strauß, 2007.

46 So zeigen etwa Brown/Sivakumar, 2003, dass operative pro forma-Größen, wie sie von Unternehmen berichtet oder von Finanzanalysten aufgrund eigener Berechnungen verwendet werden, wertrelevanter sind als solche, die von dem kommerziellen Datendienst Standard & Poor's Compustat anhand standardisierter Bereinigungen ermittelt werden. Offenbar enthalten die von Unternehmen und Analysten vorgenommenen Adjustierungen zusätzliche Informationen, die der Kapitalmarkt als relevant einstuft.

47 Vgl. Barth et al., 2001; Kothari, 2001.

48 Vgl. Abschnitt 2.1.3.

Die zweite Gruppe umfasst experimentelle Studien und untersucht den Einfluss von Pro forma-Ergebnissen auf die individuelle Entscheidungsfindung insbesondere von Investoren. Es handelt sich hierbei um verhaltenswissenschaftliche⁴⁹ Studien, die zumeist auf psychologischen Theorien basieren. Im Mittelpunkt steht der Unterschied zwischen dem Anlageverhalten professioneller und nichtprofessioneller Anleger.

3.2 Kapitalmarktbasierte Studien

3.2.1 Verwendung und Darstellung von Pro forma-Ergebnissen

3.2.1.1 Verwendung von Pro forma-Kennzahlen am deutschen Markt

Die Verwendung von Pro forma-Kennzahlen am deutschen Markt stellt ein vergleichsweise wenig erforschtes Phänomen dar. Die meisten Studien sind deskriptiv und betreffen die Verbreitung und Darstellung der freiwillig offengelegten Größen:

- Hillebrandt und Sellhorn untersuchen in einer frühen Studie die Geschäftsberichte des Jahres 2000 von Unternehmen im DAX100 und Neuen Markt (NEMAX50). Die Autoren stellen eine weite Verbreitung unterschiedlicher Kennzahlen mit Schwerpunkt auf EBIT und EBITDA fest.⁵⁰
- Darauf aufbauend betrachten Küting und Heiden in zwei Studien die Konzerngeschäftsberichte der Geschäftsjahre 2001 und 2002 von nicht-Finanzunternehmen im DAX, MDAX, SDAX und im Neuen Markt (NEMAX50), von denen 90 % mindestens eine Pro forma-Kennzahl offenlegen.⁵¹ Die Studien bestätigen die Beliebtheit der Kennzahlen EBIT und EBITDA am deutschen Kapitalmarkt. Zudem weisen 28 % der Unternehmen, die im Geschäftsjahr 2002 eine dieser beiden Kennzahlen verwenden, diese als Zwischenergebnis in der GuV aus oder legen eine entsprechende Überleitungsrechnung offen.⁵²
- Hitz und Jenniges werten die Verbreitung und Erscheinungsform von Pro forma Gewinnzahlen für die Geschäftsberichte des Jahres 2006 – und damit

49 Die hier beschriebenen verhaltenswissenschaftlichen Studien (behavioral studies) sind insofern von der experimentellen Wirtschaftsforschung (experimental economics) abzugrenzen, als dass bei verhaltenswissenschaftlichen Studien die individuelle Entscheidungsfindung untersucht wird. Im Gegensatz hierzu analysiert die experimentelle Wirtschaftsforschung die Interaktionen von Individuen bei bestimmten marktwirtschaftlichen Anreizen. Vgl. auch Kachelmeier/King, 2002.

50 Vgl. Hillebrandt/Sellhorn, 2002b.

51 Vgl. Küting/Heiden, 2003; Küting/Heiden, 2002.

52 Vgl. Küting/Heiden, 2003.

nach Einführung der IFRS – von HDAX-Unternehmen aus.⁵³ Im Einklang mit früheren Studien stellen die Autoren insgesamt eine weite Verbreitung von Pro forma-Kennzahlen fest: Rund 84 % der untersuchten Unternehmen legen mindestens eine solche Kennzahl⁵⁴ offen. Bei einem Fünftel der offengelegten Kennzahlen handelt es sich um modifizierte „Als ob“-Ergebniskennzahlen, deren Berechnung sich nicht unmittelbar aus jahresabschlussbasierten Größen ergibt.

Hinsichtlich der **Motivationslage** der Unternehmen können die Studien keine weitläufig missbräuchliche Verwendung der Kennzahlen ausmachen. Einige Ergebnisse lassen jedoch zumindest auf Missbrauchspotential schließen. Aufgrund der heterogenen Berechnungsmethoden (z. B. hinsichtlich einer paritätischen oder imparitätischen Behandlung des Zinsergebnisses) und der seltenen Offenlegung einer Überleitungsrechnung wird weiterhin die mangelnde Nachvollziehbarkeit der Kennzahlen kritisiert.⁵⁵ Das trifft insbesondere auf die Gruppe der bereinigten „Als ob“-Kennzahlen zu, wie Hitz und Jenniges anhand eines von ihnen entwickelten Transparenzmaßes zeigen.⁵⁶ Zudem stellen die Autoren fest, dass diese Kennzahlen im Mittel substantiell höher ausfallen als ihre jahresabschlussbasierten Gegenstücke.

In einer jüngeren Studie untersucht Hitz die **Determinanten** für die Verwendung und Hervorhebung von Pro forma-Ergebnissen in vierteljährlichen Pressemitteilungen der Jahre 2005-2006.⁵⁷ Der Autor stellt einen positiven Zusammenhang zwischen sowohl der Verwendung als auch der Hervorhebung von Pro forma-Ergebnissen und einer opportunistischen Motivationslage fest: Unternehmen, die durch geprüfte bzw. gesetzlich regulierte Berichtsgrößen bestimmte Zielvorgaben (z. B. Analystenerwartungen hinsichtlich des Jahresüberschusses oder Ergebnisse früherer Jahre) nicht erreichen, legen mit signifikant höherer Wahrscheinlichkeit mehr und stärker hervorgehobene Pro forma-Zahlen offen. Keinen Zusammenhang kann Hitz hingegen zwischen der Verwendung und Hervorhebung von Pro forma-Größen und dem Informationsgehalt der regulierten Berichtsgrößen ausmachen. Er stellt jedoch fest, dass diejenigen Unternehmen, die bereits vor 2005 freiwillig die IFRS angewendet haben, mit geringerer Wahrscheinlichkeit Pro forma-Ergebnisse offenlegen und diese weniger stark hervorheben.

53 Vgl. Hitz/Jenniges, 2008.

54 Ohne Berücksichtigung von EBT.

55 Vgl. Küting/Heiden, 2003, S. S. 1547, 1.551-1.552; Volk, 2007.

56 Vgl. Hitz/Jenniges, 2008.

57 Vgl. Hitz, 2010b.

3.2.1.2 Studien für den U.S.-amerikanischen und britischen Markt

Auch die vergleichsweise umfangreiche Forschung zur Verwendung von Pro forma-Kennzahlen im anglo-amerikanischen Sprachraum erzielt gemischte Ergebnisse hinsichtlich der Frage, ob Pro forma-Kennzahlen zum Zwecke der Manipulation oder Information offengelegt werden.

Wie schon in den oben genannten deutschen Studien werden auch hier heterogene Berechnungsweisen der Kennzahlen festgestellt und kritisiert. Neben Unterschieden zwischen den Unternehmen werden auch intertemporale Unterschiede auf Ebene einzelner Unternehmen festgestellt.⁵⁸ Bezüglich der Motivationslage zur Offenlegung von Pro forma-Kennzahlen dokumentiert die Studie von Marques deren **strategische Verwendung**, wenn in den regulierten Ergebnissen nur eine unzureichende Ertragslage ausgewiesen wird.⁵⁹ Gegen die informationsorientierte Verwendung von Pro forma-Kennzahlen und damit ebenfalls für eine eher opportunistische Motivationslage spricht auch die Studie von Doyle et. al.: Die Autoren stellen fest, dass zukünftige Zahlungsströme geringer ausfallen, wenn höhere Aufwendungen aus den Pro forma-Ergebnissen herausgerechnet wurden. Dieser Zusammenhang wird allerdings von den Kapitalmarktteilnehmern nicht vollständig erkannt.⁶⁰

Gemischte Ergebnisse hinsichtlich der Motivationslage finden sich in der Studie von Lougee und Marquardt. Die Autoren stellen fest, dass zwei (nicht überschneidungsfreie) Gruppen von Unternehmen zur vermehrten Veröffentlichung von Pro forma-Ergebnissen tendieren: Zum einen sind das Unternehmen, deren regulierte Berichterstattung einen geringen Informationsgehalt aufweist (**Informationsanreiz**). Zum anderen umfasst das aber auch Unternehmen, deren regulierte Gewinngrößen die Analystenerwartungen nicht erfüllen (**Manipulationsanreiz**). Zusätzlichen Informationsgehalt im Vergleich zur regulierten Gewinngröße und damit Hinweise auf eine informationsorientierte Verwendung von Pro forma-Kennzahlen machen die Autoren nur für die erste Gruppe von Unternehmen aus.⁶¹

In Übereinstimmung mit diesen Ergebnissen stellen auch Brown und Sivakumar fest, dass Pro forma-Kennzahlen **zusätzliche Informationen** vermitteln, die über den Jahresabschluss hinausgehen. Die Autoren vergleichen offengelegte Pro forma-Kennzahlen mit operativen Kennzahlen, die auf der Basis des regulierten Jahresabschlusses von dem kommerziellen Datendienst Standard & Poor's

58 Vgl. Bhattacharya et al., 2004.

59 Vgl. Marques, 2010.

60 Vgl. Doyle et al., 2003.

61 Vgl. Lougee/Marquardt, 2004.

(S&P) Compustat errechnet werden. Sie stellen fest, dass die von der Unternehmensführung errechneten Pro forma-Kennzahlen im Vergleich mit den von S&P errechneten operativen Kennzahlen den aktuellen Aktienkurs besser erklären und zukünftige Erträge besser prognostizieren.⁶²

3.2.2 Der Effekt von Regulierung

Die Umsetzung des Sarbanes-Oxley-Act durch die SEC warf für die empirische Forschung die Fragestellung auf, ob die Regulierung ihr Ziel erreicht und die irreführende Verwendung von Pro forma-Kennzahlen reduziert.

In diesem Zusammenhang wurde gezeigt, dass nach der **Einführung schärferer Regulierungen**

- weniger Unternehmen Pro forma-Kennzahlen veröffentlichen⁶³ und die Pro forma-Kennzahlen an einer weniger prominenten Stelle in der Berichterstattung ausweisen,⁶⁴
- Bereinigungen bei der Berechnung von Pro forma-Kennzahlen in geringerem Umfang vorgenommen werden,⁶⁵
- weniger potentiell irreführende Kennzahlen veröffentlicht werden,⁶⁶ und
- es unwahrscheinlicher ist, dass die Pro forma-Kennzahlen so gewählt werden, dass sie den Analystenerwartungen möglichst nahe kommen⁶⁷.

Intensivere Regulierung scheint damit einerseits eine potentiell irreführende Verwendung von Pro forma-Kennzahlen einzuschränken. Dieser positive Effekt ist jedoch andererseits abzuwägen gegen eine rückläufige Bereitschaft der Unternehmensleitungen, über diesen Kanal unternehmensinterne Informationen offenzulegen.

Die oben präsentierten Wertrelevanzstudien bauen (zumindest implizit) auf der Annahme auf, dass Kapitalmärkte effizient sind (efficient capital markets hypothesis⁶⁸).⁶⁹ Danach kann der Aktienkurs als Maßstab für den Unternehmenswert herangezogen werden. Eine hohe Wertrelevanz wird dahingehend interpretiert, dass die von den Investoren genutzten Informationen in Pro forma-Ergebnissen zusammengefasst werden und die Pro forma-Kennzahlen damit Informationen über den „wahren“ Unternehmenswert enthalten. Bei ineffizienten Kapitalmärkten

62 Vgl. Brown/Sivakumar, 2003.

63 Vgl. Entwistle et al., 2006; Heflin/Hsu, 2008.

64 Vgl. Entwistle et al., 2006.

65 Vgl. Heflin/Hsu, 2008.

66 Vgl. Entwistle et al., 2006.

67 Vgl. Heflin/Hsu, 2008.

68 Vgl. Fama, 1970.

69 Vgl. Mölls/Strauß, 2007, S. 80-81.

könnte eine hohe Wertrelevanz jedoch auch darauf schließen lassen, dass sich Investoren von Pro forma-Ergebnissen irreführen lassen.⁷⁰ Diese Interpretationsfrage, die kapitalmarktorientierte Studien nicht abschließend beantworten können, wird auf der Ebene der individuellen Entscheidungsfindung in den nachfolgend dargestellten experimentellen Studien zum Anlegerverhalten untersucht.

3.3 Experimentelle Studien zur Verhaltensbeeinflussung von Investoren

Die Frage, ob Pro forma-Kennzahlen entscheidungsnützliche Informationen darstellen oder irreführende Wirkung entfalten, ist eng mit ihrer Verwendung durch den einzelnen Kapitalmarktteilnehmer (zumeist Anleger) verknüpft. Die Grundlage für eine zumindest potentiell nachteilige, opportunistische Beeinflussung der Anlegerverhaltens bilden zwei psychologische Phänomene: „positive framing“ und „anchoring“. Sie wurden erstmals von den späteren Nobelpreisträgern Daniel Kahneman und Amos Tversky in den 1970er Jahren erforscht.⁷¹

„**Positive framing**“ (positives Einrahmen), bezieht sich darauf, dass Entscheidungen durch die Umstände, in denen sie getroffen werden, geprägt sind.⁷² In diesem Zusammenhang können Pro forma-Ergebnisse als positiver Rahmen für die Wahrnehmung von klassischen Gewinngrößen interpretiert werden: In diesem Fall würden Anleger solchen Unternehmen, die auch Pro forma-Kennzahlen offenlegen, z. B. höhere Professionalität beimessen und dementsprechend die Ertragslage besser bewerten, als sie ggf. tatsächlich ist. Die Pro forma-Kennzahlen stellen damit einen ersten Referenzpunkt für die Wahrnehmung des Unternehmens dar.

„**Anchoring**“ (Ankerheuristik) beschreibt die Verhaltensweise, dass Entscheidungsfinder sich an einem ersten Wert („Ankerwert“) orientieren und ihre weiteren Überlegungen darauf basieren.⁷³ Dieser Ankerwert wird, auch bei verbesserter Informationslage, vom Anleger tendenziell nur unzureichend angepasst. Pro forma-Ergebnisse, die ja in der Regel ein positives Bild der Ertragslage zeichnen, können in diesem Zusammenhang als Ankerwert für die Auswertung klassischer Gewinngrößen wahrgenommen werden, insbesondere wenn sie an hervorgehobener Stelle ausgewiesen werden.⁷⁴

70 Vgl. Brown/Sivakumar, 2003.

71 Vgl. Tversky/Kahneman, 1974; Kahneman/Tversky, 1984.

72 Vgl. Beck, 2008, S. 129-139.

73 Vgl. Beck, 2008, S. 117-128.

74 Vgl. zum gesamten Absatz Andersson/Hellman, 2007, m. w. N.

Vor diesem Hintergrund untersuchen experimentelle Studien den Einfluss von Pro forma-Kennzahlen auf das **Hwandelsverhalten individueller Investoren**. Diese Studien simulieren eine Entscheidungssituation und beobachten die Auswirkungen von Pro forma-Ergebnissen durch den Vergleich von Versuchs- und Kontrollgruppen. Damit basieren sie – im Gegensatz zu den oben genannten kapitalmarkt-basierten Studien – zwar nicht auf der impliziten Annahme effizienter Kapitalmärkte. Eine Schwäche der experimentellen Studien kann jedoch in mangelnder Realitätsnähe bestehen, sodass ihre Ergebnisse nicht ohne weiteres verallgemeinert oder auf ein Marktszenario übertragen werden können, das die Interaktion verschiedener Individuen unter Wettbewerbsbedingungen beinhaltet.⁷⁵

Im Fokus der Experimente und Befragungen stehen Unterschiede im Verhalten professioneller und nicht-professioneller Anleger. Insgesamt lassen sich folgende **Ergebnisse** festhalten:

- Sowohl professionelle als auch nicht-professionelle Anleger gaben in einer Befragung an, den Informationsgehalt von Pro forma-Kennzahl für vergleichsweise gering zu halten, und sprachen sich für mehr Regulierung aus.⁷⁶
- Professionelle Anleger werden in ihrer Entscheidungsfindung grundsätzlich weniger stark von Pro forma-Kennzahlen beeinflusst, was auf die Nutzung festgelegter Bewertungsmodelle zurückgeführt wird.⁷⁷ Sie beurteilen Pro forma-Ergebnisse jedoch als verlässlicher, wenn eine Überleitungsrechnung angegeben wird.⁷⁸
- Nicht-professionelle Investoren tendieren hingegen dazu, Unternehmen, die Pro forma-Kennzahlen veröffentlichen, einen höheren Wert beizumessen.⁷⁹ Bei negativer Ertragslage im regulierten Jahresabschluss prognostizieren nicht-professionelle Anleger einen höheren Gewinn, wenn Unternehmen zusätzlich substantiell abweichende und positive Pro forma-Ergebnisse offenlegen.⁸⁰
- Nicht-professionelle Investoren werden dabei stärker beeinflusst, wenn die Pro forma-Kennzahlen an prominenter Stelle dargestellt werden. Im Gegensatz zu professionellen Investoren ist der Einfluss auf nicht-professionelle Anleger jedoch geringer, wenn eine Überleitungsrechnung präsentiert wird.⁸¹

75 Vgl. Kachelmeier/King, 2002.

76 Vgl. James/Michello, 2009.

77 Vgl. Frederickson/Miller, 2004.

78 Vgl. Elliott, 2006.

79 Vgl. Frederickson/Miller, 2004.

80 Vgl. Andersson/Hellman, 2007.

81 Vgl. Elliott, 2006.

3.4 Zwischenergebnis

Auch empirische Studien vermögen die Frage nach der informativen oder manipulativen Verwendung von Pro forma-Kennzahlen nicht vollständig zu erhellen. Zum einen kann das auf die kapitalmarktbasiereten und experimentellen Studien wesenseigenen Beschränkungen zurückzuführen sein: Diese basieren auf der Annahme effizient preisender Kapitalmärkte bzw. auf der realistischen Abbildung von Handelsentscheidungen im Experiment. Diese Annahmen sind nicht immer vollständig erfüllt, sodass die Ergebnisse nur beschränkt verallgemeinerbar sind. Zum anderen sind Informationszweck und Manipulationszweck weder überschneidungsfrei noch direkt beobachtbar und damit nur schwer empirisch greifbar. Aus den empirischen Studien lässt sich folglich keine eindeutige Antwort auf die Frage ableiten, wann Pro forma-Kennzahlen manipulative Wirkung entfalten. Das macht für den Bilanzanalytiker eine Beurteilung auf Basis des Einzelfalls erforderlich, die Gegenstand des folgenden Kapitels ist.

4 Umgang mit Pro forma-Kennzahlen – Handlungsempfehlungen für Bilanzanalytiker

4.1 Interpretation jahresabschlussbasierter „Earnings before“-Größen

Die empirischen Untersuchungen für den deutschen Markt haben gezeigt, dass EBIT und EBITDA die am häufigsten veröffentlichten Pro forma-Kennzahlen sind. Vor diesem Hintergrund erläutert der nachfolgende Abschnitt ihre ökonomische Interpretation und zeigt die damit verbundenen Schwierigkeiten auf.

4.1.1 EBIT

Das EBIT wird als Kennzahl für die operative Ertragskraft eines Unternehmens interpretiert. Sie ermöglicht einen unternehmensübergreifenden Vergleich der erwirtschafteten Rendite, unabhängig von Kapitalstruktur und Steuereffekten.⁸² Eine Einschätzung dafür, wie effizient ein Unternehmen diese Rendite erwirtschaftet, erhält man durch die Ermittlung der EBIT-Marge. Sie stellt das Verhältnis von EBIT zu Umsatz dar.⁸³

Besondere Bedeutung erlangt das EBIT als Zählergröße von Maßgrößen der (operativen) Gesamtkapitalrentabilität, die in Vor- und Nachsteuervarianten sowie mit verschiedensten Anpassungen der Zähler- und Nennergrößen vorkommen. In ihrer Grundstruktur entsprechen diese Kennzahlen somit dem Verhältnis von EBIT zum Gesamtkapital (Bilanzsumme). Dazu zählen Return on assets (ROA), Return on capital employed (ROCE), Return on invested capital (ROIC) und andere.⁸⁴ Häufig werden diese Kennzahlen auch zur internen, wertorientierten Unternehmenssteuerung verwendet.⁸⁵

4.1.2 EBITDA

Die Korrektur des Ergebnisses um Steuern, Zinsen und Abschreibungen auf materielle und immaterielle Vermögenswerte führt zum EBITDA. Steuern, Zinsen und Abschreibungen stellen insbesondere bei anlageintensiven Unternehmen und

82 Vgl. Coenenberg et al., 2009, S. 1030; Lundholm/Sloan, 2007, S. 102.

83 Vgl. Lundholm/Sloan, 2007, S. 101-102.

84 Vgl. Coenenberg et al., 2009, S. 1.148-1.150. Die Kennzahlen sind wie folgt definiert: ROA = EBIT/Bilanzsumme; ROCE = EBIT/betriebsnotwendiges Kapital = EBIT/(Eigenkapital+verzinsliches Fremdkapital); ROIC = EBIT/langfristig investiertes Kapital. Durch Abzug des effektiven Ertragssteueraufwands im Zähler (errechnet durch Multiplikation des EBIT mit dem effektiven Steuersatz) erhält man die jeweilige Kennzahl nach Steuern.

85 Vgl. Quick, 2012; Arbeitskreis Internes Rechnungswesen der Schmalenbach-Gesellschaft, 2010.

Unternehmen mit hohen immateriellen Vermögenswerten, wie Marken oder derivativem Goodwill, einen wesentlichen Posten in der GuV dar. Die Bereinigung um diese zahlungsunwirksamen Aufwendungen führt zu einer Kennzahl (eben dem EBITDA), die dem operativen Cash Flow des Unternehmens⁸⁶ angenähert ist und den Effekt unterschiedlicher Abschreibungsmethoden auf die Erfolgskennzahl⁸⁷ eliminiert.

Vor diesem Hintergrund spielt das EBITDA in der Praxis eine wichtige Rolle als Eingangsgröße in den Zinsdeckungsgrad (EBITDA interest cover), der häufig in kreditvertraglichen Nebenabreden (financial covenants) verwendet wird.⁸⁸ Der Zinsdeckungsgrad stellt das Verhältnis von EBITDA zu Zinsaufwendungen dar und gibt somit einen Hinweis darauf, wie komfortabel das Unternehmen seine Zinsaufwendungen aus seinen operativen Aktivitäten decken kann.

Die Nutzung des EBITDA als ein Element bei der Beurteilung der Zinsdeckung basiert auf der Annahme, dass es sich bei der Kennzahl um eine (quasi) Cash Flow-Größe handelt. Diese Annahme kann realistisch sein bei Unternehmen mit langfristiger Anlagestruktur. Außerdem kann das EBITDA aussagekräftiger sein als der operative Cash Flow aus der Kapitalflussrechnung, nämlich dann, wenn ein Unternehmen über hohes, jederzeit und mit einer gewissen Sicherheit liquidierbares Vermögen verfügt, ohne dabei die Leistungsfähigkeit des Unternehmens zu schwächen (z. B. Wertpapierbestände oder werthaltige Forderungen). Folgende Kritik an dieser Interpretation hat sich jedoch in der bilanzanalytischen Literatur herausgebildet:

- Wie oben beschrieben basiert die Ermittlung des EBITDA auf Größen der GuV. Die GuV enthält aber nur solche Aufwendungen und Erträge, die der aktuellen Periode zuzurechnen sind (Grundsatz der Periodenabgrenzung); diese müssen aber nicht notwendigerweise mit den Zu- und Abflüssen liquider Mittel in der gleichen Periode übereinstimmen.⁸⁹ Insbesondere beim Verkauf von Waren auf Ziel werden Umsatzerlöse verbucht, bevor die Zahlung des Kunden eingeht. Gewährt das Unternehmen großzügigere Zahlungsbedingungen an seine Kunden, kann es dadurch zwar kurzfristig seine Umsatzerlöse steigern – inwiefern die daraus resultierenden Forderungen jedoch in liquide Mittel transformiert werden können, hängt von der Zahlungsfähigkeit der Kunden ab.⁹⁰ Je mehr ein Unternehmen von solchen Maßnahmen zur (zahlungsun-

86 Vgl. Coenenberg et al., 2009, S. 1.030-1.031.

87 Vgl. Gräfer, 2008, S. 59; Weber/Schäffer, 2011, S. 175.

88 Vgl. Haghani et al., 2009.

89 Vgl. Stumpp et al., 2000, S. 15, mit der prägnanten These: „not all revenues are cash“.

90 Vgl. Lundholm/Sloan, 2007, S. 76.

wirksamen) Steigerung seiner Umsatzerlöse Gebrauch macht, desto größer wird der Unterschied zwischen EBITDA und operativem Cash Flow. Das v. a. muss bei der Interpretation des Zinsdeckungsgrades berücksichtigt werden: Ein hoher EBITDA-Zinsdeckungsgrad spiegelt nicht notwendigerweise wider, dass das Unternehmen kurzfristig genügend Liquidität zur Zahlung seiner Zinsen aufweist.⁹¹

- Neben solchen transaktionsbezogenen Ermessensspielräumen kann das EBITDA ebenfalls von bilanzpolitischen Maßnahmen betroffen sein.⁹²
- Abschreibungen dienen der Substanzerhaltung des Unternehmens und stellen einen wesentlichen Teil seiner Innenfinanzierung dar, sofern sie verdient werden, d. h. sofern sie über den Absatzpreis an die Kunden weitergegeben werden können: Zum einen werden sie als Teil der Herstellungskosten bei der Ermittlung der Verkaufspreise berücksichtigt, die dem Unternehmen über die Umsatzerlöse zufließen. Zum anderen mindern sie als Aufwand den ausschüttungsfähigen Gewinn, sodass die gewonnenen Mittel im Unternehmen verbleiben und für Ersatzbeschaffungen verwendet werden können.⁹³ Immaterielle Werte, wie der derivative Firmenwert, unterliegen zwar keinem physischen Werteverzehr und machen daher in der Regel keine Ersatzbeschaffung im engeren Sinne erforderlich. Jedoch sind auch hier, wie bei materiellen Anlagegütern, regelmäßige Folgeinvestitionen z. B. in Form von Marketing- oder Entwicklungskosten notwendig, um den bei einer Akquisition antizipierten Vorteil auch tatsächlich zu realisieren.⁹⁴ Die Eliminierung von Abschreibungen auf materielle und immaterielle Anlagen aus der operativen Ergebniskennzahl ignoriert die Notwendigkeit solcher Folge- und Reinvestitionen.⁹⁵ Das ist umso problematischer, je kürzer die Nutzungsdauer des Anlagevermögens ausfällt, und je öfter damit Ersatzbeschaffungen nötig werden.⁹⁶ Bei der Interpretation des Zinsdeckungsgrades muss daher berücksichtigt werden, dass das EBITDA nicht nur für Zinsaufwendungen eingesetzt werden muss, sondern langfristig auch zur Substanzerhaltung des Unternehmens.⁹⁷

91 Vgl. Stumpp et al., 2000, S. 8. Neben dem oben beschriebenen Ermessensspielräumen werden hier auch weniger manipulativ geprägte Gründe angeführt, z. B. die Bindung liquider Mittel in einer Tochtergesellschaft.

92 Vgl. Abschnitt 4.2.1.3.

93 Vgl. zum ganzen Absatz Wöhe, 2005, S. 178.

94 Vgl. Grant/Parker, 2002.

95 Vgl. Gräfer, 2008, S. 59; Revsine et al., 2005, S. 250.

96 Vgl. Stumpp et al., 2000.

97 Vgl. Lundholm/Sloan, 2007, S. 110; Stumpp et al., 2000.

4.1.3 Handlungsempfehlungen

Die obigen Ausführungen haben gezeigt, dass die Aussagekraft des EBITDA kritisch zu hinterfragen ist. Konkret bieten sich dem Bilanzanalytiker folgende Maßnahmen zur Identifikation von „red flags“, also weiterem Analysebedarf:

- **Komponentenanalyse des EBITDA:** Durch die Zerlegung des EBITDA in das EBIT und die Abschreibungen kann den individuellen Investitionsbedürfnissen eines Unternehmens Rechnung getragen werden. Ein hoher Anteil des EBIT am EBITDA weist auf einen tendenziell stabileren zugrundeliegenden Cash Flow hin. Wird die Höhe des EBITDA jedoch größtenteils von Abschreibungen bestimmt, ist das eher ein Hinweis auf eine hohe Anlageintensität des Unternehmens als auf Ertragskraft.⁹⁸ In diesem Fall ist zu hinterfragen, ob und in welchem Umfang die hier freigesetzten Mittel tatsächlich für Auszahlungen zur freien Verfügung (z. B. Deckung von Zinszahlungen) stehen. Begrenzt verfügbar ist das EBITDA dann, wenn zukünftige Investitionen aus dem operativen Cash Flow bestritten werden müssen.⁹⁹ Bei der Interpretation des Zinsdeckungsgrades kann es sich in solchen Fällen anbieten, vom EBITDA im Zähler die Sachinvestitionen (CAPEX) abzuziehen.¹⁰⁰
- **Vergleich des EBITDA mit dem operativen Cash Flow¹⁰¹:** Hier können große Differenzen Hinweise auf Bemühungen des Managements sein, den Periodenerfolg durch ermessensbehafte, nicht zahlungswirksame Maßnahmen zu steigern. Diese können sich beispielsweise in erhöhten Forderungen gegenüber Kunden in der Bilanz niederschlagen, deren Werthaltigkeit z.B. anhand historischer Ausfallraten kritisch zu hinterfragen ist. Das Auseinanderfallen der beiden Größen kann auch durch die Bewertung von Aktiva zum fair value bedingt sein (z.B. bei Wertpapieren oder Renditeimmobilien). Auch hier liegt es beim jeweiligen Analytiker, die Verlässlichkeit und Realisierbarkeit dieser fair value-Wertschwankungen einzuschätzen: Existiert für die Vermögenswerte ein aktiver Markt? Wurden die fair values auf Basis von verlässlichen Marktpreisen oder „windigen“ Modellen ermittelt? Sind die getroffenen Annahmen plausibel?

