

Alternative Performance Measures – neueste Entwicklungen und Erkenntnisse aus der internationalen Forschung

Tam P. Dinh Thi', Wolfgang Schultze, Chang Zhao

Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Dinh Thi', Tam P., Wolfgang Schultze, and Chang Zhao. 2018. "Alternative Performance Measures – neueste Entwicklungen und Erkenntnisse aus der internationalen Forschung." *Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR)* 18 (10): 460–66.

Nutzungsbedingungen / Terms of use:

licgercopyright

Dieses Dokument wird unter folgenden Bedingungen zur Verfügung gestellt: / This document is made available under these conditions:

Deutsches Urheberrecht

Weitere Informationen finden Sie unter: / For more information see:

<https://www.uni-augsburg.de/de/organisation/bibliothek/publizieren-zitieren-archivieren/publiz/>



Alternative Performance Measures – Neueste Entwicklungen und Erkenntnisse aus der internationalen Forschung

Tami Dinh*
Wolfgang Schultze**
Chang Zhao*

Zusammenfassung

Die traditionelle Finanzberichterstattung steht zunehmend einer Vielzahl von Herausforderungen gegenüber. Mit der wachsenden Bedeutung zusätzlicher Performancemaße über die „Triple Bottom Line“ der ökonomischen, ökologischen und sozialen Zielerreichung des Unternehmens werden immer häufiger zusätzliche alternative Performancemaße berichtet. Diese spielen eine zunehmend wichtige Rolle in der Kommunikation langfristiger und nachhaltiger Erfolgsaussichten der Unternehmen. Inwiefern diese Alternativen Performancemaße tatsächlich einen höheren Informationsgehalt aufweisen oder von Unternehmen aus opportunistischen Beweggründen verwendet werden, wird in der Forschung kontrovers diskutiert. Der Beitrag gibt einen Einblick in den wissenschaftlichen Diskurs und zeigt internationale Unterschiede hinsichtlich Regulierung und Anpassungsarten auf.

*Universität St. Gallen, Institut für Accounting, Controlling, Auditing

** Universität Augsburg, Lehrstuhl für Wirtschaftsprüfung und Controlling

1. Einleitung

Über die traditionelle Finanzberichterstattung hinaus gewinnen in jüngster Zeit diverse zusätzliche Performancemaße eine zunehmende Bedeutung. In der internen Unternehmenssteuerung werden verstärkt individuelle „Key Performance Indicators“ (KPI), d.h. zentrale Leistungsindikatoren verwendet, die auch ökologische, soziale und die Corporate Governance betreffende Aspekte (*Environmental, Social and Governmental Aspects*, ESG) abdecken. Insbesondere institutionelle Anleger wie Versicherungen und Pensionsfonds sind an diesen Informationen interessiert, um die nachhaltige Unternehmensentwicklung besser abschätzen zu können. Daher sind solche KPI nicht nur intern von zentraler Bedeutung, sondern finden sich auch verstärkt auch im Lagebericht der Unternehmen wieder.¹ Auf Basis dieser zusätzlichen Informationen soll ein besseres Bild hinsichtlich Zukunftsfähigkeit und langfristiger Erfolgsaussichten gegeben werden. Beispiele solcher KPI sind sehr vielfältig und reichen von Energie- und Ressourcenverbrauch, Emissionen, Umgang mit erneuerbaren Energien bis hin zu Fragen der Korruption, Produktsicherheit, Kundenzufriedenheit, Abfallverursachung, Arbeitsbedingungen im Ausland sowie Mitarbeiter.²

Aus diesem Grund werden auch nicht nur die Finanzberichte selbst immer umfangreicher, sondern Unternehmen veröffentlichen darüber hinaus zusätzliche, umfassende Nachhaltigkeits- bzw. *Corporate Responsibility* Berichte. Im Gegensatz zu Rechnungslegungsstandards als Grundlage zur Ermittlung von Finanzinformationen, gibt es keine konkreten verbindlichen Regeln zur Ermittlung solcher Zusatzinformationen. Dies erschwert die Vergleichbarkeit solcher Informationen erheblich. Entsprechend gibt es sowohl national als auch international Bemühungen, einheitliche Definitionen bzw. Standards zu schaffen, um die große Anzahl der in der Praxis verwendeten KPI branchenspezifisch auf wesentliche Indikatoren zu reduzieren.³

Im Rahmen dieser Nachhaltigkeitsberichterstattung zur sog. „Triple Bottom Line“ hinsichtlich der Erreichung der ökonomischen, ökologischen und sozialen Ziele des Unternehmens wird immer häufiger über zusätzliche alternative Performancemaße (APM) berichtet. Im Gegensatz zur Finanzberichterstattung auf Basis von Rechnungslegungsstandards bietet diese sog. Pro-Forma Berichterstattung eine andere Perspektive auf die Performance eines Unternehmens. Sie

¹ Vgl. *Fink/Kajüter/Winkeljohann*, Lageberichterstattung – HGB, DRS und IFRS Practice Statement Management Commentary, Stuttgart 2013 S. 42 ff.

² Vgl. *Hesse*, Nachhaltig mehr Wert – Der Informationsbedarf von Investoren und Analysten nach branchenspezifischen „Sustainable Development Key Performance Indicators“ (SD-KPIs) in Lageberichten deutscher Unternehmen, hrsg. v. Deloitte, München 2007 S. 5ff.

³ Vgl. EFFAS/DVFA KPIs for ESG – A Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation, Version 3.0, Frankfurt a.M. 2010, S. 7 ff.

erlaubt insbesondere einen Einblick darin, was die Unternehmen selbst als angemessenes und informatives Maß für die nachhaltige, periodische Leistung ansehen.

APM ist ein erst in jüngster Zeit entstandener Begriff für die im angelsächsischen Sprachraum als *non-GAAP earnings* bezeichneten Pro-Forma Ergebnisgrößen. Diese Zahlen werden von Unternehmen selbst veröffentlicht und sind zu unterscheiden von sog. *street earnings*. Letztere sind modifizierte Ergebnisgrößen, die von professionellen Dienstleistern aus dem Bereich der Finanzanalyse publiziert werden und stellen eigenständige Leistungskennzahlen am Markt dar, die durch autonome Anpassungen durch Aktienanalysten zustande kommen.

