



Zalando SE: Transparenz der Finanzberichterstattung

04.03.2016

Die Zalando SE kann seit dem Börsengang im Jahr 2014 auf eine erfolgreiche Notierung an der Börse zurückschauen. Im Gegensatz zum fast zeitgleichen Börsengang der Rocket Internet SE¹ überzeugte die Gesellschaft mit starken Wachstumswerten und einem zumindest ausgeglichenen Ergebnis. Die Finanzberichte der Zalando SE stellen auch die streitbaren Aspekte der Unternehmenspolitik, wie etwa die Höhe der aktienbasierten Vergütung, strukturiert und übersichtlich dar. Bei genauerer Durchsicht der veröffentlichten Zahlen fällt jedoch auf, dass die Aktionäre nicht über alle Details der Geschäftstätigkeit informiert werden.

Umsatzrealisierung und bilanzielle Auswirkungen

In den letzten Jahren zeigt die Zalando SE auf dem europäischen Markt ein atemberaubendes Wachstum auf.² Dies war nicht zuletzt aufgrund der äußerst kundenfreundlichen Geschäftspolitik möglich. Den Kunden der Gesellschaft wird ein 100-tägiges Rückgaberecht auf alle Bestellungen bei Zalando eingeräumt. Hierbei werden die Kosten des Rückversands ebenfalls von Zalando übernommen. Die Gesellschaft geht dabei, wie der Großteil der Online-Versandhändler, weit über die gesetzlichen Vorgaben hinaus. Diese schreiben ein Widerrufsrecht von 14 Tagen sowie eine kostenfreie Rücksendung bei einem Warenwert von unter 40 Euro vor.³

Da die Zalando SE unter Berücksichtigung der Retouren im Geschäftsjahr 2015 einen Umsatz von fast drei Milliarden Euro aufweisen konnte, dürfte gerade der tatsächlichen Umsatzrealisierung eine erhebliche Bedeutung zukommen. Nach IAS 18 müssen die Umsatzerlöse zum Zeitpunkt der Leistungserbringung erfasst werden, sofern es wahrscheinlich ist, dass der wirtschaftliche Nutzen dem Konzern zufließen wird und die Höhe des Umsatzes

¹ Siehe hierzu den Beitrag „Der Rocket Internet-Börsengang aus rechtlicher Perspektive“ vom 02.06.2015.

² Umsatzerlöse 2015: + 34,6 %; 2014: + 25,7 %; 2013: + 52,1 %.

³ Seit dem 13.06.2014 ist in Deutschland das Gesetz zur Umsetzung der EU-Verbraucherrichtlinie in Kraft.

verlässlich bestimmt werden kann. Erfreulicherweise gibt die Gesellschaft in ihren Geschäftsberichten Hinweise zu den von ihr angewandten Rechnungslegungsgrundsätzen⁴:

Die Umsatzrealisierung setzt darüber hinaus die Erfüllung nachfolgend aufgelisteter Ansatzkriterien voraus:

- *Bei der Veräußerung von Handelswaren an Kunden hat Zalando seine Leistung grundsätzlich erbracht, wenn die wesentlichen mit dem Eigentum an den Waren verbundenen Chancen und Risiken und die Verfügungsmacht auf den Kunden übergegangen sind. Dies ist regelmäßig mit Auslieferung der Ware der Fall.*
- *Sofern bei Produktverkäufen Rückgaberechte vereinbart sind, wird der Umsatz nur dann realisiert, wenn ausreichende Erfahrungswerte zur Wahrscheinlichkeit der Ausübung dieser Rechte vorliegen. Auf Basis dieser Erfahrungswerte werden die voraussichtlichen Rückgaben **betragsmäßig geschätzt** und umsatzmindernd behandelt.*

Zu den erwarteten Retouren heißt es weiter:

*Zalando bildet die **erwartete** Rücksendung von Waren in der Gewinn- und Verlustrechnung brutto ab und schmälert die Erlöse um den **geschätzten** retournierten Umsatz in voller Höhe.*

In bilanzieller Hinsicht erfolgt zudem eine Aktivierung der Herausgabeansprüche aus erwarteten Retouren in den sonstigen nicht finanziellen Vermögenswerten.⁵ Für das Geschäftsjahr 2015 betrug dieser Wert erstaunlich niedrige 34,5 Mio. EUR (Vorjahr 24,6 Mio. EUR, Zunahme um 40,2%).⁶ Soweit Warenlieferungen von Kunden schon bezahlt sind, die voraussichtlich in Zukunft retourniert werden, passiviert die Zalando SE diese Rückerstattungsverpflichtungen in den sonstigen kurzfristigen finanziellen Verbindlichkeiten.⁷ Im Geschäftsjahr 2015 wurden die Rückerstattungsverpflichtungen gegenüber Kunden mit 46,1 Mio. EUR (Vorjahr 39,6 Mio. EUR, Zunahme um 16,4%) angegeben.