4.2 Vergleichbarkeit von Pro forma-Kennzahlen

Das vorangegangene Kapitel hatte die ökonomische Interpretation zweier ausgewählter Kennzahlen zum Gegenstand. Hierbei wurde auf die Bedeutung der

98 Vgl. Zimmerer, 2002.

99 Vgl. Stumpp et al., 2000, S. 11.

100 Vgl. Hübscher/Zdrowomyslaw, 2007, S. 979.

101 Vgl. Grant/Parker, 2002.

Kennzahlen an sich abgestellt; Probleme der intertemporalen sowie unternehmensübergreifenden Vergleichbarkeit wurden ausgeklammert. Sie sind jedoch vor dem Hintergrund von besonderer Bedeutung, dass die Offenlegung von Pro forma-Kennzahlen in einem weitgehend wenig regulierten und nicht standardisierten Rahmen stattfindet¹⁰², und werden daher in diesem Kapitel behandelt.

4.2.1 Vergleichbarkeit jahresabschlussbasierter „Earnings before“-Größen

Wie im vorangegangenen Kapitel dargestellt, können die jahresabschlussbasierten „Earnings before“-Größen die Vergleichbarkeit von Unternehmen unterschiedlicher Rechtsformen und Herkunftsländer (durch die Eliminierung von Steuern), Finanzierungsstrukturen (durch die Eliminierung von Zinsen) und mit unterschiedlicher Anlageintensität (durch die Eliminierung von Abschreibungen) erhöhen. Die so hergestellte Vergleichbarkeit wird jedoch durch die im Folgenden erläuterten Ermessensspielräume bei der Ermittlung der Kennzahlen erheblich beeinträchtigt.

4.2.1.1 Unterschiedliche Bezeichnungen

Die unternehmensübergreifende Vergleichbarkeit der Pro forma-Kennzahlen wird zunächst durch **unterschiedliche Terminologien** erschwert. Z. B. verwenden die drei DAX 30-Unternehmen aus der Automobilindustrie drei unterschiedliche Bezeichnungen für die EBIT-Kennzahl: Während die BMW AG vom „Ergebnis vor Finanzergebnis“¹⁰³ spricht, legt die Daimler AG ein „EBIT“ offen, und bei der Volkswagen AG findet sich ein „Operatives Ergebnis“.¹⁰⁴

Die Linde AG hingegen bezeichnet eine Kennzahl als „Operatives Ergebnis“, die dem EBITDA inklusive dem anteiligen Ergebnis aus Beteiligungsunternehmen und Joint Ventures entspricht. Es erscheint zumindest fraglich, ob der Ausschluss von Abschreibungen aus einer Kennzahl, die – jedenfalls ihrer Bezeichnung nach – die operative Ertragskraft widerspiegeln soll, gerechtfertigt ist.¹⁰⁵ In jedem Fall erfordert das „Operative Ergebnis“ der Linde AG eine andere ökonomische Interpretation als die gleichnamige Kennzahl z. B. bei der Volkswagen AG.

102 Vgl. Abschnitt 2.1.

103 Vgl. BMW AG, Geschäftsbericht 2011, S. 18 für eine Gleichsetzung dieser Kennzahl mit dem EBIT.

104 Die entsprechenden Ausschnitte aus den Geschäftsberichten werden in Abschnitt 6.2 im Anhang abgebildet.

105 Vgl. Abschnitt 4.1.2.

4.2.1.2 Unterschiedliche Berechnungsmethoden

Grundsätzlich sollten Kennzahlen der „Earnings before“-Familie für den externen Adressaten aus den Größen des geprüften Jahresabschlusses abgeleitet und damit von ihm nachvollzogen werden können. Ihre konkrete Berechnung ist jedoch teilweise sehr unterschiedlich und nicht immer transparent.

Grundsätzlich kommen zur Ermittlung des EBIT (und des darauf basierenden EBITDA) zwei unterschiedliche Berechnungsansätze in Betracht:¹⁰⁶ Zum einen kann das EBIT nach der **direkten Methode** berechnet werden, wobei von den Umsatzerlösen verschiedene betriebliche Aufwendungen subtrahiert und operative Erträge addiert werden – nicht berücksichtigt werden Zinsen und Steuern. Dieser Methode entspricht auch die Darstellung des EBIT als Zwischenergebnis in der GuV. Positive und negative Erfolgsbeiträge aus Finanzanlagen und Beteiligungen werden in der Regel paritätisch behandelt, da das gesamte Finanzergebnis ausgeschlossen wird. In diesem Fall wird das EBIT dem Betriebsergebnis nach § 275 HGB angenähert,¹⁰⁷ was einen Grund für die Beliebtheit der Kennzahl bei (ehemaligen) HGB-Bilanzierern darstellen kann.¹⁰⁸

Zum anderen kann die Berechnung des EBIT indirekt erfolgen, d. h. durch die Adjustierung des Jahresüberschusses um bestimmte Größen (wie durch die Bezeichnung der Kennzahl suggeriert wird). Auch hier kann die Bereinigung um Zins- und Beteiligungsergebnis paritätisch erfolgen, aber auch die imparitätische Bereinigung um lediglich Zinsaufwendungen ist denkbar.

Ein weiterer Ermessensspielraum bei der Interpretation des „I“ (Interest) besteht bei der Einbeziehung von Beteiligungserträgen. Dabei kann das Ergebnis aus Joint Ventures und assoziierten Unternehmen ermessensbehaftet dem operativen Ergebnis oder dem Finanzergebnis zugeordnet werden.¹⁰⁹ Zusätzliche, jedoch weniger relevante Ansatzpunkte für unterschiedliche Berechnungsmethoden bestehen hinsichtlich der Behandlung von Steuern (werden lediglich Ertragssteuern berücksichtigt oder auch andere Steuerarten, wie beispielsweise die Kfz-Steuer?) und Minderheiten im Konzern (wird das Ergebnis um Minderheitsanteile bereinigt?).¹¹⁰

106 Vgl. für eine ausführliche Darstellung der beiden Berechnungsmethoden Heiden, 2006, S. 377.

107 Vgl. Coenenberg et al., 2009, S. 1.030. Das so verstandene EBIT und das Betriebsergebnis stimmen dann vollständig überein, wenn im EBIT keine außerordentlichen Erträge und Aufwendungen enthalten sind.

108 Vgl. Küting/Heiden, 2003, S. 1.547.

109 Vgl. Abschnitt 4.2.1.3.4 für eine ausführlichere Diskussion.

110 Vgl. Brösel/Heiden, 2004, S. 348-349 m. w. N.

4.2.1.3 Ermessensspielräume bei ausgewählten Positionen des Jahresabschlusses

Bei der Ausgestaltung der geregelten Gewinngrößen des Jahresabschlusses, die den Pro forma-Kennzahlen zu Grunde liegen, besteht eine Reihe von Ermessensspielräumen. Um Auswirkungen auf die wichtigsten Pro forma-Kennzahlen EBIT und EBITDA zu entfalten, muss die Ausübung der Ermessensspielräume nicht zwangsläufig den Jahresüberschuss als „bottom line“ beeinträchtigen; vielmehr genügt es, die Verteilung von Aufwendungen und Erträgen innerhalb der GuV zu beeinflussen. Werden Aufwendungen und Erträge der betrieblichen Sphäre zugeordnet, gehen sie regelmäßig in das EBIT und teilweise auch in das EBITDA ein (außer den Abschreibungen). Werden sie jedoch dem Finanzergebnis zugeordnet, bleiben sie bei der Berechnung von EBIT und EBITDA unberücksichtigt.¹¹¹ Die wichtigsten bilanzpolitischen Spielräume werden im Folgenden im Hinblick auf ihre Auswirkungen auf EBIT und EBITDA erläutert. Aufgrund ihrer Relevanz für kapitalmarktorientierte Unternehmen bezieht sich die nachfolgende Analyse auf nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) erstellte Abschlüsse.

4.2.1.3.1 Leasing

IAS 17 „Leasingverhältnisse“ regelt die bilanzielle Behandlung von Leasingverträgen. Hierbei sieht der Standard zwei unterschiedliche Kategorien von Verträgen vor. Liegen alle wesentlichen Risiken und Chancen aus dem Leasinggegenstand beim Leasingnehmer, liegt Finanzierungsleasing vor. Sind die Voraussetzungen hierfür nicht erfüllt, wird der Vertrag als Operating-Leasingverhältnis klassifiziert.¹¹² Auch wenn der Standard Kriterien zur Klassifizierung des Leasingverhältnisses beinhaltet¹¹³, gibt es „Grauzonen“, innerhalb derer die Unternehmensführung die Zuordnung die erheblich beeinflussen kann. Anreize zu einer solchen Einflussnahme bestehen aufgrund **unterschiedlicher bilanzieller Folgen** aus der Klassifizierung:

- Beim Finanzierungsleasing wird der Leasinggegenstand in die Bilanz des Leasingnehmers aufgenommen und entsprechend den für den Gegenstand geltenden Regeln (z. B. IAS 16 bei Sachanlagen) ergebniswirksam abgeschrieben. Auf der Passivseite wird eine entsprechende Leasingverbindlichkeit gebucht (Bilanzverlängerung). Die Leasingzahlung wird in eine Zins- und eine Tilgungskomponente unterteilt. Die Höhe der Zinskompo-

111 Vgl. McVay, 2006, für empirische Erkenntnisse zum classification shifting, das in ähnlicher Art und Weise auf die Verschiebungen zwischen ordentlichen und außerordentlichen Posten abstellt.

112 Vgl. ausführlich Pellens et al., 2011, S. 657-660.

113 Vgl. IAS 17.7-19.

nente nimmt aufgrund der Tilgung der Verbindlichkeit im Zeitablauf ab und wird ergebniswirksam als Zinsaufwand verbucht.

- Im Gegensatz hierzu erscheint beim Operating-Leasing der Leasinggegenstand nicht in der Bilanz des Leasingnehmers, sodass auch keine entsprechenden Abschreibungen vorgenommen werden. Ergebniswirksam verbucht werden lediglich die Leasingzahlungen, die als betriebliche Aufwendungen in die GuV eingehen.

Die unterschiedlichen bilanziellen Ansätze haben **Auswirkungen auf die Kennzahlen** EBIT und EBITDA.

- Beim Finanzierungsleasing geht zumindest der Zinsaufwand in keine der beiden Kennzahlen ein. Abschreibungen auf den Leasinggegenstand sind zwar im EBIT enthalten, nicht jedoch im EBITDA.
- Beim Operating-Leasing hingegen ist der Leasingaufwand als betrieblicher Aufwand in voller Höhe in beiden Kennzahlen enthalten.

Die Auswirkungen der Bilanzierung auf das EBIT sind schwer zu quantifizieren, da sie vom Verhältnis der Leasingaufwendungen unter Operating-Leasing zu den Abschreibungen bei einem Finanzierungsleasingvertrag unter gleichen Bedingungen abhängen.¹¹⁴ Es lässt sich jedoch festhalten, dass das EBITDA bei Finanzierungsleasing in jedem Fall höher ausfallen wird als bei Operating-Leasing, da die im Falle des Finanzierungsleasings verbuchten Abschreibungen nicht in die Kennzahl einfließen.¹¹⁵

Das IASB plant zurzeit eine **Reform** des IAS 17 dahingehend, dass die bilanzielle Unterscheidung von Finanzierungsleasing und Operating-Leasing entfällt und so gut wie alle Leasinggeschäfte zukünftig bilanzierungspflichtig werden. Wenngleich eine solche Änderung konzeptionell umstritten ist, würde sie die Vergleichbarkeit der Abschlüsse in dieser Hinsicht erhöhen. Ein erster Standardentwurf wurde im August 2010 verabschiedet, ein zweiter wird im zweiten Halbjahr 2012 erwartet. Wann ein finaler Standard verabschiedet und von der EU anerkannt werden wird, ist noch nicht absehbar.¹¹⁶

114 Fülbier et al. untersuchen vor dem Hintergrund angestrebter Änderungen der Leasingbilanzierung durch das IASB die Auswirkungen einer Umstellung von Operating-Leasing auf Finanzierungsleasing. Für Verträge von 90 Unternehmen aus DAX 30, MDAX und SDAX stellen sie fest, dass die im Betriebsergebnis enthaltenen Leasingaufwendungen unter Operating-Leasing nur geringfügig höher ausfallen als die simulierten Abschreibungen unter Finanzierungsleasing. Vgl. Fülbier et al., 2008, S. 132.

115 Vgl. Zeyer, 2011, S. 367.

116 Vgl. Work plan for IFRSs – Leases, abrufbar unter <http://www.ifrs.org/Current+Projects/IASB+Projects/Leases/Leases.htm>

Die Deutsche Telekom AG weist in ihrem Geschäftsbericht 2011 Aufwendungen aus Operating-Leasingverhältnissen i. H. v. 2,3 Mrd. € aus. Diese betreffen langfristige Miet-/Pachtverträge für Netzinfrastruktur, Funktürme und Immobilien.¹¹⁷ Würden diese Verträge als Finanzierungsleasingverhältnis klassifiziert werden, und geht man davon aus, dass die Gesamtaufwendungen aus dem Vertrag für das Geschäftsjahr 2011 gleich blieben, würde sich das EBITDA von 20,0 Mrd. € auf 22,3 Mrd. € (+11,5 %) erhöhen.

4.2.1.3.2 Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen

Unterschiede in den Pro forma-Kennzahlen können sich aufgrund unterschiedlich ausgestalteter **Pensionspläne** ergeben.¹¹⁸ Grundsätzlich kommen zwei Formen in Betracht:

- Bei sogenannten beitragsorientierten Plänen (defined contribution plans) ist das Unternehmen lediglich zur Zahlung eines bestimmten Betrags an einen externen Versorgungsträger verpflichtet. Das Unternehmen sagt seinen Beschäftigten also keine feste Leistung zu. Aufwendungen im Rahmen von beitragsorientierten Plänen stellen betriebliche Aufwendung dar (Personalaufwand) und sind daher in EBIT und EBITDA in voller Höhe enthalten.
- Im Gegensatz dazu verpflichtet sich das Unternehmen im Rahmen von sogenannten leistungsorientierten Plänen (defined benefit plans) zu festen Pensionsleistungen an seine Beschäftigten, die es entweder unmittelbar oder mittelbar (über einen Pensionsfonds o. ä.) erbringen muss. Diese Zahlungen können somit extern und/oder intern finanziert werden. Aufwendungen im Rahmen von leistungsorientierten Plänen hingegen können teilweise ermessensbehaftet dem Betriebs- oder Finanzergebnis zugeordnet werden und sind daher nicht vollständig in EBIT und EBITDA enthalten.

Der Gesamtaufwand aus leistungsorientierten Verträgen besteht aus folgenden Komponenten, die unterschiedliche Ermessensspielräume hinsichtlich ihrer bilanziellen Abbildung mit entsprechenden Auswirkungen auf die Kennzahlen EBIT und EBITDA aufweisen:

117 Der entsprechende Ausschnitt aus dem Geschäftsbericht 2011 ist in Abschnitt 6.3 im Anhang abgebildet.

118 Vgl. zur bilanziellen Darstellung von Pensionsverpflichtungen Fülbier/Sellhorn, 2004; Pellens et al., 2011, S. 455-477. Vgl. ausführlich zur bilanzanalytischen Behandlung von Pensionsverpflichtungen Sellhorn/Barthelme, 2012.

- **Dienstzeitaufwand:** Dieser resultiert aus Pensionsansprüchen, die im Geschäftsjahr von den Beschäftigten neu hinzuverdient wurden. Er wird regelmäßig den betrieblichen Aufwendungen zugeordnet.
- **Zinsaufwand:** Zinsaufwand entsteht aus der Aufzinsung zeitlich näher gerückter Pensionsverpflichtungen. Ihm stehen Erträge aus sogenanntem Planvermögen gegenüber, das außerhalb des Unternehmens zur Erfüllung der Pensionsleistung angelegt wurde. IAS 19 enthält keine Regelung zum Ausweis des Zinsaufwandes oder des Ertrags aus Planvermögen in der GuV. Zwar fordert IAS 19 (rev. 2011) nunmehr die Verrechnung des Zinsaufwands aus Pensionsverpflichtungen mit den Erträgen aus dem Planvermögen. Dadurch werden „[s]chwierig nachvollziehbare, das EBIT optimierende Konstellationen wie etwa eine Zuordnung des Bruttozinsaufwands zum Finanzergebnis und der Planerträge als mindernde Größe zum Personalaufwand“¹¹⁹ vermieden. Ob der Nettozinsaufwand jedoch Teil des Finanzergebnisses oder des betrieblichen Ergebnisses ist, bleibt weiterhin offen.
- **Versicherungsmathematische Gewinne und Verluste:** Diese sind durch Änderungen der Annahmen zur Bewertung der Pensionsverpflichtung des Unternehmens bedingt. Für Geschäftsjahre vor dem 1.1.2013 bestehen hier unterschiedliche Ausweismöglichkeiten: Versicherungsmathematische Gewinne und Verluste können entweder ergebniswirksam erfasst werden (wobei wie oben Spielraum hinsichtlich der Zuordnung zum Betriebs- oder Finanzierungsergebnis besteht), oder sie werden ergebnisunwirksam im sonstigen Gesamtergebnis verbucht. Wird die zweite Alternative gewählt, bleiben EBIT und EBITDA von versicherungsmathematischen Gewinnen und Verlusten unbeeinflusst. Mit der Abschaffung der Bilanzierungsalternativen und der nunmehr verpflichtenden, ergebnisneutralen Erfassung versicherungsmathematischer Gewinne und Verluste im sonstigen Gesamtergebnis wird sich die Vergleichbarkeit der Kennzahlen in dieser Hinsicht erhöhen.¹²⁰ Ermessensspielräume bestehen allerdings weiterhin im Hinblick auf die getroffenen versicherungsmathematischen Annahmen selbst, insbesondere bei der Wahl des Diskontierungszinssatzes.

4.2.1.3.3 Aktivierung von Entwicklungskosten

Unter bestimmten, eng umrissenen Bedingungen schreibt IAS 38 „Immaterielle Vermögenswerte“ die **Aktivierung selbsterstellter immaterieller Vermögens-**

119 Mehlinger/Seeger, 2011, S. 1.773.

120 Vgl. Mehlinger/Seeger, 2011, S. 1.772.

werte vor.¹²¹ Hierzu sieht der Standard eine Unterteilung des Entstehungsprozesses solcher Vermögenswerte in eine Forschungs- und eine Entwicklungsphase vor, wobei die Entwicklungsphase von der Einbringung der zuvor gewonnenen Forschungserkenntnisse in eine konkrete Produkt- oder Prozesstechnologie geprägt ist. Während Forschungskosten sofort aufwandswirksam zu erfassen sind, sind Entwicklungskosten aktivierungspflichtig, sofern sie bestimmte, eng umrissene Voraussetzungen¹²² erfüllen.

Für die Unternehmen ergibt sich hieraus ein weiter Ermessensspielraum: Durch behauptete oder absichtliche Nichterfüllung der Aktivierungsvoraussetzungen können eigentlich aktivierungspflichtige Entwicklungskosten als Aufwand erfasst werden.

Auf die Kennzahlen EBIT und EBITDA ergeben sich hierdurch folgende **Auswirkungen**:

- Die sofortige aufwandswirksame Erfassung von Entwicklungskosten mindert im Entstehungsjahr der Kosten das Betriebsergebnis. Werden die Entwicklungskosten als immaterielle Vermögenswerte aktiviert, erhöht sich das Betriebsergebnis entsprechend (im Vergleich zur Erfassung als Aufwand).
- In den Folgejahren unterliegen die aktivierten Entwicklungskosten jedoch planmäßigen Abschreibungen (bei bestimmter Nutzungsdauer) oder Wertminderungen (bei unbestimmter Nutzungsdauer). Diese gehen zwar nicht in die Kennzahl EBITDA ein, mindern aber das EBIT.

Bei der Beurteilung der Aktivierung von Entwicklungskosten sind Branchenbesonderheiten zu berücksichtigen.¹²³ In der Pharmabranche sind die Aktivierungsvoraussetzungen regelmäßig erst bei Zulassung des Wirkstoffes durch die zuständige Behörde erfüllt. Da diese verhältnismäßig spät im Forschungs- und eine Entwicklungsprozess erfolgt, wurden die wesentlichen Kosten bereits aufwandswirksam verbucht, und es werden keine oder nur äußerst geringe Entwicklungskosten aktiviert. In der Automobilindustrie finden sich regelmäßig höhere Aktivierungsquoten (definiert als das Verhältnis aktivierter Entwicklungskosten zur Summe aus Forschungskosten, nicht aktivierten und aktivierten Entwicklungskosten des Geschäftsjahres): Im Jahr 2008 betrug die Aktivierungsquote im

121 Vgl. ausführlich zur bilanziellen Behandlung von selbsterstellten immateriellen Vermögenswerten Pellens et al., 2011, S. 316-322, 329-331.

122 Vgl. IAS 38.57-64.

123 Vgl. hierfür beispielhaft die Abbildung immaterieller Vermögenswerte im Geschäftsbericht der Bayer AG und der Volkswagen AG in Abschnitt 6.4 im Anhang.

Durchschnitt von Audi, Daimler, BMW, Porsche und Volkswagen 29 %.¹²⁴ Wären im Geschäftsjahr 2008 keine Entwicklungskosten aktiviert worden, hätte sich das Ergebnis um durchschnittlich 43 % verringert.¹²⁵

4.2.1.3.4 *At equity bilanzierte Joint Ventures und assoziierte Unternehmen*

Eine weitere Möglichkeit für die ermessensbehaftete Zuordnung von Aufwendungen und Erträgen zum Beteiligungs- oder Finanzergebnis ergibt sich aus der Bilanzierung von Joint Ventures und assoziierten Unternehmen nach der Equity-Methode. IAS 1.82 (c) fordert den separaten Ausweis der anteiligen Gewinne und Verluste aus diesen Beteiligungen, macht aber keine Angaben darüber, ob sie der betrieblichen oder der finanziellen Sphäre des Unternehmens zuzuordnen sind.¹²⁶ Vor diesem Hintergrund ist fraglich, ob die betroffenen Joint Ventures bzw. assoziierten Unternehmen zu **operativen Zwecken** oder als **Finanzbeteiligung** gehalten werden. Der tatsächliche Ausweis in der GuV liegt im Ermessen des Unternehmens und lässt damit nur begrenzt Rückschlüsse über den tatsächlichen Charakter der Beteiligungen zu.

Vor dem Hintergrund der bestehenden Ermessensspielräume gestaltet sich auch der tatsächliche Ausweis im DAX30 unterschiedlich. So weist beispielsweise die Volkswagen AG den Anteil der Gewinne und Verluste aus *at equity* gehaltenen Beteiligungen im Finanzergebnis aus. Im Geschäftsjahr 2011 betragen hierbei die Gewinne aus Joint Ventures 2,6 Mrd. €¹²⁷. Diese Erträge werden u. a. von den chinesischen Joint Ventures FAW-Volkswagen und Shanghai-Volkswagen generiert. Diese haben im Geschäftsjahr 2011 2,2 Millionen Fahrzeuge produziert und verkauft. Vor diesem Hintergrund wäre eine Zuordnung zu den operativen Aktivitäten sicher sinnvoll. VW begründet die Zuordnung dann auch eher buchungs-technisch als sachlich: „Die Werte der Joint-Venture-Gesellschaften in China sind im Operativen Ergebnis des Konzerns nicht enthalten, da diese Gesellschaften At Equity konsolidiert werden und ihre Ergebnisse anteilig ausschließlich in das Finanzergebnis des Konzerns einfließen“.¹²⁸

124 Vgl. Petersen et al., 2010, S. 12.

125 Vgl. Petersen et al., 2010, S. 11. Damit würden allerdings auch, wie oben beschrieben, Entlastungen der GuV in den Folgejahren aufgrund der fehlenden Abschreibungen auf die aktivierten Entwicklungskosten einhergehen.

126 Vgl. Hammen, 2011, Rn. 120.

127 Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2011, S. 282.

128 Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2011, S. 129. Die entsprechenden Ausschnitte aus dem Geschäftsbericht sind im Anhang abgebildet, vgl. Abschnitt 6.5.

Im Konzernabschluss der E.ON AG wird das Ergebnis aus *at equity* bewerteten Unternehmen (512 Mio. €) hingegen dem Betriebsergebnis zugeordnet.¹²⁹ Eine Begründung für diese Zuordnung oder eine Aufgliederung der Position in Joint Ventures und assoziierte Unternehmen findet sich im Geschäftsbericht nicht. Bei der Lufthansa AG wird das Ergebnis aus *at equity* bilanzierten Beteiligungen zwar im geprüften Teil des Jahresabschlusses dem Finanzergebnis zugeordnet¹³⁰, bei der Berechnung des EBIT wird es jedoch einbezogen und damit dem operativen Ergebnis zugewiesen¹³¹.

Ist das Ergebnis aus *at equity* bewerteten Unternehmen wie bei der E.ON AG und der Lufthansa AG in das EBIT (oder eine vergleichbare Kennzahl) einbezogen, wird zwar die wirtschaftliche Bedeutung dieser Unternehmen für die operative Tätigkeit des Konzerns besser reflektiert. Da es sich bei der Equity-Methode aber um eine sogenannte „Ein-Zeilen-Konsolidierung“ handelt, kommt es zu einer **Verzerrung der operativen Margen und Renditen**: Zwar ist das Ergebnis aus den *at equity* bewerteten Unternehmen im EBIT enthalten, der Umsatz dieser Unternehmen sowie die Vermögenswerte und Schulden, mit denen das Ergebnis erwirtschaftet wurde, werden in den Konzernabschluss jedoch nicht einbezogen. Sie fehlen daher in den Nennern z.B. der EBIT-Marge oder der Gesamtkapitalrentabilität¹³² welche damit im Vergleich mit Unternehmen ohne solche *at equity*-Beteiligungen „zu hoch“ erscheinen.

Folgendes Beispiel illustriert diesen Effekt: Wie oben bereits beschrieben¹³³ veröffentlicht die Linde AG in der Umschlagklappe ihres Geschäftsberichts die Kennzahl „Operatives Ergebnis“ und eine darauf basierende „Operative Marge“ (siehe Abbildung 6). Das Operative Ergebnis wird in einer Fußnote definiert als „EBITDA inklusive des anteiligen Ergebnisses aus assoziierten Unternehmen und Joint Ventures“.

129 Vgl. E.ON AG, Geschäftsbericht 2011, S. 68. Die entsprechenden Ausschnitte aus dem Geschäftsbericht sind im Anhang abgebildet, vgl. Abschnitt 6.5.

130 Vgl. Lufthansa AG, Geschäftsbericht 2011, S. 140. Die entsprechenden Ausschnitte aus dem Geschäftsbericht sind im Anhang abgebildet, vgl. Abschnitt 6.5.

131 Vgl. Lufthansa AG, Geschäftsbericht 2011, S. 52.

132 Definiert als EBIT/Umsatz bzw. EBIT/Bilanzsumme.

133 Vgl. Abschnitt 4.2.1.1.

Abbildung 6: „Operatives Ergebnis“ bei der Linde AG¹³⁴

in Mio. €	Januar bis Dezember		Veränderung
	2011	2010	
Aktie			
Schlusskurs	€ 114,95	113,55	1,2 %
Höchstkurs	€ 125,80	115,30	9,1 %
Tiefstkurs	€ 96,16	76,70	25,4 %
Marktkapitalisierung (zum Jahreschlusskurs)	19.663	19.337	1,7 %
Angepasstes Ergebnis je Aktie ¹	€ 7,71	6,89	11,9 %
Ergebnis je Aktie – unverwässert	€ 6,88	5,94	15,8 %
Anzahl ausstehender Aktien (in Tsd. Stück)	171.061	170.297	0,4 %
Umsatz	13.787	12.868	7,1 %
Operatives Ergebnis²	3.210	2.925	9,7 %
Operative Marge	23,3 %	22,7 %	+60 bp¹

Bereinigt um die Einflüsse der Kaufpreisallokation.

EBITDA inklusive des anteiligen Ergebnisses aus assoziierten Unternehmen und Joint Ventures.

Basispunkte.

Der in den assoziierten Unternehmen und Joint Ventures erzielte, beteiligungsproportionale Umsatz beträgt im Geschäftsjahr 2011 464 Mio. € (2010: 409 Mio. €).¹³⁵ Erhöht man den Umsatz des Konzerns entsprechend, verschlechtert sich die Operative Marge im Geschäftsjahr 2010 von den ausgewiesenen 23,3 % auf 22,5 % (2010: von 22,7 % auf 22,0 %).

4.2.2 Vergleichbarkeit bereinigter „Als ob“-Größen

Die Vergleichbarkeit der bereinigten „Als ob“-Größen wird zusätzlich zu den oben angeführten Punkten noch durch die Heterogenität (oftmals: Beliebigkeit) der ausgeschlossenen Größen erschwert. Dem kann die Offenlegung einer Überleitungsrechnung mit eindeutig definierten adjustierten Größen entgegenwirken. Diese erhöht dementsprechend auch die Verlässlichkeit der Kennzahlen in den Augen der Anleger.¹³⁶ Wie die oben genannten empirischen Studien gezeigt haben, weist jedoch nur ein Bruchteil der Unternehmen eine Überleitungsrechnung aus.¹³⁷

Zudem bestehen auch im Rahmen der Überleitungsrechnung Spielräume, da der Detaillierungsgrad der Offenlegung erheblich variieren kann. Er reicht von der Zuordnung der aus der jeweiligen Berichtsgröße ausgeschlossenen Sonderinflüsse zu einzelnen Transaktionen bis zum pauschalen Ausschluss nicht näher

¹³⁴ Auszug entnommen aus Linde AG, Geschäftsbericht 2011, Umschlagklappe.

¹³⁵ Vgl. Linde AG, Geschäftsbericht 2011, S. 147.

¹³⁶ Vgl. die Ergebnisse der experimentellen Studien in Abschnitt 3.3.