Die europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA definiert APM als „Finanzkennzahlen der vergangenen oder zukünftigen finanziellen Leistung, Finanzlage oder Cashflows, ausgenommen Finanzkennzahlen, die im einschlägigen Rechnungslegungsrahmen definiert oder ausgeführt sind.“⁴ Im Allgemeinen handelt es sich somit um modifizierte Ergebnisgrößen, d.h. das berichtete Periodenergebnis wird um bestimmte Effekte „korrigiert“. Da dies auf freiwilliger Basis erfolgt, unterliegen APM grundsätzlich auch nicht der gesetzlichen Abschlussprüfung. Zu finden sind APM in Pressemitteilungen und Geschäftsberichten, wo sie meist an hervorgehobener Stelle platziert werden. Beispiele sind etwa ein „Jahresüberschuss vor Sondereinflüssen“ oder das „um einmalige Effekte bereinigte operative Ergebnis“. APM haben zudem die Tendenz, sich in bestimmten Branchen zu konzentrieren. In den USA kommen sie vermehrt in High-Tech-Unternehmen und im produzierenden Gewerbe vor.⁵ Unter den europäischen Unternehmen konzentriert sich die Verwendung der APM im produzierenden Gewerbe, in der Material- und Elektronikbranche sowie in der Logistik- und Kommunikationsbranche.⁶

Die zunehmende Tendenz und Bedeutung von individuellen APM stellt eine Herausforderung für die Standardsetter und die damit verbundenen Regulierungsbehörden dar. Das IASB bezeichnete jüngst Pro-Forma Ergebnisgrößen als eine Bedrohung für die Integrität der IFRS-Finanzberichterstattung. Dies macht deutlich, wie sehr die Verwendung von APM den Standardsettern ein Dorn im Auge ist.⁷

Wegen des freiwilligen, unregelmäßigen Charakters der APM Berichterstattung stellt sich die Frage, inwiefern diese Informationen für die Adressaten tatsächlich nützlich sind, oder ob Unternehmen diese vor allem als Mittel der opportunistischen Bilanzpolitik nutzen. Dieser Beitrag

⁴ ESMA 2015. ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures, ESMA/2015/1415en Tz. 17.

⁵ Vgl. *Bhattacharya/Black/Christensen/Mergenthaler*, Accounting Horizons 2004 S.31.

⁶ Vgl. *Isidro/Marques*, The International Journal of Accounting 2013 S. 298.

⁷ Vgl. <https://blogs.wsj.com/cfo/2016/05/11/iasb-chair-rings-alarm-over-use-of-non-gaap-measures/> (15.8.2018).

gibt einen Überblick über internationale wissenschaftliche Studien zu APM welche letztere Frage detailliert untersuchen. Zahlreiche Forschungsarbeiten zu Kapitalmarkreaktionen analysieren, welches der Motive überwiegt. Im folgenden Abschnitt werden zunächst internationale Unterschiede hinsichtlich des regulatorischen Umfelds sowie der Anpassungsarten bei der APM Berichterstattung beleuchtet bevor die neuesten Entwicklungen und Ergebnisse in der internationalen Forschung aufgezeigt werden.

2. Internationale Unterschiede

2.1. Regulatorisches Umfeld

Eine Zäsur hinsichtlich der Veröffentlichung von APM stellte bereits im Jahre 2003 die Regulierung Regulation G (RegG)⁸ im US-amerikanischen Raum dar: als Antwort auf die zahlreichen Bilanzskandale um die Jahrtausendwende und die daraus entstandenen Zweifel an der Qualität der Finanzberichterstattung wurde im Zuge des Sarbanes-Oxley-Acts diese Regulierung durch die US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde SEC erlassen. Ziel der Regulierung war es, die Qualität von non-GAAP earnings zu verbessern. Seitdem müssen Unternehmen eine Überleitungsrechnung von Pro-Forma zu berichtetem Periodenergebnis offenlegen. Neben dieser „*specific provision*“ gilt auch die sog. „*general provision*“, d.h. APM dürfen grundsätzlich keine irreführenden Angaben oder Auslassungen hinsichtlich wesentlicher Tatsachen enthalten. Die angepassten Größen müssen gleichberechtigt zu den berichteten Periodengrößen oder an hervorgehobener Stelle ausgewiesen werden. Weiterhin muss deren Nützlichkeit aus Investorensicht begründet werden. Betroffene Kommunikationswege sind insbesondere Pressemitteilungen, Telefonkonferenzen und Präsentationen. Darüber hinaus regelt Item 10 der Regulierung S-K, dass auch SEC Filings wie Jahres- und Quartalsberichte, d.h. Form 10-K bzw. 10-Q, den Vorschriften unterliegen. Trotz ihrer Rechtsverbindlichkeit bildete erstmals im Jahr 2009 die Regulierung die rechtliche Grundlage für eine Klage aufgrund von vorsätzlicher Täuschung.⁹

Derart weitreichende gesetzliche Restriktionen für APM wie in den USA gibt es auf europäischer Ebene bisher nicht. Das Committee of European Securities Regulators (CESR) hat im Jahr 2005 zwar Empfehlungen zur Publizität von Pro-Forma Ergebnisgrößen verabschiedet, die inhaltlich RegG ähneln, jedoch im Gegensatz zur US-amerikanischen Regulierung nicht verpflichtend sind. Auch die im Juli 2016 in Kraft getretenen Leitlinien zu APM der seit 2011 neu

⁸ Vgl. SEC 2002. Final Rule: Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures, <https://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm> (27.06.2018).

⁹ Vgl. SEC 2009. SEC Charges Safenet Inc. And Two Former Senior Officers in Earnings Management And Options Backdating Schemes, <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr21290.htm> (29.06.2018).

benannten europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) gehen über einen Empfehlungscharakter nicht hinaus.¹⁰ Im Gegensatz zur U.S.-amerikanischen Regulierung sind keine Zahlen in Geschäftsberichten betroffen, sondern im Wesentlichen Management-Berichte und Pressemitteilungen, die der *Transparency Directive* und Art. 17 der *Market Abuse Regulation* unterliegen.¹¹ Ein Großteil der veröffentlichten Pro-Forma Kennzahlen wird somit nicht abgedeckt. Insbesondere von den nationalen Aufsichtsbehörden wird hierbei erwartet, dass die ESMA-Leitlinien auch umgesetzt werden. In Deutschland hat die BaFin kurz nach deren Veröffentlichung bestätigt, der Aufsicht über die Einhaltung der Leitlinien nachzukommen.¹² Obwohl die ESMA Leitlinien nicht verpflichtend sind, finden sich dennoch zahlreiche Unternehmen, die die Berechnung ihrer APM sehr transparent aufzeigen.