⁴ Geschäftsbericht der Zalando SE 2015, S. 154.

⁵ Geschäftsbericht der Zalando SE 2015, S. 154 a.E.

⁶ Geschäftsbericht der Zalando SE 2015, S. 165. Hierbei entspricht die Höhe des bilanzierten Vermögenswertes den Anschaffungskosten der gelieferten Waren, für die eine Rücklieferung erwartet wird, unter Berücksichtigung der für die Retourenabwicklung anfallenden Kosten und der sich bei der Verwertung dieser Waren ergebenden Verluste.

⁷ Geschäftsbericht der Zalando SE 2015, S. 154 a.E.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Zalando SE die Höhe der zu erwartenden Retouren schätzt, und im Anschluss entsprechend seinen Umsatz anpasst. Bedauerlicherweise wird die Rücksendequote der Kunden im Konzernabschluss nicht veröffentlicht. Folglich müssen die Aktionäre hoffen, dass die Geschäftsführung im Rahmen der Finanzberichterstattung keine zu niedrige Rücksendequote ansetzt, da dies zu einer erheblichen Verzerrung der publizierten Ertrags- und Bilanzkennzahlen führen würde.

In der Vergangenheit wurde insbesondere vor dem Börsengang die Rücksendequote der Marktteilnehmer im Online-Handel viel diskutiert.⁸ Zu Beginn der Expansionsphase der Zalando SE kursierten gar Gerüchte, die Rücksendequote würde bei 70% liegen. Das Vorstandsmitglied Rubin Ritter trat diesen Behauptungen im Jahre 2013 überzeugend entgegen, und ließ gegenüber den Medien verlauten: *„Ich kann sagen, dass heute etwa jedes zweite Teil behalten wird.“*⁹ Im Jahre 2013 äußerte sich auch der Otto-Konzern dahingehend, dass *„Textilien einen Retourenanteil von etwa 50 % haben“*.¹⁰

Da sich die Gesellschaft mit konkreten Zahlen zurückhält, dürfte die Annahme einer Rücksendequote von zumindest 50% in einem realistischen Bereich liegen.

Im Jahre 2015 äußerte sich der Vorstand Robert Gentz sogar dahingehend, dass ihm *„Retourenquoten egal seien“*.¹¹ Möglicherweise führen hohe Retourenquoten bei den derzeit angewandten Bilanzierungsmaßstäben tatsächlich sogar zu einem erhöhten Gewinn bei der Zalando SE.

Die Zalando SE erwirtschaftete im 4. Quartal 2015 einen Umsatz von 868,5 Mio. EUR.¹² Da der Konzern neben dem Online-Versandhandel in geringem Umfang sonstige Umsätze erwirtschaftet, dürften zumindest 800 Mio. EUR auf den reinen Online-Versand entfallen. Unter Zugrundelegung einer Rücksendequote von 50 % würde dies dazu führen, dass der Konzern ohne Berücksichtigung der Retouren insgesamt für ca. 1.600 Mio. EUR Waren verkauft hat.

⁸ An der Universität Bamberg gibt es mittlerweile sogar eine eigene Forschungsgruppe zum Thema Retourenmanagement. Bei modischen Textilien wurden von diesem Institut in der Vergangenheit Retourenquoten von bis zu 80% gemessen. Vertiefend hierzu *Asdecker*, Retourenmanagement im Versandhandel.

⁹ Interview mit Vorstandsmitglied Herrn Rubin Ritter im Tagesspiegel vom 15.02.2013.

¹⁰ Artikel der Welt vom 17.10.2013, „Bei Otto kommt jede zweite Modebestellung zurück“.

¹¹ Interview mit Vorstandsmitglied Herrn Robert Gentz im Tagesspiegel vom 13.04.2015.

¹² Geschäftsbericht der Zalando SE 2015, S. 92.