¹³⁷ Vgl. Abschnitt 3.2.1.1.

spezifizierter Sondereinflüsse.¹³⁸ Auch für die Darstellung der Überleitungsrechnung gibt es keine detaillierten Vorgaben.

Beispielsweise legt die bereits erwähnte Linde AG an prominenter Stelle in ihrem Geschäftsbericht (in der Umschlagklappe) die in Abbildung 7 dargestellten Pro forma-Kennzahlen offen:

Abbildung 7: Pro forma-Kennzahlen bei der Linde AG¹³⁹

in Mio. €	Januar bis Dezember		Veränderung
	2011	2010	
Aktie			
Schlusskurs	€ 114,95	113,55	1,2 %
Höchstkurs	€ 125,80	115,30	9,1 %
Tiefstkurs	€ 96,16	76,70	25,4 %
Marktkapitalisierung (zum Jahreschlusskurs)	19.663	19.337	1,7 %
Angepasstes Ergebnis je Aktie ¹	€ 7,71	6,89	11,9 %
Ergebnis je Aktie – unverwässert	€ 6,88	5,94	15,8 %
Anzahl ausstehender Aktien (in Tsd. Stück)	171.061	170.297	0,4 %
Umsatz	13.787	12.868	7,1 %
Operatives Ergebnis²	3.210	2.925	9,7 %
Operative Marge	23,3 %	22,7 %	+60 bp ³
EBIT vor Abschreibung auf aufgedeckte stille Reserven	2.152	1.933	11,3 %
Ergebnis nach Steuern	1.244	1.064	16,9 %
Anzahl der Mitarbeiter	50.417	48.430	4,1 %
Gases Division			
Umsatz	11.061	10.228	8,1 %
Operatives Ergebnis	3.041	2.766	9,9 %
Operative Marge	27,5 %	27,0 %	+50 bp ³
Engineering Division			
Umsatz	2.531	2.461	2,8 %
Operatives Ergebnis	304	271	12,2 %
Operative Marge	12,0 %	11,0 %	+100 bp ³

¹ Bereinigt um die Einflüsse der Kaufpreisallokation.
² EBITDA inklusive des anteiligen Ergebnisses aus assoziierten Unternehmen und Joint Ventures.
³ Basispunkte.

Ungewöhnlich ist (wie bereits erwähnt¹⁴⁰) zum einen die Bezeichnung „Operatives Ergebnis“ für das EBITDA. (Häufig wird diese Bezeichnung für das EBIT verwendet – die im gewählten Begriff mitschwingende Auffassung, Abschreibungen gehörten nicht zur operativen Tätigkeit des Unternehmens, ist zumindest kritisch zu hinterfragen.¹⁴¹) Zum anderen wird das ausgewiesene EBIT um „Abschreibungen auf aufgedeckte stille Reserven“ bereinigt. An anderer, weniger prominenter Stelle in ihrem Geschäftsbericht legt die Linde AG die korrespondierende Überleitungsrechnung offen (Abbildung 8).

138 Vgl. hierzu die in Abschnitt 2.2.2 dargestellten Überleitungsrechnungen.

139 Entnommen aus Linde AG, Geschäftsbericht 2011, Umschlagklappe.

140 Vgl. Abschnitt 4.2.1.1.

141 Vgl. auch Abschnitt 4.1.2.

Abbildung 8: Angepasste Finanzkennzahlen bei der Linde AG (Auszug)¹⁴²

Angepasste Finanzkennzahlen						
in Mio. €	31.12.2011			31.12.2010		
	Wie berichtet	„Non GAAP“-Anpassungen	Finanzielle Kennzahlen	Wie berichtet	„Non GAAP“-Anpassungen	Finanzielle Kennzahlen
Umsatz	13.787	–	13.787	12.868	–	12.868
Kosten der umgesetzten Leistungen	–8.766	52	–8.714	–8.347	83	–8.264
Bruttoergebnis vom Umsatz	5.021	52	5.073	4.521	83	4.604
Forschungs-, Entwicklungs-, Vertriebs- und Verwaltungskosten	–3.292	190	–3.102	–3.027	171	–2.856
Sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen	105	–	105	117	–	117
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen und Joint Ventures (at equity)	76	–	76	68	–	68
EBIT	1.910	242	2.152	1.679	254	1.933
Finanzergebnis	–291	–	–291	–280	–	–280
Ertragsteuern	–375	–101	–476	–335	–92	–427
Ergebnis nach Steuern Konzern	1.244	141	1.385	1.064	162	1.226
davon Anteile anderer Gesellschafter	70	–	70	59	–	59
davon Anteile der Aktionäre der Linde AG	1.174	141	1.315	1.005	162	1.167

Die Überleitungsrechnung deckt nicht alle in der Umschlagklappe aufgeführten finanziellen Kennzahlen ab. Insbesondere das oben angeführte „Operative Ergebnis“ bzw. das ihm zu Grunde liegende EBITDA werden nicht erläutert. Im Rahmen des – hier vereinfacht dargestellten – Gewinnausweises nach dem Umsatzkostenverfahren werden Abschreibungen nicht separat offengelegt, sodass die Ableitung des EBITDA aus dem EBIT unklar bleibt. Weiterhin lässt die Bezeichnung „Finanzielle Kennzahlen“ im Gegensatz zu den Werten „Wie berichtet“ zumindest auf den ersten Blick keine eindeutige Bestimmung zu, bei welcher der beiden Spalten es sich um die adjustierten Werte handelt. Auch der Begriff der „Non GAAP“-Anpassung wird nicht näher erläutert.

4.2.3 Handlungsempfehlungen

Bei der Verwendung sowohl von jahresabschlussbasierten als auch von bereinigten Pro forma-Kennzahlen verschiedener Unternehmen in der Bilanzanalyse kann die Vergleichbarkeit der Kennzahl durch Standardisierungen erhöht werden.

Bei den **jahresabschlussbasierten Kennzahlen** kann es sich dabei anbieten, einige Kennzahlen „per Hand“ nachzuberechnen. Das ist insbesondere der Fall, wenn ein Unternehmen hohe Beteiligungserträge oder wesentliche (andere) Posten im Finanzergebnis ausweist, deren Berücksichtigung in den ausgewiesenen

¹⁴² Entnommen aus Linde AG, Geschäftsbericht 2011, S. 202.

Kennzahlen unklar erscheint. Ein Beispiel hierfür ist die oben bereits angeführte Berechnung des EBIT bei der Lufthansa AG, bei der einzelne Posten des Finanzergebnisses in das EBIT einbezogen werden.

Während die Berechnung des EBIT oftmals aus der GuV abgelesen werden kann, finden sich die für die Berechnung des EBITDA notwendigen Abschreibungen bei einem Ausweis nach dem Umsatzkostenverfahren nicht in der GuV. Sie können jedoch als nicht-zahlungswirksame Aufwendungen der Kapitalflussrechnung oder alternativ dem Anlagespiegel entnommen werden. Ein Beispiel für eine „händische“ Berechnung des EBIT und EBITDA mithilfe dieser Angaben findet sich im Anhang.¹⁴³

Die quantitativen Auswirkungen unterschiedlicher Berechnungsmethoden sind damit bei jahresabschlussbasierten Kennzahlen mit verhältnismäßig geringem Aufwand zu bereinigen. Hinsichtlich der innerhalb des Jahresabschlusses ausgeübten Ermessensspielräume sind quantitative Anpassungen hingegen nur schwer oder mit erheblichem Aufwand (Schätzungen) möglich. Einfacher ist es hingegen, durch die gezielte Betrachtung in Anspruch genommener Wahlrechte deren tendenzielle Auswirkung auf die zentralen Kennzahlen abzuschätzen. Hierbei gibt folgende Tabelle eine Übersicht. Es werden die Auswirkungen beschrieben, die sich bei Ausübung des in der ersten Spalte genannten Wahlrechts (Operating-Leasing, Zinsaufwand im Finanzergebnis, umfassend aktivierte Entwicklungskosten, at equity-Beteiligungen im Finanzergebnis) im Vergleich zur jeweils anderen Alternative (Finanzierungsleasing, Pensionszinsaufwand im Betriebsergebnis, keine Aktivierung von Entwicklungskosten, at equity-Beteiligung im Betriebsergebnis) ergeben:

Abbildung 9: Ermessensspielräume und ihre Auswirkungen auf Pro forma-Kennzahlen

<u>Ausgeübtes (faktisches) Wahlrecht</u>	<u>Auswirkung auf EBIT</u>	<u>Auswirkung auf EBITDA</u>
Leasing: Operating-Leasing statt Finanzierungsleasing	Auswirkung vom Einzelfall abhängig	Erhöhung
Pensionen: Erfassung des Zinsaufwandes im Finanzergebnis statt im Betriebsergebnis	Erhöhung	Erhöhung
Entwicklungskosten: umfassende Aktivierung von Entwicklungskosten	Erhöhung im Entstehungsjahr, danach Verminderung aufgrund von Abschreibungen	Erhöhung
at equity-Beteiligungen: Zuordnung zum Finanzergebnis statt zum Betriebsergebnis	Verminderung bei Erträgen, Erhöhung bei Verlusten	Verminderung bei Erträgen, Erhöhung bei Verlusten

¹⁴³ Vgl. Abschnitt 6.6.

Ein Beispiel veranschaulicht die Auswirkung unterschiedlicher Wahlrechtsausübung im Hinblick auf die Zuordnung zum Betriebs- oder Finanzergebnis auf die Vergleichbarkeit der Kennzahlen. Hierzu werden für ein Unternehmen folgende Rohdaten angenommen:

Abbildung 10: Beispieldaten

Umsatzerlöse	1.000.000
Umsatzkosten	(350.000)
Bruttoergebnis	650.000
Operative Aufwendungen	(200.000)
Operative Erträge	50.000
Erträge aus Beteiligung <i>at equity</i>	25.000
Zinsaufwand (Kredite)	(30.000)
Zinsaufwand (Pensionen)	(5.000)
Ergebnis vor Steuern	490.000
Steueraufwand	(150.000)
Jahresüberschuss	340.000

Folgende Ausweismöglichkeiten sind denkbar, die sich unterschiedlich auf die EBIT-Kennzahl auswirken:

Abbildung 11: Auswirkung unterschiedlicher Wahlrechtsausübungen

	Erträge aus Beteiligungen <i>at equity</i> im operativen Ergebnis	Erträge aus Beteiligungen <i>at equity</i> im Finanz- ergebnis
Zinsaufwand (Pensionen) im operativen Ergebnis	EBIT = 520.000	EBIT = 495.000
Zinsaufwand (Pensionen) im Finanzergebnis	EBIT = 525.000	EBIT = 500.000

Während der Jahresüberschuss durch die unterschiedlichen Ausweismöglichkeiten nicht betroffen ist, variiert die Höhe des EBIT – bei unveränderter ökonomischer Sachlage – zwischen € 495.000 und € 525.000.

Problematisch gestaltet sich die Vergleichbarkeit **bereinigter Größen**. Die aufgrund der „Insider“-Informationslage der Unternehmensführung vorgenommenen Bereinigungen können, wie die in Kapitel 3 dargestellten Studien gezeigt haben, sowohl informativen als auch irreführenden Charakter haben. Ihre Beurteilung kann vor diesem Hintergrund nur auf Einzelfallbasis erfolgen. Folgende Punkte sollte der Bilanzleser dabei beachten:

- Wird die Berichtsgröße sowohl um von Sondereinflüssen beeinflusste Erträge als auch um entsprechende Aufwendungen bereinigt, oder erfolgt die Bereinigung imparitatisch?

- Handelt es sich um einmalige oder um wiederkehrende Aufwendungen und Erträge?
- In welchem Zusammenhang mit dem Geschäftsmodell des Unternehmens stehen die Aufwendungen und Erträge, um die die Berichtsgröße bereinigt wurde?
- Hat die Bereinigung große quantitative Auswirkungen? Ist die regulierte Gewinngröße im Jahresabschluss negativ, wird aber durch den Ausschluss bestimmter Aufwendungen positiv?
- Gibt das Unternehmen eine (nachvollziehbare) Begründung für die Bereinigung?

4.3 Pro forma-Kennzahlen in der Unternehmensbewertung

Die Ergebnisse der oben dargestellten kapitalmarktbasierten und empirischen Studien zur Wahrnehmung und Verwendung von Pro forma-Ergebnissen durch Kapitalmarktteilnehmer lassen darauf schließen, dass Anleger ihre Investitionsentscheidungen auf Basis unterschiedlicher Bewertungsmodelle treffen. Insbesondere scheint das Handelsverhalten professioneller Anleger in höherem Maße auf der Verwendung sogenannter multiples zu beruhen.¹⁴⁴ Bei diesen Bewertungsmodellen wird der Unternehmenswert als ein Vielfaches (multiple) einer bestimmten, meist ergebnisbasierten Bezugsgröße dargestellt. Der Multiplikator wird dabei aus den beobachtbaren Größen eines Referenzunternehmens oder des Branchendurchschnitts hergeleitet¹⁴⁵:

$$\frac{\text{Marktwert}_R}{\text{Bezugsgröße}_R} = \text{Multiplikator} = \frac{\text{Marktwert}_Z}{\text{Bezugsgröße}_Z}$$

mit R = Referenzunternehmen und Z = Zielunternehmen

Hieraus folgt:

$$\text{Marktwert}_Z = \text{Multiplikator} \cdot \text{Bezugsgröße}_Z$$

Der Vorteil dieses Bewertungsmodells besteht in seiner verhältnismäßig einfachen Anwendung. Eine detaillierte Bewertung ist aus einem derart vereinfachten Modell jedoch nicht abzuleiten. Vielmehr erlaubt der Vergleich zwischen errechnetem und tatsächlichem Marktwert dem Analysten nur eine erste Einschätzung, welche Erwartungen in die aktuelle Bewertung des Unternehmens am Markt eingeflossen

¹⁴⁴ Vgl. Frederickson/Miller, 2004; Demirakos et al., 2004, S. 223.

¹⁴⁵ Formel entnommen aus Schacht/Fackler, 2009, S. 257.

sind.¹⁴⁶ Ein über dem Branchendurchschnitt liegender Multiplikator kann dementsprechend auf hohe zukünftige Ertragserwartungen, aber auch auf eine konservative Bewertung der Bezugsgröße hinweisen.

Hierbei dienen Pro forma-Kennzahlen häufig als Bezugsgröße. Dahinter steht die Idee, dass durch die Bereinigung um Zinsen, Steuern und ggf. Abschreibungen Unternehmen unterschiedlicher Rechtsformen und Kapitalstruktur vergleichbarer werden.¹⁴⁷ Auch bei der Interpretation der Multiplikatoren sind daher die oben aufgeführten Hinweise zur (mangelnden) Vergleichbarkeit der Pro forma-Kennzahlen zu berücksichtigen.

EBITDA-Bewertungen werden häufig bei Unternehmensübernahmen und deren Kommunikation an den Kapitalmarkt angewendet. Ein Beispiel dafür findet sich bei der Akquisition der Cognis Holding GmbH durch die BASF SE im Dezember 2010: Bei einem Kaufpreis für das Eigenkapital der Cognis Holding GmbH i. H. v. 700 Mio. € ergab sich ein Unternehmenswert i. H. v. 3,1 Mrd. €. Dieser entsprach dem 7,3fachen des um Sondereinflüsse bereinigten EBITDA. Legt man jedoch das EBITDA ohne Bereinigung um Sondereinflüsse zu Grunde, erhöht sich der Multiplikator auf 8,0.¹⁴⁸ Zu beachten ist in solchen Fällen, dass ein hohes EBITDA (insbesondere, wenn es überhaupt erst durch Ausübung der in Abschnitt 4.2.1.3 beschriebenen Ermessensspielräume in dieser Höhe gezeigt werden kann) zu einem geringeren Multiplikator führt und damit eine Transaktion ggf. „billiger“ aussehen lassen kann als sie unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten ist.

4.4 Verwendung von Pro forma-Kennzahlen in Verträgen und in der internen Steuerung

Neben der Vermittlung von Informationen über die Profitabilität eines Unternehmens ist auch die Verwendung von Pro forma-Kennzahlen in Verträgen oder im Rahmen der Unternehmenssteuerung ein möglicher Grund für ihre Offenlegung im Geschäftsbericht. Wird eine solche Begründung angegeben, kann daraus u. U. der Rückschluss gezogen werden, dass die Unternehmensführung einen gewissen Anreiz hatte, diese Kennzahlen in ihrem Sinne zu beeinflussen. Vor diesem Hintergrund ist die Verwendung von Pro forma-Kennzahlen insbesondere in den folgenden Zusammenhängen für den Analysten grundsätzlich aufschlussreich:

146 Vgl. Lundholm/Sloan, 2007, S. 232.

147 Vgl. Abschnitt 4.1 zur Interpretation der pro forma-Kennzahlen.

148 Vgl. BASF SE, Akquisition von Cognis – Juni 2010, Präsentation abrufbar unter: http://www.basf.com/group/corporate/de/function/conversions:/publish/content/investor-relations/calendar/images/100623/100623_BASF-Cognis_Capital_Market_Story.pdf

■ **Verwendung in der internen Leistungsmessung:**

Zinsen, Steuern und ggf. auch Abschreibungen sind Aufwendungen, deren Entstehung und Höhe sich regelmäßig aus strategischen Entscheidungen ergeben, die für den gesamten Konzern getroffen werden (z. B. hinsichtlich Standortwahl und Finanzierung) und die damit nicht dem Einfluss des Managements einzelner Geschäftsfelder unterliegen. Die Verwendung von EBIT und EBITDA (ggf. um Sondereinflüsse angepasst) ermöglicht es daher, die interne Steuerung auch an „steuerbaren“ Erfolgsfaktoren auszurichten, die auf operativer Geschäftsbereichsebene gemessen werden können. Mit dieser Begründung stellte beispielsweise die ThyssenKrupp AG zum Geschäftsjahr 2010/2011 ihr wertorientiertes Management von EBT auf EBIT um.¹⁴⁹ Auch die Deutsche Telekom AG gibt an, EBIT und EBITDA zur Leistungsmessung verschieden großer Geschäftseinheiten zu nutzen.¹⁵⁰

■ **Verwendung zur internen Steuerung der Kapitalstruktur:**

Wie in Abschnitt 4.1.2 beschrieben, wird das EBITDA als (vermeintlich) Cash Flow-nahe Größe als Indikator für die Schuldendienstfähigkeit eines Unternehmens verwendet. Vor diesem Hintergrund wird die Kennzahl auch in der internen Steuerung der Kapitalstruktur verwendet. Beispielsweise steuert die Siemens AG ihre Kapitalstruktur anhand eines vorgegebenen Zielkorridors, der sich aus dem Verhältnis von „angepasster industrieller Nettoverschuldung“ zu „angepasstem EBITDA“ ergibt. Das angepasste EBITDA basiert dabei auf fortgeführten Aktivitäten und wird von Siemens offengelegt.¹⁵¹ Auch die E.ON AG verwendet zur Steuerung ihrer Kapitalstruktur die Kennzahl „Debt Factor“, die sich aus dem Quotienten von wirtschaftlicher Neuverschuldung zu EBITDA ergibt.¹⁵²

Aus Sicht des Bilanzanalytikers kann die Angabe, ob und welche Pro forma-Kennzahlen in der internen Steuerung verwendet werden, deren **Relevanz** und **Verlässlichkeit** erhöhen. Werden die Kennzahlen beispielsweise auch in der internen Steuerung um bestimmte Sondereffekte bereinigt, erhöht das die Glaubwürdigkeit, da nicht nachhaltige Einflüsse unberücksichtigt bleiben bzw. die Kennzahl nicht verzerren. Weiterhin zeigt die Verwendung in den internen Prozessen, dass die Kennzahl auch von der Unternehmensführung selbst genutzt wird und nicht lediglich zur „Schönung“ des Geschäftsberichts ermittelt und offengelegt wird.

149 Vgl. ThyssenKrupp AG, Geschäftsbericht 2009/2010, S. 96; ThyssenKrupp AG, Geschäftsbericht 2010/2011, S. 55.

150 Vgl. Deutsche Telekom AG, Geschäftsbericht 2011, S. 70.

151 Vgl. Siemens AG, Geschäftsbericht 2011, S. 235.

152 Vgl. E.ON AG, Geschäftsbericht 2011, S. 88.

Weicht die Berechnung der Kennzahl zur internen Verwendung hingegen grundsätzlich von der Berechnungsmethode für die an den Investor offengelegte Pro forma-Kennzahl ab, sind die vorgenommenen Bereinigungen hinsichtlich ihres Informationsgehalts kritisch zu hinterfragen.

Nicht immer geht jedoch aus dem Geschäftsbericht eindeutig hervor, ob die im Rahmen der Berichterstattung an den Investor offengelegte Größe auch tatsächlich der internen Steuerungsgröße entspricht oder ob hier weitere Anpassungen vorgenommen wurden. In diesem Zusammenhang ist darauf zu achten, ob die intern verwendete Größe offengelegt wird (wie z. B. das angepasste EBITDA bei der Siemens AG) und ob die bei ihrer Berechnung getroffenen Annahmen ggf. von denen anderer Kennzahlen abweichen.

Neben der Verwendung zur internen Steuerung gehen Pro forma-Kennzahlen auch in Vertragswerke des Unternehmens ein:

■ **Verwendung in Entlohnungsverträgen:**

Konsistent mit der Verwendung von Pro forma-Kennzahlen zur internen Leistungsmessung werden diese auch als Bemessungsgrundlage für variable Vergütungsanteile (Boni) in Entlohnungsverträgen eingesetzt. Beispielsweise verwendet die Daimler AG das EBIT als primäre Referenzgröße zur Bemessung der Bonuszahlungen an den Vorstand.¹⁵³ Das EBIT betrug im Geschäftsjahr 2011 8,8 Mrd. € und wurde unter Berücksichtigung des Ergebnisbeitrags von at equity bewerteten Unternehmen (273 Mio. €) und des sonstigen Finanzergebnisses ohne Zinsaufwendungen und -erträge (-148 Mio. €) berechnet.¹⁵⁴ Auch die ThyssenKrupp AG verwendet, in Übereinstimmung mit der Nutzung des EBIT als Größe zur internen Leistungsmessung (s. o.), die Kennzahl zur Bemessung der Vorstandstantiemen.¹⁵⁵

■ **Verwendung in kreditvertraglichen Nebenabreden:**

Financial covenants stellen Nebenabreden zu Kreditverträgen dar, in denen sich der Kreditnehmer zu Einhaltung bestimmter Auflagen finanzieller oder nicht finanzieller Art verpflichtet. Für den Fall eines Verstoßes gegen diese Auflagen (Covenant-Bruch) werden dem Kreditgeber zusätzliche Rechte (z. B. unmittelbare Kündigung des Kredits) eingeräumt. Dadurch erfüllen die financial covenants eine Schutzfunktion, wenn sich die Kreditwürdigkeit des Unternehmens (z. B. durch Änderung des Risikoprofils durch die Unternehmensführung) nach Vertragsabschluss verschlechtert. Oft kommt es jedoch

153 Vgl. Daimler AG, Geschäftsbericht 2011, S. 162.

154 Vgl. Daimler AG, Geschäftsbericht 2011, S. 91.

155 Vgl. ThyssenKrupp AG, Geschäftsbericht 2011, S. 33.

zu einem Verzicht des Kreditgebers auf die Kündigung des Kredits und zur Neuverhandlung der Auflagen (waiver) gegen Zahlung einer zusätzlichen Gebühr (waiver fee). Vor diesem Hintergrund werden financial covenants mit einem Bezug zur Schuldendienstfähigkeit eines Unternehmens gewählt. Eine häufig gebrauchte Kennzahl¹⁵⁶ stellt dabei der bereits oben angesprochene EBITDA-Zinsdeckungsgrad dar. Beispielsweise sehen einige von der HeidelbergCement AG begebene Anleihen eine Beschränkung der Neuaufnahme zusätzlicher Verschuldung vor. Diese richtet sich nach dem Verhältnis des „konsolidierten EBITDA“ zum „konsolidierten Zinsergebnis“. Das so gemäß den Anleihebedingungen errechnete EBITDA beträgt im Geschäftsjahre 2011 2,5 Mrd. €. Die AG weist allerdings darauf hin, dass diese Berechnung vom operativen Ergebnis vor Abschreibungen (2,3 Mrd. €) abweicht.¹⁵⁷

Zur Wahrung der Rechtssicherheit ist die Berechnung der Pro forma-Kennzahlen in Vertragswerken in der Regel genau vorgeschrieben. Diese Berechnung ist für den externen Bilanzadressaten oft nicht im Detail nachvollziehbar. Die grundsätzliche Verwendung einer bestimmten Pro forma-Kennzahl in Entlohnungsverträgen kann jedoch zumindest ein Indikator dafür sein, dass die Unternehmensführung zumindest grundsätzlich einen **Anreiz** hat, diese Kennzahl in ihrem Sinne zu beeinflussen. Wird z. B. die Vorstandsvergütung am EBIT ausgerichtet, würde eine Verlagerung von Erträgen in das operative Ergebnis und von Aufwendungen in das Finanzergebnis tendenziell (d. h. vorbehaltlich individualvertraglicher Regelungen zu einzelnen Positionen) mit einer Erhöhung der Vergütung einhergehen. Ähnliche Anreize können sich ergeben, wenn die Unternehmensführung einen Bruch der Covenants vermeiden will. Wird die im covenant verwendete Pro forma-Kennzahl zudem veröffentlicht (wie oben bei der HeidelbergCement AG), kann sie außerdem mit der zu Informationszwecken offengelegten, korrespondierenden Pro forma-Kennzahl verglichen werden. Kommt es zu großen Abweichungen (wird z. B. die gegenüber dem Investor offengelegte Kennzahl um außerordentliche Aufwendungen bereinigt, die im covenant verwendete Kennzahl aber nicht), sind diese Abweichungen kritisch zu hinterfragen.

156 Vgl. Haghani et al., 2009.

157 Vgl. HeidelbergCement AG, Geschäftsbericht 2011, S. 47, 67, 86.

5 Fazit

Die **wesentlichen Ergebnisse** dieser betriebswirtschaftlichen Handlungshilfe lassen sich wie folgt zusammenfassen:

1. Pro forma-Kennzahlen werden von Unternehmen freiwillig und in einem nur schwach regulierten Rahmen offengelegt. Die Berechnung der Kennzahlen ist dabei weitgehend den Unternehmen überlassen. Bei Ausweis im Rahmen der Lageberichterstattung wird jedoch eine Überleitungsrechnung gefordert.
2. Daraus ergibt sich eine Vielzahl unterschiedlicher Kennzahlen. Diese lassen sich grob unterteilen in jahresabschlussbasierte Kennzahlen, die aus den gegebenen Berichtsgrößen des Jahres- bzw. Konzernabschlusses ableitbar sind, und bereinigte Kennzahlen, die aufgrund nicht öffentlicher Informationen der Unternehmensführung adjustiert wurden.
3. Besonders die Motivationslage der Unternehmensführung zur Veröffentlichung der bereinigten „Als ob“-Kennzahlen ist umstritten. Zum einen können die Kennzahlen zur Vermittlung zusätzlicher, für den Anleger nützlicher Informationen offengelegt werden. Zum anderen kann aber (insbesondere vor dem Hintergrund geringer Regulierung) eine bewusst geschönte Darstellung der Kennzahlen irreführend auf die Anleger wirken.
4. Die Motivation der Unternehmensführung stellt keine direkt beobachtbare Größe dar, sodass auch empirische Studien das Spannungsfeld zwischen Manipulation und Information nicht aufdecken bzw. nicht vollständig transparent machen können. Aus den experimentellen Studien lässt sich jedoch schlussfolgern, dass nicht-professionelle Anleger sich tendenziell mehr von Pro forma-Kennzahlen beeinflussen lassen als professionelle Investoren, die eher auf „mechanisch“ geprägte Bewertungsmodelle zurückgreifen.
5. Die Offenlegungspraxis von Pro forma-Kennzahlen am deutschen Kapitalmarkt zeigt eine große Heterogenität der verwendeten Kennzahlen und deren Berechnung. Die am häufigsten offengelegten Kennzahlen sind EBIT und EBITDA.
6. EBIT und EBITDA können hilfreich sein, um die Profitabilität von Unternehmen unterschiedlicher Kapitalstruktur und Rechtsform miteinander zu vergleichen. Beim EBITDA ist jedoch zu beachten, dass Abschreibungen eine wichtige Rolle bei der Erhaltung der Leistungsfähigkeit eines Unternehmens spielen und ihr Ausschluss aus der Profitabilitätskennzahl die Notwendigkeit von Reinvestitionen vernachlässigt. Weiterhin ist hervorzuheben, dass das EBITDA nur geringe Aussagekraft im Hinblick auf die kurzfristige Liquidität des Unternehmens aufweist.

7. Vor dem Hintergrund geringer Standardisierung wird die Vergleichbarkeit von Pro forma-Kennzahlen durch unterschiedliche Bezeichnungen, Berechnungsmethoden und Ermessensspielräume im Jahresabschluss verringert. Das schränkt auch ihre Eignung als Bezugsgröße zur Ermittlung des Unternehmenswerts durch multiples ein.
8. Pro forma-Kennzahlen werden darüber hinaus zur internen Leistungsbemessung, Steuerung der Kapitalstruktur sowie in Entlohnungs- und Kreditverträgen verwendet.

Auch der Bilanzanalytiker bewegt sich in dem oben beschriebenen Spannungsfeld von Manipulation und Information. Diese Handlungshilfe hat gezeigt, dass im **Umgang** mit Pro forma-Kennzahlen insbesondere folgende Punkte zu beachten sind:

1. Erhebliche Abweichungen zwischen EBITDA und operativem Cash Flow sind hinsichtlich ihrer Ursache (Änderungen im Barbestand oder aggressive Ausübung von Bilanzierungswahlrechten) zu analysieren.
2. Bei entsprechender Informationslage kann es sich anbieten, einige Kennzahlen selbst aus jahresabschlussbasierten Größen zu berechnen.
3. Die Ausübung von Ermessensspielräumen und Wahlrechten im Jahresabschluss ist zumindest hinsichtlich ihrer grundsätzlich möglichen Auswirkung auf die Pro forma-Kennzahlen zu beachten.
4. Bei bereinigten „Als ob“-Kennzahlen bietet es sich an, die Überleitungsrechnung zu nutzen, um den Ausschluss einzelner Größen und das Ausmaß der Bereinigung kritisch zu beurteilen.
5. Auf Anreize der Unternehmensführung zur Beeinflussung der Pro forma-Kennzahlen kann tendenziell geschlossen werden, wenn diese Kennzahlen in Entlohnungs- oder Kreditverträgen verwendet werden. Zu beachten ist allerdings, dass die in den Verträgen festgelegte Berechnung der Kennzahlen von den zu Informationszwecken offengelegten Kennzahlen abweichen kann.

