

Mitglieder Jury Value Reporting

Prof. Alexander F. Wagner, Ph.D.

(Jury-Präsident Value Reporting)

Florian Eugster, MA UZH

(Projektleitung Value Reporting)

Mirko Reichlin, MA UZH

(Junior Research and Teaching Assistant)

Institut für Banking und Finance der Universität Zürich (IBF)

Weiterführende Informationen zum Projekt Value Reporting an der UZH finden Sie unter www.bf.uzh.ch/go/value-reporting

Wirtschaftsstudierende der Universität Zürich

Geschäftsberichte

Daniela Álvarez-Calderón

Nazish Ashfaq

Anja Baumgartner

Timo Bloch

Hubert Hubmann

Marcel Hugger

Margaretha Hunold

Andreas Jaksch

Silvia Linggi

Görkem Paslioglu

Ramon Pauli

Alexander von Rohr

Internet Investor Relations

Gian Andri Huber

Flurina Koller

Kristina Krämer

Selin Pinarci

Value Reporting als Teil der Investor Relations

Value Reporting ist ein zentrales Element von wirksamen Investor Relations. Dabei geht es um viel mehr als nur um eine freiwillige, über die Richtlinien der Rechnungslegungsstandards und Börsenaufsicht hinausgehende Offenlegung. Vielmehr erlaubt es Value Reporting, die Investoren mit zusätzlichen, für die Entscheidungsfindung hilfreichen Informationen zu beliefern. Die wertorientierte Berichterstattung soll dabei eine Abschätzung der vergangenen und der möglichen zukünftigen Wertentwicklung ermöglichen. Value Reporting bringt sowohl Nutzen als auch Kosten für ein Unternehmen mit sich: Value Reporting kann Informationsasymmetrien zwischen dem Investor und dem Unternehmen abbauen, was einerseits eine günstigere Kapitalmarktfinanzierung erlauben bzw. die Glaubwürdigkeit des Managements erhöhen mag; andererseits ist sorgfältiges Value Reporting aufwendig und in manchen Wettbewerbssituationen auch nicht förderlich. Deswegen ist es wichtig, dass Manager diesem Thema genügend Aufmerksamkeit schenken. Falls nämlich das Value Reporting des Unternehmens an die externen Investoren den «wahren» und realistischen Wert kommuniziert, kann sich das auch in einem höheren Aktienpreis niederschlagen.

Die Adressaten des Value Reportings sind vielfältig, auch über die Investorengemeinde hinaus. Informationen sollen auch für Mitarbeitende, Finanzanalysten, die Wirtschaftspresse, Ratingagenturen, Kreditgeber, Anlageberater sowie die Öffentlichkeit aufbereitet und kommuniziert werden. Dies ist keine einfache Aufgabe. In unserer Analyse nehmen wir die Sicht eines potenziellen Investors ein, der sich relativ schnell ein Bild eines Unternehmens machen möchte, in das er allenfalls investiert.

Zur Bewertungsmethodik des Value-Reporting-Ratings

Die Bewertung des Value Reportings 2012 wurde durch ein Team unter der Leitung von Prof. Dr. Alexander Wagner, Florian Eugster und Mirko Reichlin am Institut für Banking und Finance (IBF)¹ der Universität Zürich durchgeführt. 16 engagierte Wirtschaftsstudierende haben einerseits die Geschäftsberichte und andererseits die Investor Relations-Bereiche der Firmen-Websites (Internet Investor Relations) nach betriebswirtschaftlichen Kriterien bewertet.²

In der Analyse der Geschäftsberichte spielen u.a. folgende Kriterien eine wichtige Rolle: substantielle Hintergrundinformationen zum Unternehmen wie Erläuterungen zur Strategie, zu Produkten und Märkten sowie weitere, teils nichtfinanzielle Informationen, welche etwa Angaben zu zukünftigen Investitionen, Daten zu Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit oder Informationen zur Markenführung umfassen. Wichtig sind auch Auskünfte zur wertorientierten Führung sowie die Nachhaltigkeitsberichterstattung.

In der Analyse der Internet-Investor-Relations wurden die Internet-Auftritte der Unternehmen aus der Warte eines Investors

¹ Das Institut für Schweizerisches Bankenwesen wurde per 2011 in Institut für Banking und Finance umbenannt.

