

SONDERBEILAGE: AKTIENANALYSTENAWARD

Mehr Daten bedeuten nicht automatisch mehr Transparenz

Zu viel Information trübt den Blick für das Wesentliche

Börsen-Zeitung, 15.5.2009
Regulatorische Maßnahmen haben in der Vergangenheit zwar den Berichtsaufwand für Unternehmen dramatisch erhöht, aber die Qualität verfügbarer Information kaum gesteigert. Das zugrunde liegende Verständnis von Transparenz ist maßgeblich dafür verantwortlich.

Transparenz ist in der derzeitigen Finanzkrise eine oft gehörte Forderung. Marktaufsichten, Gesetzgeber, Standardsetter, Journalisten kritisieren Finanzdienstleister und Banken, sie seien intransparent in ihren Geschäftsaktivitäten. SRI-Investoren (Socially Responsible Investors) dehnen diesen Vorwurf häufig auf ganze Branchen aus und bemängeln, dass Unternehmensmanagement sich nicht in die Karten schauen lasse.

Klassische Reaktion

Typischerweise geht der Vorwurf mangelhafter Transparenz mit der Forderung nach mehr Informationen einher. Die klassische Reaktion auf intransparente Unternehmensberichterstattung ist die Frage nach mehr Daten. Als vor einigen Jahren die „Neuer-Markt-Blase“ platzte, verloren zahlreiche Investoren viel Geld. Plötzlich wurde der Kapitalmarktbereichsöffentlichkeit klar, dass ihr in vielerlei Hinsicht das Verständnis über Risiken des Investments in schnell wachsende Internet-, Telekommunikations- und Life-Science-Unternehmen fehlte. Es wurde vielen auch klar, dass Geschäftsideen von 25-jährigen Chief Executive Officers (CEOs), nach denen Rentner Eier, Butter, Milch im Internet kaufen würden, während sie sich nebenbei mit anderen Senioren in Chatforen über Aktientipps austauschen etc., wohl eher ins Reich des Märchens gehören.

Liest man Equity-Research-Berichte aus dieser Zeit, ist man zunächst schockiert, wie naiv und unbefangene der Glaube an Geschäftsmodelle war und wie wenig diese Modelle kritisch hinterfragt wurden. Aber waren die Unternehmensberichte unzureichend transparent? Gerne wird vergessen, dass am Neuen Markt Transparenzanforderungen galten, die heute noch nicht

in anderen Kapitalmärkten umgesetzt wurden.

Enron, Worldcom, Parmalat waren Auslöser für eine drastische Veränderung der Finanzberichterstattung mit dem Ziel, die Transparenz zu verbessern. Wer nach tangiblen Zeichen der Auswirkung dieser Transparenzbemühungen sucht, findet Beweise in den notorischen Disclaimern von Researchberichten oder Investmentprodukten wie auch im Umfang von Unternehmensberichten, bei denen 300 Seiten keine Seltenheit sind.

Der Ruf nach Transparenz ist vermutlich so alt wie die Kapitalmärkte. Ein Bonmot, das ich einmal an anderer Stelle gehört habe, lautet: „Transparenz ist Opium für das Volk in den Kapitalmärkten.“ Es gibt eigentlich nur eine Antwort auf die Frage, ob mehr Transparenz von Unternehmensberichten durch mehr Daten erzeugt werden kann. Und diese Antwort ist: Mehr Daten sind einfach mehr Daten!

