

Mit Extra Financials die Qualität der Finanzanalyse verbessern

„Weiche“ Faktoren rücken zunehmend in den Vordergrund – Integration in Modelle zu Bewertung und Anlageentscheidung nötig

Börsen-Zeitung, 9.5.2008

Das Interesse an Extra Financials steigt seit einigen Jahren stark an – doch haben diese Zusatzinformationen einen Einfluss auf die Finanzanalyse? Die DVFA versteht Extra Financials (synonym wird häufig Non Financials als Terminus gebraucht) als Werttreiber für unternehmerischen Erfolg, die überwiegend nicht, und

Kategorie für eine systematische Unterscheidung zwischen Financials und Extra Financials, nicht zuletzt, weil sowohl Financials wie auch Extra Financials im Lagebericht rapportiert werden (sollten).

Wenngleich Lageberichte Quellen für Extra Financials sein können, da sie Unternehmen die Möglichkeit der Anmerkung, Erläuterung und

Einschätzung der Financials bieten, wird insbesondere in der internationalen Diskussion häufig zu viel von Lageberichten erwartet: So verstieg sich ein Journalist der Nikkei Friday Morning Edition am 4. April 2008 zu der Annahme, dass die deskriptiven Bestandteile zu Unternehmensperformance, die sich in den Lage- und Geschäftsberichten befinden, in den USA als

wichtiger erachtet würden als numerische Jahresabschlussdaten. Folglich sollten Standards für Non Financials (sic!) entwickelt werden, mit denen sich auf einheitliche Weise z.B. Einflüsse von Währungseffekten auf Unternehmensergebnisse analysieren ließen.

Woher kommt nun das gesteigerte Interesse an Extra Financials? Nicht nur, dass sich zahlreiche Initiativen, überwiegend, aber nicht ausschließlich, aus dem Bereich der sogenannten nachhaltigen Investments in den vergangenen Jahren verstärkt für die nichtfinanzielle Performance von Unternehmen in Themengebieten wie Umwelt, gesellschaftliches Engagement oder Compliance interessieren haben, auch Standardsetter haben der Berichterstattung von Informationen, die über die reine finanzielle Leistung von Unternehmen hinausgehen, mehr Geltung verschaffen.

Nach §315 HGB müssen Unternehmen finanzielle und nicht finanzielle

Leistungsindikatoren berichten; dabei wird das Kriterium der Wesentlichkeit einzelner Leistungsindikatoren zugrunde gelegt, die prinzipiell alle Bereiche der Wertschöpfung betreffen können. DRS 15 Management Informationssystem, interne Steuerung schreibt u.a. vor, dass über Teilbereiche des internen Managements berichtet werden müsse. Derzeit wird innerhalb des IASB diskutiert, welche Form und Ausgestaltung ein Management Commentary annehmen könnte, der heute innerhalb des IFRS-Regimes noch fehlt. In den USA und Kanada wurden die Regelungen zum sogenannten MD&A (Management's Discussion & Analysis) vom FASB grundsätzlich überarbeitet.

Große Kluft

Wenngleich sich in der Wahrnehmung der DVFA insbesondere in den vergangenen zwölf Monaten einige positive Entwicklungen in der Extra-Financial-Berichterstattung ergeben haben, so gilt nach wie vor, dass zwischen den Berichtsgepflogenheiten von Unternehmen zu Extra Financials und der Nutzung der Berichte durch Investoren und Finanzanalysten eine große Kluft besteht: Erwartungen von Investoren und Analysten werden nicht ausreichend adressiert und berücksichtigt. Insbesondere der Bedarf an quantifizierbarer und vergleichbarer Information, die in die Anlageentscheidung einfließen kann, wird unterschätzt.

Betrachtet man beispielsweise das Themengebiet ESG (Environmental, Social, Governance), so zeigt sich, dass Modelle, die Zusammenhänge zwischen unternehmerischer Performance einerseits und nachhaltigem Wirtschaften oder zivilbürgerlichem Engagement andererseits nachweisen, von Investment Professionals nach wie vor skeptisch beurteilt werden, weil die zugrunde liegenden Prämissen häufig nicht transparent

gemacht werden oder methodisch nicht nachvollziehbar sind.

Die Debatte um Nachhaltigkeitsberichte und CR verdeckt dabei, dass sich auch bei konventionellen Kapitalanlegengesellschaften und Brokern ein Paradigmenwechsel ankündigt: Im Zuge einer verstärkten Anwendung von Corporate Governance rücken „weiche“ Faktoren in den Vordergrund und es besteht der Bedarf, weiche Faktoren in die Modelle der Anlageentscheidungen und Bewertungsmodelle zu integrieren. Beispielsweise bewertet die Enhanced-Analytics-Initiative, eine Gründung von acht global tätigen Investmenthäusern, das Research von Equity-Sell-Side-Analysten danach, ob und in welchem Umfang Non und Extra Financials in das Research eingeflossen sind. Nicht in der Erweiterung der Faktoren um Non Financials liegt dabei der Paradigmenwechsel, sondern in dem Verständnis, dass Kenntnisse der Non Financials das Risiko eines Investments minimieren.