Beim Umgang mit Pro forma-Kennzahlen in der Bilanzanalyse ist auf das **Gesamtbild** des Unternehmens abzustellen. Das betrifft zum einen die oben aufgezeigten Ermessensspielräume und Manipulationsanreize. Beispielsweise kann das EBITDA eines Unternehmens mit viel Finanzierungsleasing, einer hohen Aktivierungsquote für Entwicklungskosten und einer EBITDA-basierten Managementvergütung nicht ohne weiteres mit dem EBITDA eines Unternehmens mit viel Operating-Leasingverhältnissen, geringen aktivierten Entwicklungskosten und einer Cash Flow-basierten Managementvergütung verglichen werden.

Zum anderen ist das Ziel der Bilanzanalyse nicht die isolierte Betrachtung einzelner Werte. Vielmehr können Kennzahlen nur sinnvoll interpretiert werden, wenn sie in einen Zusammenhang gesetzt werden. Das umfasst zum einen die Entwicklung der Kennzahlen eines Unternehmens über die Zeit hinweg, wobei insbesondere die „**Lebensphase**“ des Unternehmens berücksichtigt werden muss: Handelt es sich um ein noch „junges“ Unternehmen in der Wachstumsphase oder um einen bereits etablierten Marktteilnehmer? Wie wird zukünftiges Wachstum finanziert bzw. der Erhalt der Leistungsfähigkeit gewährleistet? Zum anderen müssen bei der Interpretation der Pro forma-Kennzahlen **branchenspezifische Besonderheiten** beachtet werden. Das gilt insbesondere für operative Margen, die das EBIT oder EBITDA in ein Verhältnis zu den Umsatzerlösen eines Unternehmens setzen. Diese Kennzahl dürfte beispielsweise in der Regel für Handelsunternehmen niedriger ausfallen als für Dienstleistungsunternehmen. Die Berücksichtigung dieser Zusammenhänge ist damit für eine sinnvolle und zielorientierte Analyse auch der Pro forma-Kennzahlen notwendig.

6 Anhang (Pro forma-Kennzahlen): Ausschnitte aus Geschäftsberichten und Rechenbeispiele

6.1 Küting und Heiden, 2003: Systematisierung von Pro forma-Kennzahlen

Abbildung 12: Zur Systematisierung von Pro forma-Kennzahlen, entnommen aus Küting und Heiden, 2003

	Systematisierungskriterium S_i	Ausprägung A_i	Ausprägung B_i
1	Form der Pro-forma-Kennzahl	absolut	relativ
2	Bereinigungsweise	imparitatisch	paritatisch
3	Periodenbezogenheit der Korrekturen	periodenbezogene Korrekturen	periodenfremde Korrekturen
4	Ermittlungsansatz	direkt	indirekt
5	Regelmäßigkeit	ordentliches Pro-forma-Ergebnis	bereinigendes Pro-forma-Ergebnis
6	Verpflichtungsgrad	freiwillig	verpflichtend
7	Form der Angabe	quantitativ	qualitativ
8	Kommunikationsform	schriftlich	verbal
9	Wirkungsrichtung	ergebniserhöhend	ergebnismindernd
10	Bezug zur Erfolgsspaltung	im Einklang mit Erfolgsspaltungskonzeption des Gesetzgebers bzw. des Standardsetters	(individuelle) betriebswirtschaftliche Erfolgsspaltungskonzeption
11	Ziel der Veröffentlichung	Erhöhung der Vergleichbarkeit	Earnings Management
12	Originator der Veröffentlichung	unternehmensintern	unternehmensextern
13	wirtschaftswissenschaftliche Verwendung	betriebswirtschaftlich	volkswirtschaftlich
14	Ort der Veröffentlichung	regelmäßige Unternehmenspublizität	unregelmäßige Unternehmenspublizität
15	dargestellter Unternehmensbereich	Legal Consolidation	Management Consolidation
16	Grad der externen Nachvollziehbarkeit	mit Überleitungsrechnung	ohne Überleitungsrechnung
17	Mitwirkungsgrad des Abschlussprüfers	geprüft bzw. prüferisch durchgesehen	ungeprüft

6.2 Unterschiedliche Terminologien

Abbildung 13: Terminologie bei der BMW AG¹⁵⁸

Finanzdaten						
in Mio. €						
Umsatz	56.018	53.197	50.681	60.477	68.821	13,8
Investitionen	4.267	4.204	3.471	3.263	3.692	13,1
Abschreibungen	3.683	3.670	3.600	3.682	3.646	-1,0
Operativer Cashflow	6.246	4.471	4.921	8.149 ²	7.077	-13,2
Ergebnis vor Finanzergebnis	4.212	921	289	5.111 ²	8.018	56,9
Ergebnis vor Steuern	3.873	351	413	4.853 ²	7.383	52,1
Jahresüberschuss	3.134	330	210	3.243 ²	4.907	51,3

Abbildung 14: Terminologie bei der Daimler AG¹⁵⁹

Daimler-Konzern				
	2011	2010	2009	11/10
€-Werte in Millionen				Veränd. in %
Umsatz	106.540	97.761	78.924	+9 ¹
Westeuropa	39.387	38.478	36.458	+2
davon Deutschland	19.753	19.281	18.788	+2
NAFTA	26.026	23.582	19.380	+10
davon USA	22.222	20.216	16.569	+10
Asien	22.643	19.659	12.435	+15
davon China	11.093	9.094	4.349	+22
Übrige Märkte	18.484	16.042	10.651	+15
Beschäftigte (31.12.)	271.370	260.100	256.407	+4
Sachinvestitionen	4.158	3.653	2.423	+14
Forschungs- und Entwicklungsleistungen	5.634	4.849	4.181	+16
davon aktiviert	1.460	1.373	1.285	+6
Free Cash Flow des Industriegeschäfts	989	5.432	2.706	-82
EBIT	8.755	7.274	-1.513	+20
Wertbeitrag (Value Added)	3.726	2.773	-4.644	+34
Konzernergebnis	6.029	4.674	-2.644	+29
Ergebnis je Aktie (in €)	5,32	4,28	-2,63	+24
Dividendensumme	2.346	1.971	0	+19
Dividende je Aktie (in €)	2,20	1,85	0,00	+19

1 Bereinigt um Wechselkurseffekte Umsatzanstieg um 10%.

158 Entnommen aus BMW AG, Geschäftsbericht 2011, S. 5.

159 Entnommen aus Daimler AG, Geschäftsbericht 2011, Umschlagklappe.

Abbildung 15: Terminologie bei der Volkswagen AG¹⁶⁰

VOLKSWAGEN KONZERN

Mengendaten ¹	2011	2010	%
Absatz (Automobile)	8.361.294	7.278.440	+ 14,9
Produktion (Automobile)	8.494.280	7.357.505	+ 15,5
Belegschaft am 31.12.	501.956	399.381	+ 25,7
Finanzdaten nach IFRS in Mio. €	2011	2010	%
Umsatzerlöse	159.337	126.875	+ 25,6
Operatives Ergebnis	11.271	7.141	+ 57,8
Ergebnis vor Steuern	18.926	8.994	x
Ergebnis nach Steuern	15.799	7.226	x
Ergebnisanteil der Aktionäre der Volkswagen AG	15.409	6.835	x
Cash-flow laufendes Geschäft	8.500	11.455	- 25,8
Investitionstätigkeit laufendes Geschäft	16.002	9.278	+ 72,5
Konzernbereich Automobile ²			
EBITDA ³	17.815	13.940	+ 27,8
Cash-flow laufendes Geschäft	17.109	13.930	+ 22,8
Investitionstätigkeit laufendes Geschäft ⁴	15.998	9.095	+ 75,9
davon: Sachinvestitionen	7.929	5.656	+ 40,2
in % der Umsatzerlöse	5,6	5,0	
Entwicklungskosten (aktiviert)	1.666	1.667	- 0,0
in % der Umsatzerlöse	1,2	1,5	
Netto-Cash-flow	1.112	4.835	- 77,0
Netto-Liquidität am 31.12.	16.951	18.639	- 9,1
Renditen in %	2011	2010	
Umsatzrendite vor Steuern	11,9	7,1	
Kapitalrendite nach Steuern (Automobilbereich)	17,7	13,5	
Eigenkapitalrendite vor Steuern (Finanzdienstleistungsbereich) ⁵	14,0	12,9	

1 Mengendaten inklusive der nicht vollkonsolidierten chinesischen Gemeinschaftsunternehmen.

2 Inklusive Zuordnung der Konsolidierung zwischen den Konzernbereichen Automobile und Finanzdienstleistungen.

3 Operatives Ergebnis zuzüglich des Saldos aus Zu- / Abschreibungen auf Sachanlagen, aktivierte Entwicklungskosten, Vermietvermögen,

Goodwill und Finanzanlagen gemäß Kapitalflussrechnung.

4 Ohne Erwerb und Verkauf von Beteiligungen: 9.371 (7.034) Mio. €.

5 Ergebnis vor Steuern in Prozent des durchschnittlichen Eigenkapitals.

6.3 Operating Leasing

Abbildung 16: Operating Leasing bei der Deutsche Telekom AG¹⁶¹

Operating-Leasing-Verhältnisse. Das wirtschaftliche Eigentum an Leasing-Geschäften verbleibt beim Leasing-Geber, wenn dieser die mit dem Leasing-Gegenstand verbundenen wesentlichen Chancen und Risiken trägt. Der Leasing-Geber setzt den Leasing-Gegenstand in seiner Bilanz an. Die Deutsche Telekom erfasst während des Zeitraums des Operating-Leasing-Verhältnisses gezahlte Leasing-Raten erfolgswirksam. Die Verpflichtungen der Deutschen Telekom aus Operating-Leasing-Verhältnissen betreffen überwiegend langfristige Miet-/Pachtverträge für Netzinfrastruktur, Funktürme und Immobilien.

Einige Verträge beinhalten Verlängerungsoptionen und Staffelmieten. Diese betreffen im Wesentlichen Leasing-Verhältnisse für Funktürme in den USA.

Die erfolgswirksam erfassten Aufwendungen aus Operating-Leasing-Verhältnissen betragen im Geschäftsjahr 2011 2,3 Mrd. € (2010: 2,3 Mrd. €, 2009: 2,3 Mrd. €). Ab dem Geschäftsjahr 2011 enthalten die Aufwendungen auch Aufwendungen aus „Straight line lease“. Im Einzelnen ergeben sich folgende Werte für künftige Verpflichtungen aus Operating-Leasing-Geschäften:

	31.12.2011 Mio. €	31.12.2010 Mio. €
Fälligkeit		
Bis 1 Jahr	2 746	2 627
1 bis 3 Jahre	4 615	4 502
3 bis 5 Jahre	3 773	3 767
Über 5 Jahre	6 336	6 767
	17 470	17 663

In Geschäftsjahr 2011 bestanden keine neuen wesentlichen Sale and Leaseback Transaktionen.

¹⁶¹ Entnommen aus Deutsche Telekom AG, Geschäftsbericht 2011, S. 226.

6.4 Aktivierung von Entwicklungskosten

Abbildung 17: GuV der Bayer AG (Auszug)¹⁶²

Gewinn- und Verlustrechnung Bayer-Konzern			
[Tabelle 4.1]			
	Anhang	2010	2011
		in Mio €	in Mio €
Umsatzerlöse	[7]	35.088	36.528
Herstellungskosten		-17.103	-17.975
Bruttoergebnis vom Umsatz		17.985	18.553
Vertriebskosten	[8]	-8.803	-8.958
Forschungs- und Entwicklungskosten	[9]	-3.053	-2.932
Allgemeine Verwaltungskosten		-1.647	-1.713
Sonstige betriebliche Erträge	[10]	714	859
Sonstige betriebliche Aufwendungen	[11]	-2.466	-1.660
Operatives Ergebnis (EBIT)		2.730	4.149

Abbildung 18: Forschungs- und Entwicklungskosten bei der Bayer AG¹⁶³

Forschungskosten sind nicht aktivierungsfähig und Entwicklungskosten nur bei Vorliegen bestimmter, genau bezeichneter Voraussetzungen aktivierungspflichtig. Eine Aktivierung ist demnach immer dann erforderlich, wenn die Entwicklungstätigkeit mit hinreichender Sicherheit zu künftigen Finanzmittelzuflüssen führt, die auch die entsprechenden Entwicklungskosten abdecken. Da eigene Entwicklungsprojekte häufig behördlichen Genehmigungsverfahren und anderen Unwägbarkeiten unterliegen, sind die Bedingungen für eine Aktivierung der vor der Genehmigung entstandenen Kosten in der Regel nicht erfüllt.

162 Entnommen aus Bayer AG, Geschäftsbericht 2011, S. 152.

163 Entnommen aus Bayer AG, Geschäftsbericht 2011, S. 167.

Abbildung 19: Immaterielle Vermögenswerte bei der Bayer AG¹⁶⁴

Entwicklung immaterielle Vermögenswerte								[Tabelle 4.44]
	Erworbener Geschäfts- oder Firmenwert	Patente und Technologien	Marken	Vermarktungs- und Verkaufsrechte	Produktionsrechte	Forschungs- und Entwicklungsprojekte	Sonstige Rechte und geleistete Anzahlungen	Summe
	in Mio €	in Mio €	in Mio €	in Mio €	in Mio €	in Mio €	in Mio €	in Mio €
Anschaffungs- und Herstellungskosten								
Stand: 31.12.2010	9.002	10.376	4.028	1.060	2.169	1.171	2.612	30.418
Konzernkreisänderungen	-	-	-	-	-	-	-	-
Akquisitionen	103	53	4	-	-	17	22	199
Investitionen	-	16	-	167	10	88	153	434
Abgänge	-	-40	-9	-4	-8	-171	-37	-269
Umbuchungen	-	310	-	2	5	-310	-17	-10
Umbuchungen gemäß IFRS 5	-9	-212	-1	-	-97	-15	-3	-337
Inflationsanpassung gemäß IAS 29	3	-	-	-	-	-	-	3
Neubewertung gemäß IFRS 3	-	-	-	-	-	-	-	-
Währungsänderungen	82	24	32	12	-5	11	57	213
Stand: 31.12.2011	9.181	10.527	4.054	1.237	2.074	791	2.787	30.651
Kumulierte Abschreibungen								
Stand: 31.12.2010	-	4.631	1.608	566	1.493	233	1.724	10.255
Konzernkreisänderungen	-	-	-	-	-	-	-	-
Abgänge	-	-33	-6	-2	-6	-170	-33	-250
Abschreibungen 2011	21	805	166	89	159	48	172	1.460
planmäßig	-	785	156	89	122	-	159	1.311
außerplanmäßig	21	20	10	-	37	48	13	149
Wertaufholungen	-	-30	-4	-	-	-1	-	-35
Umbuchungen	-	91	-	-	2	-91	-2	-
Umbuchungen gemäß IFRS 5	-	-191	-1	-	-97	-6	-3	-298
Währungsänderungen	-	17	11	1	-4	-1	40	64
Stand: 31.12.2011	21	5.290	1.774	654	1.547	12	1.898	11.196
Buchwerte 31.12.2011	9.160	5.237	2.280	583	527	779	889	19.455
Buchwerte 31.12.2010	9.002	5.745	2.420	494	676	938	888	20.163

Aus: Bayer AG, Geschäftsbericht 2011, S. 207.

164 Entnommen aus Bayer AG, Geschäftsbericht 2011, S. 207.

Abbildung 20: Forschungs- und Entwicklungskosten bei der Volkswagen AG¹⁶⁵

Entwicklungskosten für künftige Serienprodukte und andere selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte haben wir mit ihren Anschaffungs- oder Herstellungskosten aktiviert, sofern die Herstellung dieser Produkte dem Volkswagen Konzern wahrscheinlich einen wirtschaftlichen Nutzen bringen wird. Falls die Voraussetzungen für eine Aktivierung nicht gegeben sind, werden die Aufwendungen im Jahr ihrer Entstehung ergebniswirksam verrechnet.

Aktiviert Entwicklungskosten umfassen alle dem Entwicklungsprozess direkt zurechenbaren Einzel- und Gemeinkosten. Die Abschreibung erfolgt linear ab dem Produktionsbeginn über die vorgesehene Laufzeit der entwickelten Modelle beziehungsweise Aggregate, die im Allgemeinen zwischen zwei und zehn Jahren liegt.

Abbildung 21: Immaterielle Vermögenswerte bei der Volkswagen AG¹⁶⁶

ENTWICKLUNG DER IMMATERIELLEN VERMÖGENSWERTE
VOM 1. JANUAR ZUM 31. DEZEMBER 2010

Mio. €	Markenname	Goodwill	Aktiviert Entwicklungs- kosten für in Entwicklung befindliche Produkte	Aktiviert Entwicklungs- kosten für derzeit genutzte Produkte	Sonstige immaterielle Vermögenswerte	Gesamt
Anschaffungs-/						
Herstellungskosten						
Stand am 01.01.2010	949	2.929	3.213	11.896	2.322	21.310
Währungsänderungen	136	401	89	246	103	975
Änderungen						
Konsolidierungskreis	64	80	–	–	38	182
Zugänge	–	–	1.249	419	175	1.842
Umbuchungen	–	–	–2.362	2.366	12	15
Abgänge	–	–	164	1.447	520	2.130
Stand am 31.12.2010	1.149	3.410	2.025	13.479	2.131	22.194
Abschreibungen						
Stand am 01.01.2010	–	–	136	6.870	1.397	8.403
Währungsänderungen	–	–	–	115	51	166
Änderungen						
Konsolidierungskreis	–	–	–	–	11	11
Zugänge planmäßig	2	–	–	1.580	317	1.899
Zugänge außerplanmäßig	–	–	136	560	32	728
Umbuchungen	–	–	–15	15	1	1
Abgänge	–	–	111	1.437	511	2.060
Zuschreibungen	–	–	0	–58	–	–58
Stand am 31.12.2010	2	–	145	7.645	1.298	9.090
Nettobuchwert am 31.12.2010	1.147	3.410	1.880	5.834	833	13.104

165 Entnommen aus Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2011, S. 264.

166 Entnommen aus Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2011, S. 290.

6.5 Ausweis von Joint Ventures

Abbildung 22: Volkswagen AG in China¹⁶⁷

VOLKSWAGEN KONZERN IN CHINA

	2011	2010	%
Auslieferungen (Tsd. Fzg.)	2.259	1.923	+ 17,4
Absatz	2.201	1.871	+ 17,6
Produktion	2.202	1.914	+ 15,1

Abbildung 23: Einstufung der chinesischen Joint Ventures bei der Volkswagen AG¹⁶⁸

Die Werte der Joint-Venture-Gesellschaften in China sind im Operativen Ergebnis des Konzerns nicht enthalten, da diese Gesellschaften At Equity konsolidiert werden und ihre Ergebnisse anteilig ausschließlich in das Finanzergebnis des Konzerns einfließen.

Abbildung 24: Ergebnis aus Joint Ventures bei der Volkswagen AG¹⁶⁹

Gewinn- und Verlustrechnung

des Volkswagen Konzerns vom 1. Januar bis 31. Dezember 2011

Mio. €	Anhang	2011	2010
Umsatzerlöse	1	159.337	126.875
Kosten der Umsatzerlöse	2	-131.371	-105.431
Bruttoergebnis		27.965	21.444
Vertriebskosten	3	-14.582	-12.213
Verwaltungskosten	4	-4.384	-3.287
Sonstige betriebliche Erträge	5	9.727	7.648
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6	-7.456	-6.450
Operatives Ergebnis		11.271	7.141
Ergebnis aus At Equity bewerteten Anteilen	7	2.174	1.944
Finanzierungsaufwendungen	8	-2.047	-2.144
Übriges Finanzergebnis	9	7.528	2.053
Finanzergebnis		7.655	1.852
Ergebnis vor Steuern		18.926	8.994
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	10	-3.126	-1.767
tatsächlich		-4.351	-2.963
latent		1.225	1.196
Ergebnis nach Steuern		15.799	7.226
Ergebnisanteil von Minderheiten		391	392
Ergebnisanteil der Aktionäre der Volkswagen AG		15.409	6.835
Unverwässertes Ergebnis je Stammaktie in €	11	33,10	15,17
Verwässertes Ergebnis je Stammaktie in €	11	33,10	15,17
Unverwässertes Ergebnis je Vorzugsaktie in €	11	33,16	15,23
Verwässertes Ergebnis je Vorzugsaktie in €	11	33,16	15,23

167 Entnommen aus Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2011, S. 128.

168 Entnommen aus Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2011, S. 129.

169 Entnommen aus Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2011, S. 242.

Abbildung 25: Ergebnis aus Joint Ventures bei der E.ON AG

Gewinn- und Verlustrechnung des E.ON-Konzerns			
in Mio €	Anhang	2011	2010
Umsatzerlöse einschließlich Strom- und Energiesteuern		115.046	94.812
Strom- und Energiesteuern		-2.092	-1.949
Umsatzerlöse	(5)	112.954	92.863
Bestandsveränderungen		-16	82
Andere aktivierte Eigenleistungen	(6)	519	588
Sonstige betriebliche Erträge	(7)	13.785	15.961
Materialaufwand	(8)	-97.827	-73.575
Personalaufwand	(11)	-5.947	-5.281
Abschreibungen	(14)	-7.081	-6.457
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(7)	-17.656	-13.597
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen		512	663
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten vor Finanzergebnis und Steuern		-757	11.247
Finanzergebnis	(9)	-2.154	-2.184
<i>Beteiligungsergebnis</i>		-60	119
<i>Erträge aus Wertpapieren, Zinsen und ähnliche Erträge</i>		716	653
<i>Zinsen und ähnliche Aufwendungen</i>		-2.810	-2.956
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	(10)	1.036	-1.946
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten		-1.875	7.117
Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten	(4)	14	-836
Konzernüberschuss/Konzernfehlbetrag (-)		-1.861	6.281
<i>Anteil der Gesellschafter der E.ON AG</i>		-2.219	5.853
<i>Anteile ohne beherrschenden Einfluss</i>		358	428
in €			
Ergebnis je Aktie (Anteil der Gesellschafter der E.ON AG) – unverwässert und verwässert	(13)		
aus fortgeführten Aktivitäten		-1,17	3,51
aus nicht fortgeführten Aktivitäten		0,01	-0,44
aus Konzernüberschuss/Konzernfehlbetrag (-)		-1,16	3,07

Aus: E.ON AG, Geschäftsbericht 2011, S. 68.

Abbildung 26: Beteiligungsergebnis in der EBIT-Berechnung bei der Lufthansa AG¹⁷⁰

Das Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT) belief sich auf 734 Mio. EUR. Im Vorjahr wurde ein EBIT von 1,5 Mrd. EUR erzielt. Es beinhaltet das Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit sowie das Beteiligungsergebnis und die übrigen Finanzposten. Unter Hinzurechnung der Abschreibungen ergibt sich ein EBITDA von 2,5 Mrd. EUR (Vorjahr: 3,2 Mrd. EUR).

¹⁷⁰ Entnommen aus Lufthansa AG, Geschäftsbericht 2011, S. 52.

Abbildung 27: Überleitungsrechnung der Lufthansa AG¹⁷¹

Überleitung Ergebnisse		2011		2010	
		GuV	Überleitung operatives Ergebnis	GuV	Überleitung operatives Ergebnis
in Mio. €					
Umsatzerlöse		28 734	-	26 459	-
Bestandsveränderungen		139	-	165	-
Sonstige betriebliche Erträge		2 324	-	2 610	-
davon Erträge aus Buchgewinnen und kurzfristigen Finanzinvestitionen		-	-61	-	-275
davon Erträge aus Auflösung von Rückstellungen		-	-163	-	-224
davon Zuschreibungen Anlagevermögen		-	-6	-	-39
davon Stichtagskursbewertung langfristiger Finanzschulden		-	-23	-	-52
Summe betriebliche Erträge		31 197	-253	29 234	-590
Materialaufwand		-16 731	-	-14 700	-
Personalaufwand		-6 678	-	-6 491	-
davon nachzuverrechnender Dienstzeitaufwand		-	24	-	19
Abschreibungen		-1 722	-	-1 654	-
davon außerplanmäßige Abschreibungen		-	59	-	68
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-5 293	-	-5 003	-
davon außerplanmäßige Abschreibungen auf Vermögen zum Verkauf – nicht operativ		-	21	-	16
davon Aufwendungen aus Buchverlusten und kurzfristigen Finanzinvestitionen		-	87	-	47
davon Stichtagskursbewertung langfristiger Finanzschulden		-	109	-	74
Summe betriebliche Aufwendungen		-30 424	300	-27 848	224
Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit		773	-	1 386	-
Summe Überleitung operatives Ergebnis		-	47	-	-366
Operatives Ergebnis		-	820	-	1 020
Beteiligungsergebnis		71	-	103	-
Übrige Finanzposten		-110	-	-9	-
EBIT		734	-	1 480	-
Abschreibungen (aus betrieblichem Ergebnis)		1 722	-	1 654	-
Abschreibungen auf Finanzanlagen, Wertpapiere und Vermögenswerte zum Verkauf		90	-	32	-
EBITDA		2 546	-	3 166	-

171 Entnommen aus Lufthansa AG, Geschäftsbericht 2011, S. 53.

6.6 Eigene Berechnung von EBIT und EBITDA

Grundlage für die beispielhafte Berechnung von EBIT und EBITDA sind die nachfolgend abgebildete GuV und Kapitalflussrechnung (auszugsweise) der Fresenius SE & Co. KGaA.

Abbildung 28: GuV der Fresenius SE & Co. KGaA¹⁷²

FRESENIUS SE & CO. KGAA			
KONZERN-GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG			
in Mio €			
	Anhang (Anmerkung)	2011	2010
Umsatz	4	16.522	15.972
Umsatzkosten	5	-10.883	-10.646
Bruttoergebnis vom Umsatz		5.639	5.326
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	8	-2.809	-2.664
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen		-267	-244
Operatives Ergebnis (EBIT)		2.563	2.418
Zinserträge	9	56	30
Zinsaufwendungen	9	-587	-596
Sonstiges Finanzergebnis	10	-100	-66
Finanzergebnis		-631	-632
Ergebnis vor Ertragsteuern		1.932	1.786
Ertragsteuern	11	-604	-581
Ergebnis nach Ertragsteuern		1.328	1.205
Abzüglich Anteile anderer Gesellschafter	26	638	583
Konzernergebnis (Ergebnis, das auf die Anteilseigner der Fresenius SE & Co. KGaA entfällt)		690	622
Ergebnis je Stammaktie in €	12	4,24	3,85
Ergebnis je Stammaktie bei voller Verwässerung in €	12	4,18	3,79
Ergebnis je Vorzugsaktie in €	12	n/a	3,85
Ergebnis je Vorzugsaktie bei voller Verwässerung in €	12	n/a	3,79

172 Entnommen aus Fresenius SE & Co. KGaA, Geschäftsbericht 2011, S. 122.

Abbildung 29: Kapitalflussrechnung der Fresenius SE & Co. KGaA (Auszug)¹⁷³

FRESENIUS SE & CO. KGAA KONZERN-KAPITALFLUSSRECHNUNG			
1. Januar bis 31. Dezember in Mio €	Anhang (Anmerkung)	2011	2010
Laufende Geschäftstätigkeit			
Ergebnis nach Ertragsteuern		1.328	1.205
Überleitung vom Ergebnis nach Ertragsteuern auf den Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit			
Abschreibungen	16, 17, 18	674	639
Veränderung der latenten Steuern	11	81	11
Gewinn/Verlust aus Anlagenabgängen		-3	1
Veränderungen bei Aktiva und Passiva, ohne Auswirkungen aus Veränderungen des Konsolidierungskreises			
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, netto	14	-222	-275
Vorräte	15	-264	-81
Sonstige kurz- und langfristige Vermögenswerte	16	-114	57
Forderungen an/Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen		23	6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Rückstellungen und sonstige kurz- und langfristige Verbindlichkeiten		165	346
Steuerrückstellungen		21	2
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit		1.689	1.911

Abbildung 30: Eigene Berechnung von EBIT und EBITDA bei der Fresenius SE & Co. KGaA

Beispielhafte EBIT-/EBITDA-Berechnung	
Jahresüberschuss	1.328
+ Ertragsteuern	+ 604
+ Finanzergebnis	+ 631
= EBIT	2.563
+ Abschreibungen (entnommen aus Kapitalflussrechnung)	+674
= EBITDA	3.237

173 Entnommen aus Fresenius SE & Co. KGaA, Geschäftsbericht 2011, S. 126.

7 Verzeichnis verwendeter Rechtsquellen

CESR Recommendation on Alternative Performance Measures, Oktober 2005, Ref.: CESR/05~178b, abrufbar unter: http://www.esma.europa.eu/system/files/05_178b.pdf.

Deutsche Rechnungslegungsstandards (DRS), Stand 04.2011. Deutsch-Englische Textausgabe, 16. Ergänzungslieferung. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Kurzbeschreibungen zu den aktuellen Standards sowie der Volltext der Standardentwürfe sind elektronisch abrufbar unter: <http://www.standardsetter.de/drsc/drs.html>.

Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in der Fassung vom 27. April 2009, abrufbar unter: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_090520_emittentenleitfaden_2009.html?nn=2798666.

Handelsgesetzbuch (HGB) in der Fassung vom 22. Dezember 2011. Elektronisch abrufbar unter: <http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/hgb/gesamt.pdf>.

International Financial Reporting Standards (IFRS) 2012. Deutsch-Englische Textausgabe der von der EU gebilligten Standards. 6. Auflage. Weinheim: Wiley-VCH.

Die aktuellen IFRS-Texte können ebenfalls elektronisch abgerufen werden: http://www.ifrs-portal.com/Publikationen/IFRS_Texte_1.1_2012_05.pdf.

Sarbanes-Oxley-Act vom 30. Juli 2002, abrufbar unter <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>.