Eine Art Tyrannei

In der Forschung hinlänglich bekannt sind Aspekte der Transparenz, die zu einer Art Tyrannei führen, das heißt einer Form der Pedanterie und Zwanghaftigkeit, die für die Fungibilität von Märkten und für die Effizienz von Entscheidungen lebensnotwendiges Vertrauen systematisch zerstört. Mehr noch: Es ist ebenfalls ausreichend erforscht, dass die Forderung nach weitergehender Rechenschaft (engl.: Accountability) unweigerlich zu einer Vergrößerung der damit einhergehenden Daten und Informationen führt, die aber ironischerweise das Verständnis von Zusammenhängen und das Begreifen von Wirkungsketten und kausalen Zusammenhängen erschwert. In einfacheren Worten: Auf bereits relativ hohem Niveau von Informationsverfügbarkeit – das ist das derzeitige Niveau von Unternehmensberichten sicherlich – verstellen zusätzliche Informationen Zusammenhänge und tragen nicht mehr dazu bei, Zusammenhänge aufzuklären. Die überwiegend praktizierte Anwendung von Transparenz beruht auf der antiquierten Idee des Homo oeconomicus, der

perfekte Information besitzt und diese effizient verarbeitet.

Für diejenigen, die ein taktisches Interesse an der Finanzkommunikation besitzen, bietet die Transparenzumsetzung nach dieser überkommenen Art einzigartige Möglichkeiten, „Nebelkerzen“ zu zünden und Informationen im Überfluss von Datendetails zu verstecken. So wird aus dem Konzernlagebericht nach DRS 15, der in der Theorie und vom Konzept her eine Art Executive Summary inklusive Ausblick in die Zukunft und Risikoabschätzung sein sollte, ein Datenfriedhof in schönster Prosaform. Transparenzanforderung erfüllt, aber keine Sorge, wird aufgrund des Umfangs eh nur, wenn überhaupt, überflogen.

Eine weitere, hier nur kurz erwähnte Form unzureichender, aber gerade dadurch taktisch gut nutzbarer Transparenzumsetzung beruht auf nicht durchstandardisierten Datenelementen. Was nutzen EPS, Ebit, Roce und andere sogenannte Non-GAAP-Elemente, wenn sie nach Herzenslust adjustiert werden können, die Adjustierungen aber nicht ausgewiesen werden? Bei manchen Unternehmen wird die Finanzanalyse dadurch zur Schnitzeljagd.

Transparenz der Berichterstattung muss vorrangig dem Verständnis und der Kenntnis des Unternehmens dienen. Finanzanalysten müssen nachvollziehen können, was eine Unternehmung berichtet, um die Ergebnisse mit dem eigenen Modell abgleichen zu können. Bei strukturierten Investmentprodukten müssen Investoren die zugrunde liegenden Kalkulationen und Prämissen des Underlying verstehen können.

Finanzanalysten ist nicht damit geholfen, zusätzliche Daten zu erhalten. Eine klar strukturierte Investor-Relations(IR)-Homepage ist besser als ein Informationsportal, in dem vor lauter Bäumen der Wald nicht mehr zu finden ist.

Hier sind zwei Vorschläge, wie Transparenz von Unternehmensberichten auf ein höheres Niveau gehoben werden kann. Eine Standardisierung von Non-GAAP-Elementen wie EPS oder Ebit ist eine der DVFA sehr naheliegende Forderung, deren Umsetzung aber aufgrund der weit vorgeschrittenen Integration inter-

nationaler Kapitalmärkte nicht nachhaltig umzusetzen sein dürfte. Was aber umsetzbar ist, wäre, Unternehmen zu verpflichten, alle (AL-LE!) Elemente, die sie zur Kalkulation von Non-GAAPs verwendet, adjustiert, bereinigt haben, in einem interaktiven Datenformat wie XBRL zu veröffentlichen. Es handelt sich um einen überschaubaren Kranz

von Elementen, die – da sie elektronisch verfügbar gemacht werden – von Investment Professionals nach ihrem eigenen Gusto weiterverarbeitet werden können.

Die zweite Idee betrifft eher die Finanzdienstleistungsindustrie und stammt von Don Tapscott, einem der Vordenker digitaler Medien, der vorgeschlagen hat, dass Anbieter

von Investmentprodukten anstatt Verkaufsprospekte durch zusätzliche Daten aufzublähen, die zugrunde liegenden Algorithmen veröffentlichen (inklusive Kalkulationen, Risiken, Performance-Annahmen etc.).

.....
Ralf Frank, Geschäftsführer der DVFA GmbH