

## Publications: Value Reporting Project

### Table of Content

- 1.** Value Reporting als "must" wirksamer Investor Relations (Value Reporting as an Important Part of Effective Investor Relations). In: Schweizer Geschäftsberichte-Rating 2010. Zurich: HarbourClub, 2010, p. 12-16. with Rudolf Volkart.
- 2.** Executive Compensation und Value Reporting: aktuelle Entwicklungen in zwei eng verwandten Themen. (Executive Compensation and Value Reporting: Current Developments) In: Schweizer Geschäftsberichte-Rating 2011. Zurich: HarbourClub, 2011, p. 32-36. with Alexander Wagner.
- 3.** Value Reporting in Switzerland - status and perspectives. Zurich: The Communications Journal, 2011, p. 3-4. with Alexander Wagner.
- 4.** Value Reporting. In: Schweizer Geschäftsberichte-Rating 2011. Zurich: HarbourClub, 2011, p. 19-25. with Alexander Wagner
- 5.** Nachhaltigkeitsberichterstattung von Schweizer Unternehmen (Sustainability Reporting in Swiss Companies). In: Schweizer Geschäftsberichte-Rating 2012. Zurich: HarbourClub, 2012, p. 31-34. with Juliette Buob and Alexander Wagner.
- 6.** Value Reporting. In: Schweizer Geschäftsberichte-Rating 2012. Zurich: HarbourClub, 2012, p. 24-30. with Alexander Wagner.

### Die Mitglieder Jury Value Reporting

#### Prof. Dr. Rudolf Volkart

(Jury-Präsident Value Reporting)

#### Florian Eugster

(Projektleitung Value Reporting)

Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich (ISB)

#### Studierende der Universität Zürich:

Pascal Amberg

Jorge A. Chavez Steenbock

Feng Feng

Tobias Gugelmann

Martin Koller

David Langenegger

Fabian Mazzolini

Marko Milivojevic

Fabian Müller

Öktem Paslioglu

Florian Reeh

Marc Russheim

Jan Stierlin

#### Value Reporting als «must» wirksamer Investor Relations

Value Reporting steht gemäss der am Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich (ISB) entwickelten Auffassung<sup>1</sup> für die erweiterte, gezielt verbesserte wertorientierte Berichterstattung von Publikumsgesellschaften. Dabei werden über die regulatorisch geforderte finanzielle Informationsvermittlung hinaus zusätzliche, vor allem auch qualitative Informationen zum Business-Modell an institutionelle Investoren, private Anleger, Finanzanalysten, Wirtschaftspresse, Rating-Agenturen, Kreditgeber, Anlageberater und potentielle Investoren wie auch an die Öffentlichkeit weitergegeben.

Die Schaffung von Transparenz und Vertrauen erscheint angesichts der nach wie vor spürbaren Auswirkungen der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise überlebenswichtig. Der durch die finanzielle Wertvernichtung verursachte Vertrauensschwund ist noch nicht überwunden, und die finanzmarktseitige Befindlichkeit ist immer noch fragil. Vertrauen ist aber eine Grundvoraussetzung für das Funktionieren ganzer Märkte und den nachhaltigen Erfolg von Unternehmen. Dies neben der realwirtschaftlichen Seite nicht zuletzt im Hinblick auf die Finanzierbarkeit grösserer Investitionen und der Geschäftsentwicklung generell. Einem professionell gestalteten Value Reporting kommt in diesem Zusammenhang zentrale Bedeutung zu.

#### Zur Bewertungsmethodik des Value Reporting Rating

Die Bewertung des Value Reporting 2010 wurde durch ein Team unter der Leitung von Prof. Dr. Rudolf Volkart und Florian Eugster, wissenschaftlicher Assistent, am Institut für schweizerisches Bankwesen (ISB) der Universität Zürich durchgeführt. Dreizehn engagierte Wirtschaftsstudierende haben die Geschäftsberichte nach 35 in 9 Kategorien unterteilten betriebswirtschaftlichen Kriterien bewertet. Zentrale Elemente bildeten substanzielle 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 beinhalten.

Jeder Geschäftsbericht war mit einer Note auf der Sechskerskala zu bewerten. Dazu wurden die benoteten Einzelkriterien in Kategorienbewertungen überführt, deren Scores mit der Relevanz der jeweiligen Kategorie gewichtet schliesslich als Durchschnitt die Gesamtnote ergeben. Der vollständige Kriterienkatalog sowie weitere Auswertungen können auf der Website des ISB ([www.isb.uzh.ch/go/Value-Reporting](http://www.isb.uzh.ch/go/Value-Reporting)) eingesehen werden. Zusätzlich finden sich dort auch neuere Beiträge, die im Rahmen des Forschungsprojekts «Value Reporting» am ISB entstanden sind.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Mit dem vor über zehn Jahren initiierten Projekt «Value Reporting» ist das ISB nachhaltig in diesem Bereich forschungsseitig engagiert. Wissenschaftlich begleitend war dabei die Arbeit von Labhart: Labhart, P. A. (1999): Value Reporting. Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting. Zürich 1999.

<sup>2</sup> Eugster, F., Wagner, A. (2010): When Voluntary Disclosure Quality Pays Off: Evidence from Switzerland. Working Paper, ISB, Universität Zürich 2010. Labhart, P., Volkart, R. (2009): Investor Relations als Wertsteigerungsmanagement. In: Kirchoff, 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.

