

Quartalszahlen – oder doch nicht?

Das Thema Quartalsergebnisse hat derzeit wieder Konjunktur

Von Ralf Frank, Geschäftsführer, DVFA

Wer Quartalsergebnisse kritisiert, bezieht sich in aller Regel nicht auf den Arbeitsaufwand, den ein Unternehmen betreiben muss, um einmal im Quartal Ergebnisse und Erklärungen zusammenzutragen. Sicherlich, der Aufwand ist neben all der anderen Reportinglast nicht gerade willkommen bei IR und Rechnungswesen. Er ist aber im Vergleich zu anderen Ereignissen im Berichtsleben eines börsennotierten Unternehmens überschaubar. Die Kritiker von Quartalsberichten beziehen sich vielmehr auf den Umgang mit Quartalszahlen durch den Kapitalmarkt und welche Verrenkungen es manchen Unternehmen abfordert, prognostizierte Ergebnisse zu treffen, um einer Abwertung zu entgehen. Erfahrungsgemäß kann es dazu kommen, dass der Druck aus dem Kapitalmarkt Unternehmen vermeintlich zwingt, akrobatische Übungen einzulegen: Da werden im Vertrieb Sonderaktionen gefahren, im Automobilsektor werden durch Rabattschlachten Marktanteile „gekauft“, in der produzierenden Industrie ist es durchaus bekannt, den Kunden langfristige Zahlungsziele einzuräumen – Umsatz mit Liquiditätszufluss zu einem späteren Zeitpunkt.

Die unternehmerische Vision

Während somit das Quartalsziel durch kurzfristige Aktionen erreicht wurde, ist solch ein Wirtschaften mitunter für die Erreichung mittelfristiger Ziele extrem schädlich – zumeist leiden notwendige Investitionen mit einem verhältnismäßig langfristigen Rol darunter. Hier zeigen kontinentaleuropäische Kapitalmärkte übrigens eine für den Kontinent untypische Ausprägung, die der amerikanischen Kultur geschuldet ist: Die US-amerikanische Kultur, aufgrund der Dominanz des US-Kapitalmarktes weltweite Leitkultur der Financial Communities, unterstellt bei Investitionen einen „acquired status“, zu deutsch etwa eine Stellung, die man sich verdienen muss, während in der alten Welt auch ein Status möglich ist, der einer Investition einen Status zuschreibt („ascribed status“). Das mag sich auf den ersten Blick sehr theoretisch ausnehmen. Wer die Mentalität kontinentaleuropäischer Unternehmer kennt, weiß, dass sich gerade zwischen der unternehmerischen Vision, die erst in ein paar Jahren Früchte trägt, und der Pay-back-Orientierung von Investoren (man denke insbesondere an Private Equity-Investoren) Reibungen ergeben können.

Kurzfristige Sicht der Kapitalmärkte

Man kann nun debattieren, wie das McKinsey in seinem monatlichen Newsletter tut, ob die Kritik an den Quartalsberichten Vertrauen in die Märkte unterminiert; man kann auch von einer „Todesspirale der Quartalssteuerung“ spre-



Ralf Frank

chen, wie es Marcello Berni in seiner Kolumne Ad Hoc im Handelsblatt macht. Bekanntermaßen gibt es keine börsennotierten Unternehmen, die ihre Ergebnisse nur einmal im Halbjahr oder gar noch seltener beschauen. Unternehmen besitzen in aller Regel ausgeklügelte Controlling- und Berichtssysteme, die Vorstände in relativ kurzer Zeit in die Lage versetzen, sich ein Bild über das Ergebnis „Year-to-date“ zu machen. Was also soll die Aufregung? Die Ermittlung der Ergebnisse kann das Problem doch nicht sein. Vielmehr scheint es sich um die Verlässlichkeit der Planung, die Handhabung von Abweichungen zwischen Ist und Planung und die Interpretation von Abweichungen im Rahmen der langfristigen Planung zu drehen. Es geht der Erfahrung nach um das Zusammenspiel von langfristiger Planung mit dem quartalsweisen Abliefern von Ergebnissen, die im Rahmen der Planung klar und konsistent sind, oder, falls sie abweichen, von plausiblen Erklärungen und fundierten Daten begleitet werden. „Bad news on the table“ heißt das Motto bei Abweichungen, und es wäre naiv anzunehmen, dass es nicht immer ein paar Investoren geben wird, die dem Unternehmen keinerlei Abweichungen oder Unterschreitungen gewähren und die Aktie verkaufen werden.

Die anderen Investoren, wie z. B. der legendäre Warren Buffett, fordern von ihrem Investment langfristige Rendite und kein quartalsweise auftretendes Strohfeuer. Mehr noch: Viele US-amerikanische und angelsächsische Pensionsfonds haben das Thema „Short-Termism“ der Kapitalmärkte, also Kurzfristigkeit, in die öffentliche Debatte geführt. Dabei steht übrigens noch ein weiteres Thema im Raum: erfolgsabhängige Einkommensbestandteile für Senior Manager, die auf fragwürdigen Aktivitäten basieren, die dem Unternehmen kurzfristig Erfolg, mittelfristig aber Schaden bringen können.