Abb. 1: Überleitungsrechnung Bayer 1. Quartal 2018

Bereinigtes Konzernergebnis je Aktie

Das Ergebnis je Aktie (gesamt) belief sich im 1. Quartal 2018 auf 2,24 € (Vorjahr: 2,39 €; –6,3 %). Das bereinigte Ergebnis je Aktie aus fortzuführendem Geschäft verringerte sich um 1,3 % auf 2,28 € (Vorjahr: 2,31 €).

A 3		
Bereinigtes Ergebnis je Aktie „Core EPS“ ¹		
in Mio. €	Q1 2017	Q1 2018
EBIT (gemäß Gewinn- und Verlustrechnung)	2.427	2.310
Abschreibungen / Wertminderungen / Wertaufholungen von immateriellen Vermögenswerten	342	297
Wertminderungen / Wertaufholungen von Sachanlagen und in den Sondereinflüssen enthaltene beschleunigte Abschreibungen	13	7
Sondereinflüsse (ohne Abschreibungen / Wertminderungen / Wertaufholungen)	55	78
„Core EBIT“	2.837	2.692
Finanzergebnis (gemäß Gewinn- und Verlustrechnung)	– 296	130
Sondereinflüsse Finanzergebnis	35	– 236
Ertragsteuern (gemäß Gewinn- und Verlustrechnung)	– 424	– 494
Sondereinflüsse Ertragsteuern	–	–
Steuereffekte bezogen auf Abschreibungen / Wertminderungen / Wertaufholungen und Sondereinflüsse	– 138	– 107
Ergebnis nach Ertragsteuern auf nicht beherrschende Anteile entfallend (gemäß Gewinn- und Verlustrechnung)	2	–
Auf andere Gesellschafter entfallender Anteil der oben dargestellten Anpassungen	–	–
Bereinigtes Konzernergebnis aus fortzuführendem Geschäft	2.016	1.985
in Stück		
Gewichtete durchschnittliche Anzahl der Aktien	871.387.808	872.467.808
in €		
Bereinigtes Ergebnis je Aktie aus fortzuführendem Geschäft „Core EPS“	2,31	2,28

¹ Zur Definition siehe Geschäftsbericht 2017, A 2.4 „Alternative Leistungskennzahlen des Bayer-Konzerns“

Quelle: <https://www.investor.bayer.de/securedl/16040> (15.08.2018).

Abbildung 1 zeigt ein Beispiel zur APM Berichterstattung von *Bayer* im 1. Quartal 2018 einschließlich Überleitung vom EBIT gemäß Gewinn- und Verlustrechnung über ein sog. „Core EBIT“ zum sog. „bereinigten Konzernergebnis aus fortzuführendem Geschäft“. Hierbei ist ein Großteil der Anpassungen auf Abschreibungen, Wertminderungen und Wertaufholungen von

¹⁰ Vgl. ESMA 2015. ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures, ESMA /2015 /1415en.

¹¹ Für eine vergleichende tabellarische Übersicht vgl. *Dinh/Thielemann*, IRZ 10/2016 S. 416.

¹² Vgl. ESMA 2016. ESMA Guidelines compliance table on Guidelines on Alternative Performance Measures, ESMA/2015/1415 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-32-67-184_compliance_table_-_guidelines_on_apms.pdf (29.06.2018).

immateriellen Vermögenswerten zurückzuführen. Weiterhin werden die Sondereinflüsse offen unterteilt in solche das Finanzergebnis und jene die Ertragsteuern betreffend.

Vor Umstellung auf die IFRS wurde in Deutschland häufig das DVFA Ergebnis als angepasste Ergebnisgröße verwendet. Es wurde von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management gemeinsam mit der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. entwickelt und war bis in die 1990er Jahre das in Deutschland führende Berechnungsschema für ein von Sondereinflüssen bereinigtes HGB-Jahresergebnis. Mit der Umstellung auf IFRS verlor es jedoch an Bedeutung.¹³ In Deutschland gibt es keine explizite Regulierung für die Pro-Forma Berichterstattung. Lediglich im Rahmen der Adhoc-Publizität ist seit der Reform des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) im Jahre 2002 bis zur Fassung im Jahr 2016 vorgeschrieben, dass veröffentlichte Kennzahlen „im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen“¹⁴ müssen.

Die größte Schweizer Börse SIX hat am 20.3.2018 eine Richtlinie betreffend die Verwendung von alternativen Performancekennzahlen verabschiedet, welche am 01.01.2019 in Kraft tritt. Die Richtlinie ist an bestehende internationale Leitlinien wie die der ESMA und auch der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) angelehnt.¹⁵ Dabei werden in bestimmten Bereichen pragmatischere Ansätze erlaubt. So gibt es bspw. keine spezifische Definition wie eine alternative Performancekennzahl zu einer vergleichbaren berichteten Größe im Verhältnis stehen muss. Ebenso ist keine retrospektive Anpassung der Vorjahreszahlen notwendig, wenn ein Unternehmen diese nicht kontinuierlich veröffentlicht.¹⁶

Global gibt es demnach erhebliche Unterschiede was die Klarheit sowie rechtliche Bindung von veröffentlichten APM betrifft. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass die Berechnung und die Anwendung von APM international ebenso unterschiedlich ist.

2.2. APM im internationalen Vergleich

Insbesondere seit Ende der 1990er Jahre schließen Unternehmen häufig einmalige Posten, wie bspw. Fusions- und Akquisitionskosten, systematisch aus, um nachhaltige Gewinne für Investoren hervorzuheben und Kernleistungen darzustellen.¹⁷ Studien über APM mit detailliertem

¹³ Vgl. *Gronewold/Sellhorn*, DBW 2009 S. 108.

¹⁴ WpHG in der vor dem 02.07.2016 geltenden Fassung, § 15 Abs. 1 Satz 6.

¹⁵ Vgl. IOSCO 2016. Statement on Non-GAAP Financial Measures – Final Report, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD532.pdf> (29.06.2018).