## Die besten 20: Rangliste Value Reporting 2010

Vollständige Liste: [www.harbourclub.ch](http://www.harbourclub.ch)

### Resultate des Value Reporting Rating 2010 – eine weitere Etappe

#### Die Spitzengruppe

Den ersten Platz im Value Reporting Rating nimmt erstmals der Zahnimplantate-Hersteller Straumann ein. Dessen Geschäftsbericht zeichnet sich durch eine besonders übersichtliche und sehr transparente Aufbereitung der relevanten Sachverhalte aus und sticht im Bereich der Hintergrundinformation und der nichtfinanziellen Informationen sowie bei der Trendanalyse hervor. Die Möglichkeiten eines Geschäftsberichts werden hier optimal genutzt, um die Equity-Story inklusive der Charakteristika der anspruchsvollen Produkte an die Adressaten zu transportieren.

Den zweiten Platz belegt mit Sonova ein weiteres Unternehmen der Medizinaltechnik. Der Geschäftsbericht besticht durch sehr gute Information in allen Kategorien, wobei die besten Noten bei wichtigen nichtfinanziellen Sachverhalten erreicht wurden.

Der dritte Platz schliesslich geht an die Grossbank Credit Suisse, die vor allem in den Bereichen Risiko-Management sowie Zieldaten und der damit verbundenen Glaubwürdigkeit besonders positiv heraussticht.

Trotz Spitzenleistungen reichte es für Georg Fischer, Roche, die Zürcher Kantonalbank, Sika und die Swisscom diesmal nur für ein «olympisches Diplom». Besonders bemerkenswert ist die Leistung der Zürcher Kantonalbank, die – trotz Abstinenz an der Börse – ihre Chance zur gelungenen Präsentation des Unternehmens wahrnimmt und einen sehr guten Geschäftsbericht publiziert. Die anderen nichtkотиerten Unternehmen der Spitzengruppe, Die Post und die Thurgauer Kantonalbank, belegen die Ränge 17 und 20.

#### Die besten 20: Rangliste Value Reporting 2010

Die nebenstehende Übersicht zeigt die Rangierung der im Value Reporting Rating 2010 bestbenoteten zwanzig Schweizer Unternehmen insgesamt auf.

#### Das Feld und generelle Tendenzen

Die Analyse der Geschäftsberichte insgesamt zeigt, dass diese qualitativ im Vergleich zum Vorjahr in allen Bereichen zulegen konnten.

Besonders gut bewertet wurden die Hintergrundinformationen, namentlich die Angaben zu der durch die Börsenvorschriften forcierten Thematik der Corporate Governance sowie die Qualität im Kontext des allgemeinen Eindrucks. Erfreulich sind vor allem die Präsentation wichtiger Produkte und die Informationen zu deren Positionierung auf den relevanten Märkten. Über 80% der Unternehmen erzielten hier eine zumindest genügende Benotung.

Rang		Note
1	Straumann	5,189
2	Sonova	5,083
3	Credit Suisse	5,065
4	Georg Fischer	5,060
5	Roche	5,017
6	Zürcher Kantonalbank	4,959
7	Sika	4,934
8	Swisscom	4,911
9	Novartis	4,791
10	Tecan Group	4,742
11	Kuoni	4,664
12	Syngenta	4,659
13	Galenica	4,620
14	St. Galler Kantonalbank	4,605
15	Xstrata	4,605
16	Dätwyler	4,600
17	Die Post	4,561
18	Sulzer	4,540
19	Charles Vögele	4,506
20	Thurgauer Kantonalbank	4,487

Den Kriterienkatalog finden Sie auf Seite 52.

Die grössten Entwicklungsmöglichkeiten beim Value Reporting haben die Schweizer Firmen in den Bereichen der Zieldaten inklusive Glaubwürdigkeit, der Nachhaltigkeit sowie der nichtfinanziellen Informationen. So erreichten im Bereich der Nachhaltigkeit lediglich rund 25% der Firmen eine genügende Benotung, und bloss 17 Unternehmen wenden den bekannten Nachhaltigkeitsstandard GRI (Global Reporting Initiative) an und stufen sich diesbezüglich selber ein. Vor dem Hintergrund der aktuellen Nachhaltigkeitsdiskussion erscheint dieser Praxisstand eher unbefriedigend.

Die Veröffentlichung quantitativer Angaben im Bereich Value Based Management sucht man bei den meisten Unternehmen weiterhin vergebens. Und falls vorhanden, sind die gegebenen Informationen für die Geschäftsberichtsadressaten nur schwer nachvollziehbar. Ein weiteres erstaunliches Faktum ist, dass eine Diskussion der Mitarbeiterzufriedenheit – ein für den nachhaltigen Erfolg eines Unternehmens zentraler Aspekt – nur in Einzelfällen anzutreffen ist.

Ausgeprägte, grosse Unterschiede sind im Nachhaltigkeits-Reporting auszumachen. Besonders deutlich fallen die Unterschiede im Zusammenhang mit der Darstellung der Betriebs- und Produktökologie sowie der Offenlegung quantitativer Angaben zur Umweltbelastung aus. Weitere Unterschiede sind vor allem im Bereich der Risiko-Informationen sowie in der Diskussion von Zieldaten und Aspekten der Glaubwürdigkeit festzustellen. Folgende Durchschnittsdaten aus dem Value Reporting Rating 2010 mögen das hier Gesagte unterstreichen:

Kriterium	Ø Benotung	Standardabweichung
- Allgemeiner Eindruck	4,75	0,68
- Hintergrundinformationen	4,72	0,67
- Risiko-Informationen	4,46	1,39
- Management-Diskussion und Analyse des Jahresabschlusses	3,65	0,86
- Wertorientierte Führung	3,51	0,87
- Trendanalyse	3,30	0,90
- Nachhaltigkeit (Sustainability)	2,59	1,57
- Wichtige Non-Financials	2,58	0,92
- Zieldaten und Glaubwürdigkeit	2,23	1,17

Diese Zahlen belegen das nach wie vor gegebene Verbesserungspotenzial und den teils stark divergierenden Qualitätsstand der verschiedenen Geschäftsberichte in den erwähnten Kriterien.