8 Literaturverzeichnis

Andersson, P./Hellman, N.: Does pro forma reporting bias analyst forecasts? In: *European Accounting Review* Nr. 16, Heft 2, 2007, S. 277-298.

Arbeitskreis Internes Rechnungswesen der Schmalenbach-Gesellschaft: Vergleich von Praxiskonzepten zur wertorientierten Unternehmenssteuerung. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* Nr. 62, Heft November, 2010, S. 797-820.

Barth, M. E./Beaver, W. H./Landsman, W. R.: The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. In: *Journal of Accounting and Economics* Nr. 31, Heft 1-3, 2001, S. 77-104.

Beck, H.: *Die Logik des Irrtums: Wie uns unser Gehirn täglich ein Schnippchen schlägt*, Frankfurt a.M., 2008.

Bhattacharya, N./Black, E. L./Christensen, T. E./Mergenthaler, R. D.: Empirical Evidence on Recent Trends in Pro Forma Reporting. In: *Accounting Horizons* Nr. 18, Heft 1, 2004, S. 27-43.

Brösel, G./Heiden, M.: Pro-forma-Kennzahlen - Darstellung und kritische Würdigung aus der Sicht von Sparkassen. In: Bertsch, A./Eller, R. (Hrsg.): *Handbuch IFRS*. Stuttgart, 2004.

Brown, L. D./Sivakumar, K.: Comparing the value relevance of two operating income measures. In: *Review of Accounting Studies* Nr. 8, Heft 4, 2003, S. 561-572.

Coenenberg, A./Haller, A./Schultze, W.: *Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse*, 21. Aufl., Stuttgart, 2009.

Demirakos, E./Strong, N./Walker, M.: What valuation models do analysts use. In: *Accounting Horizons* Nr. 18, Heft 4, 2004, S. 221-240.

Doyle, J. T./Lundholm, R. J./Soliman, M. T.: The predictive value of expenses excluded from pro forma earnings. In: *Review of Accounting Studies* Nr. 8, Heft 2/3, 2003, S. 145-174.

Elliott, W. B.: Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements? In: *The Accounting Review* Nr. 81, Heft 1, 2006, S. 113-133.

Entwistle, G. M./Feltham, G. D./Mbagwu, C.: Financial reporting regulation and the reporting of pro forma earnings. In: Accounting Horizons Nr. 20, Heft 1, 2006, S. 39-55.

Fama, E. F.: Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. In: Journal of Finance Nr. 25, Heft 2, 1970, S. 383-417.

Frederickson, J. R./Miller, J. S.: The effects of pro forma earnings disclosures on analysts' and nonprofessional investors' equity valuation judgments. In: The Accounting Review Nr. 79, Heft 3, 2004, S. 667-686.

Fülbier, R. U./Sellhorn, T.: Pensionsverpflichtungen nach IAS 19 – Eine beispielorientierte Darstellung. In: Steuern und Bilanzen Nr. 6, Heft 9, 2004, S. 385-394.

Fülbier, R. U./Silva, J. L./Pferdehirt, M. H.: Impact of lease capitalization on financial ratios of listed German companies. In: Schmalenbach Business Review Nr. 60, Heft 2, 2008, S. 122-144.

Gräfer, H.: Bilanzanalyse, 10. Aufl., Herne, 2008.

Grant, J./Parker, L.: EBITDA! In: Research in Accounting Regulation Nr. 15, Heft 2002, S. 205-211.

Gronewold, U./Sellhorn, T.: Pro Forma Earnings. In: Die Betriebswirtschaft Nr. 69, Heft 1, 2009, S. 107-111.

Großmann, B.: Die Pro-forma-Berichterstattung in Deutschland: Eine empirische Untersuchung zum Informationsgehalt und zur Bewertungsrelevanz von Pro-forma-Ergebnissen, Frankfurt am Main et al., 2007.

Haghani, S./Voll, S./Holzamer, M./Warnig, C., 2009: Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung, abrufbar unter http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland_Berger_Financial_Covenants_20090725.pdf [Zugriff am 01.07. 2012].

Hammen, J.: IAS 28 – Investments in Associates. In: Buschhüter, M./Striegel, A. (Hrsg.): Kommentar Internationale Rechnungslegung IFRS. 2011.

Heflin, F./Hsu, C.: The impact of the SEC's regulation of non-GAAP disclosures. In: Journal of Accounting and Economics Nr. 46, Heft 2–3, 2008, S. 349-365.

Heiden, M.: Pro-forma-Berichterstattung: Reporting zwischen Information und Täuschung, Berlin, 2006.

Hillebrandt, F./Sellhorn, T.: Pro-Forma-Earnings: Umsatz vor Aufwendungen. In: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung Nr. 2, Heft 2002a, S. 153-154.

Hillebrandt, F./Sellhorn, T.: "Earnings before bad stuff" - Pro forma earnings disclosures in German annual reports. Discussion Paper Ruhr-Universität Bochum. Bochum, 2002b.

Hitz, J. M./Jenniges, V.: Publizität von Pro-forma-Ergebnisgrößen am deutschen Kapitalmarkt – empirischer Befund für die IFRS-Rechnungslegung großer deutscher Kapitalgesellschaften. In: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung Nr. 5, Heft 4, 2008, S. 236-245.

Hitz, J. M.: Information versus adverse Anlegerbeeinflussung: Befund und Implikationen der empirischen Rechnungswesenforschung zur Publizität von Pro-forma-Ergebnisgrößen. In: Journal für Betriebswirtschaft Nr. 60, Heft 2, 2010a, S. 127-161.

Hitz, J. M.: Information versus strategic reporting: determinants of the disclosure of pro forma earnings by large German corporations. SSRN Working Paper, 2010b.

Hübscher, A./Zdrowomyslaw, N.: Jahresabschlussanalyse. In: Steinle, C./Daum, A. (Hrsg.): Controlling: Kompendium für Ausbildung und Praxis. Stuttgart, 2007.

James, K./Michello, F.: Pro forma versus GAAP reporting: an examination of differences in investor perceptions. In: Journal of Finance & Accountancy Nr. 2, Heft 2009, S. 1-16.

Kachelmeier, S. J./King, R. R.: Using laboratory experiments to evaluate accounting policy issues. In: Accounting Horizons Nr. 16, Heft 3, 2002, S. 219-232.

Kahneman, D./Tversky, A.: Choices, values, and frames. In: American Psychologist Nr. 39, Heft 4, 1984, S. 341.

Kothari, S.: Capital markets research in accounting. In: Journal of Accounting and Economics Nr. 31, Heft 1-3, 2001, S. 105-231.

Küting, K./Heiden, M.: Pro-Forma-Ergebnisse in deutschen Geschäftsberichten: Kritische Bestandsaufnahme aus Sicht der Erfolgsanalyse. In: Steuern und Bilanzen Nr. 4, Heft 22, 2002, S. 1.085-1.089.

Küting, K./Heiden, M.: Zur Systematisierung von Pro-Forma-Kennzahlen, gleichzeitig: Fortsetzung einer empirischen Bestandsaufnahme. In: Deutsches Steuerrecht Nr. 41, Heft 2003, S. 36.

Lougee, B. A./Marquardt, C. A.: Earnings informatives and strategic disclosure: an empirical examination of “pro forma” earnings. In: *The Accounting Review* Nr. 79, Heft 3, 2004, S. 769-795.

Lundholm, R./Sloan, R.: *Equity Valuation and Analysis with eVal*, 2. Aufl., Boston et al., 2007.

Marques, A.: Disclosure strategies among S&P 500 firms: Evidence on the disclosure of non-GAAP financial measures and financial statements in earnings press releases. In: *The British Accounting Review* Nr. 42, Heft 2, 2010, S. 119-131.

McVay, S. E.: Earnings management using classification shifting: an examination of core earnings and special Items. In: *The Accounting Review* Nr. 81, Heft 3, 2006, S. 501-531.

Mehlinger, C./Seeger, N.: Der neue IAS 19: Auswirkungen auf die Praxis der Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen? In: *BetriebsBerater* Nr. 66, Heft 29, 2011, S. 1.771-1.774.

Möller, S. H./Strauß, M.: Zur Informationswirkung der Rechnungslegung - Stand und Implikationen der empirischen Forschung. In: *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung* Nr. 5, Heft 2, 2007, S. 79-92.

Pellens, B./Fülber, R. U./Gassen, J./Sellhorn, T.: *Internationale Rechnungslegung*, 8. Aufl., Stuttgart, 2011.

Petersen, K./Zwirner, C./Busch, J.: Forschung und Entwicklung in der Rechnungslegungspraxis - Empirische Analyse der Automobilbranche. In: *Praxis der internationalen Rechnungslegung* Nr. 6, Heft 1, 2010, S. 7-13.

Pfüller, M.: § 15 Mitteilung, Veröffentlichung und Übermittlung von Insiderinformationen an das Unternehmensregister. In: Fuchs, A. (Hrsg.): *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) - Kommentar*. München, 2009.

Quick, R.: Kennzahlengestützte wertorientierte Berichterstattung in den Geschäftsberichten deutscher Indexunternehmen. In: *Der Betrieb* Nr. 64, Heft 05, 2012, S. 244-249.

Revsine, L./Collins, D. W./Johnson, B. W.: *Financial Reporting and Analysis*, Upper Saddle River, New Jersey, 2005.

Schacht, U./Fackler, M.: Unternehmensbewertung auf Basis von Multiplikatoren. In: Schacht, U./Fackler, M. (Hrsg.): *Praxishandbuch Unternehmensbewertung*. Wiesbaden, 2009.

SEC, 2004: SEC Charges Scott D. Sullivan, WorldCom's Former Chief Financial Officer, with angaging in multi-billion Dollar financial fraud. Press Release 2004-25, abrufbar unter <http://www.sec.gov/news/press/2004-25.htm> [Zugriff am 01.07. 2012].

SEC, 2009: SEC charges Safenet, Inc. and two former senior officers in earnings management and options backdating schmees. Litigation Release No. 21290, abrufbar unter <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr21290.htm> [Zugriff am 01.07. 2012].

Sellhorn, T./Barthelme, C.: Pensionsverpflichtungen in der Rechnungslegung: Abbildung der betrieblichen Altersvorsorge nach IFRS, HGB und US-GAAP. Betriebswirtschaftliche Handlungshilfen. Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf, 2012.

Stumpp, P. M./Marshella, T./Rowan, M./McCreary, R./Coppola, M.: Putting EBITDA in perspective: ten critical failings of EBITDA as the principal determinant of cash flow. Moody's Investors Service Special Comment. New York, 2000.

Turner, L. E., 2000: Remarks to the 39th Annual Corporate Counsel Institute. Rede vom 12. Oktober 2000, abrufbar unter <http://www.sec.gov/news/speech/spch418.htm> [Zugriff am 01.07.2012].

Tversky, A./Kahneman, D.: Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. In: Science Nr. 185, Heft 4157, 1974, S. 1.124-1.131.

Volk, G.: Pro-forma-Kennzahlen in der Ergebnisberichterstattung 2005 der DAX30-Unternehmen. In: Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung Nr. 3, Heft 4, 2007, S. 251-258.

Weber, J./Schäffer, U.: Einführung in das Controlling, 13. Aufl., Stuttgart, 2011.

Wöhe, G.: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 22. Aufl., München, 2005.

Zeyer, F.: Auswirkungen der geplanten internationalen Leasingbilanzierung auf Kennzahlen und Financial Covenants. In: BetriebsBerater Nr. 66, Heft 6, 2011, S. 363.

Zimmerer, X.: Bilanzen - Sinn oder Unsinn von EBIT/EBITA und EBITDA. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Nr. 55, Heft 12, 2002, S. 571.

Teil 2: Finanzgrafiken

Prof. Dr. Thorsten Sellhorn, MBA
Dipl.-WiWi. Christian Stier

1 Einleitung

1.1 Relevanz von Finanzgrafiken

Die Verwendung von Grafiken zur Veranschaulichung von finanziellen Informationen ist sowohl in den Geschäftsberichten deutscher Unternehmen weit verbreitet als auch in den Geschäftsberichten von Unternehmen aus anderen Ländern, z. B. den USA und Frankreich.¹⁷⁴ Zu den grafisch dargestellten Kennzahlen gehören Umsatz-, Ergebnis- und Cashflow-Größen aus der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Kapitalflussrechnung, Bestandsgrößen aus der Bilanz sowie kapitalmarktorientierte Größen, wie Aktienkurs oder Dividendenrendite. Meistens handelt es sich bei den dargestellten Sachverhalten um zeitraumbezogene Entwicklungen (z. B. hinsichtlich Umsatz, Gewinn, F&E-Aufwendungen, Investitionsvolumen) oder zeitpunktbezogene Verteilungen (z. B. Umsatzverteilung nach Segmenten oder Aufteilung eines Immobilienportfolios auf Länder und/oder Sektoren).

Der Einsatz von grafischen Darstellungen bietet einige Vorteile: So haben Grafiken eine stimulierende Wirkung auf den Leser, lockern den Text auf und wirken als Blickfang. Des Weiteren ermöglichen Grafiken eine schnellere Informationsaufnahme als viele andere Darstellungsformen, wie etwa Tabellen. Gleichzeitig bleiben Grafiken im Vergleich zu Text und Zahlendarstellungen länger im Gedächtnis des Lesers verfügbar.¹⁷⁵

Die Verwendung von Grafiken zur Darstellung von Sachverhalten ist jedoch nicht ganz unproblematisch, sondern birgt verschiedene Nachteile: So können bereits einfache Bildmuster zu einer Verwirrung der visuellen Wahrnehmung führen. Da die meisten Leser hinter einer Grafik einen bedeutsamen Sachverhalt vermuten, können Grafiken die Aufmerksamkeit leicht von wichtigen Textstellen ablenken. Zudem ist es möglich, dass Grafiken überladen und nicht auf ihre wesentlichen Elemente beschränkt werden. Während die Nachteile einerseits aus einer falschen Konstruktion oder aus einer falschen Verwendung der Grafiken resultieren können, ist andererseits auch eine Manipulation von Grafiken durch den Ersteller möglich, mit der dieser die Informationsaufnahme durch den Adressaten gezielt zu steuern versucht.¹⁷⁶

Ziel dieser Handlungshilfe ist es, die Manipulationsmöglichkeiten, die mit der Verwendung von Finanzgrafiken in Geschäftsberichten einhergehen, aufzuzeigen

174 Vgl. Eiselt et al., 2011, und Beattie/Jones, 2001.

175 Vgl. Gessler, 1993, S. 18 f.

176 Vgl. Gessler, 1993, S. 25 ff.

und vor dem Hintergrund aktueller wissenschaftlicher Untersuchungen Handlungsempfehlungen für Bilanzanalytiker abzuleiten.

1.2 Aufbau dieser Handlungshilfe

Zunächst soll diese Handlungshilfe in **Kapitel 2** einen Überblick über Grafiken und über die Möglichkeiten zur Manipulation von Grafiken geben. Hierfür werden im ersten Abschnitt des Kapitels mit dem Säulendiagramm, dem Balkendiagramm, dem Kurvendiagramm und dem Kreisdiagramm die wichtigsten Grafiktypen vorgestellt und jeweils mit zwei Beispielen aus Geschäftsberichten von DAX 30-Unternehmen des Geschäftsjahres 2011 veranschaulicht. Im zweiten Abschnitt werden die Konstruktionselemente von Grafiken erläutert. Der dritte Abschnitt stellt mithilfe von Beispielgrafiken die Möglichkeiten zur Manipulation von Grafiken dar.

Da Finanzgrafiken auch Objekte wissenschaftlicher Untersuchungen darstellen, die deren Nutzen und Risiken objektiv beleuchten, gibt **Kapitel 3** einen kurzen Überblick über in diesem Zusammenhang relevante Studien. Dabei unterscheiden wir zwischen empirischen Studien, die sich mit der Verwendung und Manipulation von Finanzgrafiken befassen, und experimentellen Studien, die die Verhaltensbeeinflussung von Investoren durch Finanzgrafiken untersuchen.

Während die empirischen Studien, die wir im dritten Kapitel behandeln, in vielen Fällen mehrere Länder betrachten, legt **Kapitel 4** den Fokus auf die Verwendung von Finanzgrafiken in den Geschäftsberichten deutscher Unternehmen. Hierfür beziehen wir uns auf eine Studie von Eiselt et al. aus dem Jahr 2011, die die Verwendung von Finanzgrafiken in den Konzernlageberichten der DAX 30-Unternehmen in den Geschäftsjahren 2007 bis 2009 untersucht. Zudem werden zahlreiche zusätzliche aktuelle Beispiele gegeben.

Nachdem die Verwendung von Finanzgrafiken in Geschäftsberichten und die damit einhergehenden Manipulationsmöglichkeiten aufgezeigt wurden, leiten wir in **Kapitel 5** Handlungsempfehlungen für Bilanzanalytiker ab. **Kapitel 6** schließt die Handlungshilfe mit einer thesenförmigen Zusammenfassung ab.

2 Finanzgrafiken – Typen, Konstruktionselemente und Manipulationsmöglichkeiten

2.1 Grafiktypen

2.1.1 Säulendiagramm

Das Säulendiagramm eignet sich zur Darstellung von Zeitreihen und Häufigkeitsverteilungen. Das gilt insbesondere, wenn nur wenige (max. sechs oder sieben) Datenpunkte betrachtet werden. Sofern mehr Datenpunkte betrachtet werden, empfiehlt etwa Zelazny – vermutlich aus Gründen der Übersichtlichkeit – die Verwendung eines Kurvendiagramms (siehe Abschnitt 2.1.3).¹⁷⁷

Das Säulendiagramm bildet die Daten auf der horizontalen Achse (Abszisse) und die Skala auf der vertikalen Achse (Ordinate) ab.¹⁷⁸ Die Skala des Säulendiagramms sollte bei null beginnen. Alle Säulen sollten gleich breit sein, und bezüglich der Abstände zwischen den Säulen wird empfohlen, dass diese eine halbe Säulenbreite betragen sollten.¹⁷⁹ Die Abszisse sollte nicht unterbrochen sein, um Verzerrungen zu vermeiden.¹⁸⁰ Neben dem Begriff „Säulendiagramm“ wird häufig auch die Bezeichnung „Stabdiagramm“ verwendet.¹⁸¹

Abbildung 31 und Abbildung 32 zeigen jeweils ein Beispiel für ein Säulendiagramm aus den Geschäftsberichten der SAP AG und der E.ON AG.

177 Vgl. Zelazny, 1999, S. 36 f.

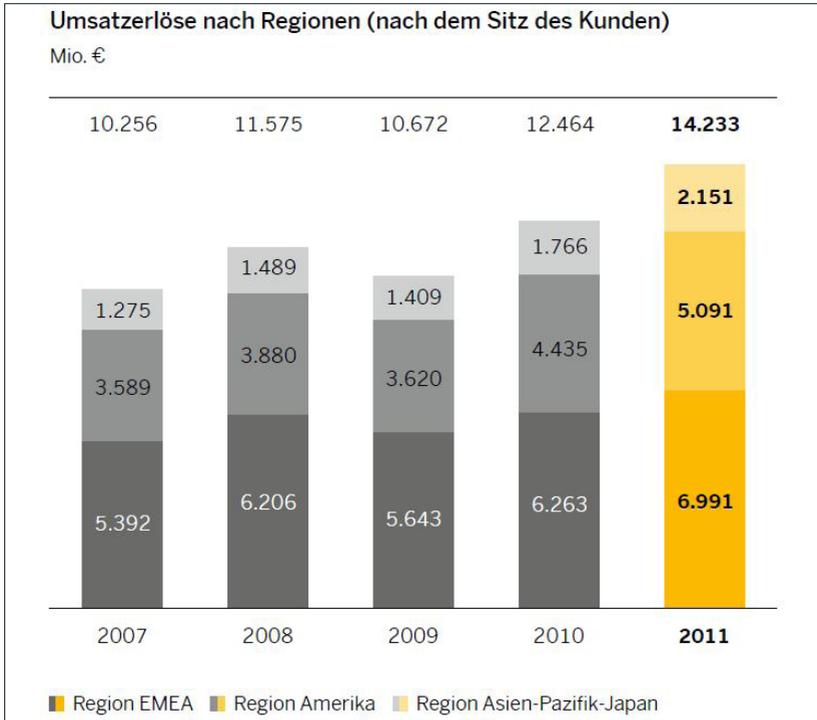
178 Vgl. Schmid/Schmid, 1979, S. 82; zu den Begriffen vgl. ausführlicher Kapitel 2.2.2.

179 Vgl. Riedwyl, 1987, S. 15.

180 Vgl. Riedwyl, 1987, S. 22.

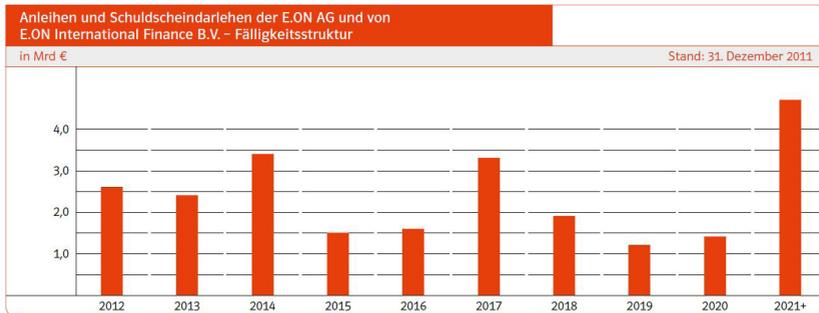
181 Vgl. etwa Gessler, 1993, S. 54 f.

Abbildung 31: Beispiel für ein Säulendiagramm aus dem Geschäftsbericht der SAP AG



(Entnommen aus SAP AG, Geschäftsbericht 2011, S. 120)

Abbildung 32: Beispiel für ein Säulendiagramm aus dem Geschäftsbericht der E.ON AG



(Entnommen aus E.ON AG, Geschäftsbericht 2011, S. 39)

2.1.2 Balkendiagramm

Das Balkendiagramm ist in der Art der grafischen Darstellungen mit dem Säulendiagramm identisch, wobei die Säulen nun horizontal angeordnet sind und als Balken bezeichnet werden. Somit ist ein Balkendiagramm im Prinzip ein um 90° gedrehtes Säulendiagramm.¹⁸²

Das Balkendiagramm eignet sich besonders gut zur Darstellung der Rangfolge einzelner Objekte. Die Bezeichnungen der betrachteten Objekte werden dabei auf der Ordinate des Schaubildes aufgeführt. Die zugehörigen Wertangaben werden entweder auf der Abszisse über oder unter den Balken dargestellt oder durch Angabe der Zahlen am Ende des Balkens.¹⁸³ Die Abstände zwischen den Balken sollten kleiner sein als die Balkenbreite¹⁸⁴ und nicht variieren.¹⁸⁵ Die Skala der Abszisse sollte bei null beginnen.¹⁸⁶

Abbildung 33 und Abbildung 34 zeigen jeweils ein Beispiel für ein Balkendiagramm aus den Geschäftsberichten der Deutschen Telekom AG und der Siemens AG.

182 Vgl. Gessler, 1993, S. 56 f.

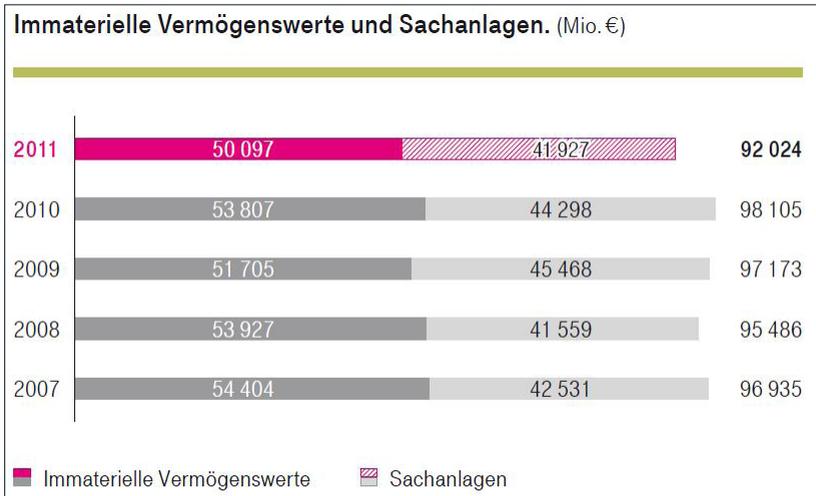
183 Vgl. Zelazny, 1999, S. 44.

184 Vgl. Zelazny, 1999, S. 43.

185 Vgl. Schmid/Schmid, 1979, S. 63.

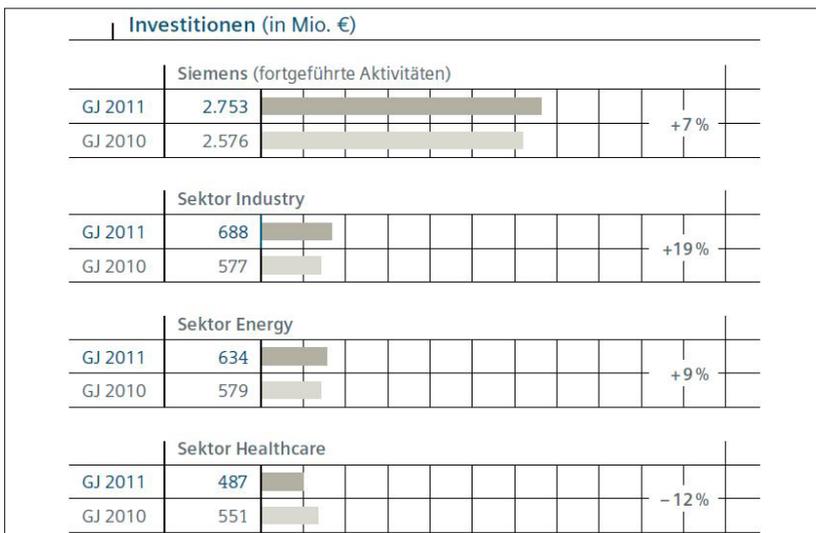
186 Vgl. Schmid/Schmid, 1979, S. 64.

Abbildung 33: Beispiel für ein Balkendiagramm aus dem Geschäftsbericht der Deutschen Telekom AG



(Entnommen aus Deutsche Telekom AG, Geschäftsbericht 2011, S. 84)

Abbildung 34: Beispiel für ein Balkendiagramm aus dem Geschäftsbericht der Siemens AG



(Entnommen aus Siemens AG, Geschäftsbericht 2011, S. 114)

2.1.3 Kurvendiagramm

Das Kurvendiagramm dient ebenso wie das Säulendiagramm der Darstellung von Zeitreihen und Häufigkeitsverteilungen und bietet sich an, wenn viele Datenpunkte (mehr als sechs oder sieben) dargestellt werden sollen.¹⁸⁷

Bei der Betrachtung von Zeitreihen stellt das Kurvendiagramm am deutlichsten dar, ob ein Trend ansteigt, fällt, schwankt oder konstant bleibt.¹⁸⁸ Hierbei wird eine Merkmalsausprägung (z. B. der Kurs einer Aktie) über einen Zeitraum abgebildet, wobei der Zeitraum durch die Abszisse festgelegt wird. Um die zeitliche Entwicklung der Daten darzustellen, können die einzelnen Datenpunkte durch kurze Geraden miteinander verbunden werden. Durch das Einfügen horizontaler und vertikaler Hilfslinien, die im Hintergrund der Grafik dargestellt werden, kann der Kurvenverlauf quantitativ besser eingeschätzt werden.¹⁸⁹ Die Hilfslinien sollten jedoch so gestaltet und verwendet werden, dass sie nicht von der Kurve selbst ablenken.¹⁹⁰ Die Ordinate, die die Merkmalsausprägung (also z. B. den Kurs einer Aktie) abbildet, sollte nicht unterbrochen sein.¹⁹¹ Neben dem Begriff „Kurvendiagramm“ ist auch die Bezeichnung „Liniendiagramm“ geläufig.¹⁹²

Abbildung 35 und Abbildung 36 zeigen jeweils ein Beispiel für ein Kurvendiagramm aus den Geschäftsberichten der Henkel AG & Co. KGaA und der SAP AG.

Abbildung 35: Beispiel für ein Kurvendiagramm aus dem Geschäftsbericht der Henkel AG & Co. KGaA



(Entnommen aus Henkel AG & Co. KGaA, Geschäftsbericht 2011, S. 24)

187 Vgl. Zelazny, 1999, S. 36.

188 Vgl. Zelazny, 1999, S. 46.

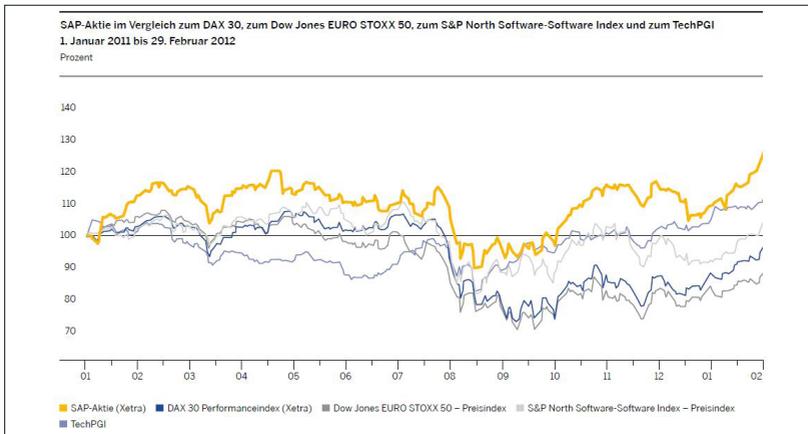
189 Vgl. Gessler, 1993, S. 52.