² Mit dem vor über zehn Jahren initiierten Projekt «Value Reporting» ist das IBF nachhaltig in diesem Bereich forschungsseitig engagiert. Wissenschaftlich wegleitend war dabei Labhart, P.A. (1999): Value Reporting. Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting. Zürich 1999.

bewertet, welcher möglichst zeitnah zu den Informationen gelangen will. Folgende Bewertungskriterien wurden dabei berücksichtigt: «Allgemeine Infos – Unternehmensübersicht», «Allgemeine Struktur und Funktionalität», «Firmenkalender und Events», «Pressemitteilungen und Ad-hoc-Publizität», «Reports & Financials», «Analystendokumentation, Aktionärsinformationen, Corporate Governance und Corporate Social Responsibility», «Investor Relations Archiv», «Informationsservice und Social Media» (IR 2.0) und «Usability».

Im Teilbereich Geschäftsbericht wurde jedes Kriterium je nach Informationsgehalt mit einer Note auf der Sechskerskala bewertet.³ Bei der Untersuchung der Internet Investor Relations wurde der Erfüllungsgrad (vorhanden/nicht vorhanden) der einzelnen Kriterien gemessen. Anschliessend wurden die benoteten Einzelkriterien in Kategorienbewertungen überführt, deren Scores, mit der Relevanz der jeweiligen Kategorie gewichtet, schliesslich als Durchschnitt die Gesamtnote ergaben. Das Rating basierend auf dem Geschäftsbericht erhielt 80% Gewicht im Gesamtrating; das Internet-Investor-Relations-Rating zählte zu 20%.

Die vollständigen Kriterienkataloge sowie weitere Auswertungen können auf der Website des IBF (<http://www.bf.uzh.ch/go/Value-Reporting>) eingesehen werden. Zusätzlich finden sich dort auch neuere Beiträge, die im Rahmen des Forschungsprojekts «Value Reporting» am IBF entstanden sind.⁴

Resultate des Value-Reporting-Ratings 2012 – das Podest und die Plätze dahinter

Möglicherweise beflügelt von dem letztjährigen 1. Platz in der Schlussjury und dem 2. Platz in der Kategorie Value Reporting, nimmt der Telekommunikationsanbieter Swisscom im diesjährigen Rating den 1. Platz im Value-Reporting-Rating ein. Der Geschäftsbericht überzeugte die Jury in diesem Jahr besonders mit den Angaben in den Kategorien «Hintergrundinformationen» und «Wichtige Non-Financials», zu welcher beispielsweise die Diskussion wichtiger Märkte und Marktanteile, bzw. die Veröffentlichung der Investitionen in Ausbildung und Mitarbeiterentwicklung gehören. Die Jury hat zudem die Bemühungen im Bereich Reporting zu Nachhaltigkeit (Sustainability) der Swisscom als ausgezeichnet angesehen.

Auch der Zahnimplantate-Hersteller Straumann konnte an die Glanzresultate aus den Vorjahren anknüpfen und bestätigt auf eindrückliche Weise die Bestrebungen im Rahmen eines nachhaltigen Value Reportings. Diesmal reichte es insgesamt ganz knapp «nur» für den 2. Platz. Wie bereits im Vorjahr bietet der Geschäftsbericht in seiner übersichtlichen Gestaltungsweise dem Investor die Möglichkeit, sich detailliert über das Unternehmen und dessen Produkte zu informieren. Besonders in den Kategorien «Hintergrundinformationen» und den «nichtfinanziellen Informationen»

³ 6 ist die beste Note; 1 ist die schlechteste Note.

⁴ Eugster, F./Wagner, A. (2012): When and How is Voluntary Disclosure Quality Reflected in Equity Prices? Working Papier, IBF, Universität Zürich 2012. Herunterladbar: <http://ssrn.com/abstract=1879804>. Labhart, P./Volkart, R. (2009): Investor Relations als Wertsteigerungsmanagement. In: Kirchhoff, K. R./Piwinger, M. (Hrsg.): Praxishandbuch Investor Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation. 2. Auflage, München 2009, S. 201–220. Gamper, P. Ch./Volkart, R./Wilde, M. (2006): Value Reporting und aktive Investor Relations – Instrumente der Transparenzsteigerung. In: Der Schweizer Treuhänder, Nr. 9, September 2006, S. 642–647.

punktet der Geschäftsbericht. Von der Möglichkeit, die Equity-Story⁵ zu vermitteln, wird im Rahmen dieses Geschäftsberichts hervorragend Gebrauch gemacht. Ebenso herausragend ist der Bereich der «wertorientierten Führung», wo der Geschäftsbericht zu den Besten der Schweiz gehört.

