

Nr. 02/06

**DVFA-Grundsätze für
Effektive Finanzkommunikation**

Version 1.0 vom Mai 2006



Impressum:

DVFA
Einsteinstraße 5
63303 Dreieich
Tel.: +49 (0)6103 - 58 33-0
Fax: +49 (0)6103 - 58 33-34
Mail: info@dvfa.de
Web: www.dvfa.de

Das Werk einschließlich all seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jegliche Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetz ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Zur Entstehung der Grundsätze

Die DVFA-Grundsätze für Effektive Finanzkommunikation beschreiben Erwartungen institutioneller Anleger und Finanzanalysten an die Finanzkommunikation von Unternehmen und erläutern, wie Abweichungen von diesen Erwartungen unter Umständen von den Adressaten interpretiert werden können.

In Form von 32 Leitsätzen, Erklärungen und praktischen Beispielen enthalten die Grundsätze Handlungsempfehlungen, wie kommunikativ potenziell missverständliches Verhalten, das sich zum Nachteil des Emittenten auswirken könnte, durch sachkundige und an den Erwartungen der Zielgruppe orientierte Investor Relations vermieden werden.

Die Grundsätze verstehen sich bewusst als Empfehlungen - nicht Vorschriften - an Vorstände, IR-Manager und interessierte Kreise. Definiert wurden die Grundsätze von dem DVFA Committee „Effektive Finanzkommunikation“, in der neben Investment Professionals verschiedener Asset-Klassen auch IR-Manager und Vertreter der Berufsverbände DIRK und DPRG zusammenarbeiten.

Die in den Grundsätzen enthaltenen Empfehlungen basieren auf von Investment Professionals geschilderten Beispielen gelungener bzw. misslungener Finanzkommunikation. Mit Hilfe des aus der Konsumentenforschung abgeleiteten Verfahrens der „Critical Incidents“ wurden die Beispiele abstrahiert und systematisch in einem mehrstufigen Prozess mit einem erweiterten Kreis von Investment Professionals zu Empfehlungen verdichtet.

Mitglieder des Committee „Effektive Finanzkommunikation“ sind:

Prof. Dr. Alexander Bassen, Universität Hamburg (Vorsitzender)

Kay W. Bommer, DIRK - Deutscher Investor Relations Verband e.V.

Ralf Frank, DVFA GmbH

Michael Knupfer, CEFA, PLUTOS Vermögensverwaltungs AG

Susan Levermann, DWS Investment GmbH (Vorsitzende)

Jochen Mathée, Fortis Investments

Heike Möhlmann, CEFA, INVESCO Asset Management GmbH

Gundolf Moritz, ThyssenKrupp AG

Dr. Andreas Neubauer, Deutsche Bank AG

Jörg Pfannenberger, J.P. P.R. PR-Beratung GmbH

Markus Plümer, CEFA, WestLB AG (ressortzuständiges Vorstandsmitglied DVFA e.V.)

Prof. Dr. Dirk Schiereck, EUROPEAN BUSINESS SCHOOL

Thomas Schießle, EQUI.TS GmbH

Horst Soulier, Landesbank Baden-Württemberg

Peter Staab, Medion AG

Karin Wenzel, DVFA GmbH

A. Glaubwürdigkeit

Effektive Finanzkommunikation beruht auf der Glaubwürdigkeit des Managements von Unternehmen und glaubwürdig vorgetragener Kommunikation.

Glaubwürdigkeit entsteht aus Erfahrungen der Kapitalmarktteilnehmer, insbesondere der Investment Professionals (Institutionelle Investoren und Finanzanalysten). Weiß man von einem Unternehmen, dass es frühere Aussagen und Prognosen eingehalten bzw. mögliche Abweichungen frühzeitig kommuniziert hat, vertraut man darauf, dass dies auch in Zukunft geschieht. Glaubwürdigkeit fungiert wie ein Vorschuss auf zukünftig zu erbringende Leistungen in Form von Vertrauen.

Als vertrauenswürdig gilt ein Unternehmen dann, wenn der Wille sichtbar ist, sich auf die Interessen der Kapitalmarktteilnehmer einzulassen und in ernsthafter und fairer Weise über Ziele, Strategien und Geschäftsverlauf zu informieren. Hierzu gehört es, Szenarien zu entwickeln, die zugrunde liegenden Annahmen offen zu legen und Änderungen der Parameter

frühzeitig und proaktiv in den Markt zu kommunizieren. Die Informationsstände von Management und Kapitalmarktteilnehmern werden so angeglichen.

Die Komplexität von Unternehmen als Zusammenspiel von Strategien, Plänen, Produkten, Märkten und Segmenten erschließen sich letztlich nur durch verbindliche und glaubwürdige Kommunikation und können nicht vollständig aus der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz oder dem Cashflow-Statement eines Unternehmens abgeleitet werden. Da sich Erwartungen an ein Investment auf *zukünftige* Leistungen und Resultate des Unternehmens beziehen, bildet die Herstellung von Glaubwürdigkeit und die Sicherung von Vertrauenswürdigkeit ein wesentliches Ziel von effektiver Finanzkommunikation.

Nur wenn die Kommunikation von Unternehmen an Investoren und Finanzanalysten glaubwürdig, d.h. als authentisch und wahrhaftig wahrgenommen wird, werden Investoren auch langfristig in ein Unternehmen investieren.

B. Finanzanalyse

Als „Institutionelle Investoren“ werden Kapitalmarktteilnehmer bezeichnet, die professionell Investitionen tätigen und z.B. bei Kreditinstituten, Investmentgesellschaften, Versicherungen oder Pensionsfonds tätig sind.

Finanzanalysten sind Kapitalmarktteilnehmer, die professionell Wertpapiere analysieren und auf Basis ihrer Analyse (Kauf-)Empfehlungen aussprechen. Dazu zählen Berufsangehörige der Sell-Side d.h. Finanzanalysten, die für Broker und Wertpapierhandelsunternehmen sowohl in der Asset-Klasse Aktien als auch Anleihen tätig sind sowie Finanzanalysten auf der Buy-Side, die Anleihen oder Aktien analysieren und als Angestellte oder im direkten Auftrag des Kapitalanlegers tätig sind.

Im Dokument wird der Begriff Investment Professionals als synonym und gleichwertig zu „institutionelle Investoren und Finanzanalysten“ gebraucht. Unter Investment Professionals versteht die DVFA Personen, die professionell Investments oder Kreditrisiken evaluieren und/oder managen.

Im Folgenden soll die Finanzanalyse kurz dargestellt werden, um den Kontext, in dem die Grundsätze zur Anwendung kommen, zu erläutern.

Im Mittelpunkt der Finanzanalyse, die auf der gesamten Prozesskette von Analyse bis hin zur Anlageentscheidung als zentrales Instrument in der Beurteilung eines Investments eingesetzt wird, steht ein geschlossenes Analysemodell auf Basis monetärer und finanzanalytischer Kennzahlen (vgl. DVFA-Standards für Researchberichte www.dvfa.de/standards_research.htm).

Essenziell für die Arbeit von Finanzanalysten und professionellen Investoren ist ein Spreadsheet, in dem das Unternehmen finanzanalytisch zerlegt und modelliert wird. Das Modell umfasst in aller Regel:

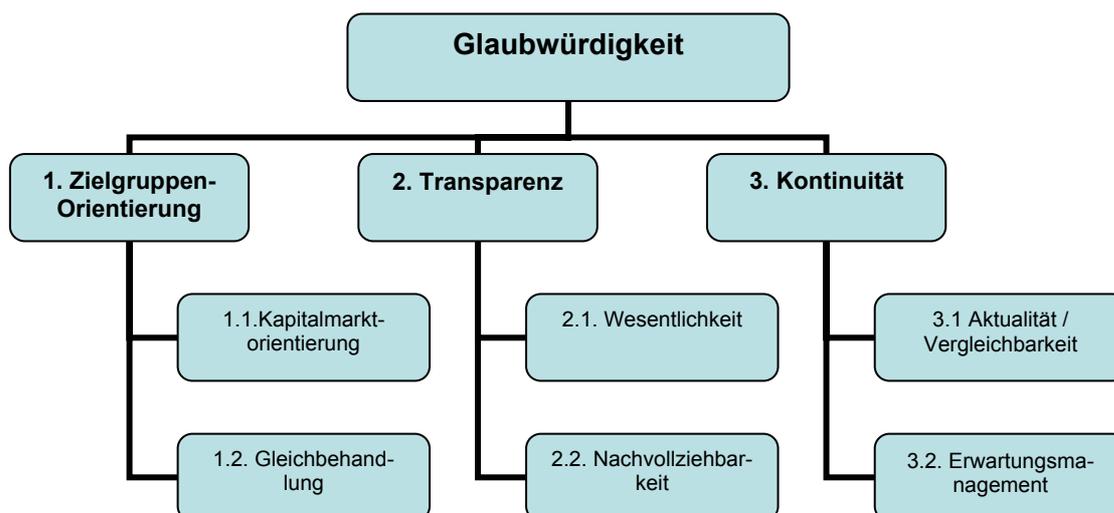
- GuV, CF, Bilanz auf Quartalsbasis
- GuV, CF, Bilanz auf Jahresbasis
- Segmentmodell (Umsatz, Margen)
- Geschäftsmodell (Volumen, Preise, Marktmodell)
- Diskontierungsmodelle (DDM, DCF)
- Peer Group und Multiplikatoren

