

Droht ein Verlust der Transparenz?

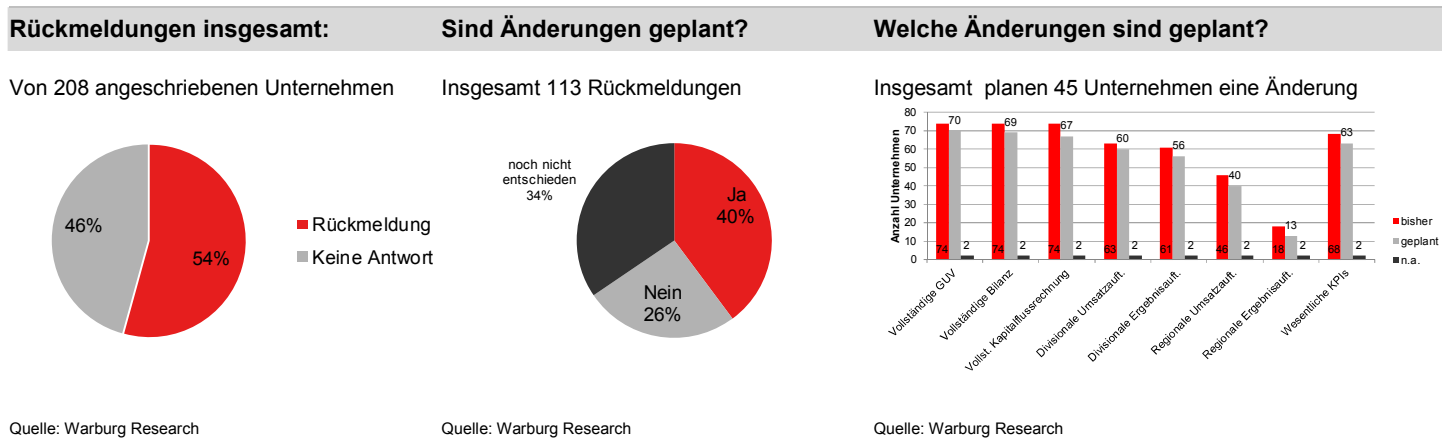
Straffung des Textes aber wenig Veränderung bei der Zahlentiefe

Vor dem Hintergrund der kürzlich geänderten Börsenordnung, die deutlich weniger Pflichtangaben für die Quartalsmitteilungen der Unternehmen im Prime Standard vorschreibt, haben wir mittels einer Umfrage untersucht, inwiefern die betroffenen Unternehmen zukünftig ihre Quartalsberichterstattung ändern. Wir befragten 208 Unternehmen, ob und inwiefern Änderungen geplant sind. Im Speziellen ging es dabei um die zukünftig nicht mehr vorgeschriebene tabellarische Darstellung der Finanzlage des Unternehmens (GuV, Bilanz, Kapitalflussrechnung, Segmentberichterstattung, etc.). Wir erhielten insgesamt 113 Rückmeldungen.

Im Ergebnis ist zu sehen, dass die Unternehmen sich bezüglich der Darstellung der Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage weitestgehend - trotz geringerer Pflichtangaben – an die alte Quartalsberichterstattung halten. Zwar wird es Änderungen geben; nur 12% der Unternehmen, die geantwortet haben, verzichten jedoch zukünftig auf die Publikation ihrer Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz, Kapitalflussrechnung, Kennzahlentabelle oder Zahlen zu den einzelnen Segmenten. Vielmehr betreffen geplante Änderungen den schriftlichen Umfang, z.B. die Kürzung der Darstellung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung oder der Aktienkurskommentierung. Dabei scheinen die Large Caps änderungsscheuer zu sein als die Small- und Mid Caps: nur 16% der im DAX notierten Unternehmen beabsichtigen überhaupt etwas an ihrer bisherigen Quartalsberichterstattung zu ändern, während rund 50% der im SDAX und CDAX notierten Unternehmen eine Änderung der zukünftigen Berichterstattung planen.