Die Entwicklung des Value Reporting Rating über die vergangenen Jahre zeigt, dass sich die Qualität der Informationsvermitt-

lung sukzessive verbessert und sich die Transparenz für die Investoren erhöht hat. Markant sind die Fortschritte namentlich in den Bereichen der Management-Diskussion und der Analyse des Jahresabschlusses sowie der Anwendung einer wertorientierten Unternehmensführung.

In der Kategorie wertorientierte Unternehmensführung tragen quantitative Angaben bei wie die Höhe und Herleitung der durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) oder Economic-Profit- bzw. EVA-Nachweise zu einer erhöhten Transparenz für die Aktionäre. Und qualitativ gestärkt wird diese Transparenz durch verbesserte Information bezüglich der Stärken und Schwächen sowie der Strategie des Unternehmens. Diesen Punkten sollten praktisch alle Unternehmen in Zukunft vermehrte Aufmerksamkeit schenken.

#### **Und: «Das Gruppetto»**

Aufgefallen ist in diesem Jahr übrigens die Tatsache, dass acht der untersuchten Unternehmen den Geschäftsbericht nur in einer der Landessprachen Französisch oder Italienisch publiziert haben. Diese sprachliche Eigenheit ist einer möglichst effizienten und effektiven Informationsbeschaffung und Beurteilung durch die Investoren wohl nicht gerade förderlich.

Weitere Verbesserungsmöglichkeiten sollten nicht wenige Unternehmen im Bereich des Investor-Relations-Verhaltens wahrnehmen. Verschiedene Anfragen für die Geschäftsberichtszustellung gingen bei den betreffenden Firmen unter oder wurden ignoriert, und die Geschäftsberichte wurden schliesslich erst nach mehrmaliger Nachfrage geliefert.

#### **Kurzer Ausblick**

Auch nach den kontinuierlichen Fortschritten der vergangenen Jahre und gerade mit Blick auf die immer umfangreicher gewordenen Geschäftsberichte wird das Value Reporting weiter an Bedeutung gewinnen. Dazu abschliessend zwei Überlegungen.

Die Regelwerke zur finanziellen Rechnungslegung, dabei namentlich die IFRS (International Financial Reporting Standards), werden zusehends unübersichtlicher, im Fall der IFRS aktuell mit über 3000 Seiten Text. «Es kann ohne Übertreibung festgestellt werden, dass die Verständlichkeit des Regelwerks wegen des steigenden Umfangs und der wachsenden Komplexität der Normen (...) kaum mehr gegeben ist.»<sup>3</sup> Leider gilt dies vor allem auch für die immateriellen Werte, denen aus Sicht des Value Reporting besonders grosse Bedeutung zukommt: «Nicht nur die Informationsflut, welche mit einem Konzernabschluss nach IFRS verbunden ist, erschwert die Verständlichkeit. Verschiedene neue Normen der letzten Jahre (bezüglich Goodwill und immaterieller Werte) zeigen

<sup>3</sup> Boemle, M. (2010): Verständlichkeit und Verlässlichkeit der finanziellen Berichterstattung. In: Der Schweizer Treuhänder, Nr. 6-7, Juni/Juli 2010, S. 365-367 (S. 365).

zudem aus der Sicht der Investoren nicht das, was vernünftigerweise von ihnen erwartet werden kann»;<sup>4</sup> eine zweifellos bedenkliche, der Zielsetzung von Value Reporting direkt zuwiderlaufende Entwicklung.

Dazu kommen heute die dramatisch erweiterten Möglichkeiten des Online-Geschäftsberichts, welcher in Zukunft zumindest in Einzelfällen sogar den gedruckten Geschäftsbericht verdrängen bzw. ersetzen könnte.<sup>5</sup> Gerade hier ist zielgerichtet darauf zu achten, dass die Adressaten nicht von der Informationsflut, der Menge und Vielfalt an Daten sowie neuen Auswertungsmöglichkeiten erdrückt werden und so der Blick für das Gesamte und Wesentliche verstellt wird.

Und aus finanzwirtschaftlicher Sicht geht es ja letztlich immer wieder einfach darum, die innere Wertentwicklung eines Unternehmens im Sinne einer effektiven Werttransformation realistisch im Börsenkursverlauf widerspiegelt zu sehen.<sup>6</sup> Und gerade dazu entfaltet ein wirksames Value Reporting bei öffentlich Rechenschaft ablegenden Unternehmen seinen für alle beteiligten Interessengruppen unentbehrlichen Nutzen.

*Florian Eugster, Wissenschaftlicher Assistent,  
und Prof. em. Dr. Rudolf Volkart,  
Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich (ISB)*

<sup>4</sup> Boemle (2010), S. 366.

<sup>5</sup> So hat Migros mit dem Geschäftsbericht 2009 diesen Schritt gewagt.