Quelle: Markus Plümer West LB, Handout DVFA-Workshop Managing Expectations 2005

Von Unternehmen berichtete Daten werden von Finanzanalysten in Spreadsheets verarbeitet. Anders als häufig angenommen, werden die berichteten Finanzdaten und Kennzahlen nicht dazu genutzt, lediglich durchgerechnet zu werden. Vielmehr vergleichen Analysten „ihr“ Modell und die auf Basis historischer Daten modellierten Ergebnisse mit dem effektiv vom Unternehmen berichteten Zahlen, um die Unterschiede zwischen ihren Annahmen und den kommunizierten Ergebnissen zu ermitteln. Somit lässt sich erklären, warum die Modellierung der Finanzdaten und Kennzahlen des Unternehmens nicht mit ein paar Handgriffen geändert werden kann und Investment Professionals Konsistenz und Kontinuität der Berichte von Unternehmen fordern.

Um die Rahmendaten und Prämissen für ihre Prognose festzulegen reicht eine bloße Erfassung von Zahlen nicht aus. Entscheidend ist ein kontinuierlicher Dialog mit dem Unternehmen in dem die eigenen Annahmen mit denen des Unternehmens verglichen werden. Dieser kontinuierliche Abgleich von Prämissen für einen fundamentalen Datenkranz ist eine wesentliche Zielsetzung der effektiven Finanzkommunikation.

C. Struktur der Grundsätze



Die Grundsätze sind wie folgt strukturiert:

- 3 Dimensionen, in denen effektive Finanzkommunikation wirksam ist
- 6 Verhaltensmaxime, von denen je 2 den Dimensionen zugeordnet wurden
- 32 Leitsätze inklusive Erläuterungen, Begriffsdefinitionen sowie Beispielen

1. ZIELGRUPPENORIENTIERUNG

1.1. Kapitalmarktorientierung

Bedürfnisse der Zielgruppen der Finanzkommunikation werden vom Top-Management adäquat beantwortet. Das Unternehmen sucht aktiv das Gespräch mit Investoren und Analysten.

Im deutschen Kapitalmarkt ist über Vorschriften zu Regel- und Pflichtpublizität rechtlich geregelt, wann und unter welchen Umständen Emittenten verpflichtet sind, in den Dialog mit Investoren und anderen Kapitalmarktteilnehmern zu treten.

Regel- und Pflichtpublizität sowie Notierungsvorschriften bilden allerdings immer nur ein Minimum der notwendigen und möglichen Maßnahmen ab. Ein gutes Verhältnis zu Investoren und Finanzanalysten stellt sich für Unternehmen dann ein, wenn sie ihre Ansprechpartner im Kapitalmarkt verbindlich und zuvorkommend mit Informationen versorgen. Die hier aufgeführten Grundsätze zur Kapitalmarktorientierung geben Empfehlungen dazu ab.

1.1.1. Vorstände und Senior Management stehen mehrmals im Jahr für Gespräche zur Verfügung (One-on-Ones, Roadshows, Investorentage). Kompetente Ansprechpartner im IR-Bereich kommunizieren verbindlich und zeitnah.

Gängige Praxis ist es, dass CEO und/oder CFO zusätzlich zu den Pflichtveranstaltungen (z.B. Investorenkonferenzen im Rahmen des Listings im Prime Standard der Deutschen Börse) Investment Professionals regelmäßig Gespräche anbieten. Im Rahmen der unterjährigen Berichterstattung können das auch Conference Calls sein (siehe auch Regel 1.2.5.).

Zusätzlich ist es hilfreich, zu wichtigen operativen Themen Senior Manager wichtiger Unternehmensfunktionen wie z.B. Forschung & Entwicklung, Produktdesign, Vertriebsmanagement etc. einzubringen. Für Finanzanalysten und Investoren ist von hohem Interesse, Unternehmensstandorte, Werke, Produktionsanlagen kennen zu lernen, um sich ein Bild vom Unternehmen vor Ort zu machen.

Das IR-Management spielt dabei die Rolle eines Kontaktmanagers, der zwischen den Bedürfnissen von Investment Professionals und dem Vorstand vermittelt und in den Gesprächen die Rolle eines Moderators übernimmt.

Zusätzlich sollte das IR-Management für häufig wiederkehrende Fragen und im Bereich der weniger prioritären Zielgruppen, die Gespräche eigenständig und ohne Beisein von Vorständen führen.

1.1.2. Nachrichten - auch negative - werden vom Unternehmen proaktiv kommuniziert.

Im deutschen Kapitalmarkt ist in Vorschriften zu Regel- und Pflichtpublizität rechtlich geregelt, wann und unter welchen Umständen Emittenten verpflichtet sind, wichtige Vorfälle aktiv zu berichten. Grundlage hierfür sind das zuletzt durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) geänderte Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), für das der Emittentenleitfaden der BaFin eine hilfreiche Auslegungshilfe darstellt.

Darüber hinaus gibt es jedoch zahlreiche Informationen, die zwar nicht der gesetzlichen Ad hoc-Pflicht unterliegen, jedoch in der Erwartungsbildung von Investment Professionals wichtige Bausteine darstellen ohne den Marktpreis unmittelbar erheblich zu beeinflussen. Die kontinuierliche Kommunikation dieser Eckpunkte auch für den Fall, dass deren Trends nicht ausschließlich positiv zu werten sind, ist für die Ausbildung eines Vertrauensverhältnisses zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt von besonderer Bedeutung.

Galt vor Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG), dass Emittenten Tatsachen veröffentlichen müssen, die potenziell Auswirkung auf Vermögens- oder Finanzlage oder allgemeinen Geschäftsverlauf oder Eintritt im Tätigkeitsbereich des Emittenten haben könnten, schreibt das AnSVG nunmehr vor, dass konkrete Information über

- nicht öffentlich bekannte Umstände,
- die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst bezieht,
- und die geeignet wäre, im Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen,

ad-hoc berichtet werden müssen.

Regelbeispiele für ad-hoc-pflichtige Umstände sind u.a.

- Veräußerung, Rückzug oder Aufnahme von Kerngeschäften,
- Erwerb oder Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen,
- Neubesetzung von Schlüsselpositionen in Vorstand oder Aufsicht,
- Entstehung/Beilegung beträchtlicher Rechtsstreitigkeiten
- Kürzung von Kreditlinien durch die Banken,
- Ausfall wesentlicher Schuldner,
- Bedeutende Erfindungen,
- Erteilung bedeutender Patente und Gewährung wichtiger (aktiver/passiver) Lizenzen,
- maßgebliche Produkthaftungs- oder Umweltschadensfälle.

Quelle: DIRK Deutscher Investor Relations Verband, 2006.

Weitere Informationen: Emittentenleitfaden der BaFin.

Darüber hinaus gibt es im unternehmerischen Alltag auch jenseits ad-hoc-pflichtiger Umstände eine Vielzahl von Geschehnissen und Vorkommnissen, deren Offenlegung für Investment Professionals wichtig ist, da sie Einschätzungen unternehmerischer Chancen und Risiken verbessern. Dieses gilt nicht nur für positive, sondern besonders auch für negative Entwicklungen.

Dazu zählt u.a. die Einstellung der Entwicklung einer neuen Produktlinie (die bei einem Wachstums-Unternehmen regelmäßig zu einer Ad-hoc-Mitteilung führen dürfte); Pläne, Vorhaben, Projekte, die in wichtigen geographischen Regionen nicht aufgehen. Aber auch Marktentwicklungen wie beispielsweise der Preisverfall im Festnetzbereich bei Telekommunikationsunternehmen ist ein Beispiel für eine negative Entwicklung, die als Nachricht auf direktem Wege zu den Investment Professionals kommuniziert werden sollte.

Darüber hinaus gilt, dass selbst wenn ein Umstand ein Unternehmen zur Abgabe einer Ad-hoc-Meldung verpflichtet, es nicht unbedingt heißt, dass Investment Professionals diese Nachrichten des Unternehmens empfangen und verarbeitet haben. Vor dem Hintergrund chronischer Informationsüberflutung der Märkte und vor dem Hintergrund verschiedener Zeitzonen, sollten es Unternehmen bei gravierenden Umständen oder hohem Risikopotential nicht dabei belassen, lediglich die Nachricht abzusetzen. Das Angebot eines Conference Calls, in dem Investment Professionals die Möglichkeit gegeben wird, sich persönlich direkt beim Management über den Umstand zu informieren, wird in gravierenden Fällen empfohlen.