Geringer Erfüllungsgrad

In einer kürzlich abgeschlossenen Studie zur Qualität der Lageberichterstattung in Deutschland (Dietzsche/Fink, KoR April 2008) wurde anhand eines Bewertungsverfahrens der Erfüllungsgrad der Lageberichte des HDax untersucht. Im Bereich der Geschäfts- und Rahmenbedingungen, die sich annäherungsweise und grob vereinfacht eher dem Bereich der Extra Financials zurechnen lassen, schnitten Unternehmen des HDax insgesamt nur mit 46,4% ab; die Erläuterung des unternehmensinternen Steuerungssystems lag bei mageren 34,9% während die Darstellung der unternehmerischen Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten immerhin mit 58,6% abschnitt (jeweils gegenüber dem theoretischen Erfüllungsgrad von 100%). Das Gesamt der Risikoberichte wurde mit 68,9% ermittelt; der Prog-

nosebericht mit 57,4%. (Bei den eher den Financials zuzurechnenden Themengebieten wie Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage lag der Schnitt lediglich bei 49,5%). Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass DRS15 zwar eine adäquate Grundlage für die Berichterstattung der Konzernlage bildet, sich aber im Hinblick auf den Nutzen für die Analyse ein Handlungsbedarf abzeichnet, um die Qualität der Konzernlageberichte noch zu steigern.

Dessen ungeachtet haftet dem Instrument des Lageberichtes ohnehin wie jedem anderen überwiegend narrativ formatierten Berichtsinstrument ein Makel an: Extra Financials

(„more of the same“) als dazu beiträgt, relevante Daten zu liefern. Der Weg zu einem adressatenspezifischen Reporting von Extra Financials kann nur über quantitative, messbare und in Zeitreihen verdichtbare Key Performance Indicators (KPIs) führen. Mit ihren Richtlinien „KPIs for ESG“ hat das Committee Non Financials der DVFA im März 2008 einen Vorschlag erarbeitet, wie Extra Financials von Unternehmen berichtet werden sollten, damit die Daten in der Finanzanalyse sinnvoll einbezogen werden können.

In einem Feldversuch untersuchte PricewaterhouseCoopers gemeinsam mit Schroders Investment bereits 2005 den Einfluss von Extra Financials auf die Finanzanalyse. Im sogenannten „Schroders-Test“ wurden zwei Gruppen von Finanzanalysten Daten zu einem anonymisierten Unternehmen vorgelegt. Den Probanden der ersten Gruppe wurden reine Finanzkennzahlen zur Analyse vorgelegt; Testpersonen der zweiten Gruppe erhielten zusätzlich Extra Financials. Wenngleich die Tendenz der Bewertung des Unternehmens durch die unterschiedlichen Testgruppen ähnlich ausfiel, war die Einschätzung der Zukunftsfähigkeit des Unternehmens durch die zweite Testgruppe exakter und differenzierter.

Extra Financials – einerlei, ob Marktanteile, Risikoeinschätzungen oder CO₂-Ausstoß – können die Qualität der Finanzanalyse verbessern. Auch unabhängig davon, ob sie im Konzernlagebericht geliefert werden oder in Vorstandspräsentation auf der Roadshow. Wichtig, jedoch häufig übersehen sind zwei Aspekte: 1. Extra Financials sollten im Format von Leistungsindikatoren (KPIs), d.h. als messbare, quantifizierte Werte geliefert werden und 2. sie sollten unbedingt einen Rückschluss auf unternehmerisches Risiko oder unternehmerische Chancen besitzen, d.h. materiell sein.

„Nicht in der Erweiterung der Faktoren um Non Financials liegt dabei der Paradigmenwechsel, sondern in dem Verständnis, dass Kenntnisse der Non Financials das Risiko eines Investments minimieren.“



Von
Ralf Frank

**Geschäftsführer
der Deutschen
Vereinigung für
Finanzanalyse und
Asset Management
(DVFA)**

wenn dann nur indirekt z.B. konsolidiert in Finanzkennzahlen enthalten sind, und die zwingend einen Rückschluss auf unternehmerisches Risiko oder unternehmerische Erfolgsfaktoren zulassen (DVFA Committee Non Financials). Zu den „klassischen“ Extra Financials zählen Leistungsindikatoren wie Marktanteile, Kundenzufriedenheit, Risikoannahmen; Beispiele für Extra Financials eher jüngeren Datums finden sich häufig in Themen zu Umweltmanagement, gesellschaftlichem Engagement und Corporate Governance.

Häufig werden in der Rechnungsfachwelt unter Extra Financials Lageberichte z.B. unter US-GAAP MD&A (Management Discussion and Analysis) oder DRS15 (Management Informationssystem, interne Steuerung, im allgemeinen Sprachgebrauch: Konzernlageberichte) verstanden. Lageberichte sind streng genommen jedoch zunächst einmal Vehikel oder Formate für Daten. Im engeren Sinne ist ein Lagebericht keine