<sup>6</sup> Warren Buffett, der Chairman von Berkshire Hathaway, brachte dies einmal wie folgt zum Ausdruck: «We do not want to maximize the price at which Bershire shares trade. We wish instead for them to trade in a narrow range centered at intrinsic business value... (We) are bothered as much by significant overvaluation as significant undervaluation.»

## Executive Compensation und Value Reporting: aktuelle Entwicklungen in zwei eng verwandten Themen

Florian Eugster und Prof. Alexander F. Wagner, Ph.D.



Florian Eugster ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Projektleiter Value Reporting am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich.



Alexander Wagner ist Assistenzprofessor für Finance an der Universität Zürich. Im Bereich Executive Compensation ist er als Independent Counsel für PricewaterhouseCoopers tätig.

### Managerlöhne, Reputation und Value Reporting

Kaum ein anderes wirtschaftliches Thema erregt regelmässig die Gemüter so intensiv wie die «Executive Compensation» – die Bezahlung der Führungskräfte von Unternehmen. Dies ist an sich keine neue Entwicklung. Bereits im Jahr 1922 beschwerte sich die «New York Times» über ein «Big Salary of Railroad Head», und im Jahr 1935 befand dieselbe Zeitung «Big Salaries in Hard Times» als Skandal.<sup>1</sup> Doch sind die Ansprüche der Marktteilnehmer an transparente Information heute grösser als je zuvor.

In diesem Artikel behandeln wir zwei Fragenkomplexe in diesem Kontext.

Erstens stehen Inhalt und Kommunikation der Executive Compensation in unmittelbarem Zusammenhang mit der Reputation einer Unternehmung. Wie erfolgreich sind Schweizer Unternehmen heute darin, glaubwürdig zu Executive Compensation zu kommunizieren, und wo besteht Verbesserungspotenzial?

Zweitens ist die «Governance» von Executive Compensation allgemein gesprochen ein Thema von grösster Wichtigkeit. Insbesondere ist die Mitwirkung von Aktionären an der Festlegung der Executive Compensation ein Trend, der in vielen Ländern, auch in der Schweiz, zu beobachten ist. Wie sollen Aktionäre und Unternehmen zu diesem Trend stehen?

### Kommunikation über Kompensation:

#### Was, warum und wie

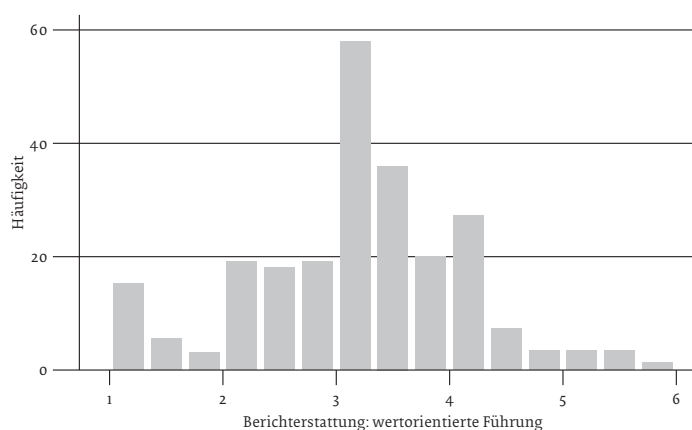
Schweizer Unternehmen sind durch neue Offenlegungsvorschriften einerseits und erhöhte Ansprüche der Marktteilnehmer andererseits verpflichtet, mehr zum Thema Executive Compensation in ihrem Geschäftsbericht zu schreiben, als dies früher üblich war. So hat die SIX in ihrem Rundschreiben 8/2010 betont, dass sie bei ihrer Überprüfung der Geschäftsberichte 2010 besonderes Augenmerk darauf legen wird, ob die Richtlinie Corporate Governance korrekt umgesetzt wurde. Verschiedene SIX-Urteile haben die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer geweckt. Zwar wurden in keinem Fall schwerwiegende Verstösse festgestellt oder drastische Sanktionen gewählt, doch ist schon die Tatsache, dass überhaupt ein Verfahren begonnen wurde, bemerkenswert und mit einem möglichen Reputationsschaden für das betroffene Unternehmen verbunden.

Auch unabhängig von diesen regulatorischen Vorgaben ist es aber bereits seit langer Zeit ein anerkanntes Faktum, dass «Value Reporting» im Prinzip ein Bestandteil des wertbasierten Managements von Unternehmen ist.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Siehe die Ausgaben vom 24. Dezember 1922 und 28. April 1935.

<sup>2</sup> Siehe Rappaport, A. (1986): Creating Shareholder Value: The new standard for business performance, New York (1986), sowie Labhart, P.A. (1999): Value Reporting. Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting. Zurich (1999), und Eccles, G.R./Herz, H.R./Phillips D./Keegan, M.M. (2001): The Value Reporting revolution: Moving beyond the earnings game, New York 2001.