Negative Beispiele:

Ein Technologieanbieter bekommt in einer Ausschreibung des Bundesverteidigungsministeriums – anders als erwartet - nicht den Zuschlag für einen Etat, der ca. 20% der gesamten erwarteten Umsätze ausmacht. Von der Bekanntgabe der Entscheidung des Bundesverteidigungsministeriums bis zum Kommuniké des Unternehmens vergehen 7 Kalendertage.

Ein Unternehmen der Medizintechnikbranche führte im vergangenen Geschäftsjahr einen grundlegenden Strategiewechsel durch, welcher auf einer Investorenveranstaltung als erfolgreich umgesetzt und gelungen bezeichnet wurde. Ebenso wies das Management auf die positive Geschäftsentwicklung hin. Zwei Monate später wurde ein dramatischer Gewinneinbruch mit dem Strategiewechsel begründet.

1.1.3. Hinweise von Investment Professionals zu strategischen Fragen werden aufgenommen und bei der Entscheidungsfindung berücksichtigt.

Abweichungen bei der unternehmerischen Entscheidungsfindung von den Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer als Eigentümer oder Intermediäre führt zumeist zu Kursreaktionen und tendenziell zu -abschlägen. Um diese Reaktionen zu antizipieren und bestenfalls zu verhindern, ist es sinnvoll, die Hinweise und Befindlichkeiten von Kapitalmarktteilnehmern bei anstehenden unternehmerischen Entscheidungen zu berücksichtigen bzw. auf die Beseitigung der Erwartungslücke bei den Kapitalmarktteilnehmern durch kommunikative Maßnahmen hinzuwirken.

Hier sind Sachverhalte und Management-Entscheidungen gemeint, die von Investment Professionals kontrovers aufgenommen werden können, den Wunsch nach Hintergründen und Begründungen nach sich ziehen und im Falle einer Missachtung dazu führen können, dass sich das Management des Unternehmens Widerständen aus der Investorenschaft ausgesetzt sieht.

Dazu gehören beispielsweise Akquisitionen und Übernahmen, Kapitalerhöhungen, die Höhe der Vorstandsvergütung oder die Handhabung von Rechtsstreitigkeiten. Im Vordergrund der Erwartungen von Investment Professionals stehen dabei zeitnahe Information und die prospektive Plausibilisierung von Entscheidungen vor dem Hintergrund der kommunizierten Strategie (Equity Story). Entscheidungen müssen schlicht in die Story passen. Dies wird am Besten dadurch erreicht, dass Emittenten laufend und konsultativ im Dialog mit Kapitalmarktteilnehmern stehen.

Solche grundsätzlichen Themen, über die ein kontinuierlicher strategischer Dialog mit den Investment Professionals geführt werden sollte, sind beispielsweise:

- Die Frage des Wachstums mittels Akquisitionen, deren Verzinsung und Finanzierung
- Die grundsätzliche Verwendung des Cash Flows für Investitionen oder Ausschüttung
- Die Ausschüttungspolitik (Ausschüttungsquote versus Dividendenkontinuität)
- Die Höhe der Verschuldung und gegebenenfalls Veränderungen in der Kapitalstruktur
- Der Eintritt in neue Geschäftsfelder oder regionale Märkte
- Strategische Diversifikation versus einer Fokussierung auf bestehende Kerngeschäftsfelder
- Renditeziele des Unternehmens

1.2. Gleichbehandlung

Kapitalmarktteilnehmer werden in punkto Informationen gleich behandelt. Positive oder negative Kommentierungen werden nicht mit einer selektiven Versorgung „belohnt“ oder „bestraft“.

Schon das bis zur Verabschiedung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes gültige „alte“ Ad-hoc-Recht war wesentlich strenger als die US-amerikanische Regulation Fair Disclosure (RegFD). Im US-amerikanischen Kapitalmarkt wurde mit RegFD umgesetzt, was im deutschen Kapitalmarkt schon lange Gesetz war. Emittenten, die in beiden Ländern gelistet sind und sich an die deutschen Regeln halten, dürften mit der RegFD in aller Regel Probleme bekommen.

1.2.1. Allen Kapitalmarktteilnehmern werden grundsätzlich inhaltlich gleichwertige Informationen zur Verfügung gestellt.

Rechtlich gilt, dass 'wesentliche' Informationen allen Marktteilnehmern gleichzeitig zur Verfügung gestellt werden müssen. Form der Darstellung und Tiefe des Detaillierungsgrades darf sich unterscheiden, wenn Informationen dadurch nicht 'verzerrt' werden. 'Unwesentliches' muss weder nach US- noch nach deutschem Recht gleich kommuniziert werden

Beispiel: Eine von 10 Tochtergesellschaften eines Konzerns verliert ihre ISO-Zertifizierung ohne dass sich dadurch wesentliche Auswirkungen auf Konzerngesamtgeschäft ergeben. Hier darf das Unternehmen (zumindest rechtlich) durchaus selektiv kommunizieren.

Ein Beispiel für eine nicht optimal gestaltete Kommunikation bezüglich der Empfehlung: Auf der Analystenkonferenz eines Unternehmens in London sind Präsentationsfolien enthalten, die den Kollegen auf den in Deutschland stattfindenden Veranstaltungen nicht vorgelegt werden. Begründet wird dies damit, dass angelsächsische Investoren ausführlichere Informationen erwarten als kontinentaleuropäische.

1.2.2. Informationsversorgung wird nicht auf Basis positiver/negativer Empfehlungen oder vorangegangener Kritik gesteuert.

Zu den Aufgaben, die von Finanzvorständen und IR-Officers ein hohes Maß an Fairness erfordern, gehört die Auseinandersetzung mit Investment Professionals, die bspw. der formulierten Strategie eines Unternehmens skeptisch gegenüberstehen, einzelne Entscheidungen des Managements kritisch hinterfragen und möglicherweise am Ende - trotz vieler Mühen - nicht für ein „Buy“ oder eine Investition zu gewinnen sind.

Insbesondere Finanzanalysten kennen die Finesse, mit der Unternehmen zwar keinen offensichtlichen Boykott durchführen, aber z.B. über die Gesprächszeit mit dem Management oder über eine sehr geringe Detailtiefe angefragter Informationen kritische Investment Professionals benachteiligen.

Es wird empfohlen, mit kritischen Finanzanalysten - ähnlich wie mit unzufriedenen Kunden - einen intensiven, konstruktiven Dialog zu starten. Hier gilt es gezielt nachzufragen, ob ggf. Informationsdefizite bestehen und herauszufinden welche Sachverhalte moniert werden, um gegebenenfalls gezielt Aufklärung betreiben zu können. Letztlich ist es dem Management in diesem Fall nicht gelungen, Analysten von den eigenen Zukunftserwartungen zu überzeugen. Ein Informationsboykott würde deshalb dazu führen, einen grundsätzlich am Unternehmen interessierten Multiplikator auf Dauer zu verlieren.

Beispiel für die Missachtung dieser Verhaltensregel: Ein Automotive-Unternehmen lädt gezielt sechs dem Unternehmen gegenüber positiv gestimmte Finanzanalysten ins Testcenter ein, in dem neben dem Markenchef des Unternehmens auch der Leiter Design zum Gespräch bereit stehen und Prototypen und Vorserienmodelle Testgefahren werden können. Weitere Teilnehmer werden nicht eingeladen.

1.2.3. Es existiert eine einheitliche Sprachregelung zwischen Management, IR und PR.

Sprachregelungen stellen sicher, dass Äußerungen von Management, IR oder PR nicht widersprüchlich sind. Sprachregelungen sind dann sinnvoll, wenn Investoren und Analysten eine werthaltige Orientierung („Guidance“) bekommen soll.

Beispielsweise kann in einer Sprachregelung festgehalten werden, dass Änderungen z.B. strategischer Ziele oder finanzieller Größen grundsätzlich nur von CEO oder CFO bekannt

gegeben und kommentiert werden, während IR im Tagesgeschäft inklusive der Kontinuität des Status Quo dient. Zudem dient eine einheitliche Sprachregelung bei sensiblen Themen dazu, Interpretationen der Kapitalmarktteilnehmer und damit Unsicherheit zu minimieren. Daneben kann so ein juristische Absicherung erzielt werden.

Negatives Beispiel: Der neue CEO eines kleineren Technologie-Unternehmens (sein erster Job bei einem börsennotierten Unternehmen) gibt gegenüber einem Börsenradio seine gerade in der Aufsichtsratsitzung abgesegneten Wachstumsziele der nächsten beiden Jahre bekannt. Diese waren bislang mit Hinweis auf die Aufsichtsratsitzung nicht bekannt und widersprachen sogar den bisher kommunizierten Zielen. Obwohl es eine für IR-Arbeit zuständige Person im Unternehmen gab, war diese nicht über die Ergebnisse der Aufsichtsratsitzung informiert noch wusste sie über das gegebene Interview Bescheid. So dementierte sie anfänglich gegenüber den Analysten, die sie auf die neuen Wachstumsziele ansprachen.