Die Gesetzesänderung zur Quartalsberichterstattung seitens der Europäischen Union, die den Anstoß zur Änderung der Börsenordnung lieferte, hat das Ziel „den kurzfristigen Druck auf Emittenten zu verringern und den Anlegern einen Anreiz für eine längerfristige Sichtweise zu geben.“ Die Veröffentlichung umfangreicher Quartalsberichte ist vor allem für kleine und mittlere Emittenten mit einem hohen Aufwand verbunden. Darüber hinaus setzt sie Anreize zugunsten kurzfristiger Ergebnisse und zuungunsten langfristiger Investitionen. Die neue Regelung intendiert deshalb eine deutliche Reduzierung der Zahlentiefe. Die Ergebnisse der Umfrage zeigen jedoch, dass nur wenige Unternehmen die neue Regelung für derartige Kürzungen nutzen. Gründe liegen hierbei sicherlich darin, dass im Wettbewerb um Kapital, Transparenz für die Investoren eine große Rolle spielt. Solange nicht alle (oder zumindest ein überwiegender Teil) der Unternehmen lediglich die Mindestanforderungen der Quartalsmitteilungen erfüllt, führt eine verkürzte Darstellung der Finanz-, Ertrags- und Vermögenslage zu einem Wettbewerbsnachteil bei der Beschaffung von Kapital. Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch der große Anteil der Unternehmen, die sich noch nicht entschieden haben, wie sie zukünftig Bericht erstatten – man wartet erst einmal ab, was die anderen machen.

Im Sinne des Gesetzgebers ist das Ergebnis der Umfrage damit nicht wirklich. Zwar werden die Quartalsmitteilungen sicherlich in Bezug auf die Seitenzahl merklich verkürzt werden, eine wesentliche Reduktion der Zahlentiefe wird es aber zunächst nicht geben. Für die Investoren bedeutet das Ergebnis, dass sie mehrheitlich nicht mit einer Verminderung **der Transparenz und des Informationsgehalts** rechnen müssen – **erst einmal**. Den Kommentaren und persönlichem Feedback der Unternehmen zufolge ist der Wille die Zahlen zu streichen definitiv vorhanden.



Hintergrund der Umfrage	3
Umsetzung der Transparenz- und Änderungsrichtlinie Frankfurter Börsenordnung	3
Ergebnis der Umfrage	4
Gesamte Stichprobe	4
DAX	6
MDAX	7
TecDAX	8
SDAX	9

Droht ein Verlust der Transparenz?

Hintergrund der Umfrage

Umsetzung der Transparenz- und Änderungsrichtlinie

Im Zuge des Inkrafttretens des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenz- und Änderungsrichtlinie, die 2013 von der EU-Kommission verabschiedet wurde, ist die Pflicht der Quartalsberichterstattung Ende 2015 für Unternehmen in Deutschland entfallen.

Ziel der vom EU-Parlament verabschiedeten Gesetzesregelung ist es, den Druck auf die Emittenten zu verringern und den Investoren einen Anreiz für eine längerfristige Sichtweise zu geben. Zum einen soll in Hinblick auf einen verbesserten Zugang zu Kapital der Verwaltungsaufwand, der durch die Verpflichtungen im Zusammenhang mit einer Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt entsteht, für kleine und mittlere Emittenten verringert werden. Zum anderen soll mit der neuen Gesetzgebung der Druck auf Emittenten verringert werden, kurzfristig positive Ergebnisse zu erzielen, damit langfristige Investitionsstrategien und eine *Förderung nachhaltiger Wertschöpfung* unterstützt werden (Standpunkt EU-Parlament, Juni 2013).

Frankfurter Börsenordnung

Entgegen der EU-Gesetzgebung vollkommen auf eine Quartalsberichterstattung zu verzichten, wurde daraufhin in der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse am 30. November 2015 für Unternehmen im Prime Standard die Pflicht zur Erstellung einer Quartalsmitteilung eingeführt. In dieser müssen, angelehnt an die bisherigen Regelungen für die Zwischenmitteilungen im General Standard, die wesentlichen Ereignisse und Geschäfte des Mitteilungszeitraums erläutert werden.