Folglich wären zum Bilanzstichtag, dem 31.12.2015 Waren zum Nettoverkaufspreis von ca. 800 Mio. EUR¹³ an Kunden ausgeliefert worden, bei denen mit einer Inanspruchnahme des 100-tätigen Rücknahmerechts¹⁴ zu rechnen ist. Da die Herausgabeansprüche aus erwarteten Retouren aktiviert werden, müsste auf der Aktivseite der Bilanz ein gewichtiger Vermögenswert auftauchen. Umgekehrt müsste aufgrund der Passivierung der Rückerstattungsverpflichtungen der Kunden auf der Passivseite der Bilanz unter den sonstigen kurzfristigen finanziellen Verbindlichkeiten ein erheblicher Rechnungsbetrag angezeigt werden.¹⁵ Die Herausgabeansprüche gegenüber Kunden betragen jedoch nur 34,5 Mio. EUR, die Rückerstattungsverpflichtungen werden nur mit 46,1 Mio. EUR angesetzt (siehe Seite 2 unten).

Es stellt sich nun die Frage, welche Rücksendequote die Zalando SE im Rahmen der betragsmäßigen Schätzung angesetzt hat. Der aktivierte Herausgabeanspruch gegenüber Kunden ist mit 34,5 Mio. EUR bemessen, und dürfte unter Berücksichtigung der Kosten für die Rücklieferung sowie den bei der Verwertung der Retouren anfallenden Verlusten auf ein Volumen von Waren zu einem Nettoverkaufspreis von ca. 100 Mio. EUR hindeuten. Die unter den sonstigen nicht finanziellen Vermögenswerten aufgeführten Forderungen aus Umsatzsteuer in Höhe von 21,0 Mio. EUR¹⁶ deuten ebenfalls auf ein dem Retourenobligo unterliegendes Warenvolumen von ca. 110 Mio. EUR hin.

Aus den mit 46,1 Mio. EUR unter den sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten bilanzierten Rückerstattungsverpflichtungen ergibt sich kein wesentlich verändertes Bild. Hierbei ist es zudem erstaunlich, dass diese Bilanzposition bei einem Umsatzwachstum von über 30 % nur um 16,4 % angewachsen ist.

Die vorgenommene Beispielsrechnung stellt in dieser Form sicherlich keine belastbare Grundlage für eine fundierte Einschätzung des Bilanzierungsmaßstabes der Retourenquote dar. Insbesondere der Umstand, dass viele Kunden ihre Ware auf Rechnung beziehen, dürfte das

¹³ Hierbei handelt es sich um keineswegs valide Schätzwerte.

¹⁴ Europaweit besteht lediglich in Österreich und der Schweiz ein 30-tätiges Rückgaberecht. Vor dem Hintergrund der vorgenommenen Simulation dürften diese Märkte nur eine begrenzte Auswirkung auf die ermittelten Zahlen haben.

¹⁵ Da davon auszugehen ist, dass eine Vielzahl von Kunden die Zahlungsmethode „Zahlung per Rechnung“ nutzt, dürfte dieser Position eine geringere Aussagekraft beizumessen sein. Schließlich können Rückerstattungsverpflichtungen erst nach erfolgter Zahlung entstehen.

¹⁶ Geschäftsbericht der Zalando SE 2015, S. 165 a.E.

Zahlenwerk wesentlich entschärfen.¹⁷ Ebenfalls ist nicht bekannt, innerhalb welcher Zeitspanne die Retouren der Zalando SE abgewickelt werden.

Gänzlich ist der Umstand dennoch nicht nachvollziehbar, dass auf der Aktivseite lediglich Herausgabeansprüche aus erwarteten Retouren in einem geringen Umfang aktiviert werden. Würde die Zalando SE bei Ihrer Schätzung von einer im Vergleich zum tatsächlichen Geschäftsbetrieb geringeren Retourenquote ausgehen, hätte dies auf die Finanzberichterstattung erheblichen Einfluss. So würden bei steigendem Umsatzvolumen die bilanzierten Gewinne und der Kassenbestand stetig zunehmen. Der Konzern könnte den Berg an in der Bilanz nicht angegebenen Eventualverbindlichkeiten von Quartal zu Quartal vor sich herschieben, ohne dass die Aktionäre davon Kenntnis nehmen würden.¹⁸

In Zukunft wäre es daher äußerst wünschenswert, wenn die Zalando SE die Höhe der aktuellen Retourenquote veröffentlichen würde. Zumindest aber müsste die Höhe des geschätzten retournierten Umsatzes angegeben werden, um dem Leser der Finanzberichte ein nachvollziehbares Bild von der Geschäftstätigkeit zu vermitteln. Solange der Wert der „Drehschraube“ des geschätzten retournierten Umsatzes von Seiten der Gesellschaft nicht publiziert wird, dürfte sich die Aussagekraft der Geschäftsberichte in Grenzen halten.

