

Zwischen Kür und Pflicht

Keine Wertorientierung ohne Value Reporting

Von Dr. Joachim Fleing*

Wertorientierte Unternehmensführung ist ein beliebtes Schlagwort, aber häufig entlarvt ein Blick in Lagebericht und Anhang die Worte der Vorstände als Lippenbekenntnisse. Dabei hat der Wettbewerb ums Kapital an Schärfe nichts verloren. Nach wie vor können die Einführung wertorientierter Steuerungsinstrumente und deren effiziente Kommunikation Finanzierungsvorteile verschaffen. Die Anforderungen des Kapitalmarkts verdichten sich jetzt zu Empfehlungen, die schon bald zu verbindlichen Vorschriften werden.

Die Investoren wenden sich den Investitionsobjekten zu, die ihnen die bestmögliche Rendite auf ihr eingesetztes Kapital verheißen. Diese Rendite errechnet sich bekanntlich als das Verhältnis von Dividende plus aktuellem Kurs zum Kaufkurs. Sie wird im Capital Asset Pricing Model gewichtet mit dem spezifischen Risiko des Unternehmens, dem Betafaktor. Damit stehen dem Unternehmen drei Stellschrauben zur Verfügung, an denen wertsteigernd eingegriffen werden kann: Die Dividenden-Rendite hängt ab vom Geschäftserfolg und der Dividendenpolitik. Der Betafaktor hängt wesentlich ab von der Qualität der Investor Relations-Arbeit. Es bleibt als komplexeste der drei Dimensionen des Shareholder Value der Marktwert des Unternehmens selbst.

An den Werttreibern ansetzen

Sieht man von allgemeinen Markt- und Branchenentwicklungen ab, dann fußt die relative Marktbewertung auf zwei

ZUM „DIRK IR-CORNER“

Die monatliche Rubrik im GoingPublic Magazin greift in Zusammenarbeit mit dem Deutscher Investor Relations Kreis (DIRK) aktuelle Themen, die die Investor Relations-Verantwortlichen in deutschen Aktiengesellschaften bewegen, auf und will so eine neue Diskussionsplattform rund um die Kapitalmarkt-kommunikation etablieren. Inhaltliche Bausteine des „DIRK IR-Corner“ können neben Fachbeiträgen und Standpunkten aus dem DIRK-Vorstand sowie weiteren Persönlichkeiten aus der IR-Branche z.B. auch praxisnahe Interviews mit Investor Relations-Managern und Vorständen sein. Zweimal jährlich werden an dieser Stelle die Ergebnisse des DIRK Stimmungsbarometers veröffentlicht.



Dr. Joachim Fleing

Fundamenten: dem Erfolg der wertorientierten Steuerung des Unternehmens und dessen Kommunikation. Was muß in einer wertorientierten Unternehmenssteuerung berücksichtigt werden? Das hängt von den Besonderheiten des Unternehmens ab; allgemein aber sind die Stellschrauben des zugrunde liegenden Bewertungsmodells zu betätigen.

Ein Beispiel: Aufbauend auf dem Modell der Discounted Cash Flows als gängigstem Verfahren, hat PwC in den 90er Jahren sieben Werttreiber identifiziert, die dem Management die wirksamsten Angriffspunkte liefern sollen: Umsatzwachstum, Working Capital und Nettoinvestitionen beschreiben die Wachstumsorientierung, EBITDA und reale Steuerquote bestimmen die Möglichkeiten der Gewinnerzielung, Senkung der Kapitalkosten und die Nachhaltigkeit der Wettbewerbsvorteile auf den Absatzmärkten tragen zur operativen Risikominimierung bei.