¹⁶ Vgl. *Leibfried/Linden/Jurt/Bischoff*, KPMG 2018 S. 10.

¹⁷ Vgl. *Bhattacharya/Black/Christensen/Larson*, Journal of Accounting and Economics 2003 S. 316; *Bhattacharya/Black/Christensen/Mergenthaler*, Accounting Horizons 2004 S. 34; *Lougee/Marquardt*, The Accounting Review 2004 S. 788.

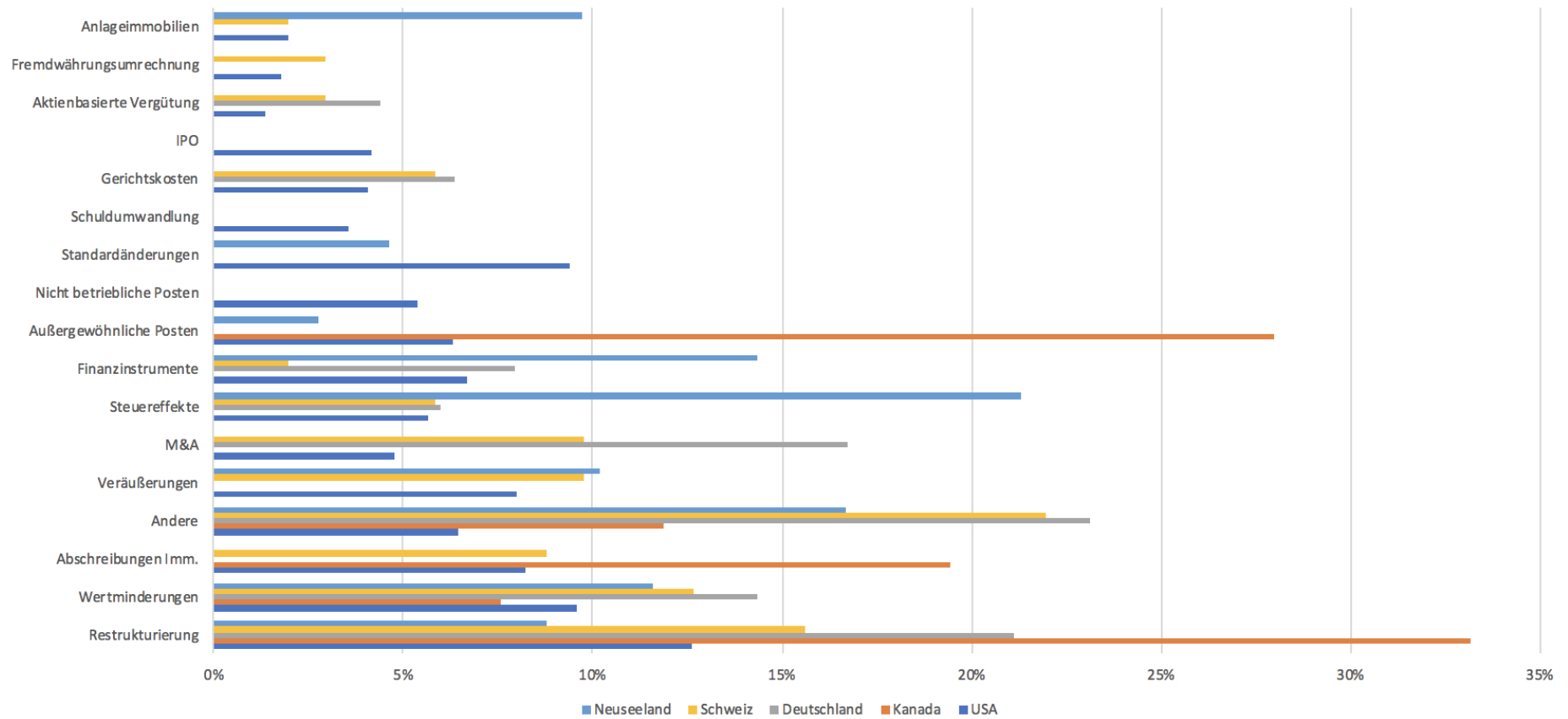
Einblick in die Arten der Anpassung sind selten, da dies ein hohes Maß an manueller Datenerhebung erfordert. Abb. 2 zeigt die empirische Auswertung der fünf umfassendsten Studien in den USA, Kanada, Deutschland, der Schweiz und Neuseeland. Die Balken stellen pro Land die prozentuale Häufigkeit einer Anpassungsart als Anteil aller Anpassungen in der jeweiligen Studie dar.

Die Darstellung macht deutlich, dass hierbei die Restrukturierungsaufwendungen am häufigsten wieder zum Periodenergebnis addiert werden, gefolgt von Wertminderungen (Impairments) und Abschreibungen von immateriellen Werten. Eine große Bedeutung haben Anpassungen für nicht wiederkehrende, „außergewöhnliche“ Posten („special items“), die insbesondere in Kanada als Sammelbecken vieler einzelner Anpassungen zu dienen scheinen. Darüber hinaus sind Anpassungen für Veräußerungen von Konzernteilen sowie M&A-bezogene Kosten in allen Ländern sehr häufig zu finden. Lediglich in der kanadischen Studie werden diese nicht eigens ausgewiesen, sondern verbergen sich offenbar in anderen „außergewöhnlichen“ Posten. Ähnlich verhält es sich mit anderen einzelnen Anpassungsarten wie beispielsweise Gerichtskosten und Standardänderungen. Große Bedeutung haben weitere andere Anpassungsarten wie bspw. für Kosten aus der Beendigung von Arbeitsverhältnissen oder Produktrückrufen (unter „andere“ zusammengefasst). Durch die Abbildung wird deutlich, dass die vergleichsweise am häufigsten verwendeten Anpassungsarten für die fünf untersuchten Länder übereinstimmen, unabhängig von den vorherrschenden Rechnungslegungsvorschriften.

Abb. 2: APM Anpassungen – Ein internationaler Vergleich¹⁸

¹⁸ Vgl. *Entwistle/Feltham/Mbagwu*, Journal of International Accounting Research 2005 S. 12; *Entwistle/Feltham/Mbagwu*, Accounting Horizons 2006 S. 50; *Hitz*, Accounting in Europe 2010 S. 75; *Rainsbury/Hart/Buranavityawut*, Pacific Accounting Review 2015 S. 338; *Leibfried/Linden/Jurt/Bischoff*, KPMG 2018 S. 15.