1.2.4. Wesentliche Informationen werden nicht nur über selektive Kanäle bekannt gegeben.

Für Investment Professionals relevante Informationen werden nicht nur über selektive Medien, sondern zumindest zeitgleich über wichtige Informationskanäle dieser Zielgruppe und die Internetseite des Unternehmens zur Verfügung gestellt.

Beispiele hierfür sind Zeitungsinterviews eines Vorstands, in denen wichtige strategische Themen behandelt werden oder Artikel in spezialisierten Branchenzeitschriften.

Das heißt mitnichten, dass ein Vorstand von solchen Interviews absehen soll. Vielmehr halten wir es für angebracht, dass solch herausgehobene Interviews auf der Internetseite des Unternehmens zeitgleich zur Verfügung gestellt werden. Darüber hinaus sollten die großen Informationsdienste aktiv auf die Interviews hingewiesen werden.

Die Beurteilung, welche Presseartikel für Investment Professionals von hoher Relevanz sein können, ist eine zentrale Aufgabe der IR-Abteilung in enger Abstimmung mit der PR-Abteilung.

Negative Beispiele: In einer Fachzeitschrift für Immobilien wird in einem Interview mit einem Senior Manager die Chancen für den Erwerb mehrerer Immobilienportfolios diskutiert.

Ein Vorstandsvorsitzender gibt einer großen überregionalen Tageszeitung ein Interview, in dem er über seine Position in anstehenden Verhandlungen über eine Restrukturierung Stellung nimmt.

In einer Branchenzeitschrift wird ein neues Produktionsverfahren erläutert, welches die Produktionskosten des Unternehmens um mehr als 10% senken könnte.

1.2.5. Allen auswärtigen Kapitalmarktteilnehmern werden grundsätzlich Conference Calls sowie eMail-Pushservice angeboten.

Conference Calls im Rahmen von Analysten-/Investorenkonferenzen oder wichtiger Mitteilungen gehören bereits heute bei vielen Unternehmen zum Standard. Conference Calls bieten Investment Professionals zunächst logistische Vorteile, da sie den Reiseaufwand reduzieren und zudem in der Reportingsaison dazu beitragen, ein größeres Pensum an Konferenzen bewältigen zu können.

Neben der Minimierung von Reisetätigkeiten bieten Conference Calls Finanzanalysten klare Zeitvorteile. Finanzanalysten nehmen an einem Conference Call teil und verarbeiten zeitgleich die vom Unternehmen kommunizierten Ergebnisse am Arbeitsplatz, d.h. in ihren Modellen. Unmittelbar nach Beendigung des Conference Calls sind sie damit in der Lage, ihre institutionellen Kunden auf direktem Wege mit Analysen und Ergebnissen zu versorgen und dadurch Zeitvorteile auszunutzen.

Minimum eines Conference Call Angebotes ist:

- a) Die Bereitstellung eines gesteuerten Zugangs (Operator) mit der Möglichkeit, Fragen stellen zu können;
- b) Die Bereitstellung einer begleitenden Präsentation vor Beginn des Conference Calls, bei zeitgleicher Durchführung einer Präsenzveranstaltung mit Conference Call die Bereitstellung einer identischen Präsentation;
- c) Die Möglichkeit, Präsentation und Aufzeichnung des Conference Calls noch für mindestens 12 Monate im Internet abrufen zu können.

Bei der zunehmenden Dichte von IR-Terminen innerhalb kurzer Berichtszeiträume, können Investoren und Finanzanalysten mitunter weder an der Präsenzveranstaltung noch am Conference Call teilnehmen, und begrüßen es, Conference Calls und Präsentationsfolien mit der Möglichkeit einer späteren Wiedergabe zur Verfügung gestellt zu bekommen.

Ein attraktives zusätzliches Element ist die Verfügbarkeit eines Transkripts des Conference Calls, der es Teilnehmern ermöglicht, Ausführungen des Managements wie z.B. Zitate, Antworten auf Fragen etc. nachzulesen und in schriftliche Berichte zu integrieren („Copy-Paste“).

Wird ein Conference Call angeboten, sollte die Präsentation mindestens 30 Minuten vor Beginn im Internet oder per eMail-Anhang zur Verfügung stehen. Alle auf der Homepage eingestellten Präsentationen sollten in Umfang, Detailgrad und Aktualität der Präsentation in der Konferenz entsprechen.

Negatives Beispiel: Ein Unternehmen bietet zwei zeitversetzte Conference Calls an, vormittags einen für deutschsprachige Teilnehmer, Stunden später dann einen Call für englischsprachige Teilnehmer, die somit verspätet informiert werden.

2.1. Wesentlichkeit

Die berichteten Informationen orientieren sich an der Relevanz für die Adressaten und entsprechen in punkto Umfang, Tiefe, Frequenz und Vollständigkeit den Erwartungen von Investoren und Finanzanalysten.

2.1.1. Unternehmensmeldungen sind wesentlich, nachvollziehbar und verständlich.

Wesentlich bezieht sich hier auf Wesentlichkeit und Dringlichkeit für die Unternehmensführung, vergleichbar mit dem Prinzip der „Materiality“ der internen Revision, das empfiehlt, dass primär risikobehaftete Bereiche oder für den Geschäftszweck essenzielle Prozesse untersucht bzw. berichtet werden.

Die Nachvollziehbarkeit eines Textes bezieht sich darauf, wie schnell sich seine Aussage für den Leser in ihrer Bedeutung erschließt. Ergebnisse sind plausibel und lassen sich rechnerisch nachvollziehen. Zudem wird auf unternehmensspezifische Begriffskreationen bei Standardgrößen (z.B. Erfolgsgrößen u.a.) verzichtet.

Es empfiehlt sich, bei einzelnen Meldungen zusätzliche Informationen zum Kontext anzugeben, die der Vergleichbarkeit der Informationen zuträglich sind und zugrunde liegende Dynamiken erkennen lassen.

Daten sollten nach Möglichkeit

- In identischer Struktur und Form angegeben werden, um Vergleichbarkeit zu gewährleisten und Dynamiken aufzeigen zu können;
- Sich an den Bedürfnissen der Investoren und Analysten orientieren, d.h. in kurzer

und knapper Form, mehr in Stichworten, denn in Prosa dargeboten werden;

- An einer der Priorität entsprechenden Stelle in den Berichten aufgeführt werden;
- Sich an gängigen Formaten und Standards orientieren, die den Geschäftsmodellen des Unternehmens ausreichend Rechnung tragen. Empfohlen wird, dass sich Unternehmen bei Struktur, Form und Frequenz an den Gepflogenheiten in- und ausländischer Peers orientieren.

Negatives Beispiel: Deutsche Medikamentenentwickler neigen dazu, negative klinische Daten bei deren Bekanntgabe positiver darzustellen als es das Studienergebnis eigentlich erlauben dürfte. Zudem gelingt es den Unternehmen selten, die Komplexität der klinischen Daten verständlich in eine Ad-hoc-Meldung zu formulieren. Ein Unternehmen zeigt ein besonderes Talent, Meldungen für den Privatanleger sehr „wichtig“ klingend aufzubereiten, obwohl der Experte die Inhaltsleere der Meldung erkennen kann.

2.1.2. Unternehmen stellen ihre Geschäftsberichte und Dokumente in gut strukturierter, übersichtlicher und inhaltlich priorisierter Form dar, wobei wichtige Informationen an hervorgehobener Stelle präsentiert werden.

Diese Empfehlung betrifft neben Geschäfts- und Quartalsberichten jegliche Dokumente, die vom Unternehmen veröffentlicht werden z.B. Ad-hoc-Mitteilungen, Corporate News, Pressemitteilungen, Analysten-/Investoren-Präsentationen, Newsletter etc.