Umso überraschender ist der Befund, der sich bei Analyse des Value Reportings von Schweizer Unternehmen in diesem Jahr ergibt. Für den externen Leser ist bei vielen Unternehmen unklar, wie genau ein Zusammenhang zwischen dem Erfolg des Unternehmens insgesamt und der Kompensationspolitik hergestellt wird. Basierend auf dem Kriterienkatalog des Value-Reporting-Ratings des Instituts für Banking und Finance ergibt sich für die Berichterstattung im Rahmen der wertorientierten Führung der Schweizer Unternehmen insgesamt folgendes Bild für das Jahr 2010:



Die überwiegende Mehrheit der untersuchten Schweizer Unternehmen besitzt ein erhebliches Entwicklungspotenzial in der Berichterstattung zur wertorientierten Führung. Lediglich 50 von 249 Unternehmen genügten dabei den Ansprüchen der Jury, welche die jeweiligen Geschäftsberichte in den Bereichen Anwendung Value-Based-Management, Veröffentlichung von quantitativen Angaben, System der Management-Kompensation, quantitative Angaben zur Management-Entlohnung analysiert hat. Obwohl die Berichte durchschnittlich viele quantitative Angaben zur Managementvergütung enthalten, wurde das System teilweise mangelhaft erklärt, so dass es der Jury schwergefallen ist, die effektive Funktionsweise sowie die Philosophie der Vergütung zu verstehen. Insbesondere steht hinter diesen Zahlen unsere Einschätzung, dass in den Berichten zu wenig klar gemacht wird, wie die gewählten Kompensationsinstrumente mit dem Ziel, den Unternehmenswert zu steigern, in Einklang gebracht werden.

Einerseits kann Management ja nach Gesamtergebnissen beurteilt werden. Dafür bietet sich insbesondere der Aktienkurs an, da dieser eine Zusammenfassung aller Aktivitäten eines Unternehmens darstellt.<sup>3</sup> Wählt ein Unternehmen die «Pay for Performance»-Philosophie, ist

<sup>3</sup> Dahinter steht die implizite Annahme, dass langfristig Aktionäre und andere Stakeholders gleichgelagerte Interessen haben. Kurzfristig mag es natürlich Konfliktpotenzial zwischen diesen Gruppen geben.



es besonders wichtig, dem Leser klarzumachen, wie genau die Beteiligung des Managers am Aktienkursenerfolg kalibriert wurde. (Über die Erklärung des Mechanismus selbst hinaus gibt es, das sei nebenbei bemerkt, vielfältige Anforderungen an moderne Kompensationssysteme, die noch nicht oft berücksichtigt werden. So sollte das System auch ein Risiko-Adjustment beinhalten, auch was Nachhaltigkeitsrisiken angeht. Kompensation ist auch auf längere Zeitperioden abzustellen. Letztlich muss auch klar werden, wie schlechte Ergebnisse bestraft werden.) Hier ist der Zusammenhang zwischen Kompensation und Wertmanagement relativ leicht hergestellt.

Statt sich auf Resultate zu fokussieren, können Unternehmen aber auch sogenanntes «strategisches Alignment» anstreben. Bei diesem werden insbesondere auch nichtfinanzielle Metriken, die direkter der Kontrolle des Managers unterliegen, herangezogen. So entsteht «Pay for Strategy».<sup>4</sup> Hier ist es nun besonders entscheidend (aber auch besonders schwierig), klarzumachen, warum und wie eine bestimmte Masszahl, die bonusrelevant ist, mit dem Unternehmenserfolg zusammenhängt. Dies gelingt heute erst selten wirklich überzeugend. Bei diesen Systemen wird es typischerweise auch einen stärkeren Fokus auf diskretionäre Entscheidungen durch das Board (für den CEO) und durch den CEO (für die anderen Mitglieder der Geschäftsleitung) geben. Entsprechend wichtig ist es, den Prozess der Bonusfestlegung klarzumachen. Ein Nachteil dieser Metriken ist, dass sie relativ leicht manipulierbar sind. Auch ist die Regel «You get what you pay for» zu bedenken – ein Unternehmen, das nach Kundenzufriedenheit remunert, wird typischerweise zufriedene Kunden haben; aber ob dies langfristig Wert für das Unternehmen schafft, ist eine gänzlich andere Frage – und genau diese sollte im Kompensationsbericht beantwortet werden.

Die «Wie viel»-Frage mag im Kontext der Kompensation zwar jene sein, die vordergründig besonders interessiert. Was aber nicht genug betont werden kann, ist, dass ein Kompensationsbericht nicht nur die «Was?»-Frage, sondern auch die Fragen «Warum?» und «Wie?» beantworten muss. Wir sind gespannt, wie die Schweizer Unternehmen sich diesen Herausforderungen in der Zukunft stellen.

<sup>4</sup> Auch in diesem System wird man aber typischerweise nicht ohne Aktienbeteiligung von Managern auskommen, um langfristige Wertgenerierung zu sichern.

## Die Macht der Aktionäre

Viele Unternehmen geben sich sichtlich Mühe dabei, in ihren Compensation Reports besonders sorgfältig etwaige «Beschwerden» von Aktionären zu früheren Berichten aufzugreifen bzw. etwaiger Kritik vorzubeugen. Eine bemerkenswerte Entwicklung in der Regulierung in vielen Ländern, auch in der Schweiz, ist es, Aktionären mehr Mitsprache bei der Festlegung von Managergehältern zu geben. Manche Unternehmen führen schon heute konsultative Abstimmungen durch. In der Schweiz hat diesbezüglich die «Abzocker-Initiative» besonders intensive Vorgaben gemacht. Diese Initiative schlägt jährliche, verpflichtende und bindende Abstimmungen über die Kompensation des Topmanagements vor. (Anders als der Titel der Initiative vermuten liesse, geht es in der Initiative nicht um eine direkte Beschränkung von Managergehältern.) Am 26. Februar 2008 wurde bekannt, dass genügend Unterschriften (mehr als 100 000) gesammelt worden waren. Damit wird eine Volksabstimmung über die Initiative zwingend, bei deren Annahme der Initiativtext Teil der Schweizer Verfassung würde. Seither wurden vielfältige Gegenvorschläge entwickelt.