Pro-Forma Anpassungen - Ein internationaler Vergleich



3. Entscheidungsnützlichkeit versus adverse Anlegerbeeinflussung

Untersuchungen aus dem US-amerikanischen Raum zeigen, dass das Ausmaß von Veröffentlichungen von APM seit den frühen 1980er Jahren bis zur Verabschiedung von RegG erheblich zugenommen hat.¹⁹ Studien außerhalb der USA konstatieren ebenso eine zunehmende Veröffentlichung von APM, insbesondere bei großen börsennotierten Unternehmen. Hitz (2010) stellt beispielsweise bei seiner Befragung der deutschen börsennotierten Unternehmen aus den DAX-Indizes und MDAX-Indizes fest, dass 86% der Unternehmen mindestens eine Pro-Forma Ergebnisgröße publizieren.²⁰

Mit der zunehmenden Popularität der Pro-Forma Berichterstattung standen sowohl die Aufsichtsbehörden, die allgemeine Öffentlichkeit als auch die Wissenschaft den APM traditioneller Weise überwiegend skeptisch gegenüber. Die Forschung hat sich daher zunächst hauptsächlich auf ein besseres Verständnis für die Motive der Pro-Forma Berichterstattung konzentriert. Unternehmen können mit der Angabe von Pro-Forma Ergebnisgrößen zwei verschiedene Motive verfolgen, deren Gewichtung für externe Bilanzleser nicht ersichtlich ist.

Auf der einen Seite können sie ihre nachhaltige operative Ertragskraft betonen und die Prognosetauglichkeit der regulierten Ergebnisgrößen im Interesse der Anleger erhöhen, indem sie Einmaleffekte, außerbetriebliche Posten und andere nicht-operative Komponenten aus dem berichteten Periodenergebnis eliminieren. Auf der anderen Seite besteht die Gefahr, dass das Management seine gegenüber dem Kapitalmarkt bestehende Informationsasymmetrie opportunistisch nutzt, um die Ertragslage aus eigennützigen Motiven positiver gegenüber den berichteten Ertragsgrößen erscheinen zu lassen. Dies ist insbesondere dann problematisch, wenn Unternehmen die Berechnung ihrer APM, bspw. im Rahmen einer Überleitungsrechnung, gerade nicht offenlegen. Inwiefern APM in der Praxis tatsächlich eine höhere Prognosekraft als die regulierten Ergebnisgrößen aufweisen bzw. eher aus opportunistischen Motiven berichtet werden, ist in der Wissenschaft aus unterschiedlichen Gesichtspunkten untersucht worden. In der Tat gibt es hierbei stützende Befunde für beide Sichtweisen.

¹⁹ Vgl. *Bhattacharya/Black/Christensen/Mergenthaler*, Accounting Horizons 2004 S. 31; *Black/Black/Christensen/Heninger*, Journal of Business Finance & Accounting 2012 S. 884.

²⁰ Vgl. *Hitz*, Accounting in Europe 2010 S.73.

Tabelle 1: Wissenschaftliche Ergebnisse zur Motivation APM zu veröffentlichen

Beitrag	Land	Zeitraum/	Forschungsmethode	Ergebnis	Motiv
Barth/Gow/Taylor, Review of Accounting Studies 2012	USA	1998-2005	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Aufwendungen für aktienbasierte Vergütung werden von Unternehmen aus opportunistischen Gründen zur Berechnung von Pro-Forma Gewinnen ausgeschlossen (Gewinnerhöhung, Gewinnglättung, Treffen von Gewinnerwartungen). Analysten führen die Anpassung durch um die Prognosefähigkeit ihrer <i>Street</i> Gewinne zu erhöhen.	Opportunistisch (Manager) vs. Informativ (Analysten)
Bhattacharya/Black/Christensen/Larson, Journal of Accounting and Economics 2003	USA	1998-2000	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Pro-Forma Ertragszahlen sind signifikant höher als die berichteten und <i>Street</i> Ertragszahlen, weisen öfter einen Gewinn aus und erreichen/übertreffen öfter Analystenprognosen. Andererseits sind Pro-Forma Gewinne informativer und nachhaltiger als die berichteten Betriebsgewinne.	Beides
Bhattacharya/Black/Christensen/Mergenthaler, Accounting Horizons 2004	USA	1998-2000	Deskriptive Analyse	In 13% der Fälle wird aus einem berichteten Verlust ein Pro-Forma Gewinn. In 41% der Fälle werden Analystenprognosen erst durch Anpassungen übertroffen. APM Anpassungen sind unternehmens- und zeitraumübergreifend inkonsistent.	Opportunistisch
Black/Black/Christensen/Heninger, Journal of Business Finance & Accounting 2012	USA	1998-2006	Deskriptive Analyse	Bevor RegulationG in den USA in Kraft trat nutzten 37% der Unternehmen Pro-Forma Gewinne, um Gewinnziele zu übertreffen. Danach waren es noch 30%.	Informativ
Black/Christensen, Journal of Business Finance & Accounting 2009	USA	1998-2003	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	APM Anpassungen, sowohl wiederkehrender als auch einmaliger Natur, werden häufig verwendet, um eine Gewinnerwartung zu erfüllen oder einen GAAP Verlust in einen Pro-Forma Gewinn umzuwandeln.	Opportunistisch
Bowen/Davis/Matsumoto, The Accounting Review 2005	USA	2001-2002	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Unternehmen deren berichtete Gewinne schlechter den Marktwert erklären, betonen in Pressemitteilungen stärker ihre Pro-Forma Gewinne. Die Reaktion des Aktienmarktes auf die Pro-Forma Gewinne steigt mit der Stärke der Betonung.	Informativ
Brown/Christensen/Elliott/Mergenthaler, Journal of Accounting Research 2012	USA	1998-2005	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Mit zunehmender Anlegerstimmung steigt 1. die Veröffentlichung von Pro-Forma Gewinnen; 2. der Größenumfang der Anpassungen; 3. die Anzahl von Ertragsanpassungen geringerer Qualität; 4. die Betonung von Pro-Forma Gewinnen in Pressemitteilungen; 5. die Anzahl von APM Anpassungen, um Ertragsziele zu erreichen oder zu übertreffen.	Opportunistisch
Curtis/McVay/Whipple, The Accounting Review 2014	USA	2004-2009	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Untersuchung von vorübergehenden Erträgen und Aufwendungen: Werden zur Berechnung von Pro-Forma Gewinnen vorübergehende Erträge ausgeschlossen, dann sind die Pro-Forma Gewinne kleiner als die berichteten Periodenergebnisse und mehrheitlich informativer. Dies hängt jedoch von den einzelnen Unternehmen ab.	Beides, mehrheitlich jedoch informativ