Was können Unternehmen tun?

Was also kann ein Unternehmen tun, um sich im Dialog mit Finanzanalysten und Investoren Freiräume zu verschaffen? Kurzfristige Performance und langfristige Strategie sind intrinsisch miteinander verwoben. McKinsey beschreibt das Verhältnis als eine Art Wechselspiel zwischen Gesundheit (Langfristigkeit) und Pulszahl (Kurzfristigkeit). Das DVFA Committee Effektive Finanzkommunikation schreibt dem unterjährigen Reporting die Funktion der Plausibilisierung zu: Mit der Stellungnahme eines Managements, das Investoren und Finanzanalysten einen Blick „über die Schulter“ gewährt, wird die Glaubwürdigkeit des Managements gewahrt, weil die Planungsparameter und das eingetretene Ist erläutert, begründet und kommentiert werden. Wie erwähnt, wird es bei schlechten Nachrichten Abschlüsse zu befürchten geben; der beste Schutz ist immer noch eine kompromisslose Darlegung und Interpretation der Ergebnisse aus Sicht des Managements.

Das allein reicht aber noch nicht aus: Nach Einschätzung des Autors ist das gerade bei Wachstumsunternehmen, bei Branchen mit volatilen Ausschlägen und bei Unternehmen in Krisen gerne vernachlässigte Element der Forward Looking Statements ausschlaggebend, ob Investoren und Analysten Spielräume zulassen. Es geht um die zukünftig zu erwartenden Cashflows und das damit verbundene Risiko. Erwartungen über zukünftige Erträge bestimmen maßgeblich den Aktienpreis – eine allseits bekannte Weisheit. Warum, fragt man sich, sind Investment Professionals nach wie vor unzufrieden mit dem Ausblick vieler Unternehmen?

Prognosen beschreiben den Entwicklungspfad auf dem Weg zum Erreichen der Ziele. Die Einhaltung von Prognosen bzw. das frühzeitige Anpassen von Prognosen bietet wichtige Signale in die Beurteilung der Fähigkeiten des Managements, das operative Geschäft zu steuern. Es ist jedoch nicht nur eine blanke Kennzahl, um die es hier geht: Es sind einerseits Bandbreiten, bei denen sich durch Anpassung der oberen wie unteren Größe diskrete Signale senden lassen, andererseits müssen Kontexte, d. h. Berechnungsgrundlagen, Prämissen und Rahmenbedingungen mitgeliefert werden.

Fazit:

Da nicht zu erwarten sein wird, dass Investoren und Finanzanalysten den unterjährigen Berichten kurzfristig entsagen werden – bei aller Kritik an Short-Termism gibt es gute Gründe für einen periodischen Dialog zwischen Investoren und Unternehmen –, bleibt Unternehmen eigentlich nur der Schritt nach vorne, um durch Glaubwürdigkeit, die auf konsequenter Auseinandersetzung mit den Erwartungen von Investment Professionals basiert, Spielräume auszuhandeln. Dabei sind Forward Looking Statements neben einem Reportingformat, das belastbare Zahlen und Prämissen enthält, ein wesentlicher Schlüssel für Spielräume.



INVESTOR RELATIONS WORKSHOP „MANAGING EXPECTATIONS“

Was Analysten und Investoren wirklich wissen wollen
April/Juli/September 2007, Frankfurt am Main

Die DVFA bietet in Kooperation mit dem DIRK (Deutscher Investor Relations Verband) IR-Verantwortlichen in einem Tages-Workshop die Gelegenheit, sich anhand von Beispielen und realen Fällen mit Vertretern der Hauptzielgruppe der IR – Analysten und institutionellen Anlegern – auseinanderzusetzen und aus erster Hand zu erfahren, auf welche Themen und Sachverhalte Finanzanalysten und Investoren das Hauptaugenmerk richten. Es geht dabei nicht um Vermittlung von theoretischem Wissen, sondern um den direkten Dialog und Erfahrungsaustausch mit der Zielgruppe.



DVFA-ANALYST MEETINGS 2006/2007

3rd SEQ_ - Smart Equities Conference
14.-16. November 2006, Frankfurt am Main

1. Immobilienkonferenz
Februar 2007, Frankfurt am Main

IT/Telco-Konferenz, CeBIT 2007
März 2007, Frankfurt am Main

Product & Technology Day
März 2007, Frankfurt am Main

5th SCC_ - Small Cap Conference
August 2007, Frankfurt am Main

DVFA-POSTGRADUIERTEN-AUSBILDUNGEN 2007

CIIA® Certified International Investment Analyst
9. Jahrgang, Start: 1. März 2007, Frankfurt am Main

CIWM® Certified International Wealth Manager
1. Jahrgang, Start: 1. März 2007, Frankfurt am Main

DVFA-SEMINARE 2006

Strukturiertes Portfoliomanagement (Experten-Seminar)
10.-11. Oktober 2006, Frankfurt am Main

Financial Statements nach IFRS und US-GAAP (Experten-Seminar)
5./6./7. Dezember 2006, Frankfurt am Main

Änderungen vorbehalten.