

DIRK E.V. (HRSG.)

Corporate Perception on Capital Markets

Qualitative Erfolgsfaktoren der
Kapitalmarktkommunikation

Bearbeitet von:

Prof. Dr. Miriam Meckel
Christian Fieseler
Christian Hoffmann
Prof. Dr. Edgar Ernst
Martin Ziegenbalg
Dr. Hendrik Vater
Kathrin Mohr
Ingo Alpheus
Dr. Stephan Lowis
Thomas Huber
Vivani Made
René Fässler

Redaktion: Kay Bommer

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.

Baumwall 7, 20459 Hamburg

T. +49 (0)40.4136 3960

F. +49 (0)40.4136 3969

info@dirk.org

Partner:



Alle Rechte vorbehalten

1. Auflage, Oktober 2007

ISBN 978-3-00-022998-5

Inhaltsverzeichnis

Vorwort DIRK-Präsident	2
1. Executive Summary	4
2. Einleitung: qualitative Faktoren in Kapitalmärkten	5
Herausforderungen von Anlageentscheidungen	5
Der Informationsgehalt von qualitativen Unternehmensfaktoren	7
Kommunikation qualitativer Faktoren und Reputationsaufbau	8
3. Forschungsmethode und Vorgehen	10
Stichprobe	12
4. Empirische Ergebnisse	13
A. Unternehmenskommunikation	14
B. Qualität des Managements	17
C. Strategie	20
D. Corporate Governance	24
E. Unternehmenskultur/Mitarbeiterbeziehungen	26
F. Kunden- und Industriebeziehungen	28
G. Public Affairs	30
5. Zusammenfassung und Ausblick	32
Literaturverzeichnis	34

Vorwort: Wer nicht kommuniziert, bleibt unsichtbar.



Beim Blick auf die Aktienkursentwicklung ihres Unternehmens werden manche Top-Manager regelmäßig blass: Der negative Trend hält sich beharrlich, der Kurs reagiert einfach nicht wie erhofft – weder auf das erfolgreich abgeschlossene Geschäftsjahr noch auf die aktuellen Vertriebs-erfolge oder die vielversprechenden Produktneueinführungen. „Was machen wir nur falsch? Unsere Zahlen sind doch in Ordnung – warum werden wir so niedrig bewertet?“, fragen sich viele Vorstände deshalb ratlos und frustriert. Wenn dann die Aktien der Peer-Group auch noch eine deutlich bessere Performance zeigen, sind Schuldzuweisungen schnell ausgesprochen: „Die Aktionäre erkennen das Potenzial des Unternehmens einfach nicht; die Analysten haben die Equity Story immer noch nicht verstanden ...“

Dass der Zusammenhang guter Geschäftszahlen und positiver Aktienkursentwicklung so zwingend nicht ist, wissen viele Investor Relations-Verantwortliche aus der Praxis. Den wissenschaftlichen Beleg dafür liefert nun die vorliegende Studie des Instituts für Medien- und Kommunikationsmanagement der Universität St. Gallen, durchgeführt in Zusammenarbeit mit dem DIRK, der Deutsche Post AG, ING Group, Pfleiderer AG, PricewaterhouseCoopers AG und der RWE AG.

Für die Studie hat das Projektteam um Professor Dr. Miriam Meckel Analysten und institutionelle Investoren gefragt, auf welcher Basis sie ihre Entscheidungen treffen oder Empfehlungen aussprechen – und herausgefunden: Das Interesse der Kapitalmarktteilnehmer richtet sich keineswegs nur auf das Zahlenwerk. Vielmehr hängt die Wahrnehmung eines Unternehmens am Kapitalmarkt – und damit letztlich auch dessen Bewertung – auch von einer Vielzahl qualitativer Faktoren und individueller Unternehmenseigenschaften ab. Diese sollten daher unbedingt in die Investor Relations-Arbeit einfließen und werden daher in der vorliegenden Studie detailliert vorgestellt.

Einer der wichtigsten dieser qualitativen oder „weichen“ Faktoren ist die Unternehmenskommunikation. Professionelle Kapitalmarktteilnehmer erwarten eine transparente Sicht auf das Geschehen im Unternehmen und auf dessen Gesamtzustand. Nur wenn sie mit entsprechend aussagekräftigen Informationen versorgt werden, können sie die Lage des Unternehmens – und damit letztlich auch dessen Wert – realistisch einschätzen, und nur dann kann sich der Aktienkurs dem „fairen Wert“ annähern. Das heißt: Hohe Transparenz ist Voraussetzung für den Erfolg an der Börse. Die Kapitalmarkt-Community fordert aktive Kommunikation, in guten wie in schlechten Zeiten.

Und noch ein weiterer, damit verknüpfter Aspekt spricht für eine durchdachte Unternehmenskommunikation: Sie leistet einen bedeutenden Beitrag zur sogenannten Kapitalmarktrepuation, der Gesamtheit aller Eindrücke, die die Marktteilnehmer vom Unternehmen selbst und von dessen Verlässlichkeit, Vertrauenswürdigkeit und Verantwortungsbewusstsein gewinnen. Ist seine Kapitalmarktrepuation gut, werden seine Botschaften eher gehört – und sie werden auch eher geglaubt – ein wichtiger Meilenstein auf dem Weg zu fairen Bewertungen.

Der wesentliche Teil dieser „Reputationsarbeit“ muss in der Kommunikations- und in der spezialisierten Investor Relations-Abteilung stattfinden. Sie muss durch solide Arbeit und gute Drähte zum Management die Köpfe und Herzen der Kapitalmarktteilnehmer gewinnen. Die Arbeit lohnt sich, denn die umfassende, kontinuierliche Kommunikation mit dem Kapitalmarkt ist keine Einbahnstraße: Sie wirkt sich positiv auf die Wahrnehmung und letztlich auch auf die Entwicklung der Aktienkurse aus. Und damit gewinnt der Kommunikationsprofi schließlich das Vertrauen des Managements.

Unternehmen sind also den Launen des Kapitalmarktes keinesfalls hilflos ausgesetzt. Wie sie und ihre Aktien bewertet werden, lässt sich in aller Regel rational erklären und auf Eigenschaften oder Handlungen des Unternehmens zurückführen. Manager haben es demnach selbst in der Hand, mit Unterstützung professioneller Investor Relations für einen fairen Aktienkurs zu sorgen.

Der DIRK hat sich auf die Fahnen geschrieben, sich mit aller Kraft für eine effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt einzusetzen. Wie wichtig es ist, dieses Ziel weiter konsequent zu verfolgen, zeigt die vorliegende Studie. Wir danken daher allen Partnern, die mit ihrer Unterstützung die Verwirklichung dieses Forschungsprojekts erst möglich gemacht haben. Und wir freuen uns, dass Frau Professor Meckel als neues Mitglied im Wissenschaftlichen Beirat des DIRK künftig daran mitwirken wird, für die IR-Community wichtige Themen wissenschaftlich fundiert aufzuarbeiten.

Hamburg, im Oktober 2007

Dr. Wolfram Schmitt

Präsident des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.

1. Executive Summary

Die Wahrnehmung eines Unternehmens am Kapitalmarkt entscheidet über dessen Wert und damit auch seine strategischen Handlungsoptionen. Dennoch ist nur wenig bekannt über jene Unternehmenseigenschaften und -faktoren, die die Wahrnehmung von Finanzanalysten, institutionellen Investoren und Finanzjournalisten determinieren. Allzu stark konzentrieren sich die gängigen Modelle der Unternehmensbewertung auf reine Finanzkennzahlen.

In der vorliegenden Studie argumentieren wir, dass Kapitalmarktteilnehmer vor der Herausforderung stehen, die unsicheren Zukunftsaussichten von Märkten und Unternehmen abzuschätzen. Um das dabei unvermeidliche Risiko zu vermindern, greifen Kapitalmarktteilnehmer auf Informationen zu sogenannten qualitativen Unternehmensfaktoren zurück. Die Berücksichtigung dieser Faktoren erlaubt eine realitätsnahe Einschätzung der Lage, Fähigkeiten, Ressourcen und Chancen eines Unternehmens und verbessert so die Qualität notwendiger Prognosen. Darüber hinaus entsteht auch auf Basis von qualitativen Unternehmensfaktoren eine Art Kapitalmarkt-reputation, also ein kollektives Urteil der Kapitalmarktteilnehmer über die Verlässlichkeit, Stabilität und Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens. Aufgrund dieser Reputation steht die Finanz-gemeinde den Kommunikationsbotschaften und Entwicklungsaussichten eines Unternehmens mehr oder minder kritisch gegenüber.

Die vorliegende Studie unter insgesamt mehr als 200 Finanzanalysten und institutionellen Investoren lässt den Schluss zu, dass die Wahrnehmung von Unternehmen am Kapitalmarkt auf einer Reihe von qualitativen Faktoren beruht, die in sieben Kategorien zusammengefasst werden können: Der Unternehmenskommunikation, der Qualität des Managements, der Unternehmensstrategie, Corporate Governance, Unternehmenskultur, den Kunden- und Industriebeziehungen sowie den Public Affairs. In einem zweistufigen Forschungsprozess wurden die grundlegenden qualitativen Erfolgsfaktoren der Kapitalmarkt-wahrnehmung identifiziert, beschrieben und ihrer Bedeutung nach gewichtet. Die in diesem Bericht vertieft vorgestellten Kategorien und entsprechenden Unterfaktoren liefern den Kapitalmarktteilnehmern demnach wertvolle Informationen zum Zustand des Unternehmens und beeinflussen maßgeblich seine Reputation. Wir sind der Überzeugung, dass die hier vorgestellten Faktoren Eingang in die Investor-Relations-Bemühungen der Unternehmen finden sollten, damit die Informationsbedürfnisse der Kapitalmarktteilnehmer tatsächlich befriedigt werden können. Eine Berücksichtigung qualitativer Faktoren erhöht die Qualität der Finanzkommunikation und trägt zur Effizienz und Transparenz der Kapitalmärkte bei.

2. Einleitung: Qualitative Faktoren in Kapitalmärkten

Der Aktienkurs eines Unternehmens spiegelt die Wertschätzung des Kapitalmarktes für das Unternehmen wider. In den Aktienkurs fließen die Wahrnehmungen, Meinungen, Empfehlungen und Entscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer ein. Es kann daher nicht verwundern, dass börsennotierte Firmen und ihr Management viel Zeit und beträchtliche Ressourcen für die Beziehungspflege zu Analysten, Investoren und Finanzjournalisten aufwenden. Doch trotz all dieser Bemühungen bleibt jedoch der tatsächliche Marktwert eines Unternehmens der direkten Kontrolle der Unternehmensführung entzogen. Über Monate oder gar Jahre hinweg kann sich der Aktienkurs einer Firma unterhalb jenes Wertes bewegen, der aufgrund finanzieller Erfolgsdaten als „fair“ betrachtet werden würde. Auch lässt sich beobachten, dass regelmäßig verschiedene Firmen, die im selben Industriesektor tätig sind und vergleichbare finanzielle Basisdaten aufweisen, gravierend unterschiedliche Bewertungen durch die Kapitalmärkte erfahren. Determinieren also alleine die in Bilanz, Erfolgsrechnung und Cashflow-Statement wiedergegebenen Finanzdaten den Wert eines Unternehmens? Oder existieren noch weitere wertrelevante Faktoren?

Die hier vorgestellte Studie soll zeigen, dass neben den finanziellen Rahmendaten eines Unternehmens auch qualitative Faktoren eine wichtige Rolle in der Unternehmensbewertung spielen – und aus diesem Grund auch einen entsprechenden Stellenwert in der Kapitalmarktcommunication erhalten sollen. Verschiedene Studien haben in der Vergangenheit gezeigt, dass die Bewertungsmethoden der Kapitalmarktteilnehmer qualitative Aspekte enthalten – einige davon wurden am Institut für Medien- und Kommunikationsmanagement der Universität St. Gallen durchgeführt. Das Forschungsprojekt „Corporate Perception on Capital Markets“ geht nun über diesen Erkenntnisstand hinaus und zeigt auf, welche qualitativen Informationen es tatsächlich sind, die die Wahrnehmung eines Unternehmens am Kapitalmarkt prägen – anhand welcher qualitativer Faktoren ein Unternehmen also am effektivsten mit seinen Zielgruppen kommunizieren sollte. Hierzu werden, nach einem kurzen Überblick über die Hintergründe der Studie sowie das Vorgehen und die Methode des Forschungsprojektes, diejenigen qualitativen Unternehmensfaktoren vorgestellt, die im täglichen Kapitalmarktgeschehen von Bedeutung und besonderem Interesse sind.

Herausforderungen von Anlageentscheidungen

Kapitalmarktteilnehmer teilen eine gemeinsame Zielsetzung: die Bewertung von Unternehmen als potenziell werthaltige Anlageobjekte. Insbesondere die professionellen Kapitalmarktteilnehmer, wie Analysten und institutionelle Investoren, basieren ihre Anlageentscheidungen dabei auf einige etablierte quantitative Modelle der Unternehmensbewertung. Eine etwas naive Sicht auf die Bewertungspraxis an den Kapitalmärkten stellt dabei den Aktienkurs als ein objektiven Wert dar, der durch gewisse Methoden zuverlässig berechnet werden kann. Die Erfahrung ebenso wie theoretische Erkenntnisse widerlegen jedoch eine solche Sichtweise.

An informationseffizienten Kapitalmärkten spiegelt der Aktienkurs eines Unternehmens vielmehr die Erwartungen über die zukünftige Entwicklung seines Geschäfts wider. An den Börsen wird bekanntlich die Zukunft gehandelt. Die Zukunft – auch die eines Unternehmens – ist jedoch ungewiss. Die Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen eines Unternehmens eröffnen dabei lediglich eine vergangenheitsorientierte Perspektive auf die Unternehmensentwicklung.

Die Bewertung eines Unternehmens beruht also in erster Linie auf Prognosen. Die Qualität einer Prognose hängt wiederum von der Qualität und Quantität der durch ein Unternehmen zur Verfügung gestellten Informationen ab. Je weniger Informationen über ein Unternehmen den Kapitalmärkten bereitstehen, desto unsicherer werden die Prognosen.

Gerade auch die etablierten quantitativen Methoden der Unternehmensbewertung basieren maßgeblich auf Prognosedaten und enthalten somit stark subjektive Elemente. Die etablierte Discounted-Cash-Flow-Methode etwa, nach der die Summe der auf den Gegenwartswert abgezinsten zukünftigen Investitionserträge den Unternehmenswert ergibt, beinhaltet eine Abschätzung sowohl der erwarteten Erträge als auch eines angemessenen Diskontierungsfaktors. Die Residualgröße des Discounted-Cash-Flow-Ansatzes, der Free Cash Flow – zugleich jene Größe, die theoretisch den Aktionären zusteht – beinhaltet eine ebenfalls subjektive Einschätzung zukünftiger Investitionen. Jede quantitative Bewertungsmethode bietet also letztlich nicht mehr als eine Annäherung an den tatsächlich an den Märkten ermittelten Wert eines Unternehmens. Es existiert weder eine „einzig wahre“ Bewertungsmethode noch ein objektiv berechenbarer Unternehmenswert. Investoren und Analysten müssen somit jeden Tag gestützt auf eine mehr oder minder belastbare Informationsbasis Annahmen zur finanziellen Entwicklung eines Unternehmens treffen – und besitzen dabei einen zum Teil beträchtlichen Spielraum.