Nachhaltige Wertsteigerung wird erwartet

Dabei richten sich die Erwartungen der Marktteilnehmer – übrigens im Gegensatz zur landläufigen Meinung – überwiegend auf die langfristige und nachhaltige Wertsteigerung. Gefragt sind neben dem Finanzierungs- und Bilanzmanagement solche Steuerungsinstrumente, die dem Unternehmen langfristige Vorteile sichern. Sie setzen in der Praxis häufig an nicht-bilanziellen Bereichen an: Mitarbeiterqualität oder Kundenzufriedenheit sind oft genannte Beispiele. Wesentlich ist es, die Steuerungsinstrumente an den Bedingungen des eigenen Geschäftsmodells auszurichten. Wer sich an vermeintlichen Anforderungen Dritter orientiert, verfehlt letztlich das eigene Geschäft.

Gefühlter Wert und Börsenwert

Nach wie vor stellen aber viele Vorstände fest, daß der gefühlte Wert ihres Unternehmens trotz operativer Erfolge deutlich höher ausfällt als der tatsächliche Börsenwert. Robert G. Eccles und Kollegen haben ein Schema von Kommunikationslücken entwickelt, die erklären, woher diese Wertlücke stammen kann: Werttreiber werden in bestimmten Kennzahlen erfaßt und in deren Entwicklung im Zeitverlauf oder im Vergleich zu Benchmarks ausgedrückt. Verzichtet das Unternehmen auf die Erhebung von Kennzahlen, die der Markt für relevant hält, oder stellt es Zahlen nach vorn, die am Markt für unwichtig erachtet werden, dann läßt sich diese Diskrepanz ebenso beheben wie entsprechende Abweichungen bei der Intensität der Berichterstattung. Neben die Fragen, ob und welche Kennzahlen in die Unternehmensstory eingebaut werden, treten die Fragen, wie intensiv dies geschieht und ob es gelingt, die Relevanz dieser Information den Investoren auch zu vermitteln.

Kommunikationsdefizite beheben

Die Behebung dieser Defizite ist letztlich in die Hand des Managements selbst gegeben. Eng an das interne Steuerungssystem angelehnt ist die Berichterstattung quantitativ und qualitativ zu erweitern. Hilfestellungen hierfür gibt es schon. Der Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnungslegung (AKEU) hat im Jahr 2002 praktikable Empfehlungen veröffentlicht, wie eine wertorientierte Berichterstattung angelegt werden kann. Er gliedert in drei übergreifende Bereiche: kapitalmarktorientierte Daten, die der Beurteilung der künftigen Wertentwicklung dienen, nicht-bilanzierte Erfolgspotentiale und Risiken und die qualitative und quantitative Diskussion der Unternehmensstrategie und ihrer Ergebnisse. Im Februar 2005 hat das Justizministerium den neuen DRS 15 in Kraft gesetzt. In Anlehnung an die AKEU-Grundsätze werden hier neue Leitlinien für die Abfassung der Lageberichte gesteckt. Damit wird die „Konzentration auf die nachhaltige Wertschaffung“ zu einem der fünf Grundsätze der Lageberichterstattung. Der Shareholder Value rückt so in den Rang eines Grundsatzes ordnungsmäßiger Buchführung auf, und das Value Reporting ist auf dem Weg von der Kür zur Pflicht ein gutes Stück vorangekommen. Nach wie vor aber gilt: Wem es gelingt, die Erwartungshaltung der Investoren mit der Berichtsfähigkeit und -willigkeit des Unternehmens in Einklang zu bringen, der trägt letztlich auch auf diese Weise schon zur Senkung seiner Kapitalkosten bei.

Fazit:

Wertorientierung muß kein leicht zu durchschauendes Lippenbekenntnis bleiben. Aufbauend auf dem eigenen Geschäftsmodell lassen sich die Werttreiber identifizieren, meßbar machen und in eine wertorientierte Berichterstattung einbauen. Was heute noch als Kür Wettbewerbsvorteile verschafft, wird morgen schon Pflicht: Handreichungen wie der DRS 15 haben bereits einen hohen Verbindlichkeitsgrad und sollten in die Investor Relations Eingang finden.

*) Dr. Joachim Fleing ist selbstständiger Investor Relations-Berater
Foto des Autors: G. Kircher 2005