Eine zielgruppenspezifische Strukturierung von Berichten orientiert sich an den Lese- und Verarbeitungsgewohnheiten der Adressaten. Im angelsächsischen Sprachraum wird kulturell bedingt eine im Vergleich zum deutschen Sprachraum sehr unterschiedliche Strukturierung von Dokumenten bevorzugt. Da Finanz- und Kapitalmärkte ohnehin sehr deutlich von angelsächsischen Gepflogenheiten dominiert werden, empfiehlt sich eine Beachtung der wesentlichen Merkmale des angelsächsischen Schreibstils:

1. Dokumente werden „top-down“ verfasst. Ihre Struktur erlaubt eine kursorische Rezeption indem die am Anfang des Dokumentes enthaltene Zusammenfassung gelesen wird; detaillierte Angaben finden sich auf hinteren Seiten des Dokumentes oder werden in separaten Anhängen zusammen gefasst.
2. Längere Dokumente enthalten eine Zusammenfassung („Executive Summary“), die dem Bericht vorangestellt wird. Wesentliche Punkte werden dabei beispielsweise in Form von „Bullets“ auf maximal 1,5 Seiten an den Anfang des Berichts gestellt; zu den Inhalten zählen wichtige Ergebnisse, Veränderungen von Kenn- und Planzahlen, wichtige Veränderungen im Markt, bei Produkten, im Management sowie Begründungen und Hintergründe in Stichworten. Kennzahlen werden ebenfalls kurz und knapp in einer Tabelle zusammengestellt. Hinweise zu Seitenzahlen auf denen sich im Bericht detaillierte Informationen befinden, ergänzen das Executive Summary.
3. Bei längeren Berichten in Prosaform empfiehlt es sich, dem Text einen so genannten Opening Paragraph voranzustellen, der - ähnlich dem Executive Summary - die nachfolgenden Textpassagen zusammenfasst.

USA	UK	Deutschland
◆ Humor	◆ Humor	◆ Solidität von Produkt, Unternehmen
◆ Witz/Esprit	◆ Gute Story	◆ Technische Daten
◆ Modernes Auftreten	◆ Gutes Produkt	◆ Anfang - Mitte - Ende
◆ Slogans	◆ Preis/Leistung	◆ Ausreichend Dokumentation (Papier)
◆ Verkaufsbemühung	◆ Qualität	◆ Ernsthaftigkeit
		◆ Preis/Leistung
		◆ Qualität
Aufmerksamkeit: 30 Min.	Aufmerksamkeit: 30-45 Min.	Aufmerksamkeit: 1 Std.+

Quelle: R. Frank Handout Workshop „Managing Expectations; Richard D. Lewis, When Cultures Collide“

2.1.3. Anfragen von Investoren und Analysten nach detaillierten Informationen zu Märkten und Produkten werden berücksichtigt und zeitnah beantwortet.

Häufig haben Kapitalmarktteilnehmer für ihre Analysezwecke einen Informationsbedarf, der über die Standardberichterstattung hinausgeht. Diese werden von den Unternehmen auf Anfrage bereitgestellt. Da sich die Entwicklung von Märkten und Produkten wesentlich auf den zukünftigen Unternehmenserfolg auswirken, stehen diese häufig im Mittelpunkt solcher Anfragen. Soweit verfügbar und mit dem unter 1.2.1. bereits beschriebenen Gebots der Zurverfügungstellung wesentlicher Informationen vereinbar, schätzen Investment Professionals Angaben zu Wettbewerbern, Marktentwicklungen, Marktanteilen (auch von Wettbewerbern), Studien über Marktentwicklungen etc.

Positives Beispiel: Ein deutscher Automobilzulieferer veröffentlicht jährlich ein Fact Book mit der Entwicklung einer Vielzahl wichtige Branchendaten und Marktanteile seiner Produkte. Das Fact Book wird jährlich aktualisiert und der gewählte Datenkranz im wesentlichen beibehalten

2.1.4. Risiken werden konkret und ausführlich beschrieben; auf Floskeln und abstrakte Beschreibungen wird verzichtet.

Es ist für Investment Professionals unerlässlich, Risiken eines Unternehmens realistisch und konkret einschätzen zu können. In der Modellierung des Unternehmens als Grundlage für die Anlageentscheidung schlägt sich das unternehmerische Risiko über das Beta maßgeblich in der geforderten Risikoprämie nieder in der Volatilität. Die Darstellung in Floskeln oder nicht greifbaren Beschreibungen birgt die

Gefahr in sich, dass die Glaubwürdigkeit des Managements beschädigt wird, da Investment Professionals in Abwesenheit konkreter Beschreibungen der unternehmerischen Risiken Annahmen treffen müssen, die das größtmögliche Risiko unterstellen.

Negatives Beispiel: Nach den schweren Hurrikans im Herbst 2005 beschreibt ein Rückversicherungsunternehmen den zu erwartenden Maximalschaden. Aus den veröffentlichten Unterlagen ist nicht zu erkennen, dass die Angabe sich nicht auf alle Geschäftsfelder der Gesellschaft bezog. Der Begriff „Maximalschaden“ suggeriert, dass der Schaden nicht noch größer werden kann und wiegt Kapitalmarktteilnehmer in Sicherheit. Der später eintretende Schaden übersteigt die genannten Zahlen massiv, führt zu einem Kursrutsch und beschädigte die Glaubwürdigkeit der Unternehmenskommunikation.

2.1.5. Das Unternehmen berichtet über Non-Financials, Intangibles und so genannte weiche Faktoren in strukturierter und vergleichbarer Form.

Bei den Non-Financials sollten nur unternehmerische Aspekte berichtet werden, die vom Unternehmen im Rahmen der gewöhnlichen Performancemessung zur Anwendung kommen, und die von der Wirtschaftsprüfung unter nachvollziehbaren Kriterien auditiert werden können.

Berichte und Fakten zu Non-Financials und so genannte „weiche Faktoren“ helfen Investment Professionals, ein möglichst realistisches Bild von den das Unternehmen betreffenden exogenen und endogenen Einflussfaktoren zu gewinnen.

Exemplarisch ist hier der Value Reporting Framework nach Labhart empfohlen.¹

Bereich	Balanced-Score-card-Perspektive	Beschreibung	Informationen z.B. über
	Management	Informationen zur Unternehmensstrategie und deren Umsetzung	<ul style="list-style-type: none"> • strategische Optionen • Ziele • Erfolgsfaktoren • Investitionen in immaterielle Werte
	Kunden	Informationen in Zusammenhang mit Marketing- und Vertriebsaktivitäten	<ul style="list-style-type: none"> • Marktanteile • Daten über Kundenbindung und -zufriedenheit • Markenwerte • Marketinginvestitionen
nicht finanziell	Prozesse	Darstellung interner Abläufe und Wertschöpfungsketten	<ul style="list-style-type: none"> • Daten zur Produkt- und Prozessqualität • Anzahl der Patente • Investitionen in Forschung und Entwicklung
	Entwicklung	Angaben zur Infrastruktur (Mitarbeiter, Informationssysteme) des Unternehmens	<ul style="list-style-type: none"> • Kennzahlen zu Mitarbeiterzufriedenheit und -bindung • Mitarbeiterproduktivität • Investitionen in Datenbanken und sonstige Informationstechnologien

¹ Labhart, Peter (1999). Value Reporting: Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting. Zürich

2.1.6. Für den Umgang mit aufkommenden Gerüchten existieren bekannt gemachte Sprach- und Kommentierungsregeln, die festlegen, unter welchen Umständen das Unternehmen sich äußert.

Gerüchte können, solange sie Gerüchte sind, nicht aussagelogisch widerlegt werden - ihr Wahrheitsgehalt lässt sich nicht grundsätzlich feststellen. Nur weil Gerüchte in aller Regel Informationen enthalten, die mit nachgewiesenen Ereignissen oder Tatsachen in Verbindung gebracht werden, können sie sich überhaupt verbreiten. Zwischen den glaubhaften Anteilen und dem nicht näher definier- und verifizierbaren Informationen findet eine gegenseitige Verstärkung, ein zirkulärer Prozess statt².

Da auf den Kapitalmärkten eine asymmetrische Informationsverteilung besteht, lösen neue Informationen potenziell Kursbewegungen aus.

Hierin besteht das Risiko für Unternehmen: Ein nachlässiger Umgang mit Gerüchten kann zu unerwarteten Kursbewegungen führen. Zur Validierung von Gerüchten sind Investment Professionals darauf angewiesen, ob und wie ein Unternehmen zu Gerüchten Stellung bezieht.

Aus dem Verhalten bei Gerüchten leiten Investment Professionals häufig Erfahrungswerte über deren Wahrheitsgehalt ab. Dementiert bspw. ein Unternehmen regelmäßig Gerüchte, in einem Fall aber nicht, könnten Marktteilnehmer davon ausgehen, dass dieses Gerücht einen Wahrheitsgehalt hat.

Die Umstände, unter denen Gerüchte Insider-Informationen im Sinne des § 12 WpHG darstellen, spezifiziert der Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Sektion III. 2.1.1.2.

Eine nachhaltige, konsistente, offene und transparente Finanzkommunikation ist das beste Mittel, um Interventionen im Umfeld aufkommender Gerüchte zu begegnen.

² Dunant, Jeffrey. (2002). „Gerüchte in der Finanzkommunikation“, in: Bentele et al. Kommunikationsmanagement.

2.2. Nachvollziehbarkeit

Unternehmensberichte sollten konsistent und nachvollziehbar sein. Finanzielle Informationen sollten quantifiziert sein und ausreichend begründet werden.