„Unsere Erfahrung hat gezeigt, dass, wenn Sie rein mathematische Modelle gebrauchen, dann erzielen Sie Preise, die sind jenseits von Gut und Böse. Wir haben uns dann überlegt, dass es noch andere Werttreiber gibt, wenn es um Börsenbewertung geht. Die können wir nicht in unser Modell einbauen und wir haben uns dann entschieden, zunächst einen ökonomischen Wert zu berechnen wie er aus dem Modell kommt – das ist meiner Meinung nach maximal der Wert, den die Gesellschaft erreichen kann – und von diesem Wert ziehen wir unsere Soft Factors ab (...).“

Sell-Side Analyst

Der prinzipiellen Unmöglichkeit der Berechnung eines objektiven Unternehmenswertes wird in der Kapitalmarktpraxis durch die konsequente Berücksichtigung von sogenannten, weichen oder qualitativen Unternehmensfaktoren Rechnung getragen. Der Empfehlung eines Wertpapiers zum Kauf bzw. einer Investitionsentscheidung liegt somit neben der Bilanzanalyse auch eine umfangreiche Analyse der Unternehmensressourcen, seiner Märkte, Beziehungen und Potentiale zugrunde. In dieses Bild fügen sich die Ergebnisse der Studie ‚Excellence in Investor Relations‘ des Instituts für Medien- und Kommunikationsmanagement der Universität St. Gallen ein. Im Rahmen von explorativen Untersuchungen wurden hier die Informations- und Qualitätsansprüche verschiedener Vertreter der Financial Community an die Investor Relations untersucht. Es konnte dabei ein interessanter Einblick in die hier diskutierte Problematik der Ermittlung eines exakten Unternehmenswertes gewonnen werden. Die Erfahrung zahlreicher Teilnehmer der Studie zeigte, dass der mittels verschiedener mathematischer Modelle errechnete Wert eines Unternehmens selbst auf lange Sicht nicht mit dem realen, an den Wertpapiermärkten gehandelten Wert, übereinstimmt. Nach einhelliger Meinung der Befragungsteilnehmer müssen daher weitere Werttreiber Berücksichtigung finden. Es zeigte sich, dass die Interviewpartner daher den quantitativ berechneten Unternehmenswert durch den Einbezug von qualitativen Faktoren korrigieren und damit oftmals zu befriedigenderen oder marktnäheren Ergebnissen gelangen. Die Berücksichtigung qualitativer Unternehmensfaktoren führt also zu einem adäquateren Bild des Unternehmens.

Der Informationsgehalt von qualitativen Unternehmensfaktoren

„I think that obviously one's forecasts have got to be reflected by a broad picture of everything that affects the company. That is because you cannot build things and sell things in a vacuum. Because the hard factors you talk about are actually the product of all the soft factors put together. I think in my view, and I guess in any half-experienced analyst's view, at the heart is, that the painting at the end of the day is made of all the soft bits that go into that painting. It is made up of the inspiration of the artist and it is made up of the colours that are available to him and the experiences that he has had. And it ends up with a hard product. And that is what the numbers achieved by the company are. They are actually a product of all the soft factors surrounding the company.“

Sell-Side Analyst

Die Prognosequalität dieser Methoden ist daher als mangelhaft zu bezeichnen, es bleibt ein beträchtliches „Schätzrisiko“. Die Aussagen der befragten Analysten und Investoren bestätigten, dass Prognosen des Unternehmenswertes und der zukünftigen Erfolge eines Unternehmens von zahlreichen Sachverhalten abhängig sind, die nicht ausschließlich aus den Zahlen der Unternehmensbilanz ersichtlich sind. Die Herausforderung der Aktienanalyse beschreibt Malkiel (1996, S. 127) daher recht markant: „Basically, the securities analyst must be a prophet without the benefit of divine inspiration.“

„Weiche“ oder qualitative Unternehmensfaktoren reduzieren nun das Schätzrisiko einer Erfolgsprognose. Sie bieten den Kapitalmarktteilnehmern über den Informationsgehalt der Finanzbuchhaltung hinausgehende Daten zum Zustand, den Ressourcen und Potenzialen eines Unternehmens. Regelmäßig nehmen sie gar die Rolle eines „leading indicators“ ein – die Entwicklung der weichen Faktoren nimmt also jene der finanzwirtschaftlichen Kennzahlen vorweg. Unsere Untersuchungen zeigten, dass heute weiche Faktoren in der Regel unsystematisch, basierend auf der persönlichen Einschätzung des Bewerter in die Kalkulationen der Kapitalmarktteilnehmer einfließen. Nur einige wenige Befragte verwendeten etwa Scoring-Modelle für die Gewichtung der qualitativen Faktoren. Es kann dennoch kein Zweifel bestehen, dass die subjektive Wahrnehmung des Unternehmens durch die Kapitalmarktteilnehmer seine Bewertung über eine rein mathematische Verarbeitung unternehmerischer Finanzkennzahlen hinaus beeinflusst. Es existieren somit einige zentrale weiche Faktoren, welche die Wahrnehmung eines Unternehmens durch seine Zielgruppen am Kapitalmarkt beeinflussen und somit auch in der Kapitalmarktkommunikation eine entsprechende Stellung einnehmen sollten. Auch die akademische Diskussion zu Konzepten wie dem ‚Value Based Management‘ ‚Intangible Assets‘ oder ‚Intellectual Capital‘ zeigt, dass die Berücksichtigung qualitativer Faktoren die Voraussetzung einer adäquaten Prognose der Unternehmensentwicklung darstellt. Jahresabschlüsse sind demnach immer weniger in der Lage, den wahren Wert von Unternehmen abzubilden (Baruch Lev, 2001). Die unzureichende Aussagekraft von Finanzdaten kann dabei auch auf makroökonomische Entwicklungen, etwa die zunehmende Bedeutung des Faktors „Wissen“ in modernen Volkswirtschaften zurückgeführt werden (vgl. Kiernan, 2005).

Es kann somit festgehalten werden: Die Berücksichtigung qualitativer Faktoren in der Aktienbewertung führt zu einem adäquateren Unternehmensbild und erhöht die Prognosequalität. Angesichts der Ungewissheit der zukünftigen Entwicklung eines Unternehmens erleichtert sie die Herausforderung der Unternehmensbewertung und reduziert das Schätzrisiko. Eine umfassende Berücksichtigung solcher weichen Faktoren setzt jedoch voraus, dass diese Informationen für Kapitalmarktteilnehmer tatsächlich verfügbar sind. Die Teilnehmer unserer Studie bemängelten wiederholt, dass relevante qualitative Informationen nur sehr schwer zu beschaffen sind und etwa in der Unternehmensberichterstattung unzureichende Berücksichtigung finden. Verschiedene Institutionen, wie etwa das ‚American Institute of Certified Public Accountants‘ oder die sechs weltweit größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (unter anderem Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers AG, KPMG und Deloitte), mahnen daher eine zunehmende Berücksichtigung qualitativer Faktoren in der Unternehmenskommunikation, insbesondere der Finanzkommunikation an: „Without adequate information, users of business reporting cannot judge properly the opportunities and risks of investment opportunities“ (AICPA 1994, Chapter 1). Im Bereich der qualitativen Faktoren müssen heute gravierende ‚Informationsasymmetrien‘ zwischen Unternehmen und Kapitalmarktteilnehmern konstatiert werden. Obwohl natürlich auch ein Unternehmen selbst, bzw. dessen Geschäftsleitung, oftmals die eigene Unternehmensentwicklung nicht hinreichend verlässlich prognostizieren kann, so hat es doch Zugang zu einem ungleich größeren Maß an Information über die Lage des Unternehmens, die ihm zur Verfügung stehenden Ressourcen, Ziele, Strategien, Märkte, Lieferanten, Kunden, Wettbewerber usw., als die Teilnehmer des Kapitalmarktes. Die informationelle Basis eines Unternehmens ist damit sehr viel größer und zuverlässiger, als es die von Außenstehenden jemals sein kann (vgl. Labhart, 1999). Im Sinne eines angemessenen und stabilen Aktienkursverlaufs ist es jedoch auch im Interesse der Unternehmen, einen ausreichenden Informationsstand bei den Zielgruppen des Kapitalmarktes durch eine transparente Kommunikation auch qualitativer Faktoren sicherzustellen.

Kommunikation qualitativer Faktoren und Reputationsaufbau

Qualitative Unternehmensfaktoren dienen an den Kapitalmärkten nicht alleine der Erhöhung der Informationstransparenz – sie entfalten auch auf einem zweiten, eher indirekten Weg Wirkungen auf die Unternehmenswahrnehmung, indem sie zum Reputationsaufbau beitragen. Es besteht wenig Zweifel, dass kollektive psychologische und emotionale Urteile eine bedeutsame Wirkung auf Kapitalmärkte und damit auch auf die Bewertung von Unternehmen entfalten. Die Unternehmensreputation ist ein mögliches Konzept für die Beschreibung von solchen kollektiven Urteilen. Reputation kann etwa als die Summe der Images eines Unternehmens in den Köpfen seiner Stakeholder definiert werden. Studien belegen, dass eine vorteilhafte Reputation ein Unternehmen dabei unterstützt, ein sogenanntes „investment of choice“ zu werden, also die Fähigkeit eines Unternehmens verbessert, Kapital zu günstigen Konditionen aufzunehmen (Fombrun, 2002; Larkin, 2003). Eine gute Reputation signalisiert dem Finanzmarkt, dass der Unternehmenswert in Zukunft zumindest erhalten, wenn nicht gesteigert wird. Im Kontrast dazu resultiert eine schlechte Reputation in der Regel aus der wiederholten Mitteilung enttäuschender und überraschender Geschäftsergebnisse, mangelhafter Strategieumsetzung oder schlechter Governance. Die Etablierung einer negativen Unternehmensreputation zieht, wie gerade auch Beispiele der jüngsten Vergangenheit zeigen, regelmäßig eine erhöhte Intervention der Anteilseigner in die Geschäftsbelange und Strategie eines Unternehmens nach sich (Shareholder Activism).

Eine positive Unternehmensreputation schafft hingegen Vertrauen und Respekt gegenüber einem Unternehmen und seiner Geschäftsleitung. Vertrauen in ein Unternehmen impliziert dabei auch Vertrauen in dessen Kommunikationsbotschaften und Unternehmensergebnisse (Guidance). Angesichts der Ungewissheit zukünftiger Unternehmensentwicklungen und der Existenz unvermeidlicher Informationsasymmetrien tendieren Kapitalmarktteilnehmer dazu, ihr Informationsverhalten der Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens anzupassen. Die begrenzten Zeitbudgets gerade professioneller Kapitalmarktteilnehmer begrenzen auch den Umfang einer möglichen Informationssuche. Die Finanzgemeinde ist daher eher bereit, den Ankündigungen solch eines Unternehmens Glauben zu schenken, welches sich eine positive Reputation erarbeitet hat – Investoren und Analysten verlassen sich eher auf die Guidance eines solchen Unternehmens. Vertrauen und Respekt gegenüber einem Unternehmen führt jedoch zum Zweiten auch dazu, dass Kapitalmarktteilnehmer sich loyaler zu dem Unternehmen verhalten und auch etwa in Krisenzeiten dazu tendieren, in einem Unternehmen investiert zu bleiben. Offensichtlich setzt sich eine Reputation auf Kapitalmärkten nun sowohl aus finanziellen als auch qualitativen Faktoren zusammen. Die Qualität des Managements, die Kommunikationspolitik, die Unternehmensstrategie und die Produkte eines Unternehmens tragen etwa alle zur Finanzmarktrepuation eines Unternehmens bei.

Ein zentraler Bestandteil des Reputationsmanagements an Kapitalmärkten ist die Kommunikationsarbeit eines Unternehmens. Indem Unternehmen und ihre Kommunikationsfunktionen Kapitalmarktteilnehmern Informationen zu ihrer vergangenen und geplanten zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung sowie ihrem derzeitigen Zustand, ihren Ressourcen und Potenzialen zur Verfügung stellen, beteiligen sie sich an den Informations- und Interpretationsprozessen der Kapitalmarktteilnehmer. Unternehmenskommunikation liefert elementare Informationen als „Input“ für die auf das Unternehmen bezogenen „Sense-making“-Bemühungen der Investoren, Analysten, Journalisten und weiteren Kapitalmarktteilnehmer (vgl. Kuperman 2003; Weick, 1995). Sie spielt damit eine entscheidende Rolle bei der Meinungsbildung über Unternehmen auf den Kapitalmärkten. Die Kommunikation von relevanten qualitativen Unternehmensaspekten beeinflusst die Wahrnehmung eines Unternehmens an Kapitalmärkten somit zusammenfassend einerseits durch eine Erhöhung der Transparenz und eine Reduktion von Informationsasymmetrien sowie andererseits durch eine Vertiefung des Vertrauens der Anleger in ein Unternehmen. Sie ermöglicht die bessere Einschätzung von relevanten Unternehmensentwicklungen und trägt zu verlässlicheren Annahmen zur zukünftigen Wertentwicklung auf Seiten der Kapitalmarktteilnehmer bei.

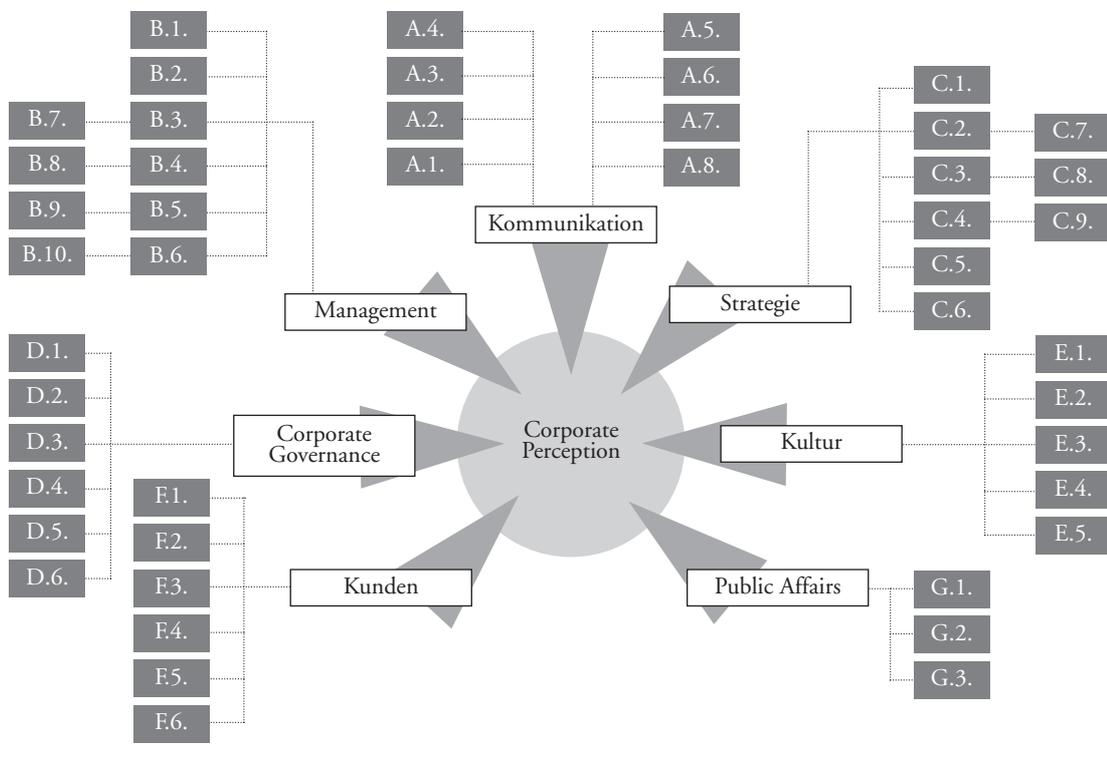
Ein Unternehmen kann seine Kommunikationsbemühungen jedoch nur dann sinnvoll gestalten, wenn es die Informationsnachfrage seiner Zielgruppen tatsächlich kennt und diese entsprechend bedienen kann. Ein Verständnis der Wahrnehmungsprozesse der Kapitalmarktteilnehmer, ihrer Bemühungen, Wissen über Unternehmen zu sammeln, muss daher die Grundlage unternehmerischer Kommunikationsarbeit sein. Angesichts der Komplexität des heutigen Kapitalmarktgeschehens können Unternehmen gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern nur dann nachhaltig erfolgreich kommunizieren, wenn auf einem ausreichenden Verständnis der Ansprüche, Wünsche und Wahrnehmungen der Kommunikationszielgruppe aufgebaut werden kann. Hier setzt unser Forschungsprojekt „Corporate Perception on Capital Markets“ an. Ziel unserer im Folgenden dargestellten empirischen Untersuchung war es, jene qualitativen Unternehmensfaktoren zu bestimmen und zu gewichten, die die Wahrnehmung eines Unternehmens an den europäischen Kapitalmärkten, insbesondere bei den professionellen Kapitalmarktteilnehmern, maßgeblich beeinflussen. Die Kenntnis dieser Faktoren ist die Voraussetzung einer Finanzkommunikation, die ihren Zielgruppen eine umfassende Informationsbasis bieten, und damit Vertrauen und Respekt an den Kapitalmärkten schaffen kann.