Doyle/Jennings/ Soliman, Journal of Accounting and Economics 2013	USA	1988-1999	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Manager definieren APM Erträge opportunistisch, um Analystenprognosen zu übertreffen.	Opportunistisch
Doyle/Lundholm/ Soliman, Review of Accounting Studies 2003	USA	1988-1999	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Aufwendungen, die zur Ermittlung der Pro-Forma Gewinne herausgerechnet werden, prognostizieren geringere zukünftige Cashflows und sind negativ mit zukünftigen Aktienrenditen assoziiert. Entsprechend sollten sie nicht angepasst werden. Allerdings wird diese Information vom Markt nicht vollständig verarbeitet.	Opportunistisch
Entwistle/Feltham/ Mbagwu, Accounting Horizons 2006	USA	2001-2003	Deskriptive Analyse	Der Anteil der Unternehmen, die Pro-Forma Erträge veröffentlichen, sinkt im Zeitablauf von 77% auf 54%. Ebenso ist der Unterschied pro Aktie zwischen Pro-Forma und GAAP Gewinn im Zeitablauf kleiner. Insgesamt präsentieren Unternehmen Pro-Forma Gewinne weniger irreführend in Pressemitteilungen.	Informativ
Entwistle/Feltham/ Mbagwu, Journal of Accounting, Auditing & Finance 2010	USA	1998-2000	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	APM Erträge sind wertrelevanter als <i>Street earnings</i> und GAAP Erträge. Sie sind auch eine überlegene Kennzahl für die Prognose zukünftiger Erträge im Vergleich zu den GAAP Erträgen.	Informativ
Entwistle/Feltham/ Mbagwu, Journal of International Accounting Research 2005	USA und Kanada	2001	Deskriptive Analyse	US Manager neigen dazu, Pro-Forma Erträge häufiger offenzulegen, Pro-Forma Gewinne stärker im Vergleich zu dem berichteten Gewinn zu betonen und gewinnsteigernde Anpassungen durchzuführen als kanadische Manager. In beiden Ländern werden Pro-Forma Gewinne häufig verwendet, um die Wahrnehmung der Unternehmensleistung zu beeinflussen.	Opportunistisch
Hitz, Accounting in Europe 2010	Deutschland	2005-2006	Deskriptive Analyse	In den Pressemitteilungen werden Pro-Forma Gewinne stärker betont als berichtete Gewinne und nur 32,7% der Unternehmen veröffentlichen eine vollständige Überleitung zwischen berichtetem und Pro-Forma Gewinn.	Opportunistisch
Isidro/Marques, European Accounting Review 2015	Europa	2003-2007	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Manager verwenden häufiger APM Informationen zur Zielerreichung in Ländern, in denen der Druck höher ist, Gewinnziele zu erreichen und weniger Möglichkeiten zur Manipulation der berichteten Gewinne bestehen,	Opportunistisch
Isidro/Marques, The International Journal of Accounting 2013	Europa	2005	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Die Offenlegung von APM Kennzahlen in Pressemitteilungen ist wahrscheinlicher, wenn Vergütungsverträge von Vorstandsmitgliedern mit der Marktpformance des Unternehmens zusammenhängen. Unternehmen neigen dann auch dazu, im Titel der Pressemitteilung APM Kennzahlen zu melden, mehr Anpassungen für wiederkehrende Posten vorzunehmen und Überleitungen nicht miteinzubeziehen.	Opportunistisch
Lougee/Marquardt, The Accounting Review 2004	USA	1997-1999	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Unternehmen deren berichtete Gewinne weniger informativ sind, veröffentlichen eher APM Informationen. Ebenso Unternehmen mit unerwarteten negativen Gewinnen auf GAAP Basis. Die Analyse über die Prognosefähigkeit von APM Erträgen für die künftige Rentabilität ist nicht eindeutig.	Beides

Malone/Tarca/Wee, Accounting & Finance 2016	Australien	2008-2010	Empirische Analysen auf Basis von Regressionen	Unternehmen mit Pro-Forma Gewinnen zeigen in ihren berichteten Gewinnen verstärkt Neubewertungen und Wertminderungen auf. Diese Fair Value Bewertungen werden dann auch eher von Analysten angepasst gefolgt von geringeren Prognosefehlern sowie geringerer Dispersion.	Informativ
---	------------	-----------	--	--	------------

Tabelle 1 fasst die verschiedenen internationalen wissenschaftlichen Studien zusammen und stellt dar, inwiefern deren Ergebnisse zum Schluss kommen, dass die zugrundeliegende Motivation zur Veröffentlichung von APM opportunistischer Natur ist oder Unternehmen dadurch tatsächlich bessere Informationen bereitstellen. Die Übersicht verdeutlicht, dass es Evidenz für beide Sichtweisen gibt, die nach Land, Untersuchungszeitraum und spezifischer Fragestellung unterschiedlich ausfallen.

Eine gängige Kritik ist, dass APM typischerweise überwiegend Kosten ausschließen wodurch die angepasste Ergebnisgröße das berichtete Periodenergebnis übersteigt. Allerdings zeigen Curtis et al. (2014), dass Manager tatsächlich auch vorübergehende Gewinne (*transitory gains*) eliminieren, was wiederum zu einem niedrigeren Pro-Forma Ergebnis führt.²¹ Obwohl sie damit eine schlechtere Ertragslage präsentieren, rechnet etwa die Hälfte der Unternehmen in der Studie diese vorübergehenden Gewinnen heraus, um eine nachhaltige Größe für Prognosezwecke bereitzustellen. Dies macht deutlich, dass in diesen Fällen weniger opportunistisches Handeln als vielmehr die Veröffentlichung verbesserter Finanzinformationen der Treiber für die APM ist. Im Durchschnitt variieren Manager ihre Anpassungen im Zeitablauf, um zusätzliche Informationen den Umständen entsprechend zu vermitteln.²² Darüber hinaus verfügen Manager über die nötige Expertise, um die Nachhaltigkeit der verschiedenen Ertragskomponenten einzuschätzen und können sie für die Bestimmung der APM nutzen.²³