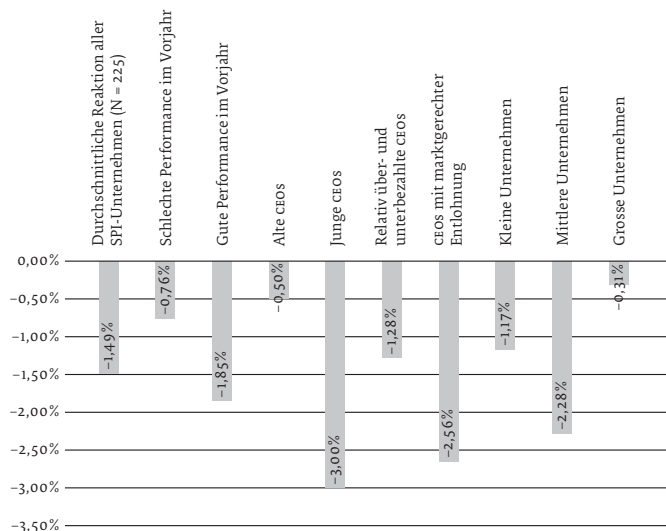
Eine aktuelle Studie findet das auf den ersten Blick überraschende Ergebnis, dass im Durchschnitt die Aktienkurse Schweizer Unternehmen fielen, als bekannt wurde, dass die Abzocker-Initiative genügend Unterschriften gesammelt hat.<sup>5</sup> Im Mittel verloren die Schweizer Aktionäre an diesem Tag fast 1,5%. (Diese Analyse rechnet andere Faktoren – wie z. B. das unternehmensspezifische systematische Risiko –, die den Aktienkurs einer Firma an den betreffenden Tagen beeinflussten, heraus.) Warum reagieren Aktionäre so negativ, wenn sie doch bei Annahme der Initiative mehr Macht erhalten würden? Insbesondere fielen die Aktienkurse jener Unternehmen besonders stark, die in der Vergangenheit viel Wert für die Aktionäre generierten. Dies ist plausibel, da in diesen Unternehmen nur wenige weitere Verbesserungen durch Mitwirkung der Aktionäre zu erwarten sind, aber doch die Kosten der Durchführung von Abstimmung und die potenziellen «Interferenzen» durch bestimmte Aktionäre anfallen. Auch Firmen, die ihren Unternehmen ungefähr eine relative, zu anderen Unternehmen gleich hohe Kompensation zahlen, reagierten besonders negativ. Und schliesslich sind die Aktionäre von Unternehmen, wo CEOs sogenannte firmenspezifische Investments (beispielsweise durch besonders intensives Kennenlernen der Produkte oder den Erwerb von Know-how, das dem CEO andernorts wenig bringt) machen sollen, wenig begeistert von der Initiative: Denn wenn Aktionäre mehr

<sup>5</sup> Siehe Wagner, A./Wenk, C. (2011): Are shareholders stupid? On the surprising impact of binding say-on-pay on stock prices, Working Paper, IBF, Universität Zürich 2011. Herunterladbar: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1793089](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1793089).

Macht haben, muss das Topmanagement befürchten, dass es zwar während des Jahres Wert für das Unternehmen durch spezifische Investments generiert, dann aber bei der nächsten Abstimmung dafür nicht entsprechend remuneriert wird.

### Die «Abzocker»-Initiative und Aktienkursreaktionen Schweizer Unternehmen

Prozentuale Veränderung der relativen Aktienkurse in den drei Tagen rund um die Ankündigung, das 100000 Unterschriften für die Initiative gesammelt wurden.



Quelle: Wagner und Wenk (2011)  
Die gesamte Studie und weitere Resultate sind verfügbar auf:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1793089](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1793089)

### Abschliessende Bemerkungen

Im Rahmen des vom Institut für Banking und Finance der Universität Zürich durchgeführten Ratings ist deutlich geworden, dass viele Unternehmen das Compensation Reporting anscheinend als lästige, von Regulatoren und einigen «aufmüpfigen» Aktionären geforderte, vom sonstigen Management eigentlich unabhängige Aufgabe ansehen. Damit vergeben diese Unternehmen eine grosse Chance. Value Reporting ist deswegen eine so sinnvolle «Übung» für Unternehmen, da es das Management zwingt, einen direkten und engen Link zwischen dem Geschäftsmodell und der Kompensationsstrategie herzustellen. Wir hoffen, dass die Schweizer Unternehmen diese Chance in den nächsten Jahren besser nutzen. Dies wird Unternehmen dann auch in eine bessere Lage versetzen, um mit etwaigen «Say on Pay»-Vorschriften gut umgehen zu können.

## Value Reporting in Switzerland – status and perspectives

IRF Communications asked Prof. Dr. Alexander Wagner, Assistant Professor of Finance at Zurich University’s Department of Banking and Finance and Chairman of the “Value Reporting Jury” of the annual Swiss Annual Report Rating, and Florian Eugster, Project Leader “Value Reporting” at the Department of Banking and Finance, University of Zurich, about their views of the current status and future prospects of value reporting by Swiss companies.