3. Forschungsmethode und Vorgehen

Aufgrund der wenigen im hier beschriebenen Forschungsfeld verfügbaren empirischen Erkenntnisse folgte das Forschungsprojekt „Corporate Perception on Capital Markets“ einer Kombination aus einem interpretativen Forschungsparadigma zur Identifizierung der qualitativen Unternehmensfaktoren, gefolgt von einer anschließenden quantitativen Untersuchung zur Gewichtung dieser Faktoren. In einem ersten Schritt sollte also ein theoretisches Modell der Unternehmenswahrnehmung am Kapitalmarkt explorativ hergeleitet werden. Das Forschungsteam baute hier auf einem theoriegenerierenden Grounded-Theory-Ansatz auf (Glaser & Strauss 1967; Strauss & Corbin 1990), da dieser besonders geeignet erschien, ein tieferes Verständnis des zugrunde liegenden Phänomens zu ermöglichen. Zielgruppe war dabei insbesondere die an den Kapitalmärkten meinungsprägenden professionellen Mitglieder der Finanzgemeinde. In der Folge wurden zwischen Mai 2006 und Oktober 2006 insgesamt 42 halbstandardisierte Experteninterviews mit Vertretern der Sell- und Buy-Side (Analysten und institutionelle Investoren) durchgeführt. Die Interviewpartner wurden dabei aus den europäischen Kapitalmärkten (England, Frankreich, Deutschland, Niederlande, Schweiz, Spanien) ausgewählt.

Die Interviewpartner erhielten vorab eine Kurzinformation zu den Inhalten und Zielen der Untersuchung. Die Fragen des explorativen, leitfadenbasierten Interviews bezogen sich auf den Entscheidungsprozess der Kapitalmarktteilnehmer, auf die verfügbaren Informationsquellen sowie auf die qualitativen Faktoren, die die Wahrnehmungen und Urteile beeinflussen. Alle Interviews wurden im Anschluss vollständig transkribiert und anonymisiert. Die Auswahl der Interviewpartner erfolgte auf Basis der von Glaser und Strauss (1998) vorgeschlagenen Strategie des ‚Theoretischen Samplings‘. ‚Theoretisches Sampling‘ bezeichnet dabei den auf die Theoriegenerierung zielenden Prozess der Datenerhebung, bei dem der Forscher seine Daten parallel erhebt, kodiert, analysiert und über die Notwendigkeit und Art weiterer Daten entscheidet. Im konkreten Fall wurden zusätzliche Interviewpartner, insbesondere in zuvor unterrepräsentierten Industriesektoren, hinzugezogen, mit dem Ziel, neue Eigenschaften und Dimensionen der vorliegenden Konzepte zu erarbeiten sowie diese gegebenenfalls zu erweitern. Die so erarbeitete Theorie wurde also schrittweise angereichert und differenziert. Die Erhebung kann damit zwar keine Repräsentativität durch Abbildung der Grundgesamtheit und statistisches Sampling, wie dies in der Regel bei quantitativen Studien der Fall ist, beanspruchen, es konnte jedoch ein explorativen Ansatz angemessenes tiefes und umfassendes Verständnis des Untersuchungsgegenstandes erreicht werden. Das Resultat dieser ersten Forschungsphase war folglich ein umfassendes Modell der Wahrnehmung weicher Unternehmensfaktoren am Kapitalmarkt. Es identifizierte 47 maßgebliche qualitative Faktoren und gruppierte diese zu sieben übergeordneten Kategorien.

Abbildung 1: Modellübersicht qualitativer Faktoren



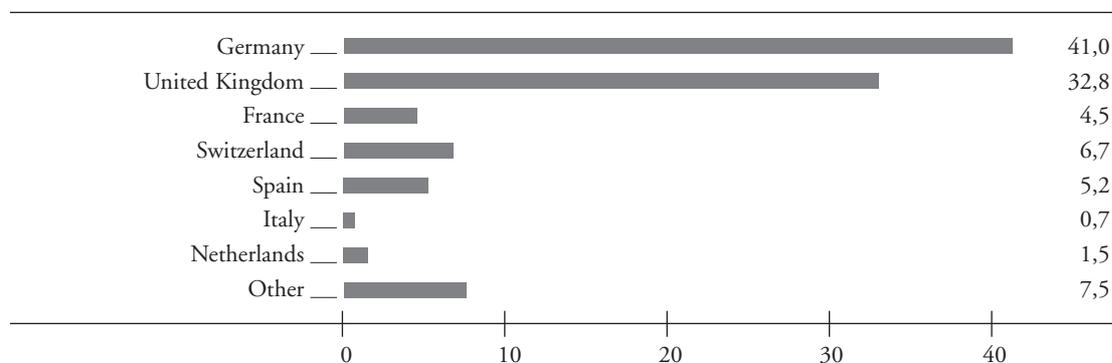
Nach Abschluss der qualitativen Forschungsphase galt es, die in den sieben Kategorien systematisierten qualitativen Faktoren gemäß ihrer Bedeutung für die Tätigkeit professioneller Kapitalmarktteilnehmer zu gewichten. Mittels dieser Gewichtung der Faktoren sollte zugleich auch die Plausibilität des Gesamtmodells geprüft und validiert werden. Hierzu programmierte das Forschungsteam Ende 2006/Anfang 2007 einen Online-Fragebogen, basierend auf der Plattform des deutschen Anbieters Unipark. Im Rahmen der Erstellung des Fragebogens wurden zwei Pre-Tests durchgeführt, wobei professionelle Kapitalmarktteilnehmer aus der Schweiz und Großbritannien gebeten wurden, den Bogen auszufüllen und anschließend zur Nutzerfreundlichkeit und Verständlichkeit des Bogens befragt wurden (Bourque & Fielder, 2003, S. 83).

Die zweite Studie verfolgte einen deskriptiven Ansatz, indem sie auf die quantitative Messung oder Bewertung eines bekannten, bereits identifizierten Phänomens abzielte und versuchte, die Beschreibung der Auftretenshäufigkeit gewisser Attribute oder Meinungen zu erreichen (vgl. Diekmann, 2006, S. 31f.). Die Teilnehmer wurden entsprechend mit einer verbal strukturierten Vorlage für die subjektive Bewertung einer Gruppe von Elementen oder Faktoren konfrontiert (vgl. Mummendey, 1995, S. 15). Der Fragebogen präsentierte dabei die vorab identifizierten Faktoren, verbunden mit der Bitte, deren Relevanz für die eigene, persönliche Beurteilung eines Unternehmens auf einer numerischen, verbal fixierten Rating-Skala von 1-„irrelevant“ bis 5-„sehr relevant“ einzuschätzen. Ein solches Maß ist zwar grundsätzlich ordinalskaliert, im Falle von Rating Skalen konnte und wurde jedoch im Rahmen der Datenanalyse von einer näherungsweise Intervallskalierung ausgegangen (Bortz, 1984, S. 124).

Stichprobe

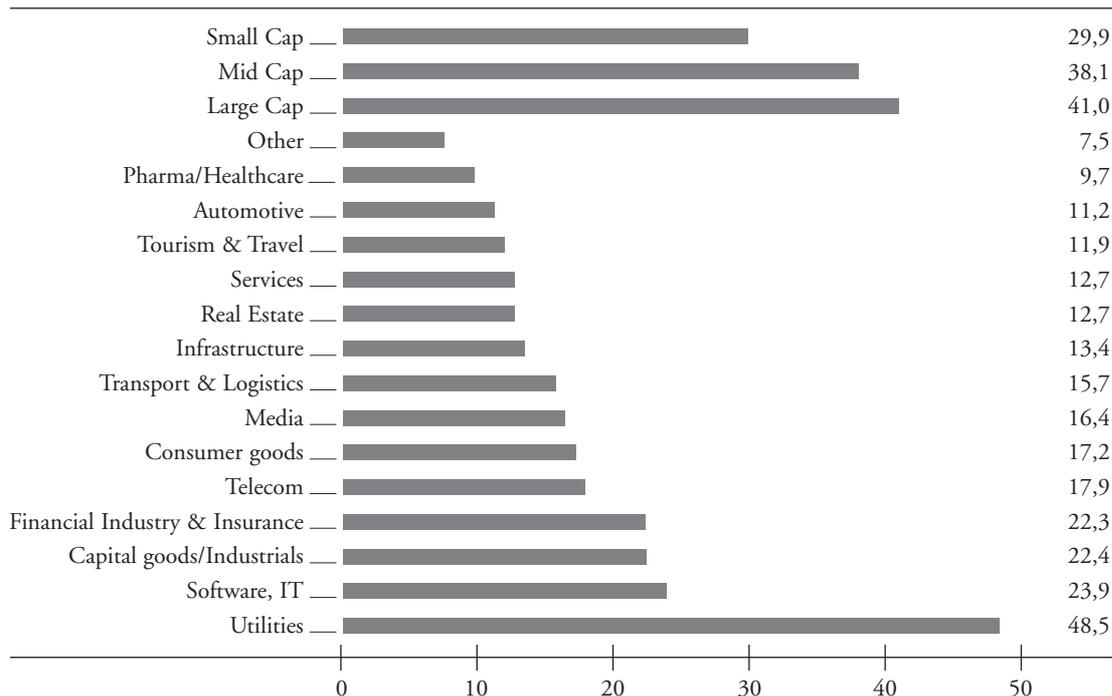
In der zweiten Phase konnte trotz der Erhebungsherausforderung der spezifischen Zielgruppe eine Teilnehmerzahl von 174 erreicht werden. Die Teilnehmer wurden dabei zwischen Februar und Juli 2007 aus den Datenbeständen des Projektteams rekrutiert. Da die Teilnehmer sich freiwillig bereit erklärten, den Fragebogen auszufüllen, unterlag die Teilnahme einer gewissen Selbstselektion. Auch angesichts der Tatsache, dass der Umfang der Grundgesamtheit dieser Erhebung, also die genaue Anzahl aller europäischer professioneller Kapitalmarktteilnehmer nicht bekannt war, ist nicht von einer reinen Zufallsstichprobe auszugehen. Die Teilnehmer der zweiten Studie kamen vorwiegend aus Deutschland sowie Großbritannien, wobei eine Reihe weiterer europäischer Länder, wie etwa Frankreich, die Schweiz, Spanien oder die Niederlande, repräsentiert waren (vgl. Abb. 2).

Abbildung 2: Geographische Verteilung der Befragungsteilnehmer [%]



Die Befragungsstichprobe setzte sich zu etwa 45 % aus Sell Side Analysten, zu etwa 22 % aus Buy-Side Analysten und zu ca. 31 % aus institutionellen Investoren zusammen. Dabei konnte sichergestellt werden, dass die Teilnehmer eine große Bandbreite unterschiedlicher Branchen und Industrien betreuen bzw. beobachten (vgl. Abb. 3).

Abbildung 3: Branchenabdeckung der Befragungsteilnehmer [%]



Mit der statistischen Auswertung, basierend auf der Analyse-Software SPSS, wurde der zweistufige Forschungsprozess beschlossen. Aufgrund der Zielsetzung des Forschungsvorhabens stand dabei insbesondere die Ermittlung der Mittelwerte der Relevanzeinschätzungen im Vordergrund. Es wurde hier, wie beschrieben, von einer näherungsweisen Intervallskalierung der Erhebungsskala ausgegangen. Das folgende Kapitel soll nun die so identifizierten qualitativen Einflussfaktoren der Kapitalmarktwahrnehmung sowie deren Bedeutung und Gewichtung umfassend darstellen und beschreiben.

4. Empirische Ergebnisse

Im Folgenden sollen die identifizierten qualitativen Unternehmensfaktoren, welche die Kapitalmarktwahrnehmung prägen, beschrieben sowie deren Relevanz differenziert dargestellt werden. Die Faktoren werden dabei in sieben Kategorien gruppiert. Abbildung 4 bietet einen ersten Überblick über die jeweilige Relevanz der Faktoren. Im Rahmen der Untersuchung erfuhr die Kategorie der Kommunikation die höchste durchschnittliche Gewichtung, gefolgt von der Qualität des Managements. Alle sieben Kategorien erfuhren jedoch eine Gewichtung über dem Medianwert 3 – insgesamt können somit alle im Folgenden beschriebene Kategorien als relevant betrachtet werden.