2.2.1. Kommunizierte Ziele sind nachvollziehbar, quantifiziert und haben ausreichenden Bezug zu Finanzgrößen.

Da die Modellierung auf quantifizierbaren Faktoren beruht und zu monetären Größen in Korrelation gesetzt wird, ist es plausibel, dass nur Aspekte, die sich überhaupt quantifizieren lassen, in das Modell eingearbeitet werden. Intangibles oder weiche Faktoren müssen in Leistungsindikatoren übersetzt werden (siehe auch Regel 2.1.5.)

2.2.2. Der Berechnungsmodus ausgewiesener Kennzahlen wird offen gelegt.

Für den Fall, dass Kennzahlen von finanzanalytischen Standards abweichen, sollte explizit z.B. durch eine Beispielsrechnung oder eine Formel aufgedeckt werden, wie die Kennzahl errechnet wurde.

Als Standard finanzanalytischer Kennzahlen werden in diesem Sinne die im Emittentenleitfaden der BaFin unter IV.2.2.10. „Übliche Zahlen“ aufgeführten Kennzahlen verstanden, als da sind:

- Umsatz (Umsatzerlöse, Sales, Revenue)
- Ergebnis pro Aktie (EPS - Earnings per Share)
- Jahresüberschuss (Net Profit)
- Cashflow
- Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT - Earning before Interest and Taxes)
- Ergebnis vor Steuern (EBT - Earning before Taxes)
- Dividende pro Aktie (Dividends per Share)
- Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA - Earning before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)
- Ergebnismarge (in Prozent der Umsätze)
- Eigenkapitalquote
- Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit
- Betriebliches Ergebnis
- Operatives Ergebnis vor Sondereinflüssen

Quelle: Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin (Stand 15.07.2005)

2.2.3. Segmentberichte bilden das Unternehmen und seine Geschäftseinheiten sowie geographische Distribution adäquat ab und werden auch unterjährig detailliert dargestellt.

Für die Erfolgsrechnung eines Unternehmens ist es unerlässlich, Informationen und Zahlen zu Segmenten und geographische Regionen separat und konsistent verfügbar zu machen.

IAS 14 (Segmentberichterstattung) definiert die Anforderungen zu Angaben nach Geschäftsfeldern und Regionen im Detail. Die wesentlichen Bestandteile der Regel sind:

- Die Bestimmung der geographischen Segmente ist zunächst nicht an eine Vorgabe gebunden: sie kann sich dem Standort von Produktionsanlagen, dem Standort der Erbringung von Dienstleistungen richten oder dem Standort seiner Absatzmärkte und Kunden (IAS 14.13);
- Grundlage der externen Berichterstattung der Segmente sollte der Management-Approach sein, d.h. es wird empfohlen, das interne Reporting als Grundlage für die externe Segmentberichterstattung anzulegen (IAS 14.14);
- Zu den Erträgen eines Segments zählen grundsätzlich Erträge, die dem Segment direkt zuzuordnen sind und relevante Teile der Erträge eines Unternehmens, die auf einer vernünftigen Grundlage auf eine Segment verteilt werden können. Das können sowohl Außenumsätze mit Dritten oder Binnenumsätze sein (vgl. auch IAS 31);
- Zu den Aufwendungen eines Segments zählen ebenfalls direkte und indirekte Aufwendungen sowohl für außen- wie auch Binnenumsätze. Nicht zu den Segmentaufwendungen gehören u.a.
- Verluste aus dem Verkauf von Finanzinvestitionen,
- Ertragssteuern,
- Zentralverwaltungskosten.³

2.2.4. Die Struktur von Berichten sowie Inhalt und Umfang von Datenkränzen werden nur in begründeten Fällen geändert. Veränderungen in der Rechnungslegung und im Ergebnis werden erläutert und durch Überführungsrechnungen ergänzt.

Hier wird deutlich, was Eingangs über die Modellierung von Unternehmen durch Finanzanalysten gesagt wurde: Jede Änderung der Strukturen von Berichten und Veränderungen in der Rechnungslegung insb. Aggregationen von ausgewiesenen Zahlen ziehen Veränderungen

am Modell nach sich. Da die vom Unternehmen vorgenommenen Veränderungen z.B. in der Rechnungslegung mitunter vom Abnehmer nicht nachzuvollziehen sind oder nur durch eine entsprechende Kommentierung seitens des Unternehmens, sollten Unternehmen nur in Ausnahmefällen Formate und Strukturen ihrer Berichte verändern bzw. tief greifende Veränderungen wie sie bei der Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS auftreten können mit einem detaillierten Briefing von Analysten und Investoren begleiten.

Positive Beispiele:

Bereits im Vorfeld der notwendigen Umstellung auf IFRS haben zwei der Chemieindustrie zugeordnete Unternehmen ausführliche Analystenworkshops veranstaltet, bei denen die erwarteten Auswirkungen auf die Unternehmenszahlen detailliert erläutert wurden. So konnten die Verwerfungen in der Berichterstattung frühzeitig diskutiert werden. Den Unternehmen ist es so gelungen, am erstmaligen Berichtsdatum die Konzentration der Kapitalmarktteilnehmer auf die Inhalte der Berichterstattung zu lenken. Diskussionen über die neue Darstellungsform bzw. das neue Datenmaterial blieben im Hintergrund.

Die Umstellung der Rechnungslegung von HGB auf IFRS wird mit einer eigenen Konferenz begleitet; die Umstellung der Bilanzierung des Factorings von Lebensversicherungsprovisionen bei einem Finanzdienstleister wird Investment Professionals auf einer Präsenzveranstaltung erläutert.

³ Weiterführende Literatur: Born, Karl (2005). Rechnungslegung international. IAS/IFRS im Vergleich mit HGB und US-GAAP. Schäffer Poeschel

3.1. Kontinuität und Aktualität

Zur Verfügung gestellte Informationen sind stets aktuell; kommunizierte Bestandteile und Inhalte werden der Entwicklung fortlaufend angepasst. Unternehmensberichte weisen einen lückenlosen Zusammenhang auf. Abrupte, sprunghafte Veränderungen werden vermieden.

Wie weiter oben ausgeführt werden Unternehmen finanzanalytisch modelliert und auf Basis historischer Daten sowie vom Unternehmen gestellter Planzahlen zukünftige Ergebnisse extrapoliert. Eine Änderung der Strukturierung der berichteten Zahlen wie auch in den Datenkränzen, Segmenten, Komposita und Aggregationen sowie Disaggregationen führt unweigerlich dazu, dass das finanzanalytische Modell geändert werden muss. Dieser Aufwand kann sich potenziell negativ auswirken, insbesondere dann, wenn ein Unternehmen nur unzureichend gecouvert wird. In jedem Falle sollten für die veränderte Struktur historische Daten angeboten werden, damit das Modell „rückwärts“ gerechnet werden kann und zumindest auf diesem Wege eine Extrapolation ermöglicht wird.

3.1.1. Informationen passen auch im Zeitablauf aneinander gereiht zueinander.

Eine kontinuierliche Fortschreibung von Informationen sowohl inhaltlich als auch in der Darstellung ist wesentlich. Nötige Veränderungen sollten additiv und nicht substitutiv vorgenommen werden, damit die Vergleichbarkeit gewahrt wird. Definitionen der Abgrenzungen sind obligatorisch, d.h. alle wesentlichen Kenngrößen und Abgrenzungen werden hinreichend definiert, auf Veränderungen wird im Zusammenhang und an geeigneter Stelle hingewiesen.

3.1.2. Einmal definierte Segmente werden nur in begründeten Ausnahmefällen verändert.

Zuordnungen in der Segmentberichterstattung werden präzise angegeben. Beispielsweise werden die den Segmenten zugeordnete Unternehmensteile eindeutig vom Bereich Corporate abgegrenzt. Es sollte jedoch sichergestellt sein, dass die dem Bereich Corporate zugeordneten Posten des Finanzberichtes nicht überdimensioniert sind und dass aus der Segmentberichterstattung eindeutig zu erkennen ist, wie die entsprechenden Ergebnisse der Segmente ausgefallen sind.

Beispiel: Ein deutscher Allfinanzkonzern berichtet seit Jahren nach IFRS-Standards und weist in der Segmentberichterstattung vier verschie-

dene Segmente aus. Das Schaden- und Unfallversicherungssegment erfasst aber auch Erträge und Aufwendungen der Holding, wodurch die Ergebnisse massiv verzerrt werden. Erst nach sieben Jahren wird diese Praxis geändert und die Holding separat ausgewiesen.

3.1.3. Ergebnisausweis und -ziele sind konsistent im Zeitablauf.

Bilanzierungspolitische Maßnahmen und rechtliche Änderungen sind im Vorhinein (nach internem Gremienbeschluss) zu kommunizieren, nicht erst bei Anwendung dieser. Die Kommunikation ist prospektiv in Form einer ausreichend detaillierten Synopse dazustellen und nicht retrograd und cursorisch vorzunehmen.