Bedingte Kapitalerhöhungen und Aktionärsstruktur

Der Anteil der fixen Vergütung der Führungskräfte der Zalando SE ist vergleichsweise gering. Vielmehr sieht der Konzern für die Vorstände verstärkt eine aktienbasierte Vergütung vor.¹⁹ Mehrere Optionsprogramme haben in der Vergangenheit zu einem nicht unerheblichen Anstieg der ausstehenden Aktien geführt, in Zukunft ist mit einer weiteren Verwässerung der Anteile zu rechnen.²⁰ Während das Grundkapital der Gesellschaft nach dem Börsengang noch in 245,6

¹⁷ Der Anteil der Warenkäufe von Kunden der Zalando SE auf Rechnung ist nicht bekannt. Die ibi research der Universität Regensburg ermittelte bei Umfragen einen groben Richtwert. Hiernach nutzen ca. 30% der Online-Einkäufer die Zahlungsmethode Rechnung. Bei der Zalando SE dürfte der Anteil der Bestellungen auf Rechnung durchaus höher liegen, schließlich hatte die Gesellschaft gerade im ersten Halbjahr 2015 mit vielen Betrugsfällen zu kämpfen (siehe Geschäftsbericht 2015, S. 157). Auf der anderen Seite stellt die Zalando SE recht hohe Anforderungen an den Rechnungskauf (Zahlungsziel 14 Tage, nur bis 300 EUR Bestellwert, Ausschluss von Erstkunden, die Lieferadresse muss der Rechnungsadresse entsprechen – folglich keine Lieferung an Packstationen auf Rechnung möglich) – zu den Einzelheiten siehe die FAQs zur Zahlung per Rechnung unter www.zalando.de.

¹⁸ Geplante Neuerungen wie die Same Day Delivery (siehe hierzu dürften den Geschäftsbericht der Zalando SE 2015, S. 91) dürften das Missbrauchspotenzial noch verstärken.

¹⁹ Zu den Einzelheiten siehe Geschäftsbericht der Zalando SE 2015, S. 54 ff.

²⁰ Zum 31.12.2015 wurde das Call Option Programme (COP) vollständig ausgeübt. Folgende Optionen stehen zum 31.12.2015 noch aus: SOP 2011: 2,7 Mio.; SOP 2013: 9,8 Mio.; SOP 2014 6,5 Mio. Insgesamt wurden somit 19 Mio. Optionsrechte gewährt (ca. 7,7% des Grundkapitals).

Mio. Aktien²¹ unterteilt war, sind derzeit bereits ca. 247,1 Mio. Aktien²² ausstehend. Die Optionsrechte werden den Mitgliedern des Vorstands im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung gewährt. Zum Bilanzstichtag vom 31.12.2015 waren zusätzlich ca. 7 Mio. Optionen ausübbar, sodass derzeit mit einer Verwässerung auf bis zu 254.200 Aktien zu rechnen ist.²³ Auf längere Sicht dürften mehr als 20 Mio. neue Aktien in den Börsenhandel gebracht werden.²⁴ Der Gesellschaft wird durch die Ausübung der Optionen voraussichtlich nur ein geringer Betrag zufließen, da die Bezugspreise der gewährten Optionen im Rahmen der bedingten Kapitalerhöhungen überwiegend weit unter dem aktuellen Börsenpreis liegen.²⁵

Positiv anzumerken ist, dass die Darstellung der gewährten Optionsprogramme sehr transparent gestaltet wurde. Die in das Bewertungsmodell des Zeitwertes dieser Optionen einfließenden Parameter wurden marktkonform bemessen, und lassen sich auch etwa in den Bewertungen der an der EUREX gehandelten Optionen wiederfinden.²⁶ Die Wahrscheinlichkeit für das Erreichen des Leistungsziels ist mit 94,5 % recht hoch angesetzt, und deutet auf einen vorsichtigen Bilanzierungsansatz hin.

Nach dem Börsengang im Jahre 2014 wurde der Streubesitz stetig ausgeweitet, und beträgt derzeit ca. 35,3 %.²⁷ In der Vergangenheit wurden verstärkt Aktien am Markt platziert.²⁸ Es bleibt abzuwarten, ob sich die der Meldepflicht des Wertpapierhandelsgesetzes unterliegenden Aktionäre in Zukunft weiter von Anteilen trennen werden. Aufgrund der Indexzugehörigkeit zum M-Dax und des relativ geringen Streubesitzes dürfte die Zalando SE aktuell noch zu den marktengen Werten gehören.²⁹ Für Short-Investoren dürfte dieser Umstand zu einer gewissen Zurückhaltung führen. Mit Ausweitung des Streubesitzes ist allerdings mit einem größeren Interesse der Bären zu rechnen.