Abbildung 4: Gewichtete Reihenfolge aller Kategorien und Faktoren

Unternehmenskommunikation	Rang	Corporate Governance	Rang
Umfassende Offenlegung	___ 3	Offenlegung von Insidertransaktionen	___ 20
Zugänglichkeit der IR	___ 7	Erfolgsabhängige Entlohnung	___ 22
Pro-aktive Themensetzung	___ 9	Eigentümerstruktur	___ 26
Kontinuität	___ 10	Zusammensetzung des Aufsichtsrats	___ 32
Kompetenz und Erfahrung der IR-Mitarbeiter	___ 12	Offenlegung der Entlohnungspolitik	___ 36
Quantifizierung strategischer Ziele	___ 15	Transparenz der Berufungspolitik	___ 41
Gleichbehandlung der Kapitalmarktteilnehmer	___ 18		
Nutzerfreundlichkeit	___ 19	Unternehmenskultur	Rang
		Mitarbeiterrekrutierung	___ 11
Unternehmenskommunikation	Rang	Mitarbeiterzufriedenheit	___ 31
Umsetzung strategischer Pläne	___ 2	Fluktuation	___ 37
Geschäftsverständnis	___ 5	Gewerkschaftsbeziehungen	___ 40
Führungsfähigkeit	___ 6	Mitarbeiterkommunikation	___ 43
Einhaltung von Prognosen	___ 8		
Gesprächs- und Diskussionsbereitschaft	___ 13	Kunden- und Industriebeziehungen	Rang
Track Record	___ 14	Kundenzufriedenheit	___ 21
Zugänglichkeit des Managements	___ 24	Kundenservice	___ 25
Unternehmens- und Industrieerfahrung	___ 27	Markenstärke	___ 30
Persönliches Auftreten/Kommunikationsfähigkeit	___ 34	Industriereputation	___ 33
Beschäftigungsdauer	___ 45	Öffentliche Reputation	___ 42
		Medienberichterstattung	___ 47
Strategie	Rang		
Langfristigkeit	___ 1	Public Affairs	Rang
Shareholders Value	___ 4	Regulierungsanfälligkeit	___ 28
Konsistenz	___ 16	Lobbying	___ 38
Verständlichkeit/Kohärenz	___ 17	Ökologische und soziale Brisanz des Geschäfts	___ 39
Kosteneffizienz	___ 23		
Innovation und Technologieführerschaft	___ 29		
Kreativität und Differenzierung	___ 35		
Übereinstimmung mit Markttrends	___ 44		
Branding	___ 46		

Die sieben zentralen Kategorien qualitativer Informationen in der Kapitalmarktwahrnehmung sowie die sie ergebenden Unternehmensfaktoren sollen an dieser Stelle vertieft beschrieben werden. Dabei wird auch ein Überblick über die Rangordnung der Faktoren innerhalb der übergeordneten Kategorien geboten.

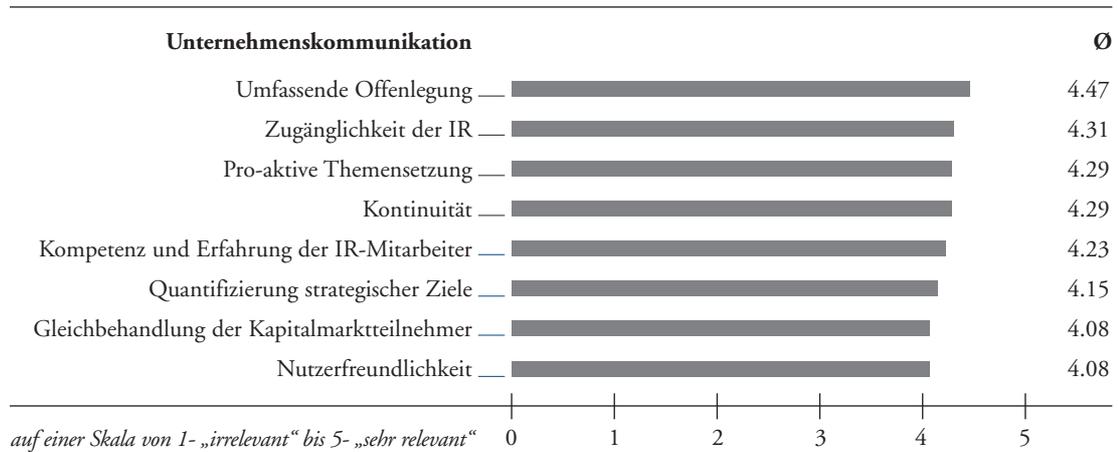
A. Unternehmenskommunikation

Die hohe Bedeutung der Unternehmenskommunikation an den internationalen Kapitalmärkten ist kein neues Phänomen – zahlreiche internationale Studien haben diese in der Vergangenheit bestätigt. Die Kommunikation eines Unternehmens beeinflusst seine Reputation unter Kapitalmarktteilnehmern. Sie ist eine der bedeutendsten Informationsquellen der Finanzgemeinde – eine Mehrzahl der Kapitalmarktteilnehmer kontaktieren mehrmals pro Woche die Kommunikationsfunktionen der betreuten Unternehmen. Bei ihrer Betrachtung eines Unternehmens sind Kapitalmarktteilnehmer auf die umfassende **Offenlegung des Geschäftsverlaufs** durch das Unternehmen angewiesen. Inkonsistenzen in der Informationspolitik können hier massiv negative Auswirkungen auf das Unternehmen entfalten. Neben der finanziellen Entwicklung rücken auch zunehmend qualitative Faktoren in den Fokus der Unternehmensberichterstattung. Die **kontinuierliche Information** zu den aktuellen Entwicklungen wird hier ebenso erwartet wie die konsistente Bearbeitung und Behandlung der durch das Unternehmen angeschnittenen Themen. Die Glaubwürdigkeit eines Unternehmens wird maßgeblich beeinflusst durch seine Fähigkeit, Vorhersagen oder Prognosen einzuhalten. Die Finanzgemeinde schätzt es daher, wenn ein Unternehmen seine Ankündigungen ebenso **quantifiziert**, und damit greifbar macht, wie den Fortschritt in der Bearbeitung strategischer Ziele.

Eine der wichtigsten Aufgaben der Investor Relations ist der Aufbau vertrauensvoller Beziehungen zwischen dem Unternehmen und den Kapitalmarktteilnehmern. Die Kommunikationsabteilungen der Unternehmen sollten daher ein hohes Maß an **Zugänglichkeit** aufweisen und den Wünschen und Anforderungen der Finanzgemeinde gegenüber offen sein. Darüber hinaus schätzen die Kapitalmarktteilnehmer durchaus, wenn ein Unternehmen von sich aus die Initiative ergreift und **pro-aktiv Themen anspricht**. Grundsätzlich ist die Qualität der Unternehmenskommunikation in der Wahrnehmung der Kapitalmarktteilnehmer eng verbunden mit der Kompetenz, dem Handlungsfreiraum und den **Erfahrungen der Mitarbeiter** in diesen Funktionen.

Die **Nutzerfreundlichkeit** der Unternehmenskommunikation erweist sich neben der Kenntnis der tatsächlichen Informationsbedürfnisse der Zielgruppen durchaus auch in der formellen Gestaltung der Kommunikationsinstrumente, etwa dem Datenformat oder dem Aufbau eines Geschäftsberichts. Grundsätzlich erwarten Kapitalmarktteilnehmer ein faires Kommunikationsverhalten, das alle Teilnehmer der Zielgruppe **gleich behandelt**, also keine persönlichen Präferenzen ausspielt.

Abbildung 5: Durchschnittswerte der Kategorie Unternehmenskommunikation



A.1. Umfassende Offenlegung

„Die Transparenz der Informationen – was gibt das Unternehmen alles raus? Je mehr Informationen ich über das Unternehmen bekomme, umso transparenter ist die ganze Angelegenheit. Alles andere würde Wert vernichten.“
Buy-Side Analyst

Eine umfassende Offenlegung des Geschäftsverlaufs ist die Grundlage einer realistischen Einschätzung und Bewertung des Unternehmens. Die pünktliche, detaillierte und faktengetreue Darstellung des Unternehmens ist eine Kernaufgabe der Unternehmenskommunikation. Vor allem im Falle unerwarteter Entwicklungen kommt der umfassenden Offenlegung hohe Bedeutung zu.

A.2. Zugänglichkeit der Investor Relations

„Die Zugänglichkeit des Unternehmens, bzw. die Kontaktfreudigkeit – da sollte das Unternehmen nicht passiv sein.“
Sell-Side Analyst

Eine transparente und vertrauenswürdige Unternehmenskommunikation setzt den Zugang zu den entsprechenden Kommunikationsfunktionen voraus. Die Kapitalmarktteilnehmer erwarten zuverlässige, präzise, also erreichbare Ansprechpartner, insbesondere in den Investor Relations-Abteilungen. Die Kommunikationsfunktionen sollten eine Bereitschaft zur Diskussion der Anliegen der Finanzgemeinde aufweisen und für Fragen und Gespräche zur Verfügung stehen.

A.3. Pro-aktive Themensetzung

„Die IR sollte interessante Themen mit dem Analysten thematisieren und dabei natürlich irgendwo auch ihre Meinung darstellen und die Meinungsbildung nicht ganz losgelöst entstehen lassen.“
Sell-Side Analyst

Über die Bereitschaft zur Beantwortung ihrer Fragen hinaus schätzen die Kapitalmarktteilnehmer Kommunikationsverantwortliche, die aus dem Unternehmen heraus für den Kapitalmarkt relevante Fragestellungen identifizieren und diese pro-aktiv thematisieren. Ein Unternehmen sollte also durchaus von sich aus den Austausch mit der Finanzgemeinde suchen.

A.4. Kontinuität

„Wenn man mal anfängt, etwas zu kommunizieren, muss man natürlich die Sachen durchkommunizieren und nicht einfach aufhören, wenn es schlecht wird.“ *Sell-Side Analyst*

Kontinuität stellt ein Qualitätsmerkmal der unternehmerischen Kommunikationsarbeit dar. Einmal angeschnittene Themen sind durchgängig zu kommunizieren – so haben zum Beispiel der Ankündigung einer strategischen Initiative entsprechende Updates zu folgen. Unternehmen sollten sich dementsprechend bemühen, einen konstanten Informationsaustausch mit den Kapitalmarktteilnehmern zu pflegen. Die Botschaften, ebenso wie die Form der Kommunikation, sollten eine gewisse Stabilität aufweisen. Erst eine kontinuierliche Kommunikation vermittelt den Eindruck der Zuverlässigkeit und schafft Vertrauen.

A.5. Kompetenz und Erfahrung der IR-Mitarbeiter

„Es ist natürlich extrem wichtig, einen verlässlichen Ansprechpartner zu haben, der erreichbar ist, der vernünftige Aussagen trifft, der sich einmal mit dem Unternehmen auskennt und dann auch inhaltlich verwertbare Aussagen trifft.“ *Sell-Side Analyst*

Die Kompetenz der Kommunikationsmitarbeiter wirkt sich unmittelbar auf die wahrgenommene Qualität der Unternehmenskommunikation aus. Kapitalmarktteilnehmer schätzen erfahrene IR-Mitarbeiter, welche das eigene Unternehmen ebenso umfassend kennen, wie dessen Geschäft und Branche. Eigene operative Erfahrungen der Kommunikationsverantwortlichen können dabei hilfreich sein. Eine hohe Konstanz unter den Kontaktpersonen wird seitens der Finanzgemeinde sehr positiv wahrgenommen. Zuverlässige und respektierte IR-Teams können dabei die Unternehmensführung von zahlreichen Anfragen und Anliegen aus dem Kapitalmarkt entlasten.

A.6. Quantifizierung strategischer Ziele

„Eine Strategie sollte nach Möglichkeit durch Zahlen unterlegt werden.“ *Sell-Side Analyst*

Die Einschätzung des Unternehmenserfolgs wird vor allem auch an den durch das Unternehmen selbst kommunizierten Zielen gemessen. Erst hier erweist sich die Zuverlässigkeit und Vertrauenswürdigkeit der Unternehmenskommunikation. Um eine solche Beurteilung zu ermöglichen, schätzen Kapitalmarktteilnehmer die Kommunikation greifbarer, quantifizierter Ziele ebenso wie die Vermittlung des strategischen Geschäftserfolgs anhand greifbarer Daten.

A.7. Gleichbehandlung der Kapitalmarktteilnehmer

„Sehr wichtig ist auch, dass allen die gleiche Information zur Verfügung gestellt wird. Nicht, dass einige Kapitalmarktteilnehmer mehr Informationen bekommen, oder bessere Informationen bekommen als andere.“ *Sell-Side Analyst*

Die Finanzgemeinde erwartet eine faire Behandlung durch die Unternehmenskommunikation. Dies bedeutet insbesondere eine Gleichbehandlung aller Kapitalmarktteilnehmer.

A.8. Nutzerfreundlichkeit

„Sie merken schon häufig, dass die einfach an den Bedürfnissen vorbei argumentieren – oder ob die wissen, was der Kapitalmarkt an Informationen braucht.“ *Sell-Side Analyst*

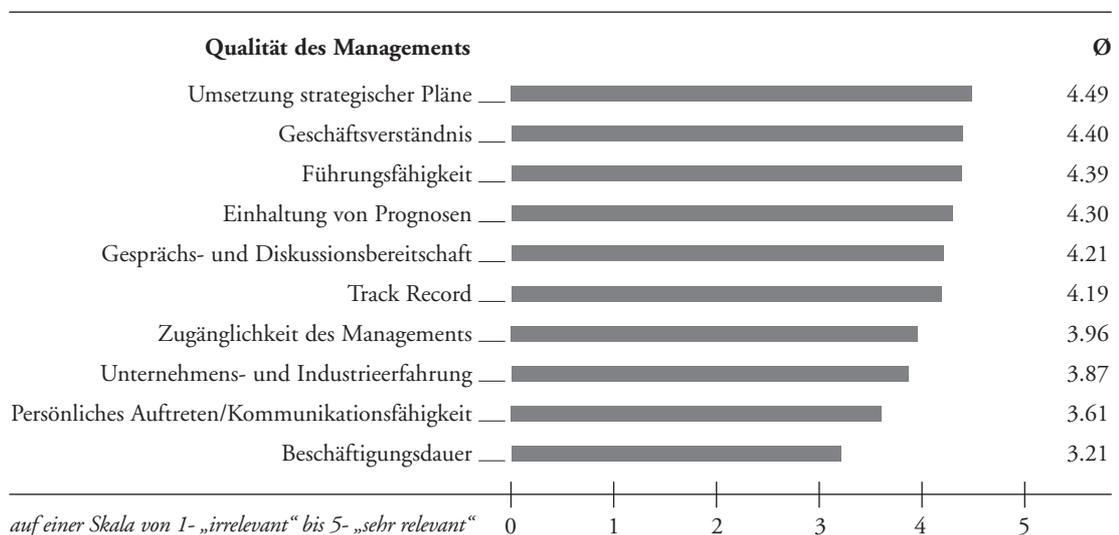
Der regelmäßige Austausch mit den Kommunikationsfunktionen all jener Unternehmen, die durch professionelle Kapitalmarktteilnehmer beobachtet werden, stellt eine sehr zeitintensive Herausforderung dar. Der Aufwand der Kapitalmarktteilnehmer kann jedoch durch eine professionelle Kommunikationsarbeit reduziert werden. Nutzerfreundliche Kommunikation zeichnet sich dabei einerseits durch eine Kenntnis der tatsächlich relevanten Fragestellungen aus. Andererseits jedoch auch etwa durch anwenderfreundliche Datenformate, kontinuierliche Informationsaufbereitung oder Berichterstattungsstrukturen.

B. Qualität des Managements

Die Beurteilung der Qualität seines Managements durch die Finanzgemeinde ist von offensichtlicher Relevanz für ein Unternehmen. Vergangene Unternehmenserfolge und zukünftige strategische Pläne werden für die professionellen Kapitalmarktteilnehmer erst in Relation zu den handelnden Personen tatsächlich verständlich und bewertbar, denn die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Erfolge, die Fähigkeit, **Prognosen tatsächlich einzuhalten** und **Strategien umzusetzen**, werden maßgeblich geprägt durch die Unternehmensführung. Über die reine Kohärenz einer Strategie hinaus beurteilt die Finanzgemeinde daher vor allem auch die Glaubwürdigkeit eines Managements. Das Vertrauen in ein Management-Team beruht dabei auf der **Erfahrung**, dem **Geschäftsverständnis**, dem sogenannten **Track Record** seiner Mitglieder. Die Finanzgemeinde erwartet gleichzeitig, dass das Management tatsächlich in der Lage ist, ein **Unternehmen zu führen**, zu motivieren und steuern. Eine Unternehmensführung erarbeitet sich so auch einen Ruf als mehr oder weniger vertrauens- und glaubwürdig.