3.1.4. Die Internetseite enthält ein vollständiges Angebot aller historischen Daten und Berichte, aktueller Informationen und ist schnell, übersichtlich und komfortabel.

Eine klare Sitemap-Architektur ist essenziell. Alle Fragestellungen, die für Investment Professionals typisch und relevant sind, können vom Homepage-Bereich "IR" direkt angesteuert und abgerufen werden. Dies beinhaltet z.B. auch ergänzende Daten über Absatz-, Beschaffungs- und Technologie-Märkte.

3.1.5. Vorstände sind mit der aktuellen Unternehmensperformance en Detail vertraut und können wesentliche Kennzahlen auf Anhieb kommentieren.

Wesentliche und breite Informationsfähigkeit ist vom für den Kapitalmarkt zuständigen Vorstand - i. d. R. CEO und/oder CFO - zu erwarten. Dadurch wird verdeutlicht, dass die Zahlen vom Vorstand „gelebt“ werden. Eine enge Verzahnung mit der IR-Fachabteilung sorgt für unverzügliche, adäquat ergänzende Informationen. Andere Vorstandsressorts sollten auf ihr begrenztes Informationsrecht/-fähigkeit hinweisen und ggf. auch nicht ohne Kollegen das Unternehmen präsentieren. Bei Investorenkonferenzen stehen ggf. Experten des Unternehmens zur Verfügung, um Detailfragen zu beantworten.

3.1.6. Unternehmen kommunizieren präzise IR-Kalender mit verbindlichen Terminen.

Der „Corporate Calendar“ ist kontinuierlich zu pflegen und auf der Homepage hinterlegt. Spätestens zu Geschäftsjahresbeginn steht er in Gänze fest und wird veröffentlicht; bei Änderungen, Ergänzungen und Konkretisierungen im Zeitablauf ist eine zügige und proaktive Benachrichtigung aller wichtigen Adressaten vorzunehmen, z.B. durch eMail.

Negatives Beispiel: Ein deutscher Immobilienfinanzierer hat im Finanzkalender auf seiner Internetpräsenz für das aktuelle Geschäftsjahr nur zwei Termine: Der eine ist bereits Historie, der andere ist der Termin der Hauptversammlung.

3.1.7. Informationen stehen zeitnah und tagesaktuell auch im Internet zur Verfügung.

Eine eigene Sektion „Aktuelles“ o.ä. steht im Bereich IR auf der Homepage bereit, auf der Nachrichten wie Ad-hoc-Mitteilungen, Corporate News oder Geschäftsberichte zeitgleich mit ihrer Veröffentlichung verfügbar sind. Präsentationen anlässlich von Investoren-/und Analystenmeetings werden im Vorfeld oder zeitgleich auf der Homepage eingestellt.

3.1.8. Die Kapitalmarktstory des Unternehmens wird kontinuierlich aktualisiert.

Empfohlen wird ein modularer Aufbau der Kapitalmarktstory. Strategie und operative Fakten werden ergänzt durch ein historisches und aktuelles (Kenn-)Zahlenkapitel. Je nach Unternehmensgröße ist dies auch für einzelne Segmente empfehlenswert. Es ist hilfreich, in jedem Kapitel vorgenommene Änderungen zu Beginn zu erwähnen, um Investoren, die nicht so stark mit dem Unternehmen vertraut sind, die Entwicklung zu verdeutlichen.

Beispiel: Zwei Unternehmen aus der Chemiebranche stellen auf ihrer Homepage detaillierte Unternehmenspräsentationen, Fact Books und Informationen zur Equity Story zur Verfügung. Diese werden regelmäßig (teilweise im Monatsrhythmus) aktualisiert. So kann jeder Analyst sich jederzeit über die aktuellen Unterlagen auf den neuesten Stand bringen. Damit kann das persönliche Gespräch mit den IR-Beauftragten auf den Präsentationen aufbauen und erspart beiden Seiten Zeit.

3.1.9. Zukunftsaussagen über Umsatz, Gewinn und Marge werden begründet und Abweichungen erläutert.

Die Planungsparameter und ihre Begründung werden hinreichend erläutert und sind für Unternehmens-Externe auch dann nachvollziehbar, wenn sie das Unternehmen noch nicht in detail kennen. Detailliert wird über die Annahme bzgl. Marktentwicklung, Marktanteil, Zeitdauer der Produktentwicklung usw. und deren Wirkung auf das Ergebnis berichtet. Sinnvoll sind Hinweise, wann und ab welcher Planabweichung („Schwellenwerte/Thresholds“) das Unternehmen seine Zukunftsaussage ändern wird. Idealerweise gibt das Unternehmen an, welche kommunikativen Maßnahmen es ergreifen wird, wenn die Schwellenwerte überschritten werden (z.B. Telefonkonferenz für Investoren).

3.2. Erwartungsmanagement

Ein intelligentes Erwartungsmanagement zielt darauf ab, den Investment Professionals soviel Orientierung wie rechtlich möglich zu geben. Dadurch ergibt sich eine erhöhte Vorhersagbarkeit und damit Sicherheit gegenüber dem Investment.

3.2.1. Das Unternehmen setzt sich quantitative, längerfristige Ziele und kommuniziert Prognosen für die Geschäftsentwicklung im Jahresverlauf.

Der Begriff „Ziel“ bezeichnet einen definierten und angestrebten Endpunkt eines Prozesses. Mit dem Ziel ist häufig der Erfolg eines Projekts bzw. einer mehr oder weniger aufwendigen Unternehmung markiert. Kann der zukünftige Zustand zwar gewünscht, vorgestellt oder vorhergesagt, aber nicht durch eigenes Handeln erreicht oder der ablaufende Prozess nicht *beeinflusst* werden, spricht man im allgemeinen nicht von einem Ziel. Auch wird oft gefordert, dass das Unternehmen den zu erreichenden Zustand *bewusst* ausgewählt hat, um von einem Ziel sprechen zu können⁴.

Ziele im Sinne des Kapitalmarktes sind längerfristiger und grundsätzlicher Natur. So setzen sich viele Unternehmen Ziele für die Verzinsung des Eigenkapitals (RoE) des im operativen Geschäft gebundenen Kapitals (RoCE) oder Marktanteile. Auch Wachstumsziele werden häufig postuliert (Umsatz in drei Jahren um 30% steigern, Umsatz von 2 Mrd. € bis zum Jahr 200x erreichen). Während das Ziel sehr präzise formuliert ist, ist der Weg zur Errei-

⁴ <http://de.wikipedia.org/wiki/Ziel> vom 22.03.2006

chung des Ziels oft nicht im Detail festgelegt. Die kommunizierten quantitativen Ziele stellen häufig eine konjunkturunabhängige Richtgröße dar. Die Veränderung von Zielen hat für den Kapitalmarkt einen erheblichen Signalcharakter und trifft auf sehr große Aufmerksamkeit.

Die Wertigkeit der Ziele sollte explizit bekannt gegeben werden; ebenso die Tatsache, ob und welche Gültigkeit diese Ziele im Unternehmen haben. Die Begründung für die Ausgestaltung der Ziele und ihr jeweiliger Erreichungszeitpunkt sind möglichst konkret zu benennen. Dabei ist besonders wichtig, dass die Ziele im Vergleich zu den aktuellen Größen erreichbar erscheinen.

Prognosen des Managements sind im Unterschied zu Zielen kurzfristiger ausgerichtet und haben für den Kapitalmarkt einen recht verbindlichen Charakter. Prognosen werden häufig für eine Frist von 12 Monaten, d.h. das laufende Geschäftsjahr, erstellt. Prognosen sind somit eng mit konkreten Absatz- und Umsatzplänen verknüpft und beziehen die Entwicklung von branchenspezifischen Frühindikatoren und die allgemeine konjunkturelle Entwicklung mit ein. Im Unterschied zur Planung eines Unternehmens, die häufig mit dem Budgetprozess verbunden ist, werden Prognosen unterjährig angepasst. Während Prognosen vor allem in der externen Kommunikation verwendet werden, ist die Planung vor allem ein Instrument der internen Steuerung und Kommunikation.

Prognosen beschreiben häufig den Entwicklungspfad auf dem Weg zur Erreichung der Ziele. In konjunkturellen Boomphasen können Prognosen auch die formulierten Ziele merklich übersteigen, ohne dass die Zielgrößen damit ihre Wertigkeit verlieren.

Die Einhaltung bzw. das frühzeitige Anpassen von Prognosen ist ein wichtiges Signal für die Kapitalmärkte in die Fähigkeit des Managements das operative Geschäft aktiv zu steuern, und auf Fehlentwicklungen zu reagieren. Eine Veränderung von Prognosen im Verlauf eines Geschäftsjahres ist ein normaler Prozess wird jedoch vom Kapitalmarkt aufmerksam verfolgt.