²¹ Stimmrechtsmitteilung der Zalando SE vom 31.03.2015.

²² Stimmrechtsmitteilung der Zalando SE vom 30.12.2015.

²³ Geschäftsbericht der Zalando SE 2015, S. 168 ff.

²⁴ Zum 31.12.2015 waren 19 Mio. Optionen gewährt worden, hiervon waren 7 Mio. bereits ausübbar.

²⁵ Bezugspreis der Optionen je Aktie SOP 2011: 5,65 EUR; SOP 2013: 15,63 EUR; SOP 2014: Durchschnittlich 19,13 EUR.

²⁶ Geschäftsbericht der Zalando SE 2015, S. 173. Bspw. implizierte Volatilität 35,3 %.

²⁷ Nach Stimmrechtsmitteilungen der Zalando SE zum 08.02.2016.

²⁸ Nach dem Börsengang wurden im März 2015 18 Mio. Aktien bei institutionellen Investoren platziert. Am 09.07.2015 verkauften Altaktionäre erneut 8,3 Mio. Aktien. Im November 2015 verkaufte Vorstand Rubin Ritter rund 100.000 Aktien am Markt. Die Gesellschaft der Gründungsaktionäre Global Founders GmbH hält seit dem Dezember 2015 nur noch weniger als 10 % des Grundkapitals (siehe Stimmrechtsmitteilung vom 02.12.2015).

²⁹ Indexfonds sowie auf den M-Dax ausgerichtete ETFs dürften nach ihren Regularien verpflichtet sein, den Index exakt nachzubilden.

Zusammenfassung

Die Zalando SE stellt insbesondere für langfristig orientierte Anleger sicherlich ein attraktives Basisinvestment im Bereich des Online-Handels dar. Es stellt sich allerdings die Frage, ob die derzeit angewandten Bilanzierungsmaßstäbe nach IAS bei Online-Modeversandhändlern vor dem Hintergrund hoher Rücksendequoten noch ein zutreffendes Bild von der Geschäftstätigkeit der Konzerne vermitteln. Die Vorgaben an die Bilanzierung sind nach den aktuellen Regelwerken viel zu schwammig gehalten. Die Zalando SE retourniert in jedem Geschäftsjahr Waren im Wert von mehreren Milliarden Euro, folglich sind die bilanziellen Auswirkungen enorm.

Mit der Schätzung der Retourenquote handelt die Gesellschaft im Einklang mit den regulatorischen Vorgaben. Aufgrund des hohen Anteils der erfolgsabhängigen aktienbasierten Vergütung werden im Unternehmen jedoch auch Anreize gesetzt, die zu erwartenden Retouren möglichst niedrig anzusetzen. Solange im Konzern ein Umsatzwachstum anhält, erscheint es möglich, den Jahresüberschuss über eine gewisse Zeit künstlich zu erhöhen. Um eine vollständige Transparenz der publizierten Zahlen sicherzustellen, sollten die der Finanzberichterstattung zugrunde gelegten Schätzwerte daher zwingend veröffentlicht werden.

Autor:

Rechtsanwalt Roman Podhorsky

Datum der Erstveröffentlichung: 04.03.2016

Kontakt:

Sankt-Josefs-Kirchplatz 1

48153 Münster

info@rechtsanwalt-podhorsky.de

www.rechtsanwalt-podhorsky.de

Tel. 0049- 251- 97447543

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine unverbindliche Kundgabe der rechtlichen Auffassung des Verfassers. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar, sie dienen vielmehr allgemeinen Informationszwecken. Die sich in diesem Artikel befindlichen Inhalte geben keine Empfehlung seitens des Verfassers zum Kaufen, Verkaufen, oder halten des betroffenen Wertpapiers ab. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Soweit einzelne Formulierungen oder Hinweise scheinbar zu einer Handlung auffordern, ist der Verfasser nicht für tatsächliche Transaktionen des Lesers verantwortlich zu machen. Allen Informationen liegen Quellen zugrunde, die der Verfasser für vertraulich erachtet. Für die Richtigkeit der Quellen und Angaben übernimmt der Verfasser keine Garantie.

Der Verfasser partizipiert durch das Halten von derivativen Finanzinstrumenten an fallenden Notierungen der Zalando SE.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Ländern veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils gültigen Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den Vereinigten Staaten von Amerika sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder in den USA ansässige Personen, ist untersagt. Bei Nachdruck oder Kopien des veröffentlichten Beitrags ist ein Verweis auf den Verfasser anzugeben.