Die Einschätzung der führenden Personen eines Unternehmens beruht dabei aus Sicht der Finanzgemeinde vor allem auf einem direkten Austausch, auf persönlichen Eindrücken. Entsprechend wird der **Zugänglichkeit** eines Managements ein hoher Wert beigemessen. Die Bereitschaft, die Geschäftsentwicklung **offen zu diskutieren** und kritischen Fragen nicht auszuweichen, ist mindestens ebenso bedeutsam wie die Qualität der Antworten. Auch die kommunikativen oder **Präsentationsfähigkeiten** eines Managements können so eine Rolle in der Kapitalmarktwahrnehmung spielen.

Abbildung 6: Durchschnittswerte der Kategorie Qualität des Managements



B.1. Umsetzung strategischer Pläne

„Die Zuverlässigkeit besteht darin, dass Aussagen auch eingehalten werden, dass Strategien auch entsprechend umgesetzt werden.“
Sell-Side Analyst

Die Einhaltung getroffener Versprechen oder Ankündigungen ist in der Kapitalmarktwahrnehmung eng verbunden mit der Umsetzung strategischer Pläne. Kapitalmarktteilnehmer erwarten von der Unternehmensführung einen Einblick in die geplante Entwicklung des Unternehmens, seiner Produkte, Märkte, Marktstellung etc. Solche strategische Pläne sind die Grundlage der finanziellen Entwicklung des Unternehmens. Die Qualität des Managements wird nun ihrerseits danach beurteilt, ob es tatsächlich in der Lage war, die strategischen Pläne wie kommuniziert umzusetzen. Sollte dies nicht der Fall sein, so wird das Management in der Verpflichtung gesehen, eine Abweichung fundiert zu begründen.

B.2. Geschäftsverständnis

„Es ist wirklich wichtig, dass man das Gefühl bekommt, dass das Management im Detail versteht, wie das Geschäft läuft, was die wichtigen Treiber sind.“
Institutioneller Investor

Eine Unternehmensführung sollte dem Kapitalmarkt den Eindruck vermitteln, dass es neben dem eigenen Unternehmen auch die Branche, die Spielregeln der Industrie und die wesentlichen Werttreiber des eigenen Geschäfts versteht. Die detaillierte Kenntnis des eigenen Unternehmens und Geschäfts wird durch die Finanzgemeinde vor allem danach beurteilt, ob ein Management in der Lage ist, auch spezifische Fragen souverän zu beantworten.

B.3. Führungsfähigkeit

„Inwieweit wird die Strategie des Unternehmens auch gelebt und in wieweit kann diese auch vom Management glaubwürdig kommuniziert werden.“
Sell-Side Analyst

Die Qualität einer Unternehmensführung erschöpft sich in der Kapitalmarktperspektive nicht in der Entwicklung und Mitteilung überzeugender Strategien. Die Umsetzung dieser Strategien und die Einhaltung von Prognosen beruhen ganz wesentlich auch auf der Fähigkeit des Managements, eine Organisation – die Mitarbeiter – zu überzeugen, zu bewegen und motivieren. Die Fähigkeit, ein Unternehmen tatsächlich zu bewegen und zu steuern ist daher ein bedeutender Einflussfaktor bei der Einschätzung der Managementqualität.

B.4. Einhaltung von Prognosen

„Was hat das Management in der Vergangenheit an Aussagen getroffen bezüglich der Geschäftsentwicklung? Sofern diese Aussagen richtig waren, verzeiht man einem Manager eher, wenn der sich mal einen Schnitzer erlaubt hat.“
Institutioneller Investor

Kapitalmarktteilnehmer erwarten von einem Management die kontinuierliche Bereitstellung von Informationen zu den Unternehmenszielen und Plänen, vor allem aber auch zu deren Umsetzung. Ein Management-Team wird zu einem wesentlichen Teil danach beurteilt, inwiefern es in der Lage

ist, Aussagen auch einzuhalten. Die Glaubwürdigkeit und Zuverlässigkeit eines Managements beruht somit auf seiner Fähigkeit, den eigenen Prognosen tatsächlich nachzukommen. Versuche der Beschönigung im Falle des Verfehlens einer Zielsetzung haben dabei ausgesprochen negative, langfristige Auswirkungen auf die Reputation eines Managements.

B.5. Gesprächs- und Diskussionsbereitschaft

„Ein gutes Management sollte ehrlich und offen sagen, wie die Geschäfte laufen, offen zu negativen Punkten stehen und gegebenenfalls sagen, ja OK, das und das läuft zur Zeit nicht und wir haben diese und jene Schritte eingeleitet.“ *Institutioneller Investor*

Um die Entwicklung und den Wert eines Unternehmens angemessen und realitätsnah beurteilen zu können, ist die Finanzgemeinde auf ebenso zutreffende wie umfassende Aussagen und Informationen der Unternehmensführung angewiesen. Es wird von der Geschäftsleitung erwartet, dass es eine ausreichende Bereitschaft zeigt, tatsächlich mit Kapitalmarktteilnehmern in einen Dialog zutreten, Gespräche zu führen und insbesondere auch kritische Fragen zu beantworten. Letzteres gilt vor allem im Falle einer negativen Geschäftsentwicklung.

B.6. Track Record

„Wichtig ist eine Einschätzung des Managements, auch im Hinblick darauf, wie verschiedene Managementaufgaben in der Vergangenheit entsprechend erfolgreich bewältigt wurden, oder ob eventuell aus Sicht des Kapitalmarkts Fehler gemacht wurden.“ *Sell-Side Analyst*

Ein zentraler Zugangsweg bei der persönlichen Beurteilung eines Managers sind dessen Erfolge und Misserfolge in der Vergangenheit, sein Erfolgsausweis. Von diesem wird auf die Fähigkeit der handelnden Personen geschlossen, auch zukünftig zu einem positiven Geschäftsverlauf beizutragen. Ein positiver Track Record wirkt vertrauensbildend und kann hier zu einem regelrechten Vertrauensvorschuss beitragen.

B.7. Zugänglichkeit des Managements

„Auf die Zugänglichkeit für Meetings, bei Investorenkonferenzen, Analystenkonferenzen, Road Shows lege ich generell Wert. Je nach Größe des Unternehmens ist es zudem auch noch wichtig, dass man auch mal beim Management telefonisch durchkommt.“ *Sell-Side Analyst*

Die Finanzgemeinde legt einen enorm hohen Wert auf persönliche Eindrücke von einem Management-Team, um einen realistischen Eindruck von den handelnden Personen entwickeln zu können. Es wird daher erwartet, dass ein Management grundsätzlich für die Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern bereitsteht und dass es aktiv den Austausch mit diesen sucht – sei es im Rahmen von Telefonkonferenzen, Road Shows oder gar Einzeltreffen.

B.8. Unternehmens- und Industrieerfahrung

„Was ist der Hintergrund des Vorstandes? Wie lange sitzt er im Unternehmen und wenn er vorher schon in anderen Ämtern tätig war, wie erfolgreich war er, beziehungsweise welche Industrieerfahrung besitzt er?“
Sell-Side Analyst

Abhängig von der Branche, in der ein Unternehmen tätig ist, kann auch die Erfahrung eines Managements innerhalb dieser Branche von großer Bedeutung für die Bewertung der Fähigkeiten und Zuverlässigkeit eines Managements sein. Kapitalmarktteilnehmer betrachten also genau, in welchen Unternehmen und Branchen ein Manager bereits tätig war, beziehungsweise welche Erfahrungen dort gesammelt wurden.

B.9. Persönliches Auftreten/Kommunikationsfähigkeit

„Auch das Auftreten des Managements ist ein wichtiger Faktor. Denn Sie müssen sehen, auch im Kapitalmarkt geht es um Vertrauensbildung und -aufbau. Und das muss sich schon sehr stark im Auftreten des Managements den Investoren gegenüber auswirken.“
Sell-Side Analyst

Der persönliche Eindruck eines Managers, wie er etwa bei einem Gespräch oder einer Präsentation gebildet wird, beruht unweigerlich auch auf den kommunikativen Fähigkeiten, der Eloquenz, der Ausstrahlung und dem Auftreten dieses Managers. Selbstbewusstsein und Charisma der Unternehmensführung können die Wahrnehmung eines Unternehmens und seiner Entwicklung positiv beeinflussen.

B.10. Beschäftigungsdauer

„Wie lange die Topmanager schon dabei sind, was für Erfahrung sie im Unternehmen haben, das sind alles ganz wichtige Faktoren meiner Meinung nach.“
Sell-Side Analyst

Ein wichtiger Aspekt der Managementqualität ist die Erfahrung, welche sich etwa auch auf die Kenntnis des eigenen Unternehmens auswirken kann. Die Verweildauer eines Managements in einem Unternehmen ist hierfür ein Indikator. Eine hohe Kontinuität spricht dabei tendenziell für die positive Entwicklung des Geschäftsverlaufs und eine hohe Zuverlässigkeit. Regelmäßige Unternehmenswechsel bedürfen einer plausiblen Begründung.

C. Strategie

Die Strategie eines Unternehmens beschreibt seine Ziele sowie die Mittel und Wege, mit denen es vorhat, diese zu erreichen – sie ist sozusagen die Geschichte, die das Unternehmen repräsentiert. Der Erfolg eines Unternehmens, seine zukünftige Entwicklung, können daher nur vor dem Hintergrund dieser Strategie beurteilt werden. Als Fahrplan des Unternehmens ist die Strategie zugleich auch die Grundlage der Beurteilung einer Unternehmensführung durch die Finanzöffentlichkeit.

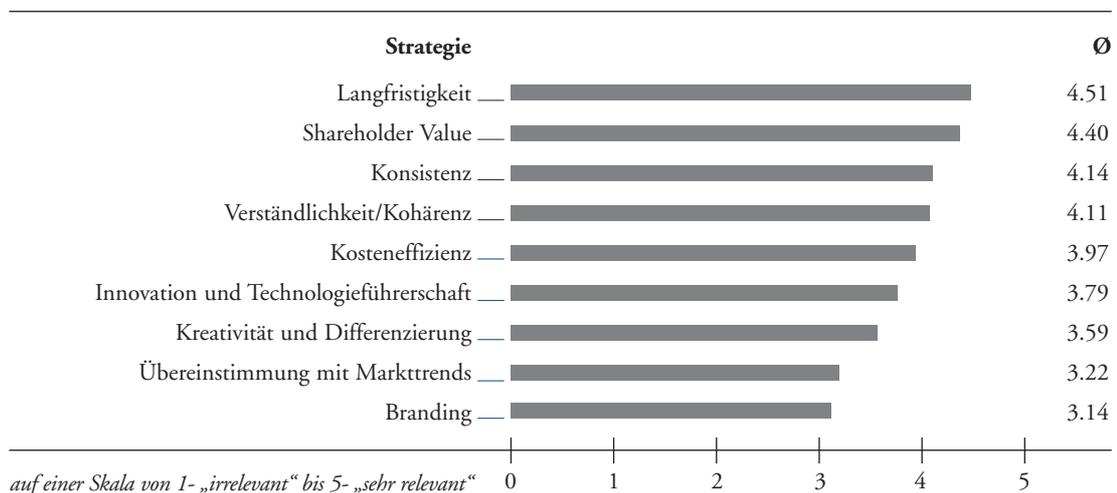
Prinzipiell sollte eine Strategie dem Ziel folgen, den Wert des Unternehmens – seinen **Shareholder Value** – zu erhöhen. Dies ist die Voraussetzung für die Bereitschaft der Kapitalmarktteilnehmer, einem Unternehmen Kapital bereitzustellen. Darüber hinaus sollte eine Strategie aber auch in der Lage sein, einen Ausblick auf die **langfristig geplante Entwicklung** eines Unternehmens

zu vermitteln. Die Finanzgemeinde schätzt Unternehmensstrategien, die eine hohe **Konsistenz** aufweisen und damit eine gewisse Berechenbarkeit bieten. **Verständlichkeit und Kohärenz** sind dabei Voraussetzungen für die Akzeptanz einer Strategie.

Substanziell sollte eine Strategie den Kapitalmarktteilnehmern relevante Informationen zu der Marktposition eines Unternehmens vermitteln. Von besonderem Interesse sind darüber hinaus **die technologische Positionierung** des Unternehmens, seine **Markenführung** sowie die Berücksichtigung der **Kosteneffizienz** in der Geschäftsentwicklung.

Kapitalmarktteilnehmer beurteilen eine Strategie schließlich auch danach, inwiefern sie den erkannten **Markttrends entspricht**, aber auch, inwiefern sie sich durch ein gewisses Maß an **Kreativität und Differenzierung** auszeichnet. Gemeinsam ergeben diese Aspekte ein mehr oder weniger attraktives Bild des Unternehmens in der Kapitalmarktwahrnehmung.

Abbildung 7: Durchschnittswerte der Kategorie Strategie



C.1. Langfristigkeit

„How forward thinking their thinking is in terms of strategic issues which may not affect operations today, but which lay the foundations for the development in the future.“
Sell-Side Analyst

Eine Unternehmensstrategie ist naturgemäß vorwärtsgewandt, sie stellt einen Plan der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens dar. Basierend auf dieser zukünftigen Entwicklung schreiben die Kapitalmarktteilnehmer dem Unternehmen einen gewissen Wert zu. Von entsprechender Bedeutung ist die langfristige Orientierung einer Strategie. Aspekte der Forschungs- und Entwicklungstätigkeit und Investitionsschwerpunkte spielen dabei ebenso eine Rolle wie die Nachhaltigkeit der Unternehmensentwicklung.

C.2. Shareholder Value

„People always tend to think that growth is positive, while that's not the case – to create value is positive.“

Sell-Side Analyst

Investoren überlassen einem Unternehmen ihr Kapital in der Regel in der Erwartung, dass dieses in der Lage ist, durch seine Geschäftstätigkeit einen befriedigenden Wertzuwachs zu erreichen. Diese Verantwortung übernimmt ein Management gegenüber den Unternehmenseignern. Eine Strategie sollte daher plausibel darlegen können, wie ein Unternehmen vorhat, seinen Wert zu erhöhen. Das Management soll so zeigen, dass es sich der Interessen der Investoren bewusst ist und diesen nachkommt.

C.3. Konsistenz

„We don't like U-turns.“

Sell-Side Analyst

Die Verlässlichkeit einer Unternehmensentwicklung und eines Managements wird an der Einhaltung strategischer Ziele gemessen. Strategien, welche häufigen Änderungen unterworfen sind, können diesen Zweck folglich oftmals nicht gewährleisten und werden von der Finanzgemeinde nicht geschätzt.