Der 3. Platz schliesslich geht an die Credit Suisse, die im letzten Jahr knapp das Podest verpasst hat. Der Geschäftsbericht enthält zahlreiche Hintergrundinformationen, die es dem Leser erlauben, sich vertieft mit dem Unternehmen auseinanderzusetzen. Insbesondere im Bereich des «Risk Reportings» kann die Bank auftrumpfen.⁶

Trotz Spitzenleistungen reichte es für die Unternehmen Geberit, Sulzer, Novartis, Liechtensteinische Landesbank und Xstrata knapp nicht für eine Medaille.

Aufgrund der Neuausrichtung des Value-Reporting-Ratings, welche nun zu 20% auch das Internet-Investor-Relations-Rating umfasst, haben zahlreiche nichtkотиerte Unternehmen an Terrain eingebüsst, weil sie in diesem Bereich bislang noch nicht überzeugend auftreten. Beispielsweise belegt das Versicherungsunternehmen Die Mobiliar den Rang 9, würde man sich nur auf den Geschäftsbericht konzentrieren; durch die nach unseren Kriterien noch verbesserungsfähigen Internet Investor Relations wird das Unternehmen leider auf den 36. Gesamtrang zurückgeworfen.

Insgesamt 59 von 233 mit genügendem Informationsgehalt im Geschäftsbericht: Das ist zu wenig!

Die inhaltliche Analyse der Geschäftsberichte insgesamt zeigt, dass diese qualitativ im Vergleich zum Vorjahr etwa gleich geblieben ist. Erstaunlich und fast schon besorgniserregend ist, dass lediglich 59 von 233 Unternehmen (also ein Viertel) insgesamt beim Rating ihrer Geschäftsberichte als genügend – mit einer Endnote über 4 – eingestuft werden. Obwohl nur ein Viertel der Unternehmen mit einer genügenden Note das Rating besteht, ist das im Vergleich zu 2003 ein grosser Fortschritt; damals wurden lediglich die drei besten Geschäftsberichte für genügend empfunden. Jedenfalls zeigt unsere diesjährige breitangelegte Analyse auf, dass rund drei Viertel der Unternehmen im Bereich Value Reporting ein starkes Verbesserungspotenzial haben.

Doch beginnen wir mit den positiven Aspekten: Wie im letzten Jahr punkteten die Unternehmen besonders stark bei den «Hintergrundinfos» und zur Thematik von «Corporate Governance». Ebenso erfreute die Jury die Qualität im Kriterium «Allgemeiner Eindruck,» wo die Struktur, Auffindbarkeit und die Übersicht bewertet wurden. Eine überwältigende Mehrheit (196 von 233 Unternehmen, also 84%) erhielt bei der Darstellung der «Wichtigsten Produkte» mindestens eine genügende Note. Ein weiteres Kriterium, das, durchschnittlich gesehen, als gut empfunden wurde, ist der Beschrieb zur *Anwendung des Risikomanagements* sowie zu *Quantitativen Angaben zur Managemententlohnung*, welche sich im

⁵ Die Equity-Story bezeichnet die zusammenfassende Darstellung eines Unternehmens im Hinblick auf zukünftige Chancen sowie Risiken.

⁶ Der Bericht der Credit Suisse umfasst 622 Seiten. Unternehmen wie Burckhardt, Calida, Daetwyler sowie Rieter zeigen aber, dass man auch mit einem Geschäftsbericht, welcher weniger als 120 Seiten umfasst, eine relativ gute Bewertung im Bereich Value Reporting erzielen kann.

Vergleich zum Vorjahr durchschnittlich um rund 0,4 Punkte verbessert hat. Dies ist vermutlich auf die vermehrte Konzentration der Medien auf die «Executive Compensation» zurückzuführen.

Was Verbesserungsmöglichkeiten angeht, so erstaunt zunächst, bei wie vielen Unternehmen es einen Mangel an Zuverlässigkeit bei der Beantwortung von Anfragen von Interessierten gibt. So wurden rund 62% der Geschäftsberichte nicht nach dem ersten E-Mail an den (bei der six eingetragenen) Investor Relations Officer an uns versandt. Bei 32 Unternehmen haben wir erst bei der dritten Anfrage eine Antwort erhalten. Es könnte die Frage entstehen, ob diese Unternehmen so nachlässig mit allen Investoren und Stakeholdern umgehen.