Auf der anderen Seite deuten viele Studienergebnisse auf potentiell irreführende APM hin. Insbesondere wird untersucht, inwiefern die vorgenommenen Anpassungen mit der künftigen operativen Leistung in Zusammenhang stehen, um Rückschlüsse auf die Qualität von Pro-Forma Ergebnisgrößen zu ziehen.²⁴ Dabei stellen wiederkehrende Posten Anpassungen der niedrigsten Qualität dar. Sie betreffen im Wesentlichen Forschungs- und Entwicklungskosten, Abschreibungen und aktienbasierte Vergütungen.²⁵ Als Grund für ihre Beseitigung wird oft genannt, dass sie im Kern eine nicht betriebliche bzw. nicht zahlungsrelevante Größe sind. Tatsächlich sind solche wiederkehrenden Posten jedoch prognoserelevant und eine Anpassung ist dann nicht informativ, wenn Finanzinformationen als Grundlage für die Prognose dienen.²⁶ Die Anpassung oben genannter wiederkehrender Posten steht zudem in engem Zusammenhang mit der Erreichung strategischer Gewinnziele und/oder Analystenprognosen, die andernfalls auf Basis

²¹ Vgl. Curtis/McVay/Whippe, The Accounting Review 2014 S. 933.

²² Vgl. Black/Christensen/Ciesielski/Whipple, Working Paper 3/2017 S. 4.

²³ Vgl. Black/Christensen/Ciesielski/Whipple, Working Paper 3/2017 S. 6.

²⁴ Vgl. Doyle/Lundholm/Soliman, Review of Accounting Studies 2003 S. 153; Black/Christensen/Ciesielski/Whipple, Working Paper 3/2017 S. 18.

²⁵ Vgl. Black/Christensen, Journal of Business Finance & Accounting 2009 S. 308.

²⁶ Vgl. Doyle/Lundholm/Soliman, Review of Accounting Studies 2003 S. 162.

der berichteten Periodenergebnisse nicht erreicht worden wären. Dies deutet insgesamt auf ein opportunistisches Motiv hin.²⁷ Ebenso weist es auf opportunistische Beweggründe hin, wenn Unternehmen einen GAAP-Verlust in einen Pro-Forma Gewinn umwandeln, um keine Verschlechterung zum Vorjahr zeigen zu müssen.²⁸

Darüber hinaus veröffentlichen Manager bei besserer Marktstimmung (*Sentiment*) eher Pro-Forma-Gewinne, rechnen höhere Beträge sowohl von wiederkehrenden als auch einmaligen Ausgaben heraus und platzieren APM prominenter in Pressemitteilungen.²⁹ Auch sind Manager bei der Definition und Anpassung von Pro-Forma Ergebnisgrößen über Jahre betrachtet inkonsequent.³⁰ Dabei neigen sie dazu, den strategischen Fokus auf den Pro-Forma und weniger den berichteten Ergebnisgrößen zu legen und steuern ebenso bewusst den Zeitpunkt der Bekanntgabe der Gewinne im Hinblick darauf.³¹

Bisherige Studien unterstützen beide Motive für die Veröffentlichung von APM. Ob opportunistische oder informative Treiber überwiegen beantwortet jedoch nicht die Frage wie Kapitalmarktteilnehmer selbst diese Information verarbeiten.

4. Verarbeitung von Pro-Forma Informationen

Investoren scheinen stärker auf von Managern bereinigte Pro-Forma Gewinne zu reagieren als auf GAAP Ergebnisse.³² Studienergebnisse zeigen, dass diese Pro-Forma Ergebnisse als auch Analystenprognosen stärker mit abnormalen Renditen korrelieren als mit berichteten Periodenergebnissen.³³ Investoren neigen dazu, bei GAAP Verlusten überproportional auf Pro-Forma Gewinne zu reagieren. Sie sind jedoch vorsichtiger, wenn die Pro-Forma Ergebnisse über den Analystenprognosen liegen, die GAAP-Ergebnisse aber nicht. Darüber hinaus wird ihre Wahrnehmung der APM dadurch beeinflusst, wie stark Manager die angepassten Zahlen betonen. Dies ist an der Aktienmarktreaktion zu erkennen, die stärker ausfällt je mehr die Pro-Forma Berichterstattung betont wird, d.h. ab welchem Zeitpunkt sowie an welcher Stelle die APM den Anlegern kommuniziert werden.³⁴

²⁷ Vgl. Black/Christensen, Journal of Business Finance & Accounting 2009 S.324.

²⁸ Vgl. Bhattacharya/Black/Christensen/Mergenthaler, Accounting Horizons 2004 S.39.

²⁹ Vgl. Brown/Christensen/Elliott/Mergenthaler, Journal of Accounting Research 2012 S. 35.

³⁰ Vgl. Bhattacharya/Black/Christensen/Mergenthaler, Accounting Horizons 2004 S. 36; Curtis/McVay/Whipple, The Accounting Review 2014 S. 950.

³¹ Vgl. Bowen/Davis/Matsumoto, The Accounting Review 2005 S. 1011; Brown/Christensen/Elliott/Mergenthaler, Journal of Accounting Research 2012 S. 26.

³² Vgl. Bhattacharya/Black/Christensen/Larson, Journal of Accounting and Economics 2003 S. 288.

³³ Vgl. Bhattacharya/Black/Christensen/Larson, Journal of Accounting and Economics 2003 S. 288.

³⁴ Vgl. Bowen/Davis/Matsumoto, The Accounting Review 2005 S. 1036.