C.4. Verständlichkeit und Kohärenz

„Es muss schon so sein, dass man den Eindruck hat, dass sich ein roter Faden durch die ganze Strategie durchzieht.“

Buy-Side Analyst

Die Voraussetzung einer positiven Wahrnehmung einer Unternehmensstrategie am Kapitalmarkt ist sicher die logische Kohärenz, die Widerspruchsfreiheit ihrer Argumentation. Ein sichtbarer roter Faden erhöht die Akzeptanz einer Strategie. Sie sollte also vor allem verständlich und nachvollziehbar sein, um die Finanzgemeinde von den Potenzialen des Unternehmens überzeugen zu können.

C.5. Kosteneffizienz

„Wir schauen, inwieweit Unternehmen aufgrund ihrer Erzeugungsstruktur Wettbewerbsvorteile gegenüber Wettbewerbern haben.“

Sell-Side Analyst

Der finanzielle Erfolg eines Unternehmens kann bekanntlich auf Vorteile auf der Ertrags- oder auf der Kostenseite zurückgeführt werden. Die Kostenstruktur eines Unternehmens, seiner Produktion und Distribution, ist daher stets von großem Interesse für Kapitalmarktteilnehmer. Eine Strategie sollte in der Lage sein, Rationalisierungspotenziale zu identifizieren und Effizienzgewinne zu realisieren.

C.6. Innovation und Technologieführerschaft

„Forschung und Entwicklung spielen eine große Rolle. Aus der Sicht heraus bin ich natürlich interessiert, wie viele Mitarbeiter in diesem Bereich arbeiten und wieviel Prozent vom Umsatz in die Forschung und Entwicklung geht.“
Sell-Side Analyst

Wettbewerbsvorteile eines Unternehmens können auch auf der Technologieführerschaft der Organisation beruhen. Kapitalmarktteilnehmer interessieren sich entsprechend für die Forschungs- und Entwicklungstätigkeit eines Unternehmens, den technologischen Stand seiner Produkte und Anlagen oder auch seine Produkt-Pipeline. Eine Unternehmensstrategie muss eine klare und kohärente Position des Unternehmens in diesem Bereich vermitteln können.

C.7. Kreativität und Differenzierung

„I look whether the company has any specific differences in strategy relative to its peer group and why.“
Sell-Side Analyst

Der nachhaltige Erfolg eines Unternehmens im Markt beruht auf gewissen differenzierenden Eigenschaften oder Fähigkeiten der Organisation, die dieser einen Wettbewerbsvorteil bieten. Strategien, die folglich alleine die Vorgaben anderer Unternehmen nachahmen, werden entsprechend als wenig Erfolg versprechend wahrgenommen. Selbst wenn ein Unternehmen dadurch etablierten Markttrends widerspricht, sind es gerade ihre Alleinstellungsmerkmale, die eine Strategie aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer interessant machen.

C.8. Übereinstimmung mit Markttrends

„I want to get the impression that the company has made a thoughtful and considered evaluation of the company's industry and, of the competitive forces which impact on the company.“
Sell-Side Analyst

Die Plausibilität einer Strategie wird in der Regel vor dem Hintergrund etablierter Markt- und Branchentrends beurteilt. In Hinblick auf die Entwicklungen einer Branche entwickelt die Finanzgemeinschaft gewisse Erwartungen an eine Unternehmensstrategie, ihre Ausrichtung, die Herausforderungen, die sie bewältigen soll. Eine Übereinstimmung mit solchen Markttrends kann die Wahrnehmung einer Strategie positiv beeinflussen.

C.9. Branding

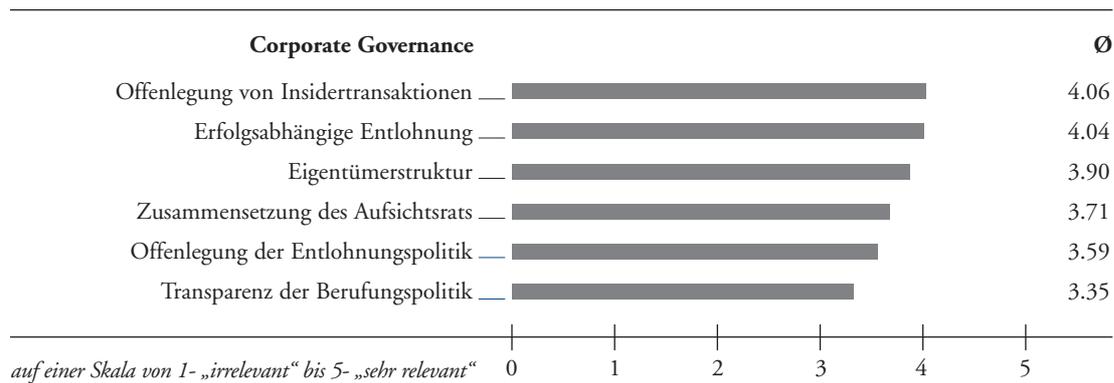
„Die Positionierung der Marke spielt eine ganz entscheidende Rolle, zum Beispiel die Positionierung des Unternehmens im Premium- oder Discountsegment.“
Sell-Side Analyst

Das Geschäftsmodell eines Unternehmens, seine Margen, seine Kundenbeziehungen und Absatzstärke können maßgeblich beeinflusst werden durch die Marken seiner Produkte. Die Verbreitung und Akzeptanz einer Marke ist daher ein bedeutendes Element einer Strategie. Sie ist in der Regel auch verbunden mit der Fähigkeit, gewisse Preisvorstellungen am Markt durchzusetzen.

D. Corporate Governance

Das Thema der Corporate Governance konnte sich zuletzt großer Aufmerksamkeit erfreuen. Eine Reihe von Bilanzierungsskandalen und Firmenpleiten rückten die Zusammenarbeit von Unternehmensvorstand, -eigentümern und -aufsehern ebenso in den Vordergrund, wie die Herausforderungen einer transparenten Darstellung der Unternehmenssituation. In der Folge wurden an verschiedenen Orten Börsenregulierungen und Gesetze verschärft – die rechtliche und theoretische Debatte hat jedoch auch Auswirkungen auf die Kapitalmarktwahrnehmung gezeitigt. Die Finanzgemeinde interessiert sich vermehrt für Themen wie die **Entlohnung** des Vorstandes oder den **Aktienhandel von Unternehmensinsidern**. Hier stellt sich auch die Frage, welche Anreizstrukturen den Unternehmenslenkern geboten werden. Die Zusammensetzung und Veränderung der **Eigentümerstruktur** wird auch in Zeiten aktiver Investoren zunehmend interessant. Sie kann entscheidend sein für die Stabilität oder Volatilität eines Unternehmenswertes. Nicht zuletzt auch die **Zusammensetzung und die Berufung der Aufsichtsgremien** sind für die Finanzgemeinde von Interesse. Unternehmensexterne können hier einen unabhängigen Blick auf das Unternehmen einbringen. Das Wissen, die Erfahrung und die Vernetzung der Gremienmitglieder können zudem zuträglich für den Erfolg eines Unternehmens sein. Auch die **Berufungspolitik** der Führungsgremien ist in diesem Zusammenhang von Interesse.

Abbildung 8: Durchschnittswerte der Kategorie Corporate Governance



D.1. Offenlegung von Insidertransaktionen

„One thing which I always find prestigious is when a manager buys shares. That is much more meaningful than if he is granted some stock options.“
Sell-Side Analyst

Der Besitz, der Kauf oder Verkauf der eigenen Unternehmensaktien durch Insider ist für Kapitalmarktteilnehmer ein hoch interessanter und aussagekräftiger Indikator für den erwarteten Erfolg eines Unternehmens. Ein Engagement von Unternehmensinsidern wird hier grundsätzlich gerne gesehen. In jedem Fall wird jedoch eine hohe Transparenz dieser Transaktionen und ihrer unternehmensinternen Regulierung erwartet.

D.2. Erfolgsabhängige Entlohnung

„You can find different remuneration policies from one group to the other, and when you know on what exactly the management remuneration will be based on, the criteria, whether it is short term, long term, EBITDA growth, then this is an interesting point.“ Sell-Side Analyst

Kapitalmarktteilnehmer interessieren sich einerseits für die Entlohnung, die sich die Unternehmensspitze zuspricht – jeder Verdacht einer „Selbstbedienung“ wirkt sich hier destruktiv auf den Ruf eines Unternehmens aus. Gleichzeitig schätzen sie Entlohnungspraktiken, die den finanziellen Erfolg der Unternehmensleitung mit dem des Gesamtunternehmens verknüpfen.

D.3. Eigentümerstruktur

„Eine Kollegin von mir beobachtet ein Familienunternehmen, bei dem die Eigentümer ständig irgendwelche Käufe und Verkäufe ihrer Anteile durchführen. Wenn man solche Sachen sieht, macht man sich natürlich schnell mal ein Bild.“ Sell-Side Analyst

Die Eigentümerstruktur kann maßgeblich den Wertverlauf eines Unternehmens beeinflussen. Der Free Float, dominierende Einzelaktionäre oder spekulative aktive Investoren können nicht nur die Volatilität einer Aktie prägen, sie können auch einen Einfluss auf die verfolgte Unternehmensstrategie entfalten. Die Entwicklung der Eigentümerstruktur wird durch Kapitalmarktteilnehmer daher stets mit Interesse verfolgt.

D.4. Zusammensetzung des Aufsichtsrats

„Welche Erfahrung der Aufsichtsrat hat... Also ein ganz klarer Fokus auch auf den Aufsichtsrat, auch auf die Verbindung des Aufsichtsrats zu anderen Unternehmen, um möglichen Interessenkonflikten hier vorzubeugen.“ Sell-Side Analyst

Neben der bereits diskutierten Bedeutung eines angesehenen und kompetenten Management-Teams hat auch die Qualität der Aufsichtsgremien einen Einfluss auf die Unternehmenswahrnehmung am Kapitalmarkt. Die Finanzgemeinde interessiert sich für die Qualifikation, den Werdegang, die Kompetenzen oder auch die Verbindungen der Aufsichtsratsmitglieder.

D.5. Offenlegung der Entlohnungspolitik

„With regards to remuneration it comes down to the good old principle of having the shareholders' interests aligned with the management's interests.“ Sell-Side Analyst

Eine Entlohnungspolitik sollte aus Kapitalmarktperspektive die Interessen der Unternehmensführung mit denen der Eigentümer in Übereinstimmung bringen. Die Beurteilung einer solchen Entlohnungspolitik setzt eine entsprechende Transparenz in der Außendarstellung voraus.

D.6. Transparenz der Berufungspolitik

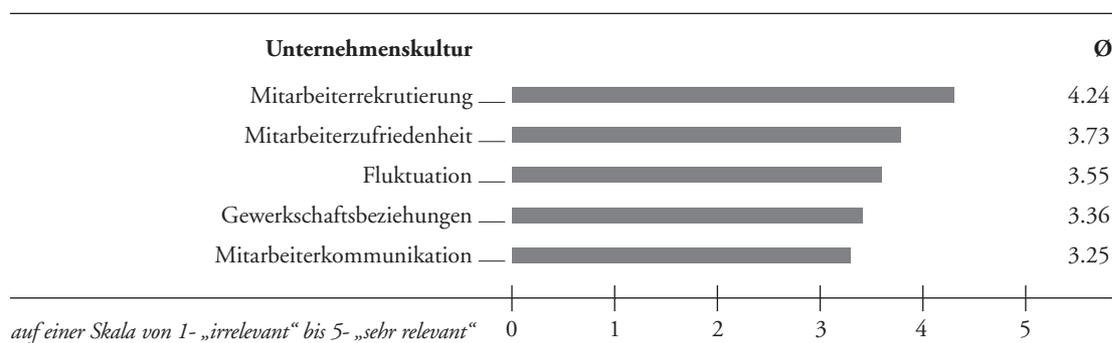
„It is about integrity – whether for example the company is showing how the board will be appointed, or how the board of advisors will be appointed.“
Sell-Side Analyst

Da der Vorstand und die Aufsichtsgremien einen offensichtlichen Einfluss auf den Erfolg und die Entwicklung eines Unternehmens haben, schätzt die Finanzgemeinde eine offene Diskussion der Berufungspolitik. Transparenz in den zentralen Besetzungsentscheidungen erhöht das Vertrauen in ein Unternehmen.

E. Unternehmenskultur/Mitarbeiterbeziehungen

Kein Unternehmen wäre in der Lage, seinen Kunden ein ansprechendes Angebot zu bieten, ohne die Kooperation seiner Mitarbeiter. Das Talent, die Leistung und die Loyalität der Mitarbeiter haben einen maßgeblichen Einfluss auf den Erfolg eines jeden Unternehmens. Da die **Zufriedenheit der Mitarbeiter** einen bedeutenden Indikator für deren Engagement darstellt, interessieren sich auch Kapitalmarktteilnehmer für den Umgang eines Unternehmens mit seinen Angestellten. Eine hohe **Mitarbeiterfluktuation** kann dabei umgekehrt als ein Anzeichen für strategische Fehlplanungen oder eine geringe Mitarbeiterloyalität gedeutet werden. Die Fähigkeit eines Unternehmens, **talentiertes Personal – vor allem auch Führungspersonal – zu gewinnen**, spricht wiederum für den Erfolg der Organisation. Kapitalmarktteilnehmer erwarten, dass die Mitarbeiter die strategische Ausrichtung und Initiative eines Unternehmens unterstützen. Dies setzt voraus, dass sie ausreichend über die Pläne der Unternehmensführung unterrichtet sind. Die Qualität der **Mitarbeiterkommunikation** hat hier zweifellos einen bedeutenden Einfluss. Nicht zuletzt kann – abhängig vom geographischen und politischen Markt – auch das **Unternehmensverhältnis zu den Gewerkschaften** oder Interessensvertretern der Arbeitnehmer den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens befördern oder behindern. Da jedoch alle diese Faktoren aus dem Bereich der Mitarbeiterbeziehungen für Unternehmensexterne ausgesprochen schwierig zu bewerten sind, in der Regel vor allem in Krisenfällen sichtbar werden, ist der Kapitalmarkt erneut auf eine transparente Unternehmenskommunikation angewiesen.

Abbildung 9: Durchschnittswerte der Kategorie Unternehmenskultur/Mitarbeiterbeziehungen



E.1. Mitarbeiterrekrutierung

„How the company appears to, recruits, retains, motivates and incentivizes top management and staff within the group is also very important.“ *Sell-Side Analyst*

Ein erfolgreicher Mitarbeiterstamm setzt den Erfolg eines Unternehmens bei der Rekrutierung talentierter Mitarbeiter voraus. Der Kapitalmarkt schätzt einen Einblick in die Unternehmensbemühungen im Bereich der Mitarbeiterrekrutierung – insbesondere im Hinblick auf (potenzielles) Führungspersonal.

E.2. Mitarbeiterzufriedenheit

„Im Prinzip ist ein Unternehmen ein organisches Gefüge mit vielen kleinen Teilchen: Mitarbeitern mit deren Befindlichkeiten. Wenn diese dauernd nur angstgesteuert sind, etwa weil sie Entlassungen fürchten, dann ist das natürlich kein Boden, auf dem ein Unternehmenserfolg langfristig gebaut werden kann.“ *Buy-Side Analyst*

Die Mitarbeiterzufriedenheit wirkt sich unmittelbar auf deren Loyalität und Motivation aus – sie beeinflusst so den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens und ist ein interessanter Indikator aus Kapitalmarktperspektive.