190 Vgl. Zelazny, 1999, S. 48.

191 Vgl. Riedwyl, 1987, S. 89.

192 Vgl. etwa Gessler, 1993, S. 52 f.

Abbildung 36: Beispiel für ein Kurvendiagramm aus dem Geschäftsbericht der SAP AG



(Entnommen aus SAP AG, Geschäftsbericht 2011, S. 21)

2.1.4 Kreisdiagramm

Kreisdiagramme eignen sich insbesondere für Strukturvergleiche, beispielsweise um die Marktanteile der Unternehmen einer Branche abzubilden.¹⁹³ Die Flächen der einzelnen Komponenten spiegeln dabei den jeweiligen prozentualen Anteil an der Gesamtmenge wider.¹⁹⁴

Zelazny empfiehlt, dass ein Kreisdiagramm möglichst nicht mehr als sechs Komponenten enthalten sollte. Sofern mehr als sechs Komponenten vorliegen, empfiehlt es sich, die fünf für die Aussage wichtigsten Komponenten darzustellen und die verbleibenden Komponenten unter der Gruppe „Sonstige“ zusammenzufassen.¹⁹⁵ Wenn eine der Komponenten besonders wichtig ist, sollte diese an der 12-Uhr-Linie (senkrechte Linie durch den Kreis) angelegt werden. Sofern keine der Komponenten wichtiger ist als die übrigen, sollte die Anordnung der Komponenten in der Reihenfolge vom größten zum kleinsten oder umgekehrt erfolgen.¹⁹⁶

Abbildung 37 und Abbildung 38 zeigen jeweils ein Beispiel für ein Kreisdiagramm aus den Geschäftsberichten der RWE AG und der MAN SE.

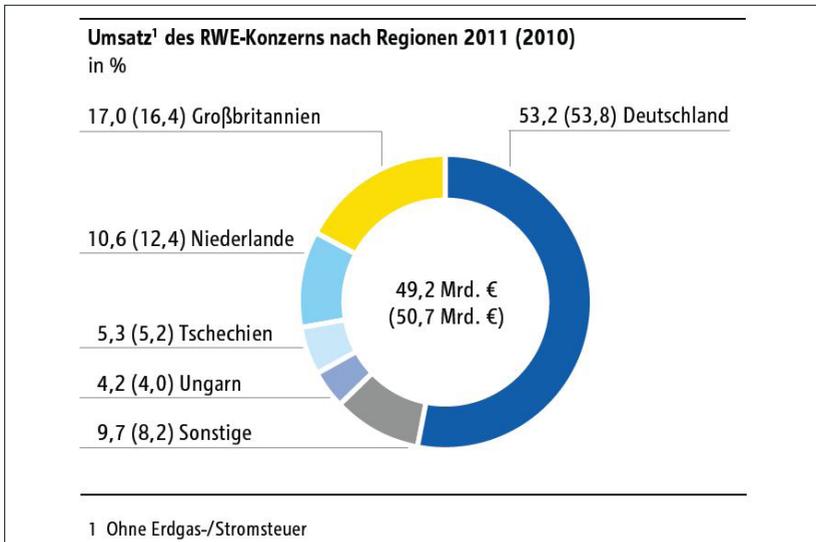
193 Vgl. Zelazny, 1999, S. 38.

194 Vgl. Riedwyl, 1987, S. 51.

195 Vgl. Zelazny, 1999, S. 38.

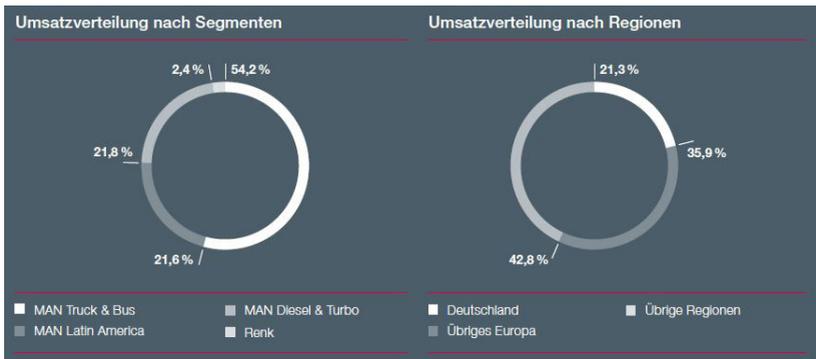
196 Vgl. Zelazny, 1999, S. 38.

Abbildung 37: Beispiel für ein Kreisdiagramm aus dem Geschäftsbericht der RWE AG



(Entnommen aus RWE AG, Geschäftsbericht 2011, S. 59)

Abbildung 38: Beispiel für ein Kreisdiagramm aus dem Geschäftsbericht der MAN SE

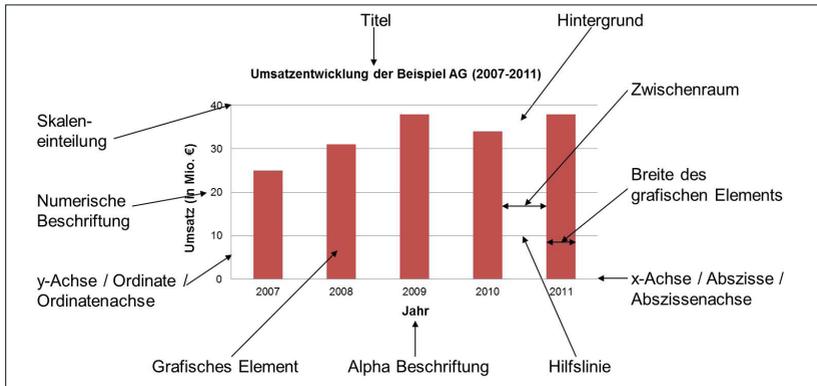


(Entnommen aus MAN SE, Geschäftsbericht 2011, S. 2)

2.2 Konstruktionselemente

Grafiken, die ein Koordinatensystem darstellen, wie beispielsweise das Säulendiagramm oder das Balkendiagramm, haben verschiedene Konstruktionselemente.¹⁹⁷ Abbildung 39 gibt eine Übersicht über diese Konstruktionselemente. Der Hintergrund, die Achsen und Skalen, das grafische Element sowie die Beschriftung stellen dabei die vier grundlegenden Konstruktionselemente dar.¹⁹⁸

Abbildung 39: Konstruktionselemente von Grafiken



(In Anlehnung an Beattie/Jones, 1992, S. 9)

2.2.1 Hintergrund

Der Hintergrund stellt das Muster dar, auf dem die anderen Konstruktionselemente abgebildet werden. Bei der Vermittlung der in der Grafik enthaltenen Information spielt der Hintergrund keine wesentliche Rolle – bei Entfernung des Hintergrunds würde die Grafik immer noch die gleiche Information vermitteln. Daher haben einige Grafiken gar keinen Hintergrund, bzw. der Hintergrund vieler Grafiken ist leer. In manchen Fällen kann ein befüllter Hintergrund, z. B. in Form eines Musters oder eines Fotos, den Informationsgehalt der Grafik verstärken, aber auch die Lesefreundlichkeit der Grafik beeinträchtigen.¹⁹⁹

197 Vgl. Beattie/Jones, 1992, S. 8.

198 Vgl. Kosslyn, 1989, S. 187.

199 Vgl. Kosslyn, 1989, S. 187.

2.2.2 Achsen und Skalen

Ein zweidimensionales Koordinatensystem besteht aus einer vertikalen und einer horizontalen Koordinatenachse. Die vertikale Koordinatenachse wird als y-Achse oder Ordinatenachse bzw. Ordinate bezeichnet. Die horizontale Koordinatenachse wird als x-Achse oder Abszissenachse bzw. Abszisse bezeichnet. Häufig werden nur positive Werte betrachtet, so dass nur der rechte, obere Quadrant des Koordinatensystems abgebildet wird. Die Koordinatenachsen sind jeweils in gleiche Einheiten unterteilt, wobei die Skalierung durch Unterteilungen der Achse in Form kurzer Linien dargestellt wird. Die Verwendung von Hilfslinien hilft bei der Beurteilung der Position und Länge des grafischen Elements.²⁰⁰

2.2.3 Grafisches Element

Mit dem grafischen Element werden die quantitativen Informationen dargestellt. Bei Säulendiagrammen ergeben sich diese Informationen aus den Höhen der Säulen. Grafische Elemente können durch Attribute wie Farbe, Schraffierung oder Dimensionalität beschrieben werden. Die Verwendung von schraffierten oder dreidimensionalen grafischen Elementen sowie von Bildern kann die optische Wirkung verzerren.²⁰¹

2.2.4 Beschriftung

Die Beschriftung einer Grafik umfasst den Titel, die Alpha-Beschriftung – sie zeigt, was auf der jeweiligen Achse abgebildet wird – sowie die numerische Beschriftung. Der Titel einer Grafik sollte am Kopf der Grafik stehen und außerhalb des Koordinatensystems abgebildet sein.²⁰² Die Alpha-Beschriftung der Ordinatenachse befindet sich dabei in der Regel links des Koordinatensystems. Sofern offensichtlich ist, was auf einer Achse dargestellt wird, z. B. bei der Darstellung von Jahren auf der Abszissenachse, kann die entsprechende Alpha-Beschriftung weggelassen werden. Die numerischen Beschriftungen an den Achsen ordnen den Skalierungen ihre entsprechenden Werte zu.²⁰³

200 Vgl. Beattie/Jones, 2008, S. 10.

201 Vgl. Beattie/Jones, 2008, S. 11.

202 Vgl. Schmid/Schmid, 1979, S. 32.

203 Vgl. Schmid, 1983, S. 19.

2.3 Manipulationsmöglichkeiten

Beattie und Jones stellen drei Möglichkeiten dar, die die Neutralität einer Grafik in den Augen des Lesers beeinträchtigen können, und bezeichnen diese als Selektivität, Verzerrung der Bemessung und Erweiterung der Präsentation.²⁰⁴

2.3.1 Selektivität

Selektivität bezieht sich auf die Entscheidung eines Unternehmens, Grafiken überhaupt zu verwenden. Falls ein Unternehmen überhaupt Grafiken verwenden will, muss es im nächsten Schritt entscheiden, welche Sachverhalte durch die Grafiken dargestellt werden sollen. Diese Entscheidung besteht aus drei Elementen:

1. Erstens ist zu klären, welche Variablen abgebildet werden sollen.
2. Zweitens muss entschieden werden, wie genau die dargestellte Variable definiert werden soll (z. B. Jahresüberschuss, EBIT, oder adjustiertes EBITDA).
3. Drittens muss festgelegt werden, über welchen Zeitraum die Daten dargestellt werden sollen.

Wie sich ein Unternehmen bezogen auf diese drei Elemente entscheidet, kann die Wahrnehmungen der Leser der Geschäftsberichte beeinflussen.²⁰⁵ Selektivität ist somit beispielsweise gegeben, wenn ein Unternehmen Variablen, die einem positiven Trend folgen, z. B. ein zunehmender Jahresüberschuss, abbildet, jedoch Variablen, die einem negativen Trend folgen, z. B. ein fallendes Ergebnis je Aktie, nicht darstellt.²⁰⁶

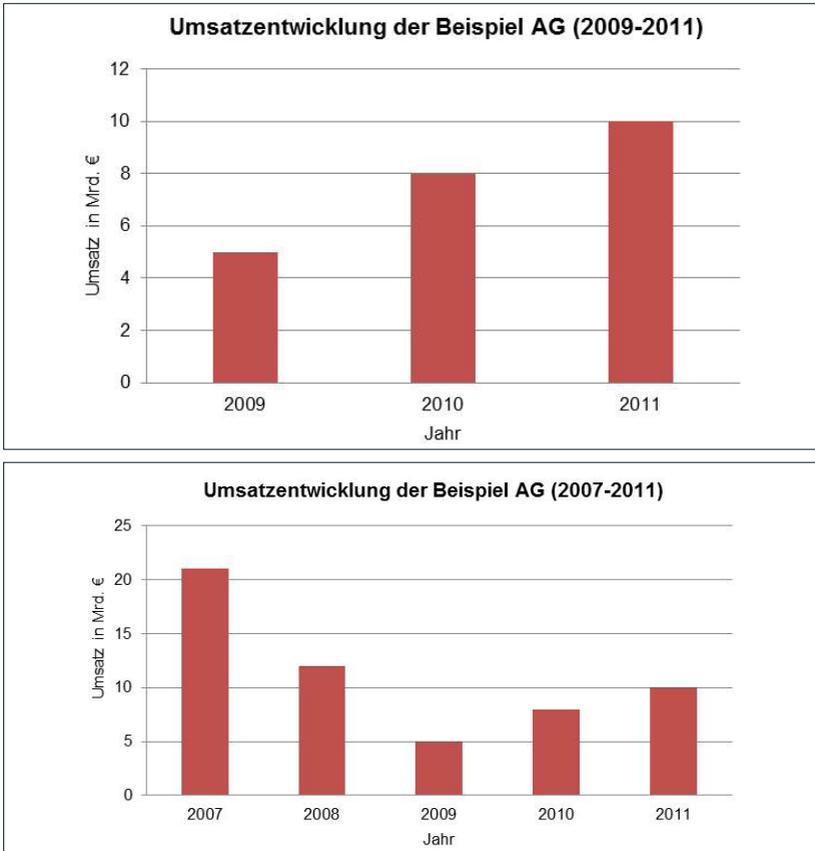
Abbildung 40 stellt die Manipulationsmöglichkeit dar, die sich aus der Entscheidung über die Länge des betrachteten Zeitraums ergibt. Während die obere Finanzgrafik nur drei Perioden betrachtet und somit ein positives Bild der Entwicklung des Umsatzes zeichnet, betrachtet die untere Finanzgrafik die Umsatzentwicklung über fünf Perioden und relativiert den in der oberen Abbildung vermittelten Trend.

204 Vgl. Beattie/Jones, 1992.

205 Vgl. Beattie/Jones, 1992, S. 1.

206 Vgl. Beattie/Jones, 2008, S. 5.

Abbildung 40: Beispiel für eine Manipulation durch die Auswahl der Länge des betrachteten Zeitraums



(In Anlehnung an Krämer, 2006, S. 30 f.)

2.3.2 Verzerrung der Bemessung

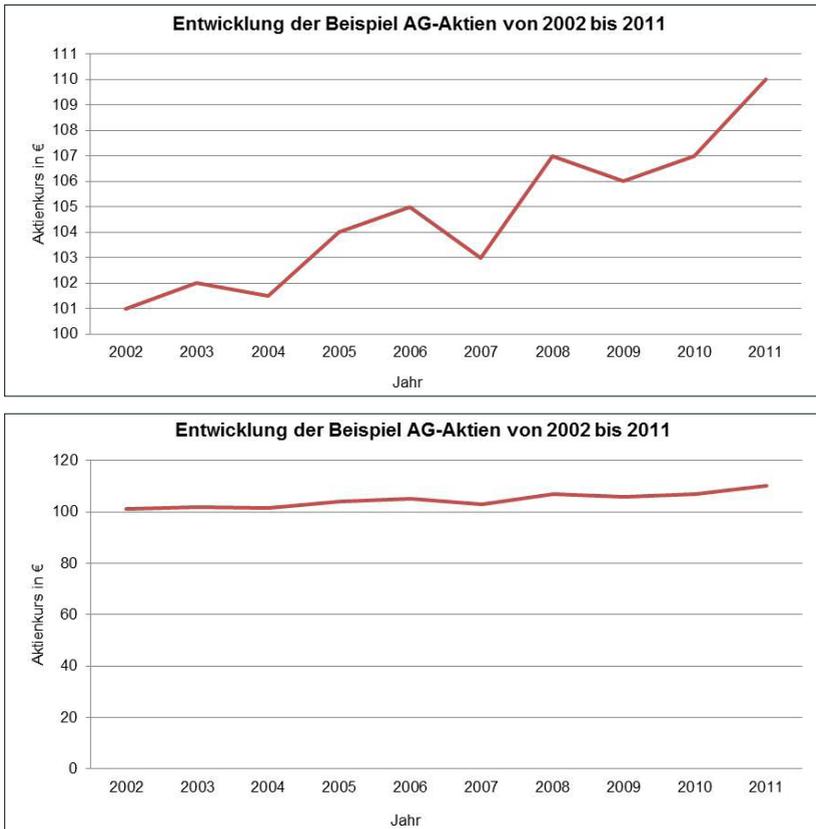
Eine **Verzerrung der Bemessung** liegt vor, wenn die Darstellung von Zahlen in einer Grafik nicht im exakten Verhältnis zu den repräsentierten Zahlen steht. Bei Finanzgrafiken kann sich eine Verzerrung der Bemessung dadurch ergeben, dass das Unternehmen Achsen verwendet, die nicht mit dem Wert null beginnen, oder dadurch, dass die grafischen Elemente nicht maßstabsgetreu abgebildet werden.²⁰⁷

Abbildung 41 zeigt die Manipulationsmöglichkeit, die sich durch die Verwendung einer Ordinatenachse ergibt, die nicht mit dem Wert null beginnt. Während

²⁰⁷ Vgl. Beattie/Jones, 2008, S. 5 f.

die untere Finanzgrafik die Entwicklung des Aktienkurses über einen Zeitraum von zehn Jahren darstellt und die Ordinatennachse mit dem Wert null beginnt, zeigt die obere Abbildung die gleiche Entwicklung mit abgeschnittener Ordinatennachse. Die Entwicklung des Aktienkurses in der oberen Abbildung wirkt dadurch deutlich dynamischer als in der unteren Abbildung. Ein Abschneiden der Ordinatennachse ist jedoch erlaubt, sofern es klar ersichtlich ist, dass die Achse abgeschnitten wurde. Das kann z. B. durch eine deutlich sichtbare Unterbrechung in der Ordinatennachse erreicht werden.²⁰⁸

Abbildung 41: Beispiel für eine Manipulation durch die Verwendung einer Ordinatennachse, die nicht mit dem Wert null beginnt

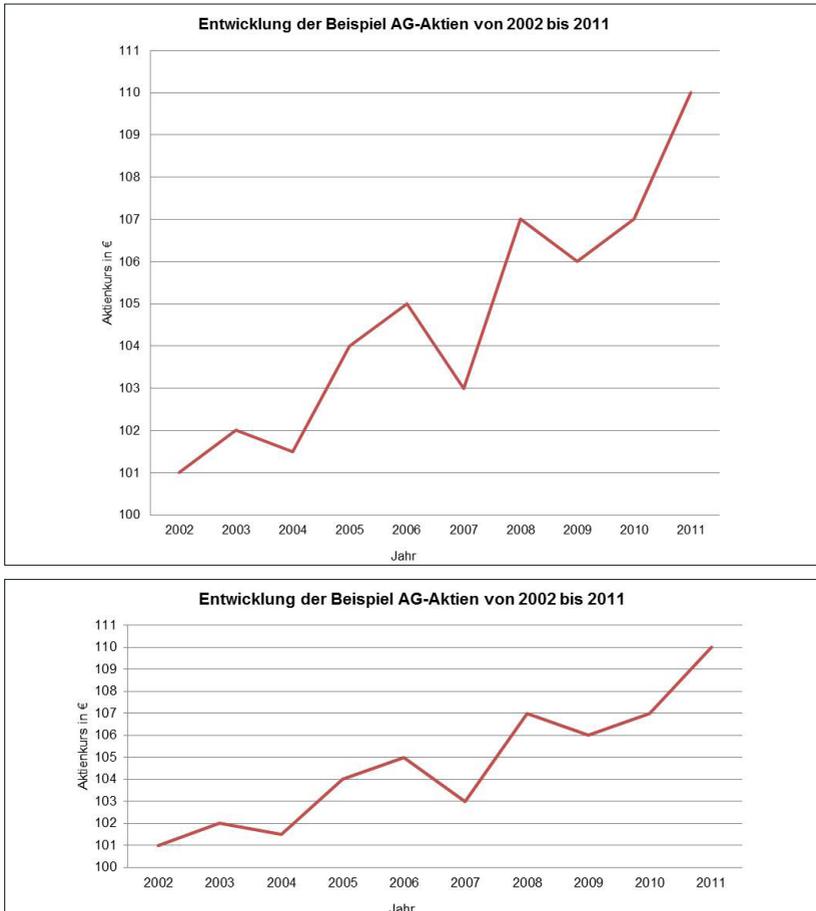


(In Anlehnung an Krämer, 2006, S. 38)

²⁰⁸ Vgl. Krämer, 2006, S. 38.

Die Möglichkeit zur Manipulation von Finanzgrafiken durch Stauchung bzw. Dehnung der Achsen wird in Abbildung 42 dargestellt. Die untere Finanzgrafik stellt dabei wiederum die zehnjährige Entwicklung des Aktienkurses dar und entspricht der in Abbildung 41 dargestellten Finanzgrafik. Durch eine Ausdehnung der Ordinatenachse in der oberen Finanzgrafik wirkt die abgebildete Entwicklung des Aktienkurses noch dynamischer.²⁰⁹

Abbildung 42: Beispiel für eine Manipulation durch die Dehnung der Ordinatenachse

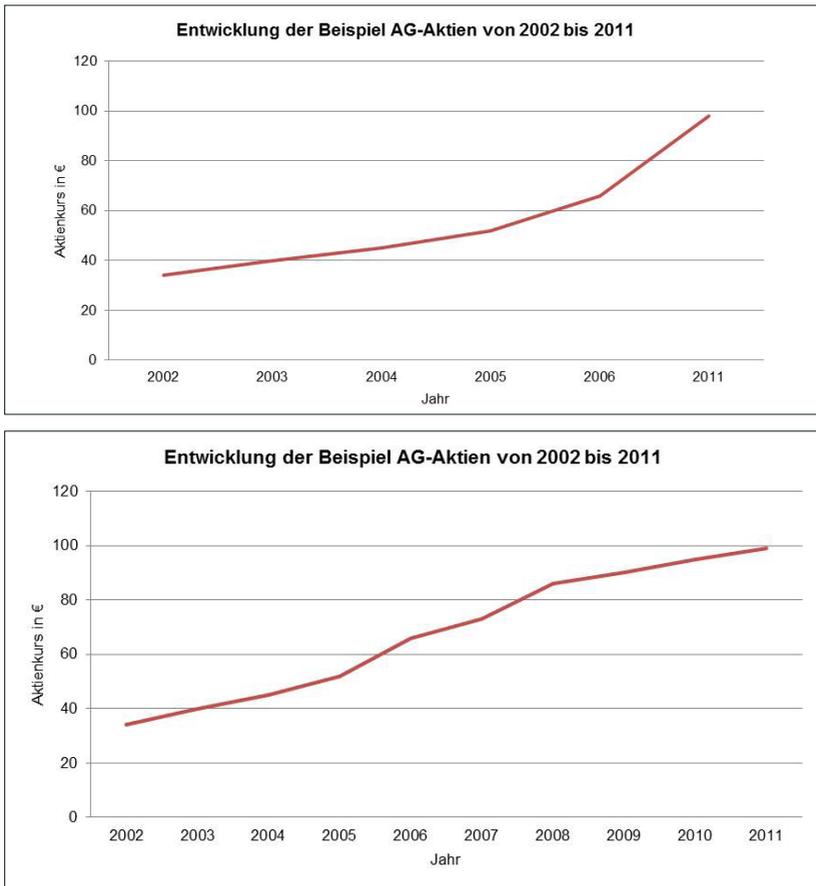


(In Anlehnung an Krämer, 2006, S. 38 f.)

²⁰⁹ Vgl. Krämer, 2006, S. 39.

Weiteres Manipulationspotential bietet die Stauchung bzw. Dehnung einzelner Teile der Achsen.²¹⁰ Das wird in Abbildung 43 verdeutlicht: Während die untere Finanzgrafik die betrachteten Perioden 2002 bis 2011 auf der Abszissenachse mit identischen Abständen darstellt, werden in der oberen Abbildung die Perioden 2006 bis 2011 zusammengestaucht. Dadurch erweckt diese Finanzgrafik den Eindruck, dass in den letzten Perioden eine starke positive Entwicklung des Aktienkurses stattgefunden hat.

Abbildung 43: Beispiel für eine Manipulation durch die Stauchung einzelner Teile der Achsen



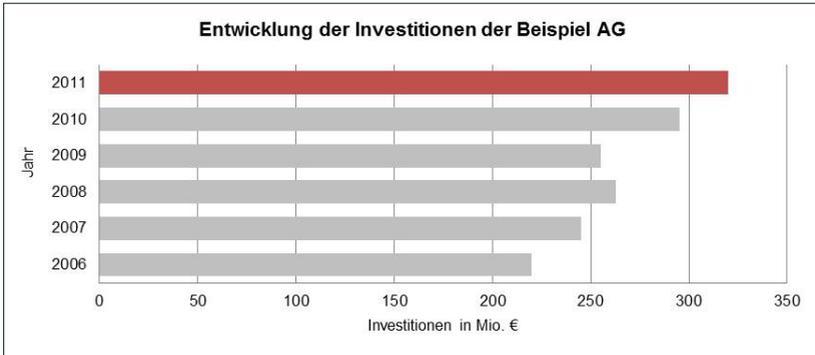
(In Anlehnung an Krämer, 2006, S. 47)

210 Vgl. Krämer, 2006, S. 46 ff.

2.3.3 Erweiterung der Präsentation

Auch Grafiken, bei denen die Bemessung nicht verzerrt wurde, stellen die ihnen zugrunde liegenden Daten aufgrund einer **Erweiterung der Präsentation** ggf. nicht neutral dar. Ein Beispiel hierfür ist die Hervorhebung des letztjährigen Ergebnisses durch eine hellere Farbe, womit diesem Ergebnis eine größere Bedeutung zugesprochen wird.²¹¹ Abbildung 44 stellt ein entsprechendes Beispiel dar.

Abbildung 44: Beispiel für eine Manipulation durch die Erweiterung einer Präsentation in Form einer Hervorhebung



Ein weiteres Beispiel für eine Erweiterung der Präsentation ist die Verwendung von ungeeigneten dreidimensionalen grafischen Elementen,²¹² die zu einer verzerrten optischen Wirkung führen können.²¹³ Ein entsprechendes Diagramm mit dreidimensionalen grafischen Elementen wird in Abbildung 45 dargestellt, wobei die Volumina der Kugeln deutlich stärker zunehmen als die dadurch symbolisierten Umsätze.²¹⁴

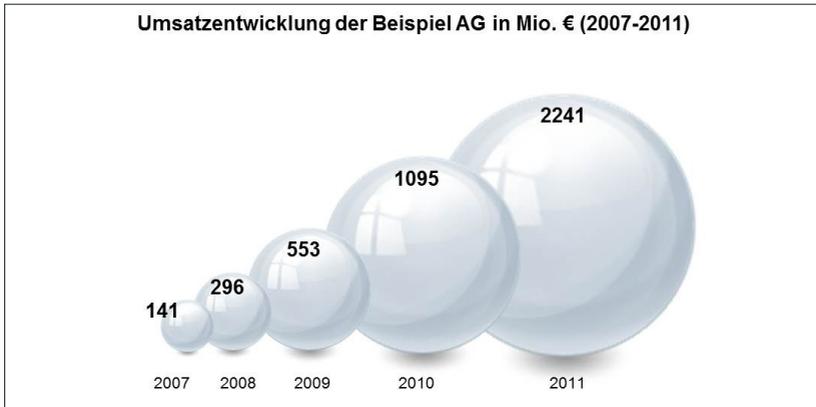
211 Vgl. Beattie/Jones, 1992, S. 1.

212 Vgl. Beattie/Jones, 2008, S. 6.

213 Vgl. Beattie/Jones, 2008, S. 11.

214 Vgl. Krämer, 2006, S. 81.

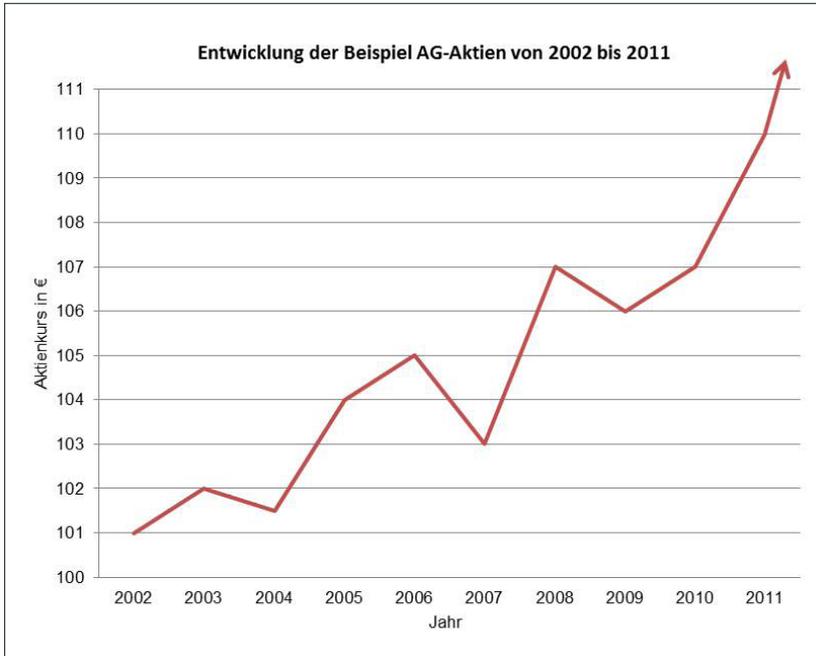
Abbildung 45: Beispiel für eine Manipulation durch die Erweiterung einer Präsentation in Form der Verwendung von dreidimensionalen grafischen Elementen



(In Anlehnung an Krämer, 2006, S. 81)

Auch die Verwendung eines Pfeils am Ende eines Kurvendiagramms stellt eine Erweiterung der Präsentation dar, die der neutralen Darstellung der zugrundeliegenden Daten im Weg steht, da hier eine Fortsetzung des Aufwärtstrends suggeriert wird, den die bisher vorliegenden Daten nicht unterstützen. Abbildung 46 zeigt ein entsprechendes Beispiel.