Die genauen inhaltlichen Anforderungen weichen jedoch von den bisherigen Anforderungen an die Quartalsberichte ab. Bisher mussten Unternehmen im Prime Standard in ihren Quartalsberichten einen verkürzten Abschluss sowie einen Zwischenlagebericht angeben. D.h. die Quartalsberichte beinhalteten mindestens eine verkürzte GuV und Bilanz und entsprechenden Anhang. Gemäß der neuen Börsenregelung der Frankfurter Börse hat die Quartalsmitteilung folgendes zu beinhalten:

- **Erläuterung der wesentlichen Ereignisse und Geschäfte des Mitteilungszeitraums und die Auswirkungen auf die Finanzlage des Emittenten**
- **Beschreibung der Finanzlage und des Geschäftsergebnisses des Emittenten im Mitteilungszeitraum**
- **Veränderungen der Prognose zur voraussichtlichen Entwicklung des Emittenten für das Geschäftsjahr**

Zu der Darstellung der Kennzahlen, dem Nachtragsbericht, dem Chancen- und Risikobericht sowie dem Konzernanhang werden keine Vorschriften gemacht. Insbesondere entfällt damit die Pflicht einer tabellarischen, zahlenbasierten Darstellung der Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage - hier ist nunmehr eine kurze qualitative Beschreibung ausreichend. Die Pflicht zur Angabe einer Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz oder Kapitalflussrechnung entfällt damit vollkommen.

Der Mitteilungszeitraum umfasst für Q1 die ersten drei Monate des Geschäftsjahres und für Q3 wahlweise entweder nur das dritte Quartal oder der 9-Monatszeitraum

Geringerer Druck auf die Emittenten

Quartalsmitteilungen anstelle umfangreicher Quartalsberichte

Qualitative Beschreibung reicht aus

Ergebnis der Umfrage

Gesamte Stichprobe

Es wurden insgesamt 208 Unternehmen befragt, die größtenteils von Warburg Research gecovert werden. Darunter befinden sich alle Unternehmen des DAX, MDAX, SDAX und TecDAX. 113 der angeschriebenen Unternehmen haben uns eine Rückmeldung zugesendet. Wir haben alle Unternehmen gefragt, ob sie eine Änderung planen und wenn ja, wie diese aussieht.

Für die Auswertung einer vorher/ nachher Situation haben wir nur die Unternehmen berücksichtigt, die sich bereits entschieden haben, d.h. mit „ja“ oder „nein“ geantwortet haben (für die noch unentschiedenen Unternehmen kennen wir lediglich die Ist-Situation, was im Vergleich mit der Soll-Situation die Ergebnisse verzerrt). Wir haben die Unternehmen gefragt, ob sie folgende Bestandteile für Q1/Q3 bisher in Tabellenform veröffentlicht haben und ob sie dies auch zukünftig tun werden:

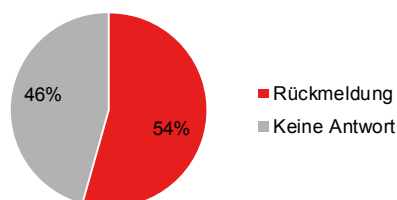
- vollständige Gewinn- und Verlustrechnung
- vollständige Bilanz
- vollständige Kapitalflussrechnung
- divisionale Umsatz- und Ergebnisaufteilung
- regionale Umsatz- und Ergebnisaufteilung
- wesentliche Finanzkennzahlen/ KPIs

Des Weiteren wollten wir von den Unternehmen wissen, welche Kennzahlen sie - falls sie diese nicht in Tabellenform veröffentlichen - im Text nennen. Gefragt haben wir nach: Umsatz, EBITDA, EBIT, EBT, EPS, EK, Verschuldung und Guidance.

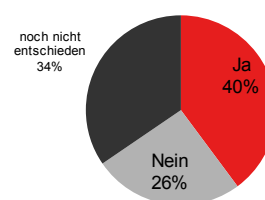
113 Rückmeldungen, davon plant etwa ein Drittel Änderungen

Feedback der Unternehmen

Rückmeldungen der Unternehmen:



Sind Änderungen geplant?



Quelle: Warburg Research

Nur geringe Veränderung in der geplanten Zahlentiefe

Etwa 40% der Unternehmen (45) haben angegeben, Änderungen vorzunehmen, während knapp 30% keine Änderung planen. Ein Drittel der Unternehmen hat angegeben, dass sie sich bisher noch nicht entschieden haben, wie sie die Quartalsmitteilung inhaltlich gestalten. Den beigefügten Kommentaren zufolge wartet dieser Teil noch ab, wie die anderen Unternehmen auf die neuen Pflichtangaben reagieren werden.