Value reporting refers to enhanced and improved reporting and disclosure with the objective of sharing information about how value is created and distributed in a firm. Companies practicing value reporting provide additional data and information regarding their business model to institutional and private investors and other stakeholders, for example financial analysts or creditors. Thus, they go beyond offering those pieces of financial information that are required from a regulatory perspective. Academic studies show that value reporting can help companies reduce the gap between the internal and external perceptions of company value, allowing them to tap financial markets at lower costs of capital.

The Department of Banking and Finance of the University of Zurich has compiled an annual value reporting rating of Swiss companies since 1999. In doing so, it examines the value reporting quality of most publicly traded companies using an index with over 100 questions aggregated into 35 items in 9 categories that are important for investor decision-making processes. Overall, the good news is that the quality of reporting has improved over time, but there are still opportunities for further development, based on the rating of 2011.

### Areas of strengths

More than 75% of the companies obtained a passing score in the following areas:

- Accurate background information is offered and the general impression is good.
- Information on risks/risk management and corporate governance is presented in detail.
- Important products and the positioning of the company in its particular market are described.

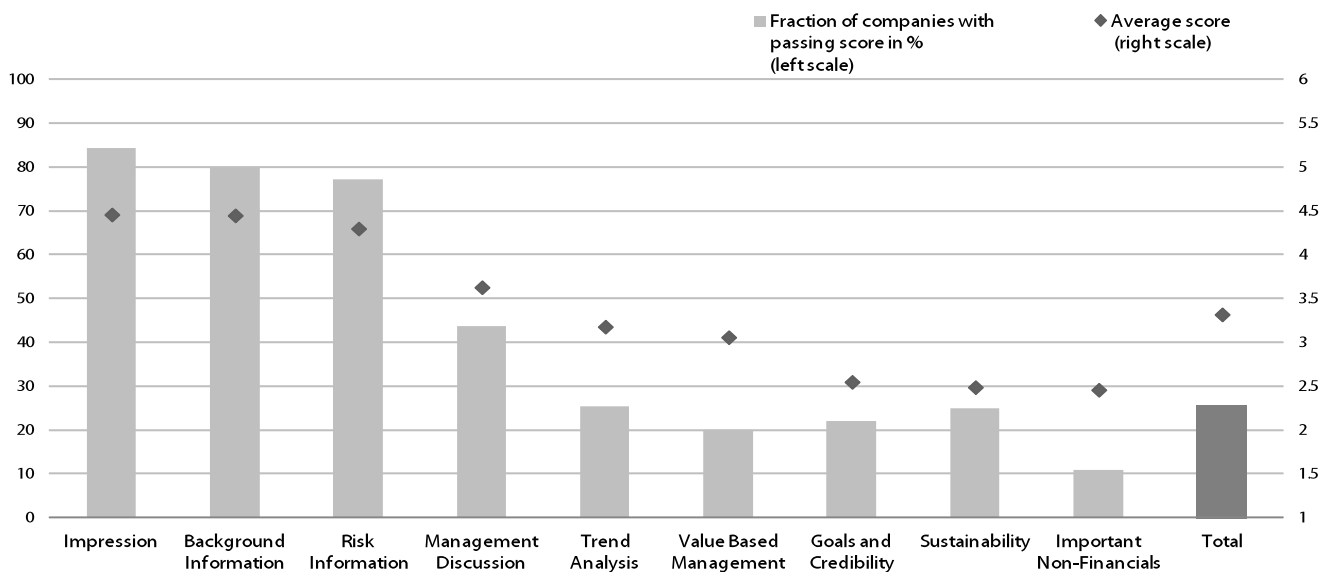
### Areas for improvement

More than 75% of the companies obtained an insufficient score in the following areas, where the experts therefore recommend that companies consider improvements:

- A more explicit and more easily understandable link between the management compensation structure, the level of pay, and performance is often needed.
- With regard to targets, credibility, and non-financial information, more transparent information (e.g., regarding future investments) could be provided (of course, subject to certain limits for competitive reasons).
- Sustainability issues and reporting deserve more attention.

Furthermore, the experts note that online value reporting offers challenges as well. For example, only 5% of the companies explain their “value proposition” on the corporate website to their (potential) investors.

Expert report



Summary data on the Total Value Reporting Score and the 9 Dimensions of the Value Reporting Scorecard, based on data collected by the Department of Banking and Finance, University of Zurich, 2011

Of course, the scorecard applied here is, ultimately, subjective and not the only possible mode of evaluating the quality of value reporting. The scores should also not be taken too absolutely. On a more general level, however, the issues raised here should be of interest to companies independent of the particular rating system employed. In light of the current economic crisis, many investors have lost faith in corporate reporting practices and financial markets are still unstable. Value reporting can help (re)build trust and confidence, two basic requirements for the smooth functioning of markets and the sustainable success of companies.



Alexander Wagner is an Assistant Professor of Finance at the Department of Banking and Finance, University of Zurich and the chairman of the annual “Value Reporting Rating” Jury. He is also an Independent Counsel for PricewaterhouseCoopers in the area of Executive Compensation. He holds a Ph.D. from Harvard University and degrees in economics and law from the University of Linz.



Florian Eugster is a doctoral student and the Project Leader “Value Reporting” at the Department of Banking and Finance, University of Zurich.

Please visit [www.bf.uzh.ch](http://www.bf.uzh.ch) for further information. The website also presents several additional articles that deal with value reporting in more detail.