Abbildung 46: Beispiel für eine Manipulation durch die Erweiterung einer Präsentation in Form der Verwendung eines Pfeils am Ende eines Kurvendia-gramms



(In Anlehnung an Krämer, 2006, S. 40)

Beispiele für manipulierte bzw. mangelhaft konstruierte Finanzgrafiken aus Geschäftsberichten von DAX 30-, MDAX- sowie SDAX-Unternehmen finden sich im Anhang dieser Handlungshilfe. Weitere Beispiele für manipulierte und mangelhaft konstruierte Grafiken, vor allem aus Zeitungen, Zeitschriften und Broschüren, enthält auch das unterhaltsam verfasste Buch „So lügt man mit Statistik“ von Walter Krämer.²¹⁵

215 Siehe Krämer, 2006.

3 Finanzgrafiken aus Sicht der Wissenschaft

Die Literatur zu Finanzgrafiken lässt sich in zwei Gruppen einteilen. Während die erste Gruppe die Verwendung und Manipulation von Finanzgrafiken in Geschäftsberichten empirisch untersucht, liegt der Fokus der zweiten Gruppe auf der Frage, wie Finanzgrafiken das Verhalten von Investoren beeinflussen. Im Folgenden werden die wichtigsten Studien der beiden Gruppen vorgestellt.²¹⁶

3.1 Empirische Studien zu Verwendung und Manipulation von Finanzgrafiken

3.1.1 Verwendung von Finanzgrafiken

Mehrere Studien untersuchen die Verwendung von Finanzgrafiken in Geschäftsberichten und zeigen, dass diese weit verbreitet sind. So zeigt Steinbart, dass bereits 1986 79 % von 319 untersuchten Unternehmen des Fortune 500 Finanzgrafiken in ihren Geschäftsberichten verwendeten.²¹⁷ Ähnliche Werte zur Verbreitung von Finanzgrafiken ergeben sich aus dem Sechs-Ländervergleich von Beattie und Jones, in dem jeweils die Geschäftsberichte von 50 börsennotierten Unternehmen des Jahres 1992 der Länder Deutschland, Frankreich, Vereinigtes Königreich, USA, Niederlande bzw. die Berichte des Jahres 1991 für Australien betrachtet werden. Dabei zeigt sich, dass 84 % der untersuchten deutschen, 88 % der französischen, 82 % der britischen, 90 % der US-amerikanischen, 90 % der niederländischen und 92 % der australischen Geschäftsberichte in den betrachteten Geschäftsjahren Finanzgrafiken enthalten.²¹⁸ Die weite Verbreitung von Finanzgrafiken in britischen Geschäftsberichten wird auch durch eine aktuellere Studie von Beattie et al. aus dem Jahr 2008 gezeigt, in der 99 % der 94 untersuchten börsennotierten Unternehmen in ihren Geschäftsberichten des Jahres 2004 Grafiken verwenden.²¹⁹

Dass die Verwendung von Finanzgrafiken nicht überall derart verbreitet ist, zeigt sich z. B. durch die Studie von Courtis, in der Geschäftsberichte aus Hong Kong betrachtet werden. Dabei enthalten nur 38 % der 140 untersuchten Ge-

216 Für einen umfassenderen Literaturüberblick zu Finanzgrafiken in Geschäftsberichten siehe Beattie/Jones, 2008, sowie Penrose, 2008.

217 Vgl. Steinbart, 1989.

218 Vgl. Beattie/Jones, 2001.

219 Vgl. Beattie et al., 2008.

schäftsberichte aus den Jahren 1992 bis 1993 und 35 % der 114 untersuchten Geschäftsberichte aus den Jahren 1994 bis 1995 Finanzgrafiken.²²⁰

Neben der Untersuchung zur Verbreitung von Finanzgrafiken betrachten mehrere Studien auch, welche Sachverhalte grafisch dargestellt werden. Im Rahmen der bereits vorhergehend dargestellten Untersuchung der Geschäftsberichte der sechs Länder Deutschland, Frankreich, Vereinigtes Königreich, USA, Niederlande und Australien, finden Beattie und Jones, dass Umsatzerlöse, Jahresüberschuss, Ergebnis je Aktie und Dividende pro Aktie die vier beliebtesten Finanzkennzahlen sind, die grafisch dargestellt werden.²²¹

3.1.2 Manipulation von Finanzgrafiken

Neben den Untersuchungen zur Verwendung von Finanzgrafiken und zu den durch Finanzgrafiken dargestellten Sachverhalten befassen sich zahlreiche Studien auch mit den Manipulationsmöglichkeiten, die sich bei der Verwendung von Finanzgrafiken ergeben. So findet Steinbart, in Bezug auf die **Selektivität**, in seiner US-amerikanischen Studie, dass 74 % der Unternehmen, die ein Wachstum des Jahresüberschusses aufweisen, Finanzgrafiken für Umsatzerlöse, Jahresüberschuss oder Dividenden verwenden, während die entsprechende Verwendung dieser Grafiken bei den Unternehmen, die einen Rückgang des Jahresüberschusses aufweisen, nur bei 53 % liegt.²²² Diese Tendenz, positive Entwicklungen eher grafisch darzustellen als negative Entwicklungen, wird auch durch die Ergebnisse weiterer nationaler und internationaler Studien gestützt.²²³

Auch die **Verzerrung der Bemessung** der in Geschäftsberichten verwendeten Finanzgrafiken wird in mehreren Studien betrachtet. Hierfür wird häufig der Graph Discrepancy Index (GDI) verwendet. Er setzt die prozentuale Veränderung der grafischen Darstellung des ersten Datenpunkts zum letzten Datenpunkt (a) mit der prozentualen Veränderung der zugrundeliegenden Zahlen (b) ins Verhältnis und zieht von diesem Bruch (a/b) den Wert 1 ab. Wenn eine Grafik die ihr zugrundeliegenden Daten korrekt widerspiegelt, liegt der GDI ((a/b)-1) bei null. Ein positiver Wert des GDI zeigt die prozentuale Übertreibung der dargestellten Entwicklung, ein negativer Wert die prozentuale Untertreibung.²²⁴ In ihrem Sechs-Ländervergleich finden Beattie und Jones bei 174 der 513 Finanzgrafiken, die Umsatzerlöse, Jahresüberschuss, Ergebnis je Aktie oder Dividende pro Aktie

220 Vgl. Courtis, 1997.

221 Vgl. Beattie/Jones, 1996.

222 Vgl. Steinbart, 1989.

223 Vgl. Beattie/Jones, 1992, und Beattie/Jones, 2001.

224 Zum Graph Discrepancy Index (GDI) siehe Beattie/Jones, 2008, S. 86 ff.

abbilden, eine wesentliche Verzerrung. Dabei zeigt sich eine durchschnittliche Verzerrung für Deutschland von minus 13,4 %, für Frankreich von 36,4 %, für das Vereinigte Königreich von 85,7 %, für die USA von 29,9 %, für die Niederlande von 3,3 % und für Australien von 1,2 %.²²⁵ Auch weitere Studien kommen zu dem Ergebnis, dass Abweichungen, die zu einer positiveren Darstellung der zugrundeliegenden Daten führen, im Verhältnis zu Abweichungen überwiegen, die zu einer negativeren Darstellung führen.²²⁶

Viele Studien weisen auch die Verwendung von Finanzgrafiken nach, die Mängel an der Konstruktion aufweisen, z. B. in Form von Ordinatenachsen, die nicht mit dem Wert null beginnen, oder in Form von fehlenden Hilfslinien und Erweiterungen der Präsentation.²²⁷

Mit einem Blick auf die Konsequenzen aus der Nutzung Finanzgrafiken gehen Muiño und Trombetta der Frage nach, ob Manager mit verzerrten Finanzgrafiken die Entscheidungen der die Informationen nutzenden Parteien am Kapitalmarkt beeinflussen können. Der Fokus der Untersuchung, die 67 Unternehmen über den Zeitraum von 1996 bis 2002 betrachtet, richtet sich dabei auf den Einfluss von verzerrten Grafiken auf die Eigenkapitalkosten. Dabei findet die Untersuchung einen signifikanten, jedoch zeitlich begrenzten Effekt der verzerrten Grafiken auf die Eigenkapitalkosten.²²⁸ Die Verfasser ziehen hieraus den Schluss, dass sich Investoren von verzerrten Finanzgrafiken in ihrer Risikowahrnehmung beeinflussen lassen. Neben den empirischen Untersuchungen zur Verwendung und Manipulation von Finanzgrafiken in Geschäftsberichten von Unternehmen beschäftigt sich die Wissenschaft u. a. auch mit Finanzgrafiken in Börsenprospekten²²⁹ und in Geschäftsberichten von non-profit Organisationen²³⁰.

3.2 Experimentelle Studien zur Verhaltensbeeinflussung von Investoren

In einer frühen experimentellen Studie, die sich mit der Verhaltensbeeinflussung von Investoren durch Finanzgrafiken beschäftigt, lassen Taylor und Anderson mehreren Bankangestellten sieben Finanzgrafik-Paare (A und B) zukommen, wobei jeweils Teil B des Paares grafisch manipuliert ist. Die Bankangestellten

225 Vgl. Beattie/Jones, 1996.

226 Vgl. Beattie/Jones, 1999, und Steinbart, 1989.

227 Vgl. Beattie/Jones, 1994a, Beattie/Jones, 2001, und Courtis, 1997.

228 Vgl. Muiño/Trombetta, 2009.

229 Vgl. Mather et al., 2000.

230 Vgl. Beattie/Jones, 1994b.

werden jeweils nach ihren Wahrnehmungen bezüglich der Unternehmensleistung befragt, wobei die Wahrnehmungen der Bankangestellten bei den manipulierten Grafiken deutlich positiver ausfallen als bei den zugehörigen nicht-manipulierten Grafiken.²³¹

Drei weitere wichtige Studien datieren aus dem Jahr 2002. Beattie und Jones untersuchen die Auswirkung verschiedener Steigungen von Grafiken auf die Wahrnehmung von 53 Betriebswirtschaftsstudenten und finden, dass, bei gleichen zugrundeliegenden Daten, größere Steigungen (z. B. 70°-Steigung) vorteilhafter angesehen werden als geringere Steigungen (z. B. 30°-Steigung).²³² In einer weiteren Studie untersuchen Beattie und Jones die Auswirkung von Maßstabsverzerrungen, d. h. die fehlende Übereinstimmung des Maßstabs der Grafik mit den zugrundeliegenden Daten, auf die Wahrnehmung von 52 Betriebswirtschaftsstudenten. Als Ergebnis finden Beattie und Jones, dass die Studenten bei einer geringen Verzerrung (5 % und 10 %) keine Unterschiede zwischen einer verzerrten und einer nicht-verzerrten Grafik wahrnehmen. Bei starken Verzerrungen (10 % und mehr) nehmen die Studenten jedoch vermehrt Unterschiede zwischen den verzerrten und nicht-verzerrten Grafiken wahr.²³³ Betriebswirtschaftsstudenten bilden ebenfalls die Untersuchungsgruppe der Studie von Arunachalam et al. Dabei müssen die Studenten eine Investitionsentscheidung für eines aus drei Unternehmen treffen, wobei die Entscheidung auf Daten basiert, die grafisch teilweise korrekt und teilweise falsch dargestellt werden. Die Ergebnisse zeigen, dass grafisch falsch dargestellte Daten die Entscheidungen der Studenten beeinflussen.²³⁴

Eine aktuellere Studie von Yin untersucht den Einfluss von grafischen Darstellungen zusammen mit numerischen Rechnungslegungsdaten auf die Wahrnehmung des Unternehmenswerts. Studenten der Betriebswirtschaft erhalten Information (z. B. Aktienkurs und Umsatz) für ein hypothetisches Unternehmen über einen betrachteten Zeitraum von zwei Jahren. Die Informationen liegen dabei sowohl in Tabellen- als auch in grafischer Form vor, wobei eine Studentengruppe nicht-manipulierte Grafiken und die andere Studentengruppe manipulierte Grafiken erhält. Das Ergebnis der Untersuchung zeigt, dass der Effekt von manipulierten grafischen Darstellungen die Wahrnehmungen bezüglich des Unternehmenswerts beeinflusst.²³⁵

231 Vgl. Taylor/Anderson, 1986.

232 Vgl. Beattie/Jones, 2002a.

233 Vgl. Beattie/Jones, 2002b.

234 Vgl. Arunachalam et al., 2002.

235 Vgl. Yin, 2005.

4 Die Verwendung von Finanzgrafiken in der Berichterstattung deutscher Unternehmen

Die Verwendung von Grafiken in den Konzernlageberichten der DAX 30-Unternehmen untersucht eine Studie von Eiselt et al.²³⁶ Sie basiert auf den Konzernlageberichten der Geschäftsjahre 2007 bis 2009, wobei der Fokus auf dem Jahr 2009 liegt. Die Konzernlageberichte der im DAX 30 enthaltenen Banken und Versicherungen werden aufgrund branchenspezifischer Regelungen zum Lagebericht nicht einbezogen, so dass insgesamt 26 Unternehmen betrachtet werden.²³⁷

Aus der Studie geht hervor, dass alle untersuchten DAX 30-Unternehmen Finanzgrafiken in ihren Konzernlageberichten verwenden.²³⁸ Während des betrachteten Zeitraums wächst der Umfang des Lageberichts von durchschnittlich 72,8 Seiten im Geschäftsjahr 2007 auf 86,4 Seiten im Geschäftsjahr 2009 an. Auch die Anzahl der abgebildeten Grafiken nimmt über diesen Zeitraum zu. Während die Lageberichte im Geschäftsjahr 2007 im Durchschnitt 19,4 Grafiken enthalten, steigt die Anzahl im Geschäftsjahr 2009 auf 22,6 Grafiken. Abbildung 47 zeigt die Entwicklung der Seitenanzahl der Lageberichte der untersuchten Unternehmen über die Jahre 2007, 2008 und 2009 sowie die Entwicklung der Anzahl der abgebildeten Grafiken. Aus Abbildung 47 wird auch deutlich, wie stark die Seitenanzahl des Lageberichts und die Anzahl der abgebildeten Grafiken innerhalb der DAX 30-Unternehmen variiert: Während der Lagebericht der HeidelbergCement AG für das Geschäftsjahr 2009 nur 41 Seiten aufweist, umfasst der Lagebericht der Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA für diese Periode 142 Seiten. Die geringste Anzahl an Grafiken im Geschäftsjahr 2009 enthält der Lagebericht der HeidelbergCement AG mit nur einer Grafik. Mit insgesamt 77 Grafiken enthält der Lagebericht der BASF SE die meisten Grafiken.²³⁹

236 Vgl. Eiselt et al., 2011.

237 Vgl. Eiselt et al., 2011, S. 350.

238 Vgl. Eiselt et al., 2011, S. 346.

239 Vgl. Eiselt et al., 2011, S. 350.

Abbildung 47: Entwicklung der Seitenanzahl und der Anzahl der Grafiken in den Konzernlageberichten der DAX 30-Unternehmen über die Geschäftsjahre 2007, 2008 und 2009

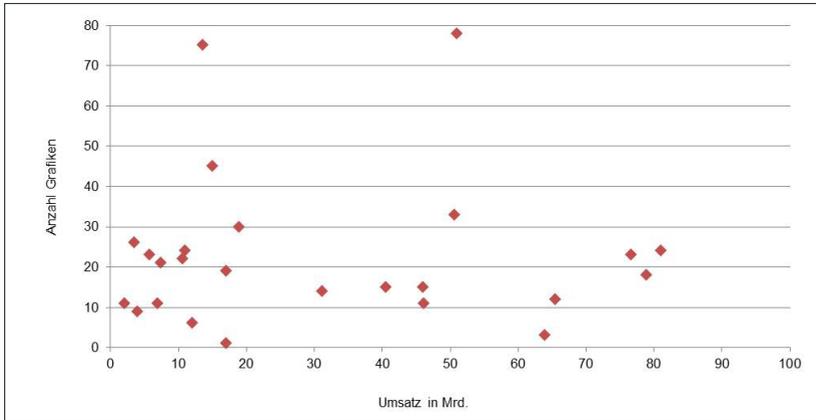
	Seitenanzahl				Anzahl Grafiken			
	2007	2008	2009	Δ (%)	2007	2008	2009	Δ (%)
adidas AG	92	90	94	2,2	69	74	76	10
BASF SE	107	120	112	4,7	66	72	77	17
Bayer AG	76	83	92	21,1	12	12	14	17
Beiersdorf AG	32	42	57	78	25	24	23	-8
BMW AG	73	72	84	15	32	31	33	3
Daimler AG	71	72	84	18	17	17	18	6
Deutsche Börse AG	46	46	64	39	6	6	11	83
Deutsche Lufthansa AG	82	94	103	26	36	43	45	25
Deutsche Post AG	101	104	110	9	24	28	30	25
Deutsche Telekom AG	59	63	79	34	2	1	14	600
E.ON AG	57	63	67	18	10	7	4	-60
FMC AG & CO. KGaA	111	117	142	28	17	27	24	41
Fresenius SE	51	52	79	55	8	8	11	38
HeidelbergCement AG	32	32	41	28	1	1	1	0
Henkel AG & CO. KGaA	50	56	58	16	22	24	23	5
Infineon Technologies AG	54	57	61	13	20	18	19	-5
K+S AG	93	104	118	27	30	28	26	-13
Linde AG	62	73	75	21	8	9	9	13
MAN SE	55	67	56	2	6	6	6	0
Merck KGaA	61	57	83	36	23	22	21	-9
METRO AG	85	69	77	-9	12	11	12	0
RWE AG	84	99	93	11	9	9	11	22
SAP AG	71	94	109	54	17	16	22	29
Siemens AG	116	84	100	-14	0	6	23	n/a
ThyssenKrupp AG	95	117	117	23	20	13	15	-25
Volkswagen AG	77	83	92	19	12	13	20	67
Summe	1.618	1.717	1.949	20	504	526	588	17
Mittelwert	72,8	77,3	86,4	19	19,4	20,2	22,6	35

(Quelle: Eiselt et al., 2011, S. 351)

Die Studie von Eiselt et al. nennt die unterschiedlichen Größen der untersuchten Unternehmen (gemessen am Umsatz) und den Umfang der Lageberichte selbst als mögliche Erklärungen für die unterschiedliche Anzahl an verwendeten Grafiken. Jedoch zeigt sich zwischen dem Umsatz der Unternehmen und der Anzahl der abgebildeten Grafiken, wie in Abbildung 48 dargestellt, kein enger Zusammenhang.²⁴⁰

²⁴⁰ Vgl. Eiselt et al., 2011, S. 350.

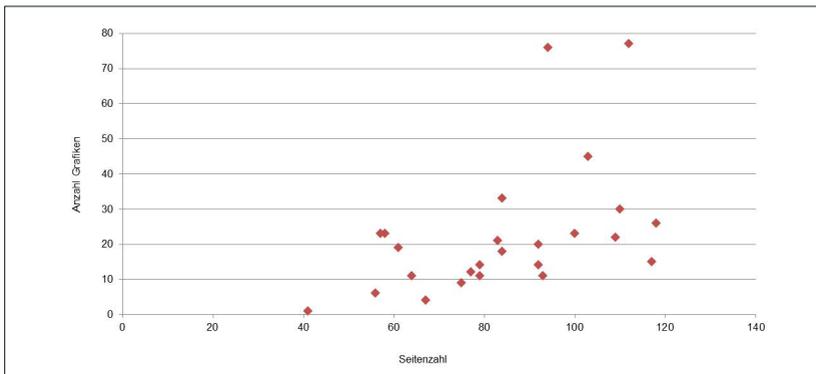
Abbildung 48: Zusammenhang zwischen Umsatz und Anzahl der Grafiken in den Konzernlageberichten der DAX 30-Unternehmen im Geschäftsjahr 2009



(Quelle: Eiselt et al., 2011, S. 351)

Auch zwischen dem Umfang der Lageberichte und der Anzahl der verwendeten Grafiken zeigt sich kein enger Zusammenhang.²⁴¹ Abbildung 49 stellt den Zusammenhang zwischen den Seitenzahlen der Lageberichte und der Anzahl der abgebildeten Grafiken dar.

Abbildung 49: Zusammenhang zwischen Seitenanzahl und Anzahl der Grafiken je Konzernlagebericht der DAX 30-Unternehmen im Geschäftsjahr 2009



(Quelle: Eiselt et al., 2011, S. 351)

241 Vgl. Eiselt et al., 2011, S. 350.

Die Untersuchung, welche Grafiktypen in den Konzernlageberichten des Geschäftsjahres 2009 verwendet wurden, zeigt, dass das Säulendiagramm mit 34,2% der am häufigsten verwendete Grafiktyp ist. Mit 28,4% bzw. 27,0% finden auch das Kreisdiagramm und das Balkendiagramm häufig Anwendung. Seltener wird das Kurvendiagramm mit 8,3% verwendet. Des Weiteren finden sich in den Lageberichten auch Kombinationsdiagramme, die Säulen- und Kurvendiagramme miteinander verbinden (1,9%). Einer der Lageberichte enthält ein Streudiagramm^{242, 243}. Abbildung 50 gibt eine Übersicht über die in den Lageberichten verwendeten Grafiktypen. Aus der Abbildung geht auch hervor, dass keines der betrachteten DAX 30-Unternehmen alle Grafiktypen gleichzeitig verwendet. Die meisten Konzernlageberichte beschränken sich auf zwei bis vier der Grafiktypen. Insgesamt verwenden 30,8% der Lageberichte zwei Grafiktypen, 34,6% drei Grafiktypen und 19,2% vier Grafiktypen.²⁴⁴

Abbildung 50: In den Konzernlageberichten der DAX 30-Unternehmen im Geschäftsjahr 2009 verwendete Grafiktypen

	Säule	Kreis	Balken	Kurve	Kombi.	Streu	Summe
adidas AG	12	17	45	2	0	0	76
BASF SE	6	32	37	1	1	0	77
Bayer AG	0	3	11	0	0	0	14
Beiersdorf AG	18	4	1	0	0	0	23
BMW AG	19	8	0	6	0	0	33
Daimler AG	12	6	0	0	0	0	18
Deutsche Börse AG	4	2	2	3	0	0	11
Deutsche Lufthansa	26	11	0	6	2	0	45
Deutsche Post AG	21	0	5	3	1	0	30
Deutsche Telekom AG	11	3	0	0	0	0	14
E.ON AG	0	0	1	3	0	0	4
FMC AG & CO: KGaA	0	11	11	1	0	1	24
Fresenius SE	4	6	0	1	0	0	11
HeidelbergCement AG	0	1	0	0	0	0	1
Henkel AG & CO KGaA	13	10	0	0	0	0	23
Infineon Technologies AG	13	1	0	0	5	0	19
K+S AG	1	12	6	5	2	0	26

242 Der Grafiktyp Streudiagramm, der auch als Punktediagramm bezeichnet wird, eignet sich für Korrelationsvergleiche zweier Variablen (vgl. Zelazny, 1999, S. 56). Abbildung 48 und Abbildung 49 stellen Beispiele für ein Streudiagramm dar. Aufgrund der geringen Verwendung des Streudiagramms als Finanzgrafik wird dieser Grafiktyp nicht ausführlich vorgestellt.

243 Vgl. Eiselt et al., 2011, S. 352.

244 Vgl. Eiselt et al., 2011, S. 352.

Linde AG	4	5	0	0	0	0	9
MAN SE	0	0	0	6	0	0	6
Merck KGaA	8	12	0	1	0	0	21
METRO AG	2	8	2	0	0	0	12
RWE AG	1	4	0	6	0	0	11
SAP AG	18	4	0	0	0	0	22
Siemens AG	5	0	17	1	0	0	23
ThyssenKrupp AG	3	7	5	0	0	0	15
Volkswagen AG	0	0	16	4	0	0	20
Summe	201	167	159	49	11	1	588
Mittelwert	7,7	6,4	6,1	1,9	0,4	0,0	22,6

(Quelle: Eiselt et al., 2011, S. 352)

5 Umgang mit Finanzgrafiken – Handlungsempfehlungen für Bilanzanalytiker

Wie die in den beiden vorhergehenden Kapiteln vorgestellte empirische Forschung zeigt, ist die Verwendung von Finanzgrafiken in Geschäftsberichten sowohl in Deutschland²⁴⁵ als auch auf internationaler Ebene²⁴⁶ weit verbreitet. Dabei besteht bei der Verwendung von Finanzgrafiken die Gefahr, dass diese die ihnen zugrundeliegenden Sachverhalte nicht korrekt bzw. nicht neutral widerspiegeln. Das kann sich einerseits durch Mängel in der Konstruktion der Finanzgrafiken, aber auch durch gezielte Manipulation durch den Ersteller der Grafiken ergeben. Die Nutzer von grafischen Darstellungen im Allgemeinen und von Finanzgrafiken im Besonderen sollten sich dessen bewusst sein und bei der Betrachtung und Interpretation von Grafiken entsprechende Vorsicht walten lassen.

In Bezug auf die **Selektivität** bei der Verwendung von Finanzgrafiken kann es sinnvoll sein zu überprüfen, ob eine im aktuellen Geschäftsbericht enthaltene Grafik in dieser Form auch im vorhergehenden Geschäftsbericht enthalten war. Umgekehrt kann es ebenso hilfreich sein zu überprüfen, ob alle Finanzgrafiken, die im vorhergehenden Bericht enthalten waren, ebenso im aktuellen Geschäftsbericht enthalten sind. Sofern in früheren Geschäftsberichten ein Sachverhalt grafisch aufbereitet wurde, der im aktuellen Geschäftsbericht fehlt, kann das ein Anzeichen dafür sein, dass sich der entsprechende Sachverhalt negativ entwickelt hat und dass das berichtende Unternehmen vermeiden möchte, diese Entwicklung (grafisch) darzustellen.

Der Vergleich aktueller Geschäftsberichte mit früheren Geschäftsberichten kann auch hilfreich dabei sein, Änderungen in den Ausgestaltungen der Finanzgrafiken zu identifizieren. So lassen sich hierdurch z. B. Veränderungen bei Referenzwerten in der Darstellung des Aktienkurses oder eine wie in Abbildung 40 veranschaulichte Änderung des betrachteten Zeitraums zeigen. Neben der Berücksichtigung früherer Geschäftsberichte kann ebenfalls das Heranziehen von Geschäftsberichten anderer Unternehmen hilfreich sein, um die Auswahl der grafisch dargestellten Sachverhalte und die Ausgestaltungen der verwendeten Grafiken zu vergleichen und zu evaluieren.

Auch in Bezug auf **Verzerrungen der Bemessung** sowie **Erweiterungen der Präsentation** sollte man sich über die verschiedenen Manipulationsmög-

245 Vgl. Eiselt et al., 2011.

246 Vgl. Beattie/Jones, 2001.

lichkeiten bewusst sein, die in Abschnitt 2.3.2 bzw. in Abschnitt 2.3.3 vorgestellt werden. So sollte man sich nicht ausschließlich vom ersten Eindruck einer Grafik leiten lassen. Wie Abbildung 41 eindrucksvoll zeigt, kann bereits die Verwendung einer nicht mit dem Wert null beginnenden Ordinatenachse dazu führen, dass ein und derselbe Sachverhalt signifikant unterschiedlich dargestellt wird. Nutzer von Finanzgrafiken sollten daher bei der Betrachtung der Grafiken diese zumindest auf elementare Schwächen kontrollieren, z. B. in Form von übertriebenen Stauchungen und Dehnungen.

Um Manipulationen und Mängel in der Konstruktion von Finanzgrafiken vollständig ausschließen zu können, besteht des Weiteren die Möglichkeit zur **Erstellung eigener grafischer Abbildungen und Auswertungen**. So können die Daten, die grafisch veranschaulicht werden sollen, beispielsweise in einer Excel-Datei aggregiert und nach eigenen Vorstellungen grafisch aufbereitet werden. Zahlreiche Unternehmen bieten mittlerweile wichtige Kennzahlen und Datenreihen, die in tabellarischer Form vorliegen, als Excel-Download an. Durch das kontinuierliche Einpflegen aktueller Daten lassen sich auch Entwicklungen über lange Zeiträume hinweg betrachten. Die Ausgestaltungen der Finanzgrafiken lassen sich je nach Wunsch und Zweck anpassen, so dass der Anwender u. a. die volle Entscheidungsfreiheit über die Auswahl des Diagrammtyps, die einbezogenen Referenzwerte und den betrachteten Zeitraum hat. So kann beispielsweise die Umsatzentwicklung je nach Informationsbedarf über zehn Jahre, über fünf Jahre oder aber auch seit dem Wechsel des Vorstandsvorsitzenden dargestellt werden. Des Weiteren bietet es sich an, durch Einarbeitung der Daten von Konkurrenzunternehmen **Benchmark-Werte** in die grafische Darstellung einzubeziehen.