Von den 113 Unternehmen, die geantwortet haben, haben 74 Unternehmen mit „ja“ oder „nein“ geantwortet. Die **erste Graphik** auf der nächsten Seite zeigt, welche Bestandteile **bisher in den Q1/Q3** Berichten in Tabellenform veröffentlicht wurden.

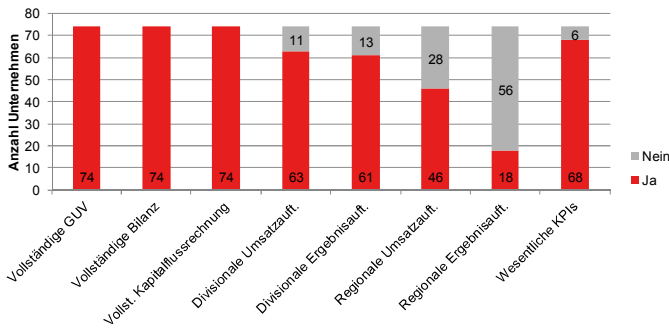
Droht ein Verlust der Transparenz?

Es ist deutlich zu sehen, dass auf regionaler Ebene schon in der Vergangenheit ein Großteil der Unternehmen keine tabellarisch dargestellten Umsatz- und Ergebniszahlen bereit gestellt hat. Hier ist jedoch zu bemerken, dass die Aufteilung auch nicht für alle Unternehmen sinnvoll ist.

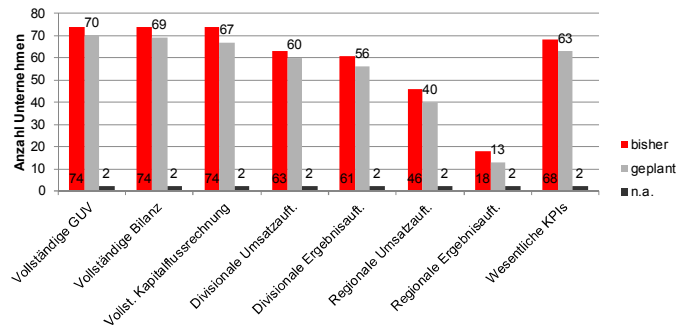
Bisherige Publikation:

Zukünftige Publikation:

Welche Tabellen wurden bisher veröffentlicht?



Welche Tabellen werden zukünftig im Vergleich zu bisher veröffentlicht?



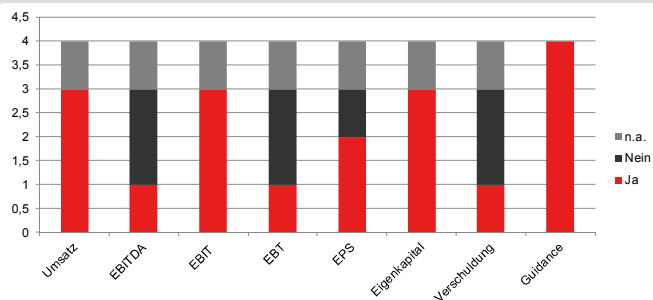
Quelle: Warburg Research

Anhand der **zweiten Graphik** ist zu sehen, dass im Schnitt etwa 5-10% der Unternehmen, die sich schon entschieden haben, ob und wie sie Änderungen vornehmen werden, zukünftig auf eine tabellarische Darstellung bestimmter Bestandteile der Quartalsergebnisse verzichten werden, wobei primär die Segmentberichterstattung gestraft wird.

KPIs werden auch zukünftig veröffentlicht

Nur vier Unternehmen werden zukünftig, anders als bisher, keine Tabelle mit den wichtigsten Finanzkennzahlen in der Quartalsmitteilung zur Verfügung stellen (die Differenz in der obigen rechten Graphik in Höhe von fünf entsteht durch die zwei Unternehmen, die „n.a.“ angegeben haben und ein Unternehmen, das die Tabelle bisher nicht publiziert hat, dies aber zukünftig beabsichtigt). Bei allen vier Unternehmen handelt es sich um Unternehmen, die im SDAX oder CDAX gelistet sind. Vor dem Hintergrund dieser kleinen Menge ist die Aussagekraft der folgenden Graphik begrenzt.