E.3. Fluktuation

„A company that is not treating its employees in a fair way will not be able to manage its value. Because low employee turnover is valuable to a company.“ *Sell-Side Analyst*

Die Mitarbeiterfluktuation, insbesondere die Häufigkeit von Entlassungen, gibt dem Kapitalmarkt Hinweise auf die Unternehmenskultur, die Zufriedenheit und Motivation der Mitarbeiter, aber darüber hinaus auch auf den ökonomischen Erfolg eines Unternehmens. Eine geringe Mitarbeiterfluktuation impliziert dabei eine Pflege des Humankapitals und wird somit als wertsteigernd begrüßt. Hohe Fluktuationsraten sind dagegen stets mit Such-, Abfindungs- und Einarbeitungskosten verbunden. Die Finanzgemeinde erwartet daher eine transparente Kommunikation der Mitarbeiterentwicklung.

E.4. Gewerkschaftsbeziehungen

„It is important for a company to have a good relationship with unions. For some businesses, a strike could have a very big impact on the bottom line.“ *Sell-Side Analyst*

Abhängig von den rechtlichen Rahmenbedingungen eines Marktes kann die Kooperation der Arbeitnehmervertreter ein kritischer Erfolgsfaktor im Geschäftsverlauf eines Unternehmens sein. Die Häufigkeit von Konflikten, gar Streiks, sind daher für die Finanzgemeinde von Interesse. Da solche Auseinandersetzungen mit Kosten verbunden sind, rücken sie vor allem in Krisenzeiten in das Zentrum der Aufmerksamkeit.

E.5. Mitarbeiterkommunikation

„Wenn das Verhältnis zwischen Mitarbeitern und Vorstand gut ist, dann ziehen auch die Mitarbeiter mit, weil sie das Vertrauen haben.“
Sell-Side Analyst

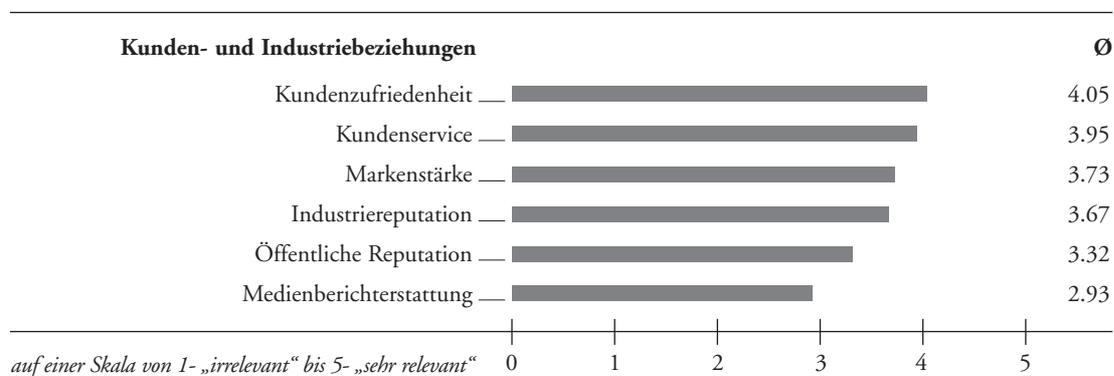
Die Implementation einer Strategie beruht auf dem Verständnis und der Akzeptanz, die ihr von den Mitarbeitern entgegengebracht werden. Ohne eine erfolgreiche Vermittlung der Strategie bleibt sie nur graue Theorie. Der Kapitalmarkt erwartet daher eine umfassende, regelmäßige und transparente Mitarbeiterkommunikation, um von einer zuverlässigen Strategieumsetzung ausgehen zu können.

F. Kunden- und Industriebeziehungen

Der Erfolg eines Unternehmens wird maßgeblich beeinflusst durch seine Wahrnehmung bei verschiedenen Anspruchsgruppen. Neben Kapitalmarktteilnehmern und Mitarbeitern sind zweifellos die Kunden, Zulieferer und Wettbewerber eines Unternehmens entscheidende Spieler. Die **öffentliche Reputation** ist ein mögliches Konstrukt für die Wahrnehmung eines Unternehmens in der Öffentlichkeit. Die Reputation eines Unternehmens repräsentiert gewissermaßen seine Fähigkeit, den Anforderungen seiner Anspruchsgruppen gerecht zu werden. Wenngleich die Unternehmensreputation sich aus unzähligen Einzelwahrnehmungen zusammensetzt, so entfaltet sie doch nachweisbar einen Einfluss auf die Kauf- oder Investitionsentscheidungen der Zielgruppen. Eine positive Unternehmensreputation unterstützt die Gewinnung und Bindung von Kunden und fähigen Mitarbeitern und befördert eine positive **Medienwahrnehmung**. Eine positive **Reputation innerhalb einer Branche** kann einem Unternehmen zudem die Zusammenarbeit mit Lieferanten und Wettbewerbern erleichtern.

Gerade auch im Austausch mit den Kunden erhöht eine gute Reputation die Glaubwürdigkeit und Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens. Sie kann daher als ein Indikator zukünftigen Erfolges gelten. Kapitalmarktteilnehmer interessieren sich in diesem Zusammenhang auch für die Stärke der **Unternehmensmarken**. Darüber hinaus kann auch die **Kundenzufriedenheit** Auskunft über den künftigen wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens bieten. Die Qualität des **Kundenservices** ist hier ein weiterer Indikator und spielt daher eine Rolle in der Kapitalmarkt看nehmung.

Abbildung 10: Durchschnittswerte der Kategorie Kunden- und Industriebeziehungen



F.1. Kundenzufriedenheit

„It is often about relationships with customers, keeping clients very close to you, talking to them even if things are going okay – about what can be improved. So it is not only about prices but also about those things.“

Sell-Side Analyst

Die Kundenzufriedenheit ist ein Indikator für die Treue und damit den potenziellen Umsatz eines Kunden. Kapitalmarktteilnehmer schätzen daher stabile Kundenbeziehungen und eine hohe Kundenloyalität. Gelegentlich werden Unternehmenskunden sogar direkt kontaktiert, um einen Eindruck von diesen Beziehungen gewinnen zu können.

F.2. Kundenservice

„Wie geht man mit den Kunden überhaupt um? Also ist der Kunde eher im Weg – bei manchen Unternehmen hat man ja den Eindruck, dass da der Kunde ein Störfaktor ist. Das ist zum Teil erschreckend, wie man sich da als Kunde aufgehoben fühlt, vom Unternehmen. Das ist natürlich auch ein wichtiger Faktor.“

Buy-Side Analyst

Kapitalmarktteilnehmer sind nicht selten selbst auch Kunde eines beobachteten Unternehmens. Eigene Erfahrungen oder die berichteten Erfahrungen anderer im Umgang mit dem Unternehmen entfalten so einen Einfluss auf die Kapitalmarkt看nehmung. Die Qualität des Kundenservices kann hier eine zentrale Rolle einnehmen – erneut auch als Indikator für die Fähigkeit eines Unternehmens zur Pflege und Bewirtschaftung von Kundenbeziehungen.

F.3. Markenstärke

„Der Wert der Produkte liegt in der Marke. Das bedeutet, dass die Menschen zum Teil bereit sind, einen Aufpreis für ein schlechteres Produkt zu bezahlen, wegen der Markenstärke.“

Sell-Side Analyst

Regelmäßig veröffentlichte Ratings „wertvoller“ Marken verdeutlichen die Bedeutung der Marke in den Kundenbeziehungen. Eine bekannte und beliebte Marke kann sich unmittelbar auf den Absatz eines Unternehmens auswirken. Eine werthaltige Marke kann durch ein Preispremium auch die Profitabilität erhöhen. Abhängig von der Branche widmen Kapitalmarktteilnehmer daher zum Teil große Aufmerksamkeit der Markenpflege und -entwicklung durch Unternehmen bzw. den hier investierten Budgets.

F.4. Industriereputation

„Natürlich spricht man auch mit Zulieferern oder mit Kunden oder mit Wettbewerbern.“

Sell-Side Analyst

Die Wettbewerber und Zulieferer eines Unternehmens sind eine interessante Informationsquelle für die Finanzgemeinde. Die Reputation eines Unternehmens innerhalb seiner Industrie findet dadurch auch Eingang in seine Kapitalmarkt看nehmung.

F.5. Öffentliche Reputation

„Wenn ein Unternehmen nachhaltig unter Imageproblemen leidet, dann wird das Kursziel wahrscheinlich nicht immer das volle Kurspotenzial erreichen können.“ *Buy-Side Analyst*

Die öffentliche Wahrnehmung eines Unternehmens kann massive Auswirkungen auf seinen Erfolg auf den Absatz-, Einkaufs- oder Arbeitsmärkten entfalten. Kapitalmarktteilnehmer beobachten daher die Reputation der Unternehmen und tauschen sich darüber bisweilen auch untereinander oder mit Medienvertretern aus.

F.6. Medienberichterstattung

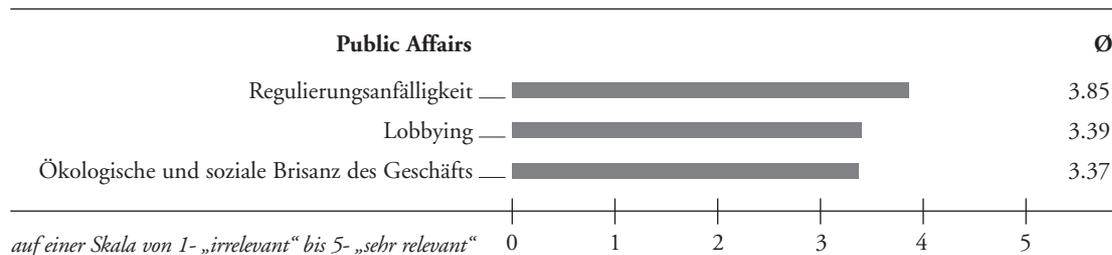
„Wenn man sieht, dass das Unternehmen ständig schlecht in der Presse dargestellt wird, weil Löhne gesenkt werden, weil Leute rausgeschmissen werden – dann bezieht man so was schon mit ein.“ *Sell-Side Analyst*

Die Wahrnehmung eines Unternehmens am Kapitalmarkt wird unweigerlich auch durch die Medienberichterstattung beeinflusst. Zwar gehen Analysten und Investoren davon aus, dass sie über einen höheren Informationsstand verfügen, als Journalisten, auch trauen sie der ökonomischen Kompetenz der Medien oft nicht – dennoch wird erkannt, dass die Medienberichterstattung einen bisweilen starken Einfluss auf den Geschäftsverlauf eines Unternehmens haben kann, und damit auch dessen Wert.

G. Public Affairs

Die öffentlichen Institutionen – Regierungen und Behörden – haben, zum Teil abhängig von der Branche, einen massiven Einfluss auf die Geschäfts- und Marktentwicklungen der Unternehmen. Sie definieren die rechtlichen und formellen Grundlagen des Wirtschaftens. Die so genannte öffentliche „Betriebslizenz“ kann dabei vollständig vom Wohlwollen der staatlichen Instanzen abhängig sein. Aus diesem Grunde interessieren sich Kapitalmarktteilnehmer auch für die **Lobbyingbemühungen** und -erfolge der Unternehmen. Insbesondere in Branchen, die **anfällig für staatliche Regulierungen** sind, werden die öffentlichen Beziehungen eines Unternehmens kritisch beobachtet. Je höher die wahrgenommene **soziale oder ökonomische Sensibilität** einer Branche ist, desto bedeutsamer wird der mögliche Einfluss öffentlicher Institutionen. Gegen den Eingriff des Staates ist ein Unternehmen weder durch strategische Brillanz noch durch ausgewiesenes Geschäftsverständnis gefeit.

Abbildung 11: Durchschnittswerte der Kategorie Public Affairs



G.1. Regulierungsanfälligkeit

„It is interesting to see the big trends for environmental constraints – whether it is pollution from electricity, whether it is the use of water, some stricter standards for waste management and these kinds of things. How these issues affect or create opportunities is something I try to capture.“
Sell-Side Analyst

Auch in Hinblick auf die Regulierungsanfälligkeit kann das Unternehmensumfeld großen Veränderungen unterlegen sein. Die öffentliche und vor allem politische Wahrnehmung gesellschaftlicher Herausforderungen kann sich zu Gunsten oder Ungunsten eines Unternehmens entwickeln. Der Kapitalmarkt betrachtet daher kritisch diese Regulierungsanfälligkeit und die möglichen Auswirkungen von Regulierungen auf den Geschäftsverlauf.

G.2. Lobbying

„I look at the lobbying of the company, i.e. their ability to make their measures accepted by their government.“
Sell-Side Analyst

Abhängig von der Branche, in der ein Unternehmen tätig ist, können öffentliche Instanzen einen direkten Einfluss auf die Preis- oder Produktgestaltung entfalten. Marktentwicklungen und -anteile können unmittelbar dem staatlichen Einfluss unterliegen. Aus diesen Gründen versuchen sich die Kapitalmarktteilnehmer ein Bild davon zu machen, welchen Einfluss ein Unternehmen umgekehrt auf die Entscheidungen der staatlichen Instanzen ausüben kann. Es stellt sich die Frage, ob und inwiefern Unternehmen in der Lage sind, strategische Entscheidungen gegen Staatseingriffe zu verteidigen. Die Qualität der öffentlichen Beziehungen, der Erfolg der Lobbyingbemühungen fließt so in die Kapitalmarkt看nehmung ein.

G.3. Ökologische und soziale Brisanz des Geschäfts

„These days you will find it hard to attract and retain a committed work force if your company doesn't have some positive environmental or social commitment that the work force can believe in.“
Buy-Side Analyst

Das öffentliche Image eines Unternehmens ist häufig stark geprägt von den sozialen und ökonomischen Auswirkungen seines Geschäfts. Die ökologische oder soziale Brisanz der Unternehmensaktivitäten kann dabei neben öffentlichen Instanzen auch die Kunden oder Mitarbeiter positiv wie negativ beeinflussen. Gerade ein Fehlverhalten in diesem Bereich stellt schnell eine Gefährdung des wirtschaftlichen Unternehmenserfolgs dar und ist daher auch in der Kapitalmarkt看nehmung von Interesse.