Erhebliches Verbesserungspotenzial hat das Gros der Geschäftsberichte im Bereich der *wichtigen Non-Financials*. So suchen Investoren oftmals vergebens nach Informationen zu *Investitionen in Ausbildung und Mitarbeiterentwicklung* und/oder eine *Diskussion der Kunden- oder Mitarbeiterzufriedenheit*, inklusive einer Untermauerung durch Beispiele oder konkrete Massnahmen. Ebenso wurde nur wenig und kaum konkret über die *Markenführung (Brand)* berichtet. Besonders überraschend erscheint der mangelnde Fokus vieler Unternehmen auf das Gebiet der *wertorientierten Führung*. Dort wurden nur vereinzelt quantitative Angaben zur Verwendung eines Value-Based-Management-Systems gemacht. So ist es für die Investoren selten möglich, die Herleitung des gewichteten Kapitalkostensatzes (WACC – Weighted Average Cost of Capital) nachzuvollziehen. Aber auch innerhalb des Sustainability-Reportings sind quantitative Aussagen zur Umweltbelastung oder Sozialpolitik zu selten verfügbar; lediglich 30% der Unternehmen wurden im Bereich des Reportings zur Nachhaltigkeit den Ansprüchen der Jury gerecht. Die grösste Streuung der Benotung ist insbesondere im Bereich der Nachhaltigkeitsberichterstattung auszumachen, was uns ermutigt hat, das spannende Thema der Nachhaltigkeitsberichterstattung mit einer Umfrage zu beleuchten.⁷ Die Unternehmen haben im Vergleich zum Vorjahr in der Darstellung Betriebs- und Produkteökologie (ökologische Nachhaltigkeit) sowie in den quantitativen Aussagen zur Umweltbelastung grosse Fortschritte erzielt. Dennoch bietet die Berichterstattung über «Mensch und Umwelt» noch zahlreiche Verbesserungsmöglichkeiten.

Folgende Durchschnittsdaten aus dem Value-Reporting-Rating 2012 mit Hauptaugenmerk auf den Geschäftsbericht mögen das hier Geschriebene unterstreichen:

⁷ Siehe Seite 24 in dieser Broschüre und www.bf.uzh.ch/go/value-reporting

	Durchschnitt	Standardabweichung	Prozentsatz der Unternehmen mit genügender Note (über 4) in %
1. Allgemeiner Eindruck	4,68	0,93	87,1
2. Hintergrundinfos	4,54	0,83	81,1
3. Wichtige Non-Financials	2,48	1,00	9,4
4. Trendanalyse	3,14	0,95	21,5
5. Risiko-Informationen	4,07	1,46	59,2
6. Wertorientierte Führung	3,29	1,02	24,5
7. Management-Diskussion	3,46	1,01	40,3
8. Zieldaten und Glaubwürdigkeit	2,34	1,23	16,3
9. Nachhaltigkeit (Sustainability)	2,77	1,68	29,6
Gesamt (ohne Web)	3,39	0,81	25,3
10. Internet Investor Relations	2,96	0,54	3,9
Gesamt (mit Web)	3,31	0,72	18,9

Die in der Tabelle ersichtlichen Zahlen betonen das teilweise erhebliche Verbesserungspotenzial sowie die Heterogenität in der Qualität der wertorientierten Berichterstattung von Schweizer Unternehmen.

Internet Investor Relations

Zum zweiten Mal wurden auch die Internet Investor Relations näher untersucht. Dabei schnitten die Unternehmen besonders gut in der «Allgemeinen Struktur und Funktionalität» (z.B. ist der Link zur Investor-Relations-Seite auf der Hauptseite klar ersichtlich?) sowie im Bereich «Allgemeine Infos – Unternehmensübersicht» ab. Verbesserungspotenzial gibt es besonders in der Analytendokumentation, Informationsservices und im Bereich Social Media (IR 2.0). Trotz der allgemein guten Unternehmensübersicht stellen nur 26% der Unternehmen auf der Website dar, weshalb ein Investor die Aktie der jeweiligen Firma kaufen sollte. Dies überrascht, will sich doch ein Investor, der die Website eines Unternehmens aufsucht, kurz und knapp mit dem Unternehmen auseinandersetzen. Aber auch von interaktiven Möglichkeiten, welche die digitale Welt bietet, wird erst selten Gebrauch gemacht. Insgesamt erreichten nur 15% der Unternehmen die Hälfte aller möglichen Punkte, wobei lediglich 9 Unternehmen (3,9%) eine genügende Note erreichen konnten.