Die Experimentalforschung erlaubt darüber hinaus die Untersuchung spezieller Fragestellungen. So können APM unbeabsichtigte kognitive Auswirkungen auf die wahrgenommene Unternehmensleistung haben.³⁵ Dabei kann das bloße Vorhandensein einer APM in der Pressemitteilung, unabhängig von ihrer Relevanz, oder auch ihre Platzierung relativ zu der korrespondierenden GAAP Größe schon genügen, um eine Investorenentscheidung zu beeinflussen.³⁶ Zu unterscheiden sind jedoch die Reaktionen nicht-professioneller Anleger von denen professioneller Investoren wie Analysten. In den durchgeführten Experimenten waren letztere wesentlich resistenter und ließen sich weniger von angepassten Informationen beeinflussen. Jedoch messen sie APM eine größere Bedeutung als berichteten Ergebnissen bei, wenn auch eine entsprechende Überleitung vorhanden ist.³⁷

Die unterschiedliche Reaktion zwischen einfachen und professionellen Anlegern auf APM kommt auch in Studien auf Basis beobachtbarer empirischer Daten zum Ausdruck. Insbesondere einfache Investoren lassen sich durch das Vorhandensein von Pro-Forma Ergebnissen und den strategischen Fokus des Managements auf diese Erträge in ihrem Handelsverhalten beeinflussen, professionelle Anleger hingegen nicht.³⁸ Demnach scheinen sich gerade nicht-professionelle Investoren mit weniger Anlagewissen und Vermögen auf APM zu stützen.

Insgesamt verringern APM den Konsens der Analysten über die zukünftige Unternehmensleistung.³⁹ Dies macht deutlich, dass die Pro-Forma Berichterstattung für unterschiedliche Kapitalmarktteilnehmer auch unterschiedliche Informationen liefert. Analysten reagieren auf APM, indem sie ihre Prognosen für künftige Erträge revidieren. Im Vergleich zu Investoren sind sie jedoch vorsichtiger in Bezug auf potenziell irreführende Pro-Forma Anpassungen.⁴⁰

Auch Leerverkäufer, die allgemein als informierte Händler angesehen werden, scheinen Informationsasymmetrien auszunutzen, die durch die Veröffentlichung von APM entstehen. Ihr Handelsverhalten deutet auf einen signifikanten Anstieg der Leerverkäufe kurz vor und nach Gewinnmitteilungen hin, die Pro-Forma Informationen enthalten.⁴¹ Für sie signalisieren APM demnach eine geringere Berichtsqualität und eine potenzielle zukünftige schlechtere Leistung.

³⁵ Vgl. *Frederickson/Miller*, The Accounting Review 2004 S. 667; *Elliot*, The Accounting Review 2006 S. 113.

³⁶ Vgl. *Frederickson/Miller*, The Accounting Review 2004 S. 667; *Elliot*, The Accounting Review 2006 S. 130.

³⁷ Vgl. *Elliot*, The Accounting Review 2006 S. 130.

³⁸ Vgl. *Allee/Bhattacharya/Black/Christensen*, Accounting, Organizations and Society 2007 S. 203 (216); *Bhattacharya/Black/Christensen/Mergenthaler*, The Accounting Review 2007, S. 582.

³⁹ Vgl. *Bradshaw/Plumlee/Whipple/Yohn*, Working Paper 4/2018 S. 2.

⁴⁰ Vgl. *Bhattacharya/Black/Christensen/Larson*, Journal of Accounting and Economics 2003 S. 314.

⁴¹ Vgl. *Christensen/Drake/Thornock*, Contemporary Accounting Research 2014 S. 69.

Des Weiteren nehmen die Leerverkäufe zu, sobald sich die Pro-Forma Anpassungen auf wiederkehrende Posten wie Abschreibungen und aktienbasierte Vergütungen beziehen.⁴²

Während der Großteil der internationalen Studien sich auf die Eigenkapitalgeberseite konzentriert, untersuchen nur wenige die Fremdkapitalseite. Dabei verwenden Gläubiger häufig individuell angepasste Pro-Forma Informationen, um Schuldenklauseln zu verfassen.⁴³ Christensen et al. (2017) beobachten, dass die Häufigkeit einer Pro-Forma Berichterstattung nach Verstößen gegen Kreditverträge deutlich abnimmt, bei weiterhin veröffentlichten APM die Qualität der Anpassungen hingegen ansteigt.⁴⁴ Sofern Manager auf dem Prüfstand stehen, werden entsprechend seltener Informationen von geringerer Qualität veröffentlicht.

5. Ausblick

Eine wichtige Rolle der Rechnungslegungsstandards besteht darin, Unternehmen hinsichtlich ihrer Ertragskraft besser vergleichen zu können, um bessere Prognosen über die zukünftige Unternehmensentwicklung erstellen zu können. In den letzten Jahren ist jedoch die Häufigkeit, mit der Unternehmen APM veröffentlichen und diese zudem im Vergleich zu den berichteten Größen stärker hervorheben, erheblich angestiegen. Während in den USA relativ klare Regularien über die Berichterstattung über APM erlassen wurden, ist diese Art der Berichterstattung in anderen Ländern wie Deutschland bis auf nicht verbindliche Leitlinien weitgehend unreguliert geblieben. Auf der anderen Seite bietet die freiwillige Berichterstattung jedoch auch die Möglichkeit, die Motive hinter der Veröffentlichung von APM zu untersuchen. Dies kann dabei helfen, die Notwendigkeit einer Regulierung zu beurteilen und die Frage zu beantworten, wie flexibel eine solche Regulierung sein sollte.

Zusammenfassend ergeben frühere Untersuchungen zur Pro-Forma Berichterstattung gemischte Ergebnisse für potentielle Motive zur Veröffentlichung von APM. Während einige Studien insbesondere opportunistische Beweggründe hinter den APM sehen, gibt es auch wesentliche empirische Unterstützung für die Ansicht, dass Manager mit deren Veröffentlichung bestimmte Defizite der berichteten Periodenergebnisse adressieren. Mit Blick auf die aktuelle Entwicklung in der Praxis stellen sich ähnliche Fragen zur Motivation im Umkehrschluss auch für die nichtfinanziellen KPI und Nachhaltigkeitsberichte eines Unternehmens, die vermehrt an Bedeutung für Investoren zunehmen. Letztendlich stellt die steigende Popularität der

⁴² Vgl. Christensen/Drake/Thornock, Contemporary Accounting Research 2014 S. 92.

⁴³ Vgl. Christensen/Pei/Pierce/Tan, Working Paper 2/2017 S. 2.

⁴⁴ Vgl. Christensen/Pei/Pierce/Tan, Working Paper 2/2017 S. 2 (3).

Nachhaltigkeitsberichterstattung, einschließlich finanzieller sowie nichtfinanzieller Kenngrößen, eine erhebliche Herausforderung für die Standardsetter und im weiteren Sinne für die Aufsichtsbehörden der Finanzmärkte dar.