Welche Kennzahlen werden Sie im Text nennen?



Quelle: Warburg Research

Informationsgehalt reicht über Mindestanforderungen hinaus

Bedenkt man, dass die Unternehmen nicht dazu verpflichtet sind, die Zahlen selbst im Text anzugeben, sondern eine qualitative Beschreibung nach neuer Börsenordnung ausreicht, ist das Ergebnis zunächst überraschend – die Unternehmen machen sich mehr Arbeit und gewähren den Investoren tiefere Einblicke in ihre Quartalsergebnisse als nötig. Würde sich ein Unternehmen jedoch strikt an die Mindestanforderungen halten, so wäre es dem Investor nicht möglich, sich ein fundiertes Bild über die Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage des Unternehmens zu machen. Im Wettbewerb um Kapital geht es oft um Transparenz. Um auch zukünftig in dieser Hinsicht wettbewerbsfähig zu sein, müssen und werden die Unternehmen auch in der Zukunft einen hohen Informationsgehalt liefern – zumindest solange es ihre Wettbewerber tun.

DAX

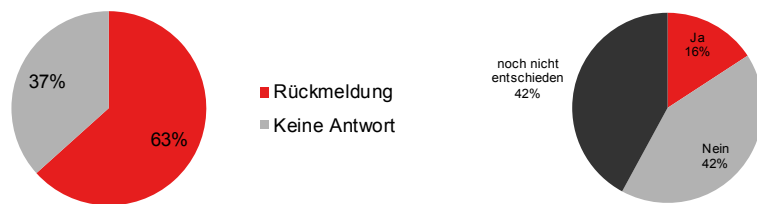
Von den 30 im DAX notierten Unternehmen, haben 19 an unserer Umfrage teilgenommen (63%). Davon planen 3 Unternehmen (16%) eine Änderung bei der zukünftigen Quartalsberichterstattung. Damit haben unterdurchschnittlich viele Unternehmen im Vergleich zur gesamten Stichprobe vor eine Änderung vorzunehmen. Acht Unternehmen wissen schon jetzt, dass sie nichts ändern werden und ebenso viele sind noch unentschieden.

19 Rückmeldungen, 16% der Unternehmen planen Änderungen

Feedback der im DAX notierten Unternehmen

Rückmeldungen der Unternehmen:

Sind Änderungen geplant?



Quelle: Warburg Research

Alle Unternehmen, von denen wir eine Rückmeldung erhalten haben, haben bisher eine vollständige GuV, Bilanz und Kapitalflussrechnung veröffentlicht. Lediglich in der divisionalen und regionalen Umsatz- und Ergebnisaufteilung ergeben sich Differenzen (siehe erste Graphik). Wie anhand der zweiten Graphik zu sehen ist, verzichtet zukünftig ein Unternehmen auf die regionale Umsatzaufteilung (Munich RE), wohingegen ein Unternehmen zukünftig eine KPI Tabelle veröffentlichen wird (Siemens).

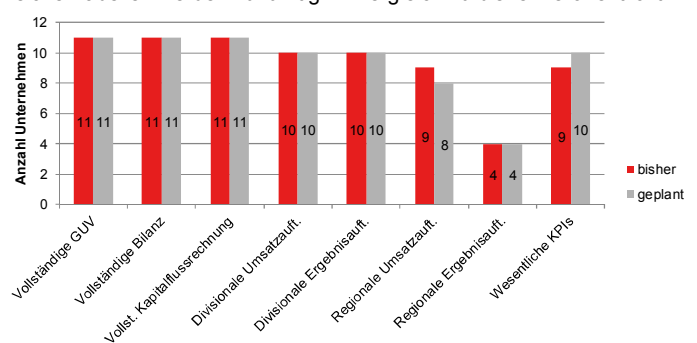
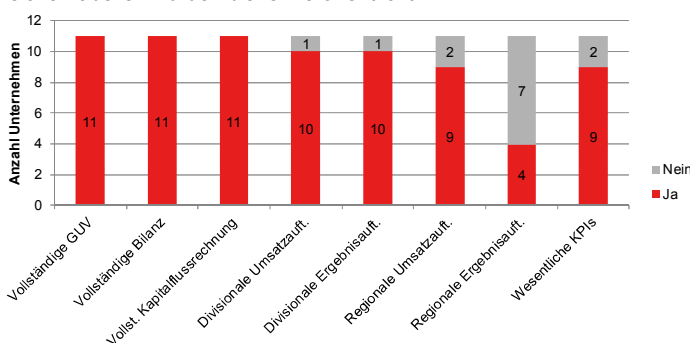
Insgesamt wird sich in Bezug auf die tabellarische, zahlenbasierten Darstellung der Finanzlage nicht viel verändern. Den Bemerkungen zufolge beziehen sich die Änderungen auf das Format (z.B. Thyssenkrupp wird zukünftig auf Bullet-Point-Format umstellen) sowie eine generelle Reduzierung des schriftlichen Umfangs und die Eliminierung von Redundanzen.