Für die Beurteilung der Qualität einer Prognose ist es entscheidend, dass mit der Veröffentlichung der Prognose auch die wichtigsten Rahmendaten benannt werden, auf denen die Prognose beruht. Beispiele hierfür sind die konjunkturelle Entwicklung, Wechselkurse, Zinsen, Einführung wichtiger Produkte, angestrebte Akquisitionen, Kapitalbedarf usw.

Kerngrößen der Prognose empfehlen wir nicht als singuläre Zahlen zu kommunizieren, sondern in Form von Bandbreiten:

	Nicht	Bandbreiten
Umsatz	185 Mio. €	175 – 195 Mio. €
EBITDA	20 Mio. €	20 – 23 Mio. €
EBIT	14 Mio. €	12 – 15 Mio. €
Investitionen	20 Mio. €	18 – 23 Mio. €
Operativer Cash Flow	16 Mio. €	15 – 18 Mio. €
Plan-Marktanteil Produkt A	12 %	10 – 13 %

Die Bandbreiten stellen einen Erwartungskorridor zu Beginn eines Geschäftsjahres dar und werden im Laufe der unterjährigen Berichterstattung kontinuierlich angepasst bzw. konkretisiert. Die Verwendung von Bandbreiten trägt der Prognoseunsicherheit Rechnung. Weite Bandbreiten signalisieren entsprechend eine niedrige, enge Bandbreiten dagegen eine hohe Prognosesicherheit des Managements.

Ein besonderer Vorteil in der Verwendung von Bandbreiten ist, dass in der Art und Weise wie sie unterjährig angepasst werden Signale an den Kapitalmarkt gesendet werden können.

- Eine Einengung der Bandbreite im Jahresverlauf um den Mittelwert signalisiert dem Kapitalmarkt eine steigende Prognosesicherheit des Managements
- Eine Ausweitung der Bandbreite im Jahresverlauf signalisiert dagegen eine gestiegene Unsicherheit.
- Eine Anhebung lediglich der unteren Bandgrenze signalisiert eine weitgehend unveränderte aber leicht optimistischere Prognose
- Eine Absenkung lediglich der oberen Bandgrenze signalisiert eine weitgehend unveränderte aber leicht pessimistischere Prognose
- Eine Anhebung lediglich der Obergrenze signalisiert zunehmenden Optimismus bei gleichzeitig gestiegener Unsicherheit
- Eine Absenkung lediglich der Untergrenze signalisiert gestiegenen Pessimismus bei gestiegener Unsicherheit.
- Eine Parallelverschiebung der Unter- und Obergrenze signalisiert eine deutliche Anpassung der ursprünglichen Prognose

3.2.2. Einmal kommunizierte Ziele werden weiter verfolgt. Zu Aussagen des Vorjahres bzw. vorangegangener Perioden wird explizit Stellung genommen.

Die Gültigkeit der Zielsetzungen und Prognosen sowie Veränderungen und Modifikationen sollten proaktiv angesprochen werden. In der Rückschau ist über ihren Erreichungsgrad zu berichten und eine Analyse des Erreichten abzugeben. Bei unterjähriger Anpassung der Guidance ist auf die letztgültige und die Ursprungs-Prognose abzustellen. Bei unterjähriger Veröffentlichung von Kennzahlen sollten diese mit den endgültigen Zahlen auch harmonisieren.

3.2.3. Das Unternehmen folgt in seiner Prognose einer realistisch-konservativen Grundhaltung und vermeidet offensichtlich über-konservative wie auch über-optimistische Aussagen.

„Konservativismus“ in der Unternehmensführung und -kommunikation wird durch Transparenz der Planungsparameter dokumentiert und verifiziert. „Weiche“, d.h. vage, abstrakte, nicht konkrete Pläne und Prognosen sind per se nicht hilfreich, führen sie doch zu einer reflexartigen Zuschlags-Reaktion seitens des Kapitalmarktes. Je nach Geschäftsmodell lassen sich recht konkrete Ziele sogar unterjährig kommunizieren. Nicht zielführend ist beispielsweise eine unterjährige pessimistische Berichterstattung (Ziele sind nur schwer zu erreichen, Märkte widrig, Wettbewerber aggressiv etc.) die dann nach abgeschlossenem Geschäftsjahr überraschend das Bild eines „strahlenden Siegers“ kommuniziert.

Realistisch-konservativ beschreibt dabei die Grundhaltung, im Zweifel lieber die vorsichtiger Prognose zu wählen und dann im Jahresverlauf die Prognose anzuheben. Das bedeutet nicht, dass ein Unternehmen sich bewusst wenig ambitionierte Ziele setzen soll, die leicht zu erreichen sind.

Unsere Empfehlung entspricht der Beobachtung, dass Investment Professionals lieber leicht positiv als leicht negativ überrascht werden. Die Fähigkeit des Managements seine Prognosen einzuhalten oder leicht zu übertreffen schafft Glaubwürdigkeit und damit Vertrauen in die Prognosen.

Für den Ausdruck einer realistisch-konservativen Grundhaltung kommt dem Zusammenspiel von Planung und Prognose eine besondere Bedeutung zu. Budgetiert ein Unternehmen z.B. einen Umsatz von 2 Mrd. €, so kann es Ausdruck einer realistisch-konservativen Grundhaltung sein, eine Band-

breite von 1,8 bis 2,1 Mrd. € als Zielgröße für das laufende Geschäftsjahr anzugeben.

Eine andere Spielart einer realistisch-konservativen Grundhaltung kann es sein, die ökonomischen Rahmenbedingungen, die der Prognose zugrunde liegen, eher vorsichtig anzusetzen und so die Wahrscheinlichkeit, dass die Prognose erreicht wird zu erhöhen.

Negatives Beispiel: Ein deutscher Finanzdienstleister gibt regelmäßig zu Jahresbeginn eine sehr konservative Prognose für das Gesamtjahr ab, die zunächst auf dem bis dahin sicheren Geschäft beruht. Im Jahresverlauf muss diese dann mehrfach nach oben korrigiert werden. Diese konservative Methode sieht der Finanzdienstleister selbst als Qualität seiner Prognosen. Er begründet dies mit der Aussage, dass es wichtig sei, die Kapitalmarktteilnehmer immer nach oben zu überraschen.

3.2.4. Prämissen der Strategie und der Planung sowie sich daraus ergebende Risiken werden explizit benannt; spekulative Elemente werden gesondert ausgewiesen.

Hier sind Angaben gemeint, die zu einer Szenarioanalyse notwendig wären, wie z.B. wesentliche Treiber, konkrete Risiken, Dynamiken im Geschäftsumfeld. Die Leitfrage heißt: Was beeinflusst die Strategie, welche Faktoren sind risikobehaftet und wie wirkt sich deren Veränderung auf das Ergebnis aus? Welche Szenarien sind positiv und negativ möglich?

Wesentlich sind in diesem Zusammenhang die Fragestellungen, die mit möglichen Sondereinflüssen zu tun haben: z.B. Restrukturierungen, die über das normale Maß hinausgehen; wesentliche Initiativen, die den Erfolg in der Plan- und Prognoseperiode schaffen sollen, möglichst konkret (Preise, Mengen etc.) benannt.

3.2.5. Veränderungen von Gewinnprognosen werden ausführlich begründet.

Jenseits der legalen Anforderungen unter Punkt 1.1.2. weiter oben, sollte nicht nur bei negativen Prognoseanpassungen (Gewinnwarnungen) ausreichend über Ursachen und Gründe informiert werden, sondern auch im Falle der Übererfüllung. Allgemeine Hinweise auf die gute/schlechte Konjunktur sind in diesem Zusammenhang nicht ausreichend.

DVFA

Die DVFA ist der Berufsverband der Investment Professionals. Aktuell gehören der DVFA 1.100 persönliche Mitglieder an. Sie sind als Fach- und Führungskräfte bei über 400 Investmenthäusern, Banken sowie Fondsgesellschaften oder als unabhängige Kapitalmarktdienstleister tätig. Die DVFA sichert die Glaubwürdigkeit der Berufsangehörigen und die Integrität des Marktes durch eine internationalen Standards entsprechende Aus- und Weiterbildung, durch die Bereitstellung von Plattformen für die professionelle Finanzkommunikation sowie durch effektive Selbstregulierung.

Über EFFAS, den Dachverband der europäischen Analystenvereinigungen, bietet die DVFA Zugang zu einer paneuropäischen Plattform mit über 17.000 Berufsangehörigen in 24 Nationen. Über die Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA) ist der Verband an ein weltweites Netzwerk von über 50.000 Investment Professionals angeschlossen.

ISBN: 3-928759-01-9
978-3-928759-01-4
(ab Januar 2007)

DVFA

Einsteinstraße 5
63303 Dreieich

Tel.: +49 (0)6103 - 5833-0
Fax: +49 (0)6103 - 5833-34
Mail: info@dvfa.de
Web: <http://www.dvfa.de>