5. Zusammenfassung

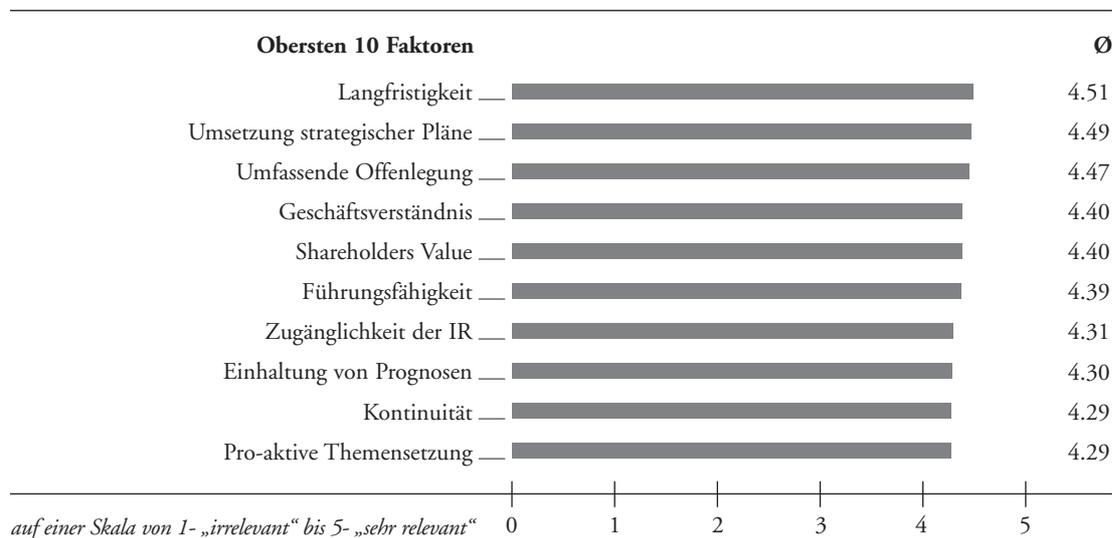
Das hier beschriebene Modell qualitativer Faktoren stellt eine umfassende Darstellung der Wahrnehmung, Beurteilung und Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt dar. Durch die Gewichtung der Relevanz der einzelnen Faktoren und Kategorien lassen sich Aussagen über spezifische Schwerpunkte und Verhaltensweisen der Finanzgemeinde treffen. Eingangs wurde beschrieben, dass qualitative Faktoren bedeutende Informationen im Rahmen der Unternehmensbeurteilung bieten können – insbesondere in Hinblick auf die notwendige Erstellung von Geschäftsprognosen. Darüber hinaus schaffen sie jedoch auch Vertrauen und Respekt einem Unternehmen gegenüber – sie sind die Treiber der Unternehmensreputation am Kapitalmarkt. Diese Aussagen lassen sich durch unsere empirischen Ergebnisse untermauern.

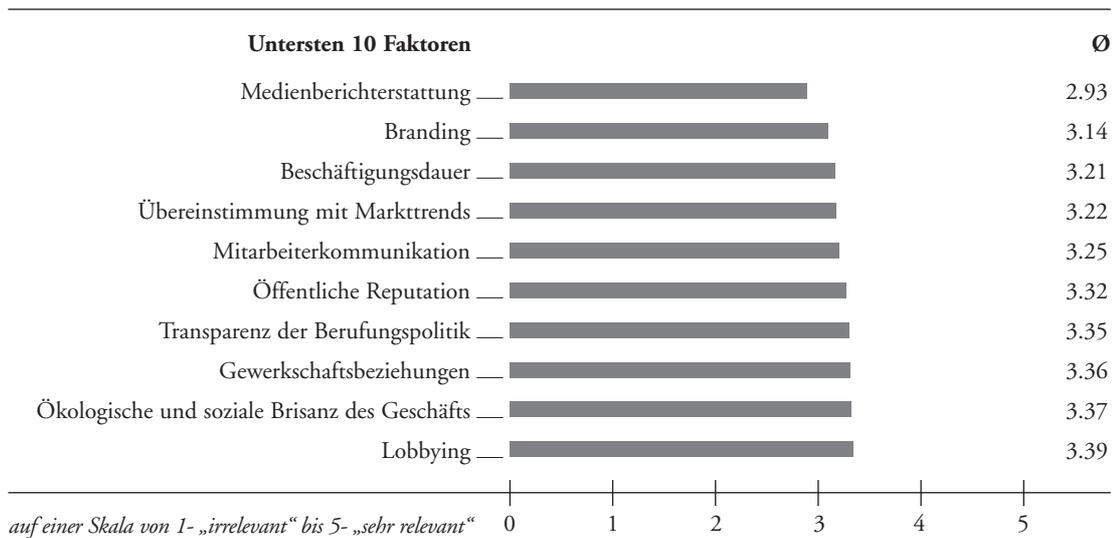
Die hohe Bedeutung der Unternehmenskommunikation ist eine zentrale Erkenntnis des Forschungsprojektes. Eine transparente und umfassende Offenlegung des Geschäftsverlaufs sowie strategischer Ziele steht dabei ebenso im Vordergrund, wie die langfristige Pflege guter, vertrauensvoller Beziehungen. Der Kapitalmarkt erwartet heute ebenso kompetente wie erfahrene Mitarbeiter in den Investor Relations Abteilungen. Auch das Management spielt eine zentrale Rolle in der Außendarstellung und Vermittlung des Unternehmens. Es trägt zu der Schaffung einer hohen Transparenz und Informationsdichte bei. Bei der Beurteilung der Fähigkeiten und der Zuverlässigkeit eines Managements legt der Kapitalmarkt großen Wert auf den direkten Zugang und persönlichen Eindruck von den handelnden Personen. Eine angesehene IR-Abteilung kann hier jedoch den Vorstand maßgeblich von Präsentationsaufgaben entlasten.

Die Unternehmensstrategie transportiert selbstverständlich zentrale Informationen zu der Identität und den Zielen eines Unternehmens. Sie erzeugt bei hoher Konsistenz und Verständlichkeit jedoch auch Vertrauen. Nicht zuletzt auch der Punkt der Corporate Governance verdeutlicht das Zusammenspiel von Information und Vertrauen am Kapitalmarkt. Die Finanzgemeinde erwartet eine hohe Transparenz in der Darstellung interner Abläufe, ist jedoch bei einem positiven Erfolgsausweis auch bereit, sich auf die Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens und seiner Leitung zu verlassen.

Informationen zu den Beziehungen eines Unternehmens zu seinen zentralen Anspruchsgruppen – den Mitarbeitern, Kunden und öffentlichen Institutionen – geben dem Kapitalmarkt schließlich auch Anhaltspunkte zum wirtschaftlichen Zustand und den finanziellen Potenzialen eines Unternehmens.

Abbildung 12: Übersicht über die höchst- und niedrigstbewerteten Faktoren





Auch ein Blick auf die am höchsten und am niedrigsten gerankten Faktoren (s. Abb. 12) bestätigt diesen Eindruck: Im Mittelpunkt des Interesses stehen Faktoren, die die Transparenz sowie die Zuverlässigkeit und Vertrauenswürdigkeit des Unternehmens umschreiben. Ein fähiges Management, eine langfristig wertschaffende Strategie und eine kompetente Kommunikation beeinflussen unmittelbar die tägliche Wahrnehmung eines Unternehmens am Kapitalmarkt.

Auch die als weniger brisant beurteilten Faktoren haben jedoch im Durchschnitt ein signifikantes Ranking (über dem Medianwert 3) erfahren. Sie beziehen sich vor allem auf die Qualität der Unternehmensbeziehungen zu weiteren Anspruchsgruppen – etwa den Medien, Gewerkschaften oder Regulierungsinstanzen. Es lässt sich festhalten, dass es sich bei diesen Faktoren um sogenannte „Hygienefaktoren“ handelt. Ein Wohlverhalten des Unternehmens wird hier vorausgesetzt. Sollte jedoch in einem dieser Bereiche tatsächlich einmal eine Krise auftreten, welche droht, den Geschäftsverlauf zu beeinträchtigen, so steigt die Bedeutung dieser Faktoren sprunghaft an. Wie ein Teilnehmer es ausdrückte: „Positive Berichterstattung ist nicht so wichtig – negative ist es.“

Abschließend sind wir der Auffassung, dass das hier vorgestellte Modell qualitativer Unternehmensfaktoren in der Kapitalmarktwahrnehmung einen umfassenden, validen Einblick in das Informationsverhalten professioneller Kapitalmarktteilnehmer ermöglicht. Es konnte gezeigt werden, dass qualitative Faktoren direkt und indirekt die Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt beeinflussen. Darüber hinaus konnte identifiziert und differenziert werden, welche Faktoren hier tatsächlich eine Wirkung entfalten. Eine Berücksichtigung dieser qualitativen Faktoren kommt zweifellos den Informationsbedürfnissen der Kapitalmarktteilnehmern entgegen, und erhöht damit die Qualität der Investor Relations. Im Hinblick auf die Ziele solider, vertrauensvoller Beziehungen zur Finanzgemeinde, und nicht zuletzt auch einer adäquaten Unternehmensbewertung können sie daher auch als „Erfolgsfaktoren der Kapitalmarkt-kommunikation“ bezeichnet werden.

Literaturverzeichnis

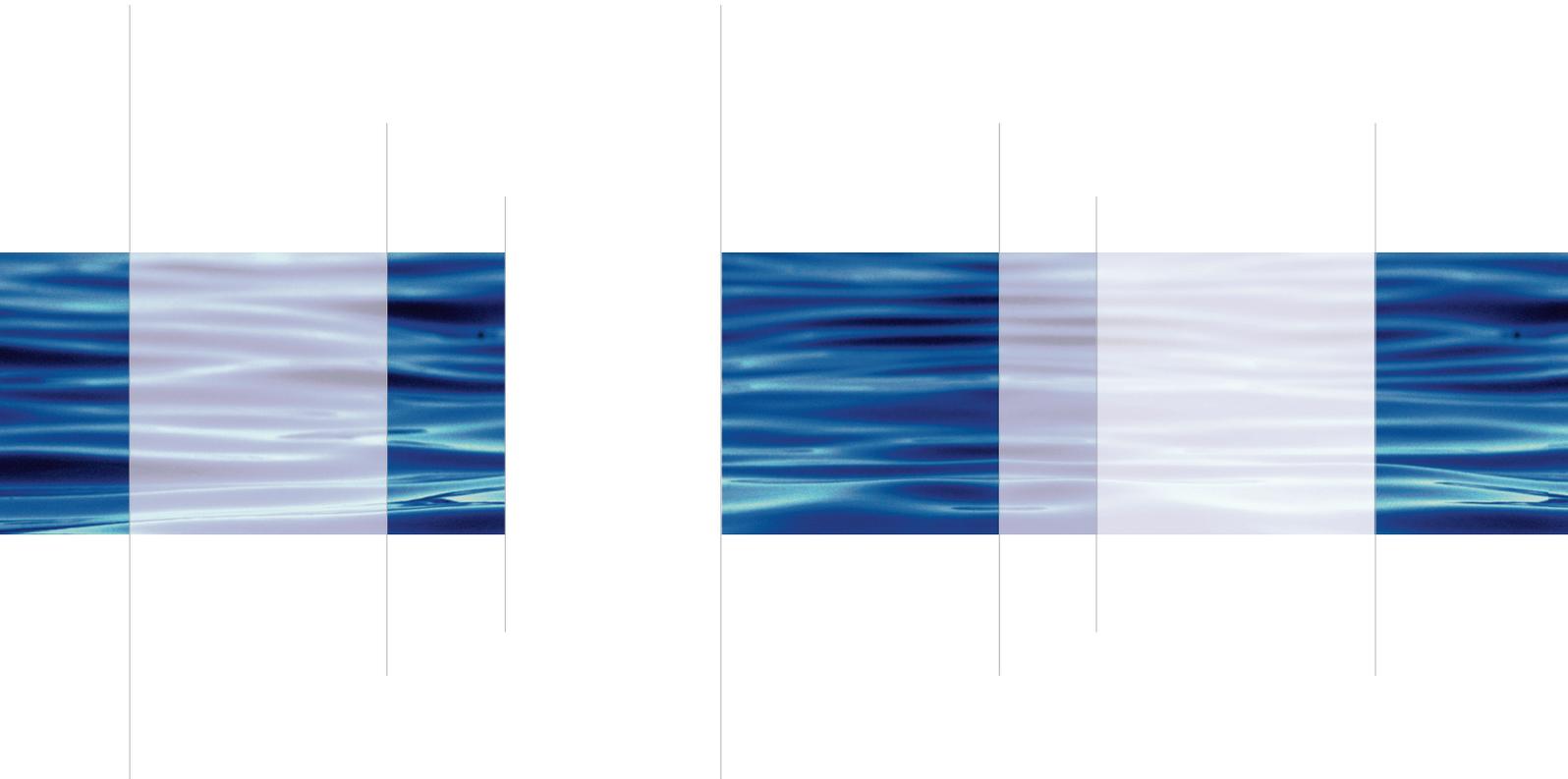
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) (1994).** *Improving Business Reporting – A Customer Focus: A Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting.* New York.
- Bortz, J. (1984).** *Lehrbuch der empirischen Forschung für Sozialwissenschaftler.* Berlin: Springer.
- Bourque, L. A. & Fielder, E. (2003).** *How to conduct self-administered and mail surveys.* Thousand Oaks: Sage.
- Diekmann, A. (2006).** *Empirische Sozialforschung : Grundlagen, Methoden, Anwendungen.* Hamburg: Rowohlt.
- Fombrun, C. J. (2002).** *Corporate reputations as economic assets.* In M. Hitt et al. (Eds.), *Handbook of strategic management.* New York: Blackwell.
- Glaser, B. G. & Strauss, A. L. (1967).** *The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research.* New York: Aldine Publishing Company.
- Hoffmann, C. & Meckel, M. (2007).** *Wahrnehmung und Unternehmensbewertung.* Frankfurter Allgemeine Zeitung, 29.05.2007, S. 22.
- Kiernan, M. (2005).** *Corporate Social Responsibility – the investor's perspective.* In: J. Hancock, *Investing in Corporate Social Responsibility.* London: Kogan Page.

- Kuperman, J. C. (2003).** *Using cognitive schema theory in the development of public relations strategy: Exploring the case of firms and financial analysts following acquisition announcements.* Journal of Public Relations Research, 15.
- Labhart, P. A. (1999).** *Value Reporting – Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting.* Zürich: Versus.
- Larkin, J. (2003).** *Strategic reputation risk management.* New York: Palgrave MacMillan.
- Lev, B. (2001).** *Intangibles: Management, measurement and reporting.* Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Malkiel, B. G. (1996).** *A Random Walk Down Wallstreet (6. Auflage).* New York.
- Mummendey, H. D. (1995).** *Die Fragebogen-Methode : Grundlagen und Anwendung in Persönlichkeits-, Einstellungs- und Selbstkonzeptforschung.* Göttingen : Hogrefe.
- Strauss, A. & Corbin, J. (1990).** *Basics of Qualitative Research.* Newbury Park: Sage.
- Weick, K. E. (1995).** *Sensemaking in organizations.* Thousand Oaks, CA: Sage.
- Zuckerman, E. W. (1999).** *The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount.* The American Journal of Sociology, 104.

Design & Umsetzung:

IR-One AG & Co. KG, Hamburg

www.ir-1.com



Gute Geschäftszahlen allein bewirken noch keinen guten Aktienkurs. Diese praktische Erfahrung vieler IR-Experten belegt nun auch empirisch die vorliegende Studie, für die 200 Analysten und institutionelle Investoren nach der Basis befragt wurden, auf der sie ihre Entscheidungen treffen bzw. Empfehlungen aussprechen. Inwieweit finden über das Zahlenwerk hinausgehende, sogenannte „weiche“ Faktoren Berücksichtigung? Wie beeinflussen sie die realitätsnahe Einschätzung der Lage und Chancen des Unternehmens?

Das Projektteam des Instituts für Medien- und Kommunikationsmanagement der Universität St. Gallen um Professor Dr. Miriam Meckel hat in Zusammenarbeit mit dem DIRK, der Deutsche Post AG, ING Group, Pfeleiderer AG, Pricewaterhouse-Coopers AG und der RWE AG erforscht, welche qualitativen Faktoren direkt und indirekt die Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt bestimmen. Im Mittelpunkt des Interesses stehen Faktoren, die die Transparenz und Vertrauenswürdigkeit des Unternehmens beschreiben. Denn beides ist Voraussetzung für den Erfolg an der Börse.