### Value Reporting als Teil der Investor Relations

Value Reporting ist ein zentrales Element von wirksamen Investor Relations und deshalb besonders bei Publikumsgesellschaften nicht mehr aus dem Management-Leben wegzudenken. Dabei handelt es sich um viel mehr als nur 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 besonders der 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 eine günstigere Kapitalmarktfinanzierung erlauben mag; andererseits ist sorgfältiges Value Reporting aufwendig und in manchen Wettbewerbssituationen auch nicht erwünscht. Deswegen ist es wichtig, dass Manager diesem Thema genügend Aufmerksamkeit schenken.

Die Adressaten des Value Reportings sind vielfältig, auch über die Investorengemeinde hinaus. Informationen sollen auch für Finanzanalysten, die Wirtschaftspresse, Rating-Agenturen, 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 2011 wurde durch ein Team unter der Leitung von Florian Eugster und Prof. Dr. Alexander Wagner am Institut für Banking und Finance (IBF)<sup>1</sup> der Universität Zürich durchgeführt. Zwölf engagierte Wirtschaftsstudierende haben die Geschäftsberichte nach 35 in neun Kategorien unterteilten betriebswirtschaftlichen Kriterien bewertet.<sup>2</sup>

Zentrale Elemente bildeten u.a. substanzielle 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 beinhalten. Wichtig sind auch Angaben zur wertorientierten Führung. Der Erfüllungsgrad jedes Kriteriums war mit einer Note auf der Secherskala zu bewerten (6 ist die beste; 1 ist die schlechteste Note.) Anschliessend wurden die benoteten Einzelkriterien in Kategorienbewertungen überführt, deren Scores mit der Relevanz der jeweiligen Kategorie gewichtet schliesslich als Durchschnitt die Gesamtnote ergeben. Der vollständige Kriterienkatalog sowie weitere Auswertungen können auf der Website

### Mitglieder Jury Value Reporting

**Florian Eugster, MA UZH**

(Projektleitung Value Reporting)  
Institut für Banking und Finance der Universität Zürich (IBF)

**Prof. Alexander F. Wagner, Ph.D.**

(Jury-Präsident Value Reporting)  
Institut für Banking und Finance der Universität Zürich (IBF)

### Wirtschaftsstudierende der Universität Zürich

#### Print

Justus Bamert  
Juliette Buob  
Dominic Hinny  
Victorino Hinora  
Martin Hohl  
Alexandra Janssen  
Elma Kotoric  
Cédric Lang  
Beatrice Loch  
Christopher Scheitza  
Julia Waser  
Jacqueline Werder

#### Online

Philipp Bachmann  
Cheryl Eilingner  
Michael Kohli  
Silvia Rudigier

<sup>1</sup> Das Institut für Schweizerisches Bankwesen wurde per 2011 in Institut für Banking und Finance umbenannt.

<sup>2</sup> 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.

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.<sup>3</sup>

## **Resultate des Value-Reporting-Ratings Print 2011: Noch lange nicht am Ziel!**

### **Das Podest und die Plätze dahinter**

Zum zweiten Mal in Folge nimmt den ersten Platz im Value-Reporting-Rating der Zahnimplantate-Hersteller Straumann ein. Das Unternehmen konnte somit an das Glanzresultat aus dem Vorjahr anknüpfen. 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 Hintergrundinformation und den nichtfinanziellen Informationen punktet der Geschäftsbericht. Von der Möglichkeit, die Equity-Story zu vermitteln, wird im Rahmen dieses Geschäftsberichts hervorragend Gebrauch gemacht.

Auf dem zweiten Platz rangiert der Telekommunikationsanbieter Swisscom. Dieses Unternehmen belegt somit zum ersten Mal einen Podestplatz. Im letzten Jahr befand sich Swisscom noch auf Rang 8. Der Geschäftsbericht überzeugte die Jury in diesem Jahr beispielsweise mit der Diskussion wichtiger Märkte und deren Marktanteile. Zusätzlich wird auch besonders klar dargelegt, wie die Unternehmensstrategie umgesetzt wurde und auch in Zukunft implementiert wird.

Der dritte Platz schliesslich geht an den Schaffhauser Industriekonzern Georg Fischer, der im letzten Jahr knapp das Podest verpasst hat, aber das Value-Reporting-Rating im Jahr 2008 für sich entscheiden konnte. Georg Fischer lädt die Leserschaft des Geschäftsberichts insbesondere mit zahlreichen Hintergrundinformationen dazu ein, sich vertieft mit dem Unternehmen auseinanderzusetzen.

Trotz Spitzenleistungen reichte es für die Unternehmen Credit Suisse, Liechtensteinische Landesbank und Sulzer ganz knapp nicht für einen Platz auf dem Podest. Ebenfalls positiv in diesem Jahr aufgefallen ist der Geschäftsbericht der Zürcher Kantonalbank, die zwar nicht kotiert ist, aber ihre Chance zur freiwilligen Offenlegung wahrnimmt und mit einem sehr informativen Geschäftsbericht den achten Rang belegt. Ein weiteres sehr gutes Resultat für ein nicht börsenkotiertes Unternehmen erzielt Die Post mit Rang 14.

### **Insgesamt 64 von 249 mit genügendem Informationsgehalt: Das ist zu wenig**

Die inhaltliche Analyse der Geschäftsberichte insgesamt zeigt, dass diese qualitativ im Vergleich zum Vorjahr etwa gleich geblieben sind. Erstaunlich und fast schon besorgniserregend ist, dass ledig-

<sup>3</sup> Eugster, F./Wagner, A. (2011): When and How is Voluntary Disclosure Quality Reflected in Equity Prices? Working Papier, IBF, Universität Zürich 2011. 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.

lich 64