Bisherige Publikation der DAX Unternehmen:

Zukünftige Publikation der DAX Unternehmen:

Welche Tabellen wurden bisher veröffentlicht?

Welche Tabellen werden zukünftig im Vergleich zu bisher veröffentlicht?



Quelle: Warburg Research

MDAX

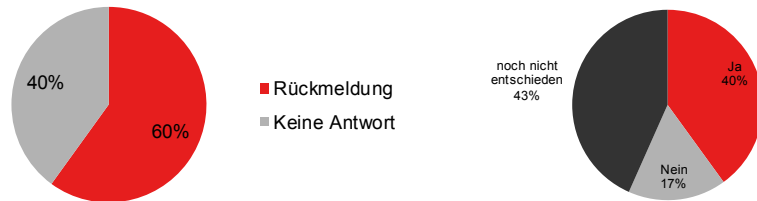
Von den 50 im MDAX notierten Unternehmen, haben 30 Unternehmen an unserer Umfrage teilgenommen (60%). Davon planen 12 Unternehmen (40%) eine Änderung, 5 keine Änderung und 13 Unternehmen sind noch unentschieden. Im Vergleich zum DAX ist damit der Anteil der Unternehmen, die eine Änderung beabsichtigen, wesentlich höher.

30 Rückmeldungen, 40% der Unternehmen planen Änderungen

Feedback der im MDAX notierten Unternehmen

Rückmeldungen der Unternehmen:

Sind Änderungen geplant?



Quelle: Warburg Research

Ähnlich wie bei denen im DAX notierten Unternehmen haben alle Unternehmen, von denen wir eine Rückmeldung erhalten haben, bisher die vollständige GuV, Bilanz und Kapitalflussrechnung veröffentlicht. Lediglich in der divisionalen und regionalen Umsatz- und Ergebnisaufteilung ergeben sich Differenzen (siehe erste Graphik).

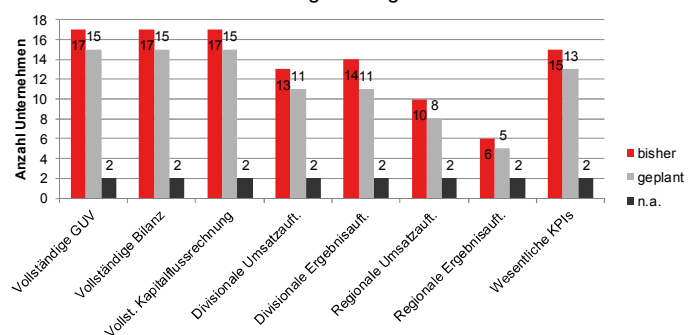
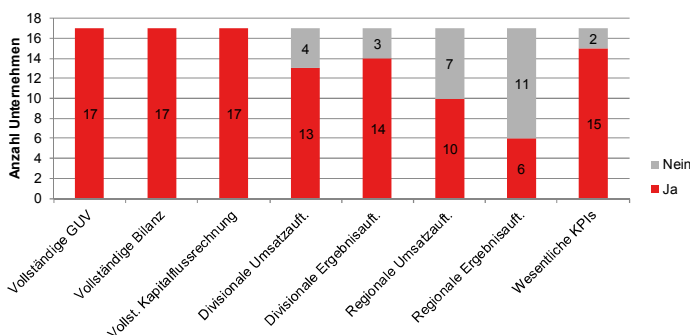
Bei den geplanten Änderungen ist das Bild nicht eindeutig, weil ein Teil der Unternehmen zwar eine Änderung beabsichtigt, das „wie“ aber noch nicht endgültig entschieden ist. Ein Unternehmen verzichtet zukünftig auf die Angabe der regionalen Umsätze und Ergebnisse (Metro), eins auf die Angabe der divisionalen Ergebnisaufteilung (Lanxess).

Auch hier ist den Kommentaren zu entnehmen, dass primär an der Kürzung des schriftlichen Umfangs gearbeitet wird: angegeben werden die Kürzung der Standardinformationen, des Makro-Teils und der Berichterstattung zur Aktie.

Bisherige Publikation der MDAX Unternehmen: Zukünftige Publikation der MDAX Unternehmen:

Welche Tabellen wurden bisher veröffentlicht?

Welche Tabellen werden zukünftig im Vergleich zu bisher veröffentlicht?



Quelle: Warburg Research

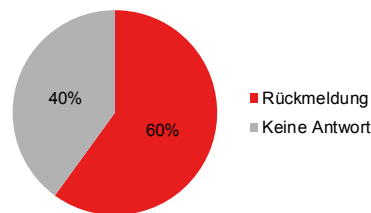
TecDAX

Von den 30 im TecDAX notierten Unternehmen haben 18 an unserer Umfrage teilgenommen (60%). Davon planen 8 Unternehmen (44%) eine Änderung bei der zukünftigen Quartalsberichterstattung, 5 Unternehmen planen keine Änderung und 5 sind noch unentschieden. Auch hier ist der Anteil der Unternehmen, die etwas ändern wollen, höher als bei den DAX Unternehmen. Im Vergleich zum DAX und MDAX ist zudem der Anteil der Unternehmen, die sich noch nicht entschieden haben, geringer.

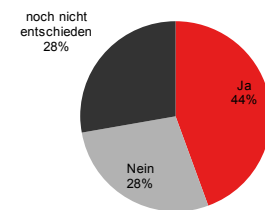
18 Rückmeldungen, 44% der Unternehmen planen Änderungen

Feedback der im MDAX notierten Unternehmen

Rückmeldungen der Unternehmen:



Sind Änderungen geplant?

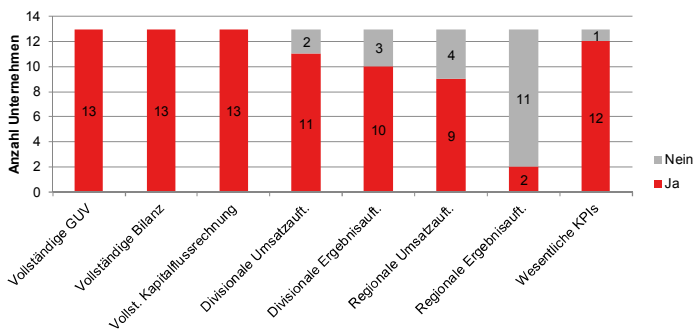


Quelle: Warburg Research

Anhand der zweiten Graphik ist zu sehen, dass lediglich bei der Bilanz eine Änderung in Bezug auf die tabellarische Darstellung der Finanzlage beabsichtigt ist (Drägerwerk). Ansonsten beziehen sich die geplanten Änderungen auch hier auf den schriftlichen Umfang. Kürzungen sind zudem im Konzernanhang und Lagebericht geplant.

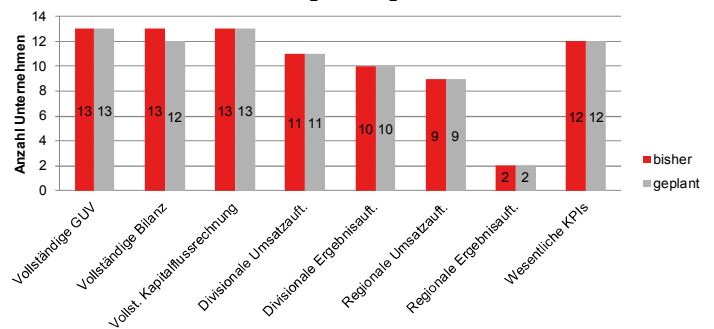
Bisherige Publikation der TecDAX Unternehmen:

Welche Tabellen wurden bisher veröffentlicht?