6 Fazit

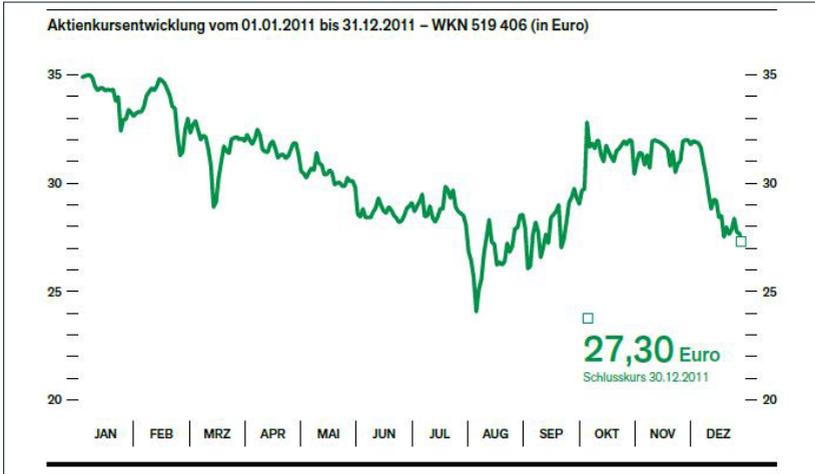
Die wesentlichen Ergebnisse dieser betriebswirtschaftlichen Handlungshilfe lassen sich thesenförmig wie folgt zusammenfassen:

1. Die Verwendung von grafischen Darstellungen bietet für die Informationsempfänger einige Vorteile. So ermöglichen Grafiken u. a. eine schnelle Aufnahme von Informationen und verbleiben im Vergleich zu Text und Zahlendarstellung länger im Gedächtnis.
2. Die Verwendung von grafischen Darstellungen ist sowohl in den Geschäftsberichten deutscher Unternehmen als auch in denen von Unternehmen anderer Länder weit verbreitet. Zu den durch Finanzgrafiken in Geschäftsberichten dargestellten Sachverhalten gehören beispielsweise die Entwicklung des Umsatzes und des Ergebnisses, die Entwicklung des Aktienkurses oder die Umsatzverteilung nach Segmenten und Regionen.
3. Für den deutschen Raum untersucht die Studie von Eiselt et al. die Verwendung von grafischen Darstellungen in den Lageberichten der DAX 30-Unternehmen (ohne Banken und Versicherungen) in den Geschäftsjahren 2007 bis 2009. Dabei enthalten die Lageberichte des Geschäftsjahres 2009 im Durchschnitt 22,6 Grafiken. Während die HeidelbergCement AG mit nur einer Grafik die geringste Anzahl an Grafiken aufweist, enthält der Lagebericht der BASF SE mit einer Anzahl von 77 Grafiken die meisten Grafiken. Die am häufigsten verwendeten Grafiktypen sind das Säulendiagramm, das Kreisdiagramm und das Balkendiagramm.
4. Die Verwendung von grafischen Darstellungen ist jedoch nicht frei von Nachteilen. So können Grafiken beispielsweise dazu führen, dass Leser von wichtigen Textstellen abgelenkt werden. Während sich die Probleme bei der Verwendung von Grafiken einerseits aus einer falschen Konstruktion oder aus einer falschen Verwendung der Grafiken ergeben können, bieten grafische Abbildungen auch die Möglichkeit einer gezielten Manipulation durch den Ersteller.
5. Die Manipulationsmöglichkeiten von Grafiken lassen sich in drei Kategorien aufteilen: Selektivität, Verzerrung der Bemessung und Erweiterung der Präsentation. Selektivität bezieht sich auf die Entscheidung eines Unternehmens, welche Grafiken im Geschäftsbericht verwendet und wie diese ausgestaltet werden. Verzerrungen der Bemessung ergeben sich, wenn die Darstellung von Zahlen in einer Grafik nicht im exakten Verhältnis zu den repräsentierten Zahlen steht. Bei einer Erweiterung der Präsentation sorgen Modifikationen

- der Grafiken, z. B. in Form von Hervorhebung, dafür, dass die zugrundeliegenden Informationen nicht neutral dargestellt werden.
6. Vor dem Hintergrund dieser möglichen Manipulationen bzw. der unbeabsichtigten Verfälschung von Information durch fehlerhafte Konstruktion sollten Bilanzanalytiker die in Geschäftsberichten abgebildeten Finanzgrafiken vorsichtig nutzen. In Bezug auf die Selektivität bei der Verwendung bzw. der Ausgestaltung von Finanzgrafiken kann der Einbezug von vorhergehenden Geschäftsberichten bzw. Geschäftsberichten anderer Unternehmen zum Vergleich hilfreich sein. Im Hinblick auf Verzerrungen der Bemessung sowie Erweiterungen der Präsentation sollten betrachtete Grafiken auf das Vorliegen elementarer Schwächen in der Konstruktion kontrolliert werden.
 7. Alternativ besteht die Möglichkeit zur Erstellung eigener grafischer Abbildungen und Auswertungen. Das bietet u. a. die Vorteile, dass sich eine Manipulation durch den Ersteller der Grafik ausschließen lässt und dass die Ausgestaltungsform der Grafik, z. B. durch die Auswahl der Länge des betrachteten Zeitraums, eigenständig bestimmt werden kann. Des Weiteren bieten selbsterstellte Finanzgrafiken auch die Möglichkeit, Benchmark-Werte anderer Unternehmen einzubeziehen.

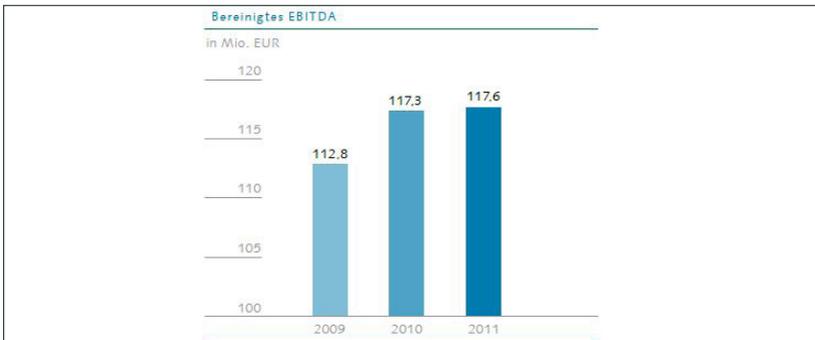
7 Anhang (Finanzgrafiken): Beispiele für manipulierte bzw. mangelhaft konstruierte Finanzgrafiken aus Geschäftsberichten von DAX 30-, MDAX- und SDAX-Unternehmen

Abbildung 51: Beispiel für Selektivität durch Verzicht auf Abbildung von Referenzwerten



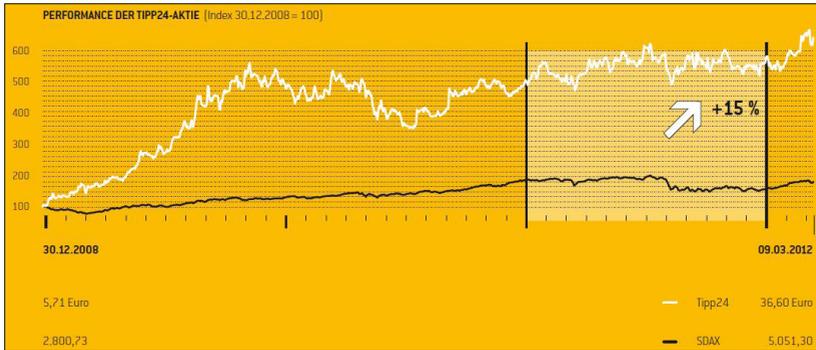
(Entnommen aus BayWa AG, Geschäftsbericht 2011, S. 43)

Abbildung 52: Beispiel für eine Verzerrung der Bemessung durch Verwendung einer Ordinatenachse, die nicht mit dem Wert null beginnt



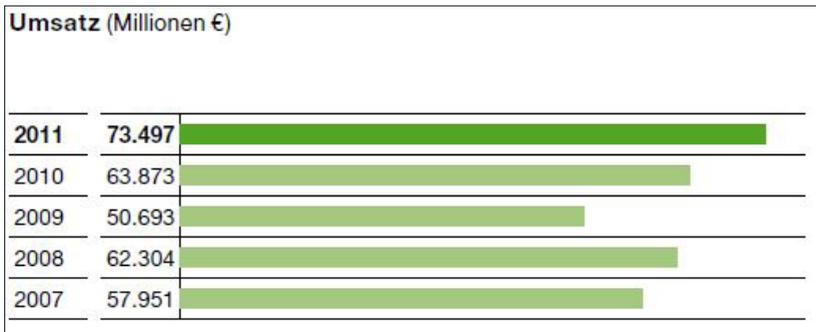
(Entnommen aus GSW Immobilien AG, Geschäftsbericht 2011, Einleitung)

Abbildung 53: Beispiel für eine Erweiterung der Präsentation durch Abbildung eines Pfeils, der die Entwicklung betont, und durch ein grafisches Element, das über den skalierten Bereich hinausgeht



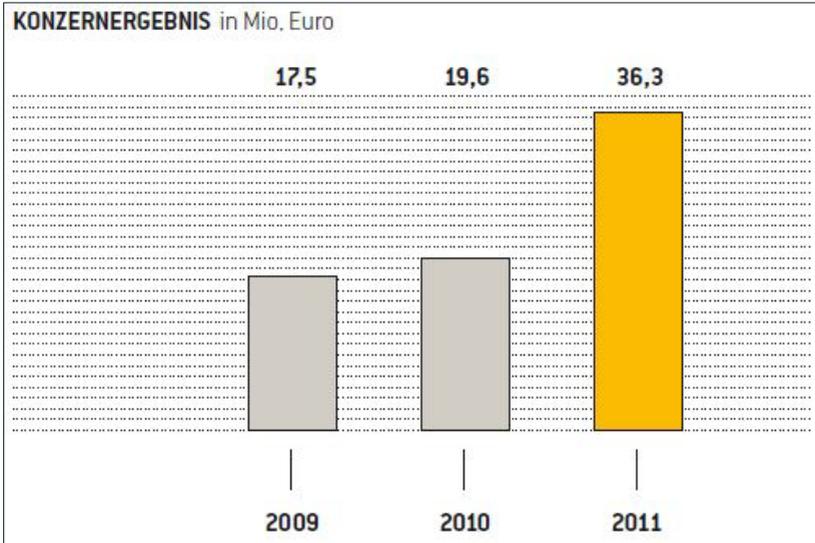
(Entnommen aus Tipp24 SE, Geschäftsbericht 2011, S. 6)

Abbildung 54: Beispiel für eine Erweiterung der Präsentation durch Hervorhebung des aktuellen Ergebnisses



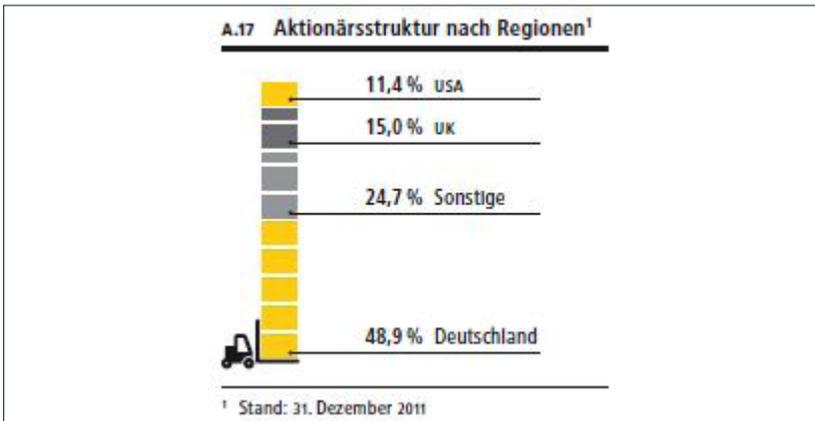
(Entnommen aus BASF SE, Geschäftsbericht 2011, S. 33)

Abbildung 55: Beispiel für eine fehlende Skalierung der Ordinatenachse



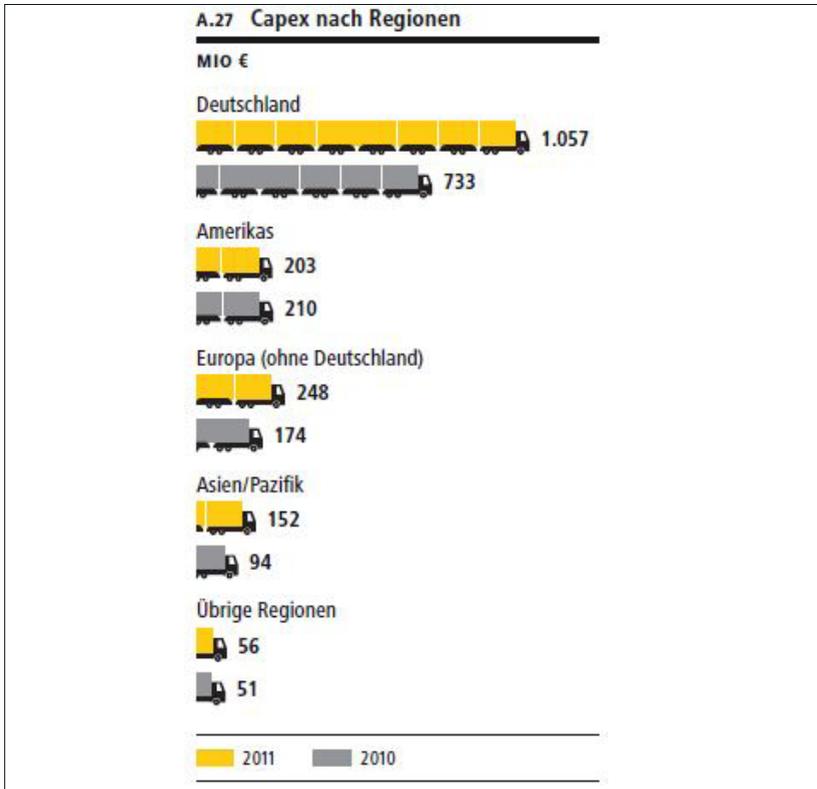
(Entnommen aus Tipp24 SE, Geschäftsbericht 2011, Einführung)

Abbildung 56: Beispiel für die Verwendung von ungeeigneten grafischen Elementen (Gabelstapler und Pakete)



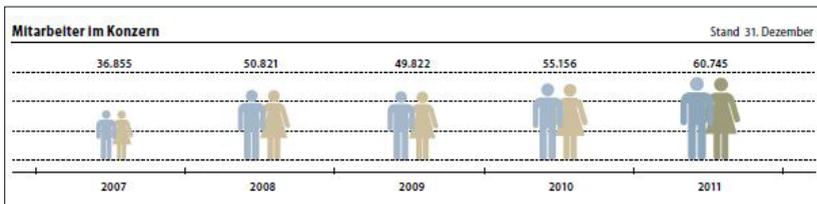
(Entnommen aus Deutsche Post AG, Geschäftsbericht 2011, S. 45)

Abbildung 57: Beispiel für die Verwendung von ungeeigneten grafischen Elementen (Lastwagen)



(Entnommen aus Deutsche Post AG, Geschäftsbericht 2011, S. 54)

Abbildung 58: Beispiel für die Verwendung von ungeeigneten grafischen Elementen (Figuren)



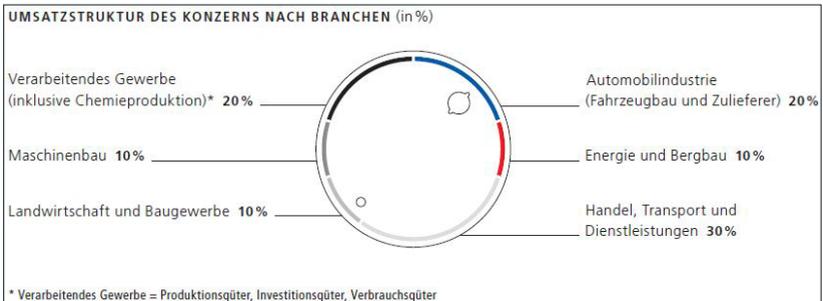
(Entnommen aus Leoni AG, Geschäftsbericht 2011, S. 79)

Abbildung 59: Beispiel für die Verwendung von ungeeigneten grafischen Elementen (gefüllte Gefäße)



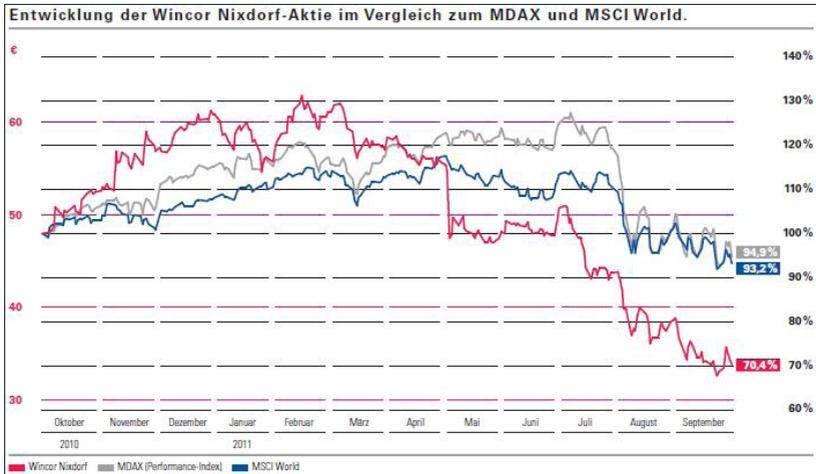
(Entnommen aus Aurubis AG, Geschäftsbericht 2010/2011, S. 12)

Abbildung 60: Beispiel für die Verwendung von schlecht lesbaren grafischen Elementen



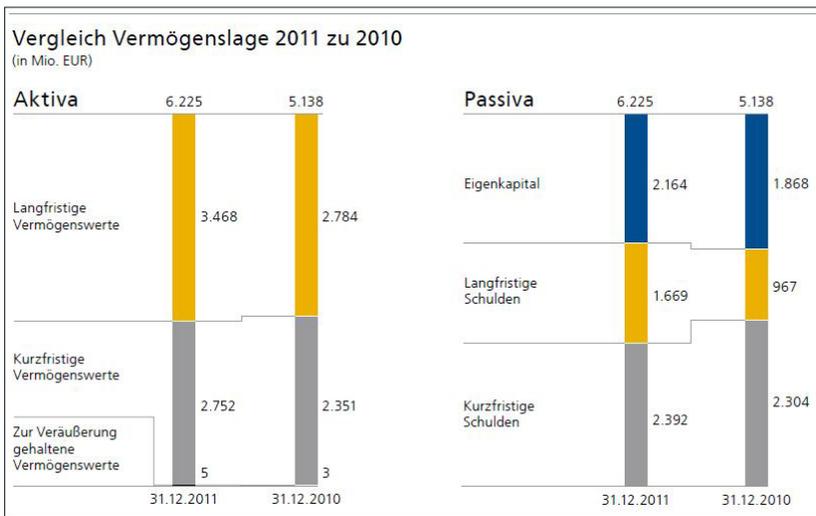
(Entnommen aus Fuchs Petrolub AG, Geschäftsbericht 2011, S. 54)

Abbildung 61: Beispiel für die Verwendung von Hilfslinien, die das Lesen der Grafik erschweren



(Entnommen aus Wincor Nixdorf AG, Geschäftsbericht 2010/2011, S. 8)

Abbildung 62: Beispiel für eine – trotz Bilanzorientierung – ungewöhnliche Anordnung der betrachteten Perioden (Zeitreihe verläuft von rechts nach links)



(Entnommen aus GEA Group AG, Geschäftsbericht 2011, S. 47)

8 Literaturverzeichnis

Arunachalam, V./Pei, B. K. W./Steinbart, P. J.: Impression Management with Graphs: Effects on Choices. In: *Journal of Information Systems* Nr. 16, Heft 2, 2002, S. 183-202.

Beattie, V./Jones, M. J.: The communication of information using graphs in corporate annual reports. Certified Research Report No. 31, 1992, The Chartered Association of Certified Accountants.

Beattie, V./Jones, M. J.: Information design and manipulation: The case of financial graphs in corporate annual reports. In: *Information Design Journal* Nr. 7, Heft 3, 1994a, S. 211-226.

Beattie, V./Jones, M. J.: An empirical study of graphical format choices in charity annual reports. In: *Financial Accountability & Management* Nr. 10, Heft 3, 1994b, S. 215-236.

Beattie, V./Jones, M. J.: Financial Graphs in Corporate Annual Reports: A Review of Practice in Six Countries. Research Report, 1996, Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

Beattie, V./Jones, M. J.: Australian Financial Graphs: An Empirical Study. In: *Abacus* Nr. 35, Heft 1, 1999, S. 46-76.

Beattie, V./Jones, M. J.: A six-country comparison of the use of graphs in annual reports. In: *The International Journal of Accounting* Nr. 36, Heft 2, 2001, S. 195-222.

Beattie, V./Jones, M. J.: The impact of graph slope on rate of change judgments in corporate reports. In: *Abacus* Nr. 38, Heft 2, 2002a, S. 177-199.

Beattie, V./Jones, M. J.: Measurement distortion of graphs in corporate reports: An experimental study. In: *Accounting, Auditing & Accountability Journal* Nr. 15, Heft 4, 2002b, S. 546-564.

Beattie, V./Dhanani, A./Jones, M. J.: Investigating Presentational Change in U.K. Annual Reports. In: *Journal of Business Communication* Nr. 45, Heft 2, 2008, S. 181-222.

Beattie, V./Jones, M. J.: Corporate Reporting Using Graphs: A Review and Synthesis. In: *Journal of Accounting Literature* Nr. 27, 2008, S. 71-110.

Courtis, J. K.: Corporate Annual Report Graphical Communication in Hong Kong: Effective or Misleading? In: Journal of Business Communication Nr. 34, Heft 3, 1997, S. 269-288.

Eiselt, A./Lopatta, K./Santjer, C.: Graphiken zur Darstellung betriebswirtschaftlicher Sachverhalte im Konzernlagebericht. In: Praxis der internationalen Rechnungslegung, Heft 12, 2011, S. 346-353.

Gessler, J. R.: Statistische Graphik, Basel et al., 1993.

Kosslyn, S. M.: Understanding Charts and Graphs. In: Applied Cognitive Psychology Nr. 3, 1989, S. 185-226.

Krämer, W.: So lügt man mit Statistik, 8. Aufl., München, 2006.

Mather, P./Ramsay, A./Steen, A.: The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO prospectuses. In: Accounting, Auditing & Accountability Journal Nr. 13, Heft 1, 2000, S. 65-83.

Muiño, F./Trombetta, M.: Does graph disclosure bias reduce the cost of equity capital? In: Accounting & Business Research Nr. 39, Heft 2, 2009, S. 83-102.

Penrose, J. M.: Annual report graphic use. In: Journal of Business Communication Nr. 45, Heft 2, 2008, S. 158-180.

Riedwyl, H.: Graphische Gestaltung von Zahlenmaterial, 3. Aufl., Bern et al., 1987.

Schmid, C. F./Schmid, S. E.: Handbook of graphic presentation, 2. Aufl., New York et al., 1979.

Schmid, C. F.: Statistical graphics: design principles and practices, New York, 1983.

Steinbart, P. J.: The Auditor's Responsibility for the Accuracy of Graphs in Annual Reports: Some Evidence of the Need for Additional Guidance. In: Accounting Horizons Nr. 3, Heft 3, 1989, S. 60-70.

Taylor, B. G./Anderson, L. K.: Misleading graphs: guidelines for the accountant. In: Journal of Accountancy Nr. 162, Heft 4, 1986, S. 126-135.

Yin, X.: The Effect of Graphic Disclosures on Users' Perceptions: An Experiment. In: Journal of Accounting & Finance Research Nr. 13, Heft 1, 2005, S. 39-50.

Zelazny, G.: Wie aus Zahlen Bilder werden: Der Weg zur visuellen Kommunikation, 5. Aufl., Wiesbaden, 1999.

Fazit

Sowohl Pro forma-Kennzahlen als auch Finanzgrafiken stellen wichtige Kanäle dar, durch die die Unternehmensführung gezielt Informationen an Jahresabschlussadressaten vermitteln oder bestimmte Aspekte der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage besonders hervorheben kann. Für den Jahresabschlussadressaten können diese Informationen entscheidungsnützlichen Mehrwert besitzen, aber auch irreführenden Charakter haben. Eine kritische Auseinandersetzung mit Pro forma-Kennzahlen und Finanzgrafiken im Rahmen der Jahresabschlussanalyse ist daher unumgänglich.

Die beiden vorliegenden Handlungshilfen haben konkrete Ansatzpunkte hierfür aufgezeigt. Zusammenfassend können daraus zwei übergeordnete Grundsätze für den Umgang mit den Bestandteilen der strategischen Berichterstattung hergeleitet werden.

Erstens erfordert die wachsende Bedeutung und Praxisrelevanz von Finanzgrafiken und Pro forma-Kennzahlen eine entsprechend geschärfte Wahrnehmung beim Analysten. Aus den hierdurch vermittelten Informationen sollten aufgrund der geringen Regulierung und der erheblichen Ermessensspielräume der Unternehmensführung bei ihrer Offenlegung keinesfalls unreflektierte Rückschlüsse gezogen werden. Gleichzeitig wird es regelmäßig nicht praktikabel sein, alle Details in der Herleitung von Pro forma-Kennzahlen nachzuvollziehen oder Finanzgrafiken händisch nachzumessen. Es empfiehlt sich daher, bei der Nutzung dieser Berichtselemente eine risikoorientierte Betrachtungsweise an den Tag zu legen: Komplexe, intransparente Kennzahlen mit in großem Umfang ausgeschlossenen Aufwendungen sind zumindest auf den ersten Blick kritischer zu hinterfragen als transparente, der GuV entnehmbare Größen. Indizien für Auffälligkeiten kann ferner der Vergleich der Berichterstattung eines Unternehmens im Zeitablauf bieten: Wurde bei der Darstellung der Umsatzentwicklung im Vorjahr eine ähnliche grafische Darstellungsform gewählt? Welche Aufwendungen sind im vorherigen Geschäftsjahr bei der Berechnung des bereinigten EBITDA ausgeschlossen worden?

Zweitens sind die Bestandteile der strategischen Berichterstattung in einen Zusammenhang mit anderen Elementen der Jahresabschlussanalyse zu setzen. So liegt es beim Analysten zu beurteilen, ob die ausgewählte grafisch dargestellte Größe überhaupt ein geeignetes Maß zur Beurteilung der Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage des Unternehmens darstellt. Vermittelt beispielsweise die grafische Darstellung der Segmentaufteilung nach geographischen Gebieten relevante Informationen oder wäre eine Aufteilung nach Produkten aufschlussreicher?

Ebenso ist die Berechnung von Pro forma-Kennzahlen im Zusammenhang mit der operativen Tätigkeit des Unternehmens und ihrer Darstellung in den geprüften Rechenwerken zu sehen.

Zusammenfassend lässt sich daher festhalten, dass Pro-forma Kennzahlen und Finanzgrafiken besondere Anforderungen an die Bilanzanalyse stellen. Richtig genutzt können sie jedoch geeignet sein, die regulierten Bestandteile des Geschäftsberichts nutzbringend zu ergänzen.

edition der Hans-Böckler-Stiftung
Bisher erschienene Reihentitel ab Band 247

	Bestellnr.	ISBN	Preis / €
Godehard Neumann, Heinz Pfäfflin Metropolregionen zwischen Exzellenzanspruch und regionalem Ausgleich	13247	978-3-86593-140-5	20,00
Judith Beile, Beate Feuchte, Birte Homann Corporate Social Responsibility (CSR) Mitbestimmung	13248	978-3-86593-141-2	20,00
Felix Ekardt Soziale Gerechtigkeit in der Klimapolitik	13249	978-3-86593-142-9	15,00
Kerstin Windhövel, Claudia Funke, Jan-Christian Möller Fortentwicklung der gesetzlichen Rentenversicherung zu einer Erwerbstätigenversicherung	13250	978-3-86593-143-6	24,00
Arno Prangenberg, Martin Stahl, Julia Topp Verrechnungspreise in Konzernen	13251	978-3-86593-144-3	15,00
Martin Albrecht, Hans-Holger Bleß, Ariane Höer, Stefan Loos, Guido Schiffhorst, Carsten Scholz Ausweitung selektivvertraglicher Versorgung	13252	978-3-86593-146-7	23,00
Karl-Heinz Köpke Gesunde Arbeit für alle	13253	978-3-86593-148-1	24,00
Elisabeth Schwabe-Ruck „Zweite Chance“ des Hochschulzugangs?	13254	978-3-86593-149-8	32,00
Enno Balz Finanzmarktregulierung nach der Finanzmarktkrise	13255	978-3-86593-105-4	16,00
Johannes Kirsch, Gernot Mühge Die Organisation der Arbeitsvermittlung auf internen Arbeitsmärkten	13256	978-3-86593-151-1	12,00
Kerstin Bolm, Nadine Pieck, Anja Wartmann Betriebliches Gesundheitsmanagement fällt nicht vom Himmel	13257	978-3-86593-152-8	12,00
Christiane Lindecke Neue Arbeitszeiten für (hoch)qualifizierte Angestellte	13258	978-3-86593-153-5	12,00
Jens Ambrasat, Martin Groß, Jakob Tesch, Bernd Wegener Determinanten beruflicher Karrieren unter den Bedingungen flexibilisierter Arbeitsmärkte	13259	978-3-86593-154-2	28,00
Klaus Maack, Jakob Haves, Katrin Schmid, Stefan Stracke Entwicklung und Zukunft der Brauwirtschaft in Deutschland	13260	978-3-86593-155-9	20,00
Klaus Kost, Lienhard Lötscher, Jörg Weingarten Neue und innovative Ansätze zur Regionalentwicklung durch unternehmerische Wirtschaftsförderung	13261	978-3-86593-156-6	25,00
Reingard Zimmer (Hrsg.) Rechtsprobleme der tariflichen 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

	Bestellnr.	ISBN	Preis / €
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
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 Ausschüsse	13276	978-3-86593-174-0	22,00
Nora Gaupp Wege in Ausbildung und Ausbildungslosigkeit	13277	978-3-86593-176-4	18,00
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 Anderung der Beitragsbemessungsgrenze in der GKV	13280	978-3-86593-182-5	15,00
Karl-Hermann Böker, Ute Demuth, Achim Thannheiser, Nils Werner Social Media – Soziale Medien?	13281	978-3-86593-180-1	15,00
Stefan Stracke, Klaus Maack Transfer guter Praxis – Ansätze zur Lösung demo- grafischer Herausforderungen in der Ernährungsindustrie	13282	978-3-86593-183-2	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 0211-408 00 90 40
E-Mail 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 Sozialstaates/Sozialpolitik, 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 14tägig 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

Wer von Bilanzpolitik spricht, der versteht darunter in der Regel die Ausnutzung von Bilanzierungs-, Bewertungs- und Ausweiswahlrechten durch das Unternehmen mit dem Ziel, dessen wirtschaftliche Lage interessenpolitisch zu gestalten. Typischerweise wird das Unternehmen dabei versuchen, eine besonders „gute“ Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu zeigen oder sich „arm zu rechnen“, seine wahren Schätze also zu verbergen.

Weniger bekannt – bzw. nicht zuvorderst als Mittel der Bilanzpolitik verstanden – sind zwei weitere Möglichkeiten, das Urteil des Bilanzlesers über ein Unternehmen zu beeinflussen: Die Verwendung von Grafiken zur Veranschaulichung finanzieller Informationen und der Ausweis so genannter Pro Forma-Kennzahlen, d. h. aus dem Rechnungswesen abgeleiteter Ergebniskennzahlen. Obwohl – oder gerade weil? – Unternehmen beide Instrumente in ihren Geschäftsberichten und Jahresabschlüssen mittlerweile aber ganz selbstverständlich nutzen, sind ggf. dem einen oder anderen Bilanzleser die damit verbundenen Manipulationsmöglichkeiten nicht bewusst.

Vor diesem Hintergrund verfolgt diese Handlungshilfe zwei Ziele: Den Bilanzleser für solche Beeinflussungen zu sensibilisieren und ihn außerdem auf Augenhöhe mit dem Unternehmen zu bringen, was die Spielarten und Einsatzfelder von Finanzgrafiken und Pro Forma-Kennzahlen angeht. Letztlich soll er damit befähigt werden, eventuelle Manipulationsversuche aufzudecken, rückgängig zu machen und so ein unverfälschtes Bild von der wirtschaftlichen Lage zu gewinnen.