	% Kriterium erfüllt	Standardabweichung	Prozentsatz der Unternehmen mit genügender Note (über 4) in %
0 Allgemeine Infos – Unternehmensübersicht	49,8	0,17	33,5
1 Allgemeine Struktur und Funktionalität	84,5	0,22	90,1
2 Firmenkalender und Events	27,2	0,20	14,6
3 Pressemitteilungen und Ad-hoc-Publizität	57,4	0,19	57,5
4 Reports & Financials	33,7	0,14	3,0
5 Analystendokumentation	15,0	0,21	5,2
6 Aktionärsinformationen, Corporate Governance und Social Responsibility	36,0	0,23	20,6
7 Investor-Relations-Archiv	25,0	0,22	6,0
8 Informationsservice und Social Media (IR 2.0)	18,0	0,14	0,4
9 Allgemeine Infos – Unternehmensübersicht	45,6	0,1	8,6
Gesamt	39,0	0,1	3,9

Sollten Firmen versuchen, ihre wertorientierte Berichterstattung zu verbessern?

Ein aktuelles Arbeitspapier⁸ der Autoren untersucht mit den Resultaten der Geschäftsberichte-Ratings von 1999 bis 2007, ob ein Investor auf lange Frist eine risikoadjustierte Überrendite generieren konnte, indem er gezielt in Aktien von Unternehmen mit einem guten Value Reporting investierte. Damit gehen die Autoren der Frage nach, ob sich der Aufwand für das Value Reporting aus Investorensicht bezahlt macht bzw. ob Investoren in den Aktienkurs Nutzen und Kosten von Value Reporting einpreisen. Es zeigt sich, dass das externe Informationsumfeld, in dem sich das jeweilige Unternehmen befindet, eine wichtige Rolle spielt. Dieses Umfeld ist unter anderem geprägt durch Informationsintermediäre wie beispielsweise die Finanzanalysten und die Intensität der Berichterstattung in einschlägigen Tageszeitungen. Die Studie zeigt, dass Investoren, die ihre Investitionsentscheidungen auf die Qualität des Value Reportings stützen, eine Überrendite bei jenen Firmen erzielen, die, relativ gesehen, unbekannt sind. Ein Beispiel: Die Studie untersucht die risikoadjustierte Überrendite (Alpha) für ein Portfolio, das jedes Jahr die 20% Unternehmen mit dem besten Value-Reporting-Rating kauft und die 20% mit dem schlechtesten verkauft. Im untersuchten Zeitfenster liefert dieses Portfolio im Sample von Unternehmen mit keiner oder geringer Analystenabdeckung eine Überrendite von knapp 14% pro Jahr. Ein verbessertes Value Reporting kann sich also insbesondere für solche Unternehmen als Substitut für das Fehlen der Analysten und Pressemeinung anbieten; insbesondere lassen die Studienergebnisse den Schluss zu, dass durch besseres Value Reporting Unternehmen Ressourcen intern effizienter einsetzen und so Wert generieren können.

⁸ Eugster, F./Wagner, A. (2012): When and How is Voluntary Disclosure Quality Reflected in Equity Prices? Working Paper, IBF, Universität Zürich 2012. Herunterladbar: <http://ssrn.com/abstract=1879804>

Die Top 20: Rangliste Value Reporting 2012

Die nachfolgende Übersicht zeigt die Rangierung der 20 Firmen, die im Value-Reporting-Rating 2012 am besten benotet wurden.

Gesamt	Unternehmen	Geschäftsbericht	Internet Investor Relations
1	Swisscom	2	6
2	Straumann	1	14
3	Credit Suisse	8	4
4	Geberit	6	19
5	Sulzer	4	28
6	Novartis	7	18
7	Liechtensteinische Landesbank	3	41
8	Xstrata	5	34
9	Swiss Re	12	7
10	Roche	13	9
11	Fischer	15	13
12	Clariant	16	23
13	Syngenta	18	16
14	Sika	10	51
15	St. Galler Kantonalbank	22	10
16	Galenica	11	55
17	Barry Callebaut	14	47
18	Alstom	17	36
19	Bank Sarasin	20	29
20	oc Oerlikon	21	33