Zukünftige Publikation der TecDAX Unternehmen:

Welche Tabellen werden zukünftig im Vergleich zu bisher veröffentlicht?



Quelle: Warburg Research

SDAX

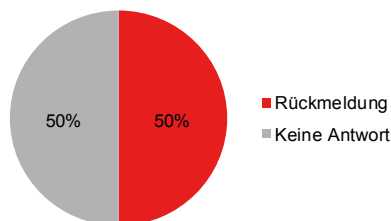
Von den 50 im SDAX notierten Unternehmen, haben 25 Unternehmen an unserer Umfrage teilgenommen (50%). Davon planen 11 Unternehmen (44%) eine Änderung, 7 Unternehmen keine Änderung und weitere 7 haben sich noch nicht entschieden.

25 Rückmeldungen, 44% der Unternehmen planen Änderungen

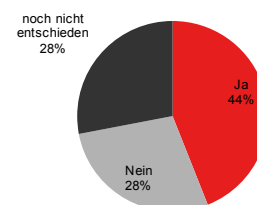
Feedback der im SDAX notierten Unternehmen

Unternehmen planen Änderungen

Rückmeldungen der Unternehmen:



Sind Änderungen geplant?



Quelle: Warburg Research

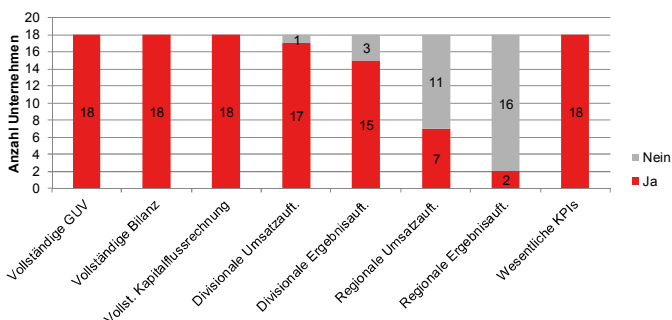
In Bezug auf die geplanten Änderungen ist hier erstmals eine merkliche Reduzierung der Zahlentiefe zu erkennen. Zwei Unternehmen werden zukünftig vollkommen auf die Veröffentlichung einer GuV, Bilanz oder Kapitalflussrechnung verzichten (Heidelberger Druck, Rational). Beide geben jedoch die regionale und divisionale Umsatzaufteilung tabellarisch an. Darüber hinaus planen die 11 Unternehmen, die eine Änderung beabsichtigen, auch hier eine Kürzung des schriftlichen Umfangs.

Die Reaktion der im SDAX gelisteten Unternehmen, die an unserer Umfrage teilgenommen haben, ist in Bezug auf das Ob und Wie im Vergleich zu den anderen Indizes am stärksten. Dies ist nicht verwunderlich: aufgrund der geringeren Liquidität und Handelbarkeit haben die Investoren dieser Aktien tendenziell einen längeren Investmenthorizont und die Relevanz von Quartalsberichten ist kleiner.

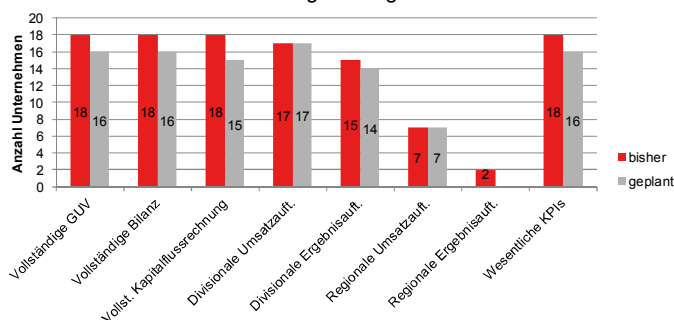
Bisherige Publikation der SDAX Unternehmen:

Zukünftige Publikation der SDAX Unternehmen:

Welche Tabellen wurden bisher veröffentlicht?



Welche Tabellen werden zukünftig im Vergleich zu bisher veröffentlicht?



Quelle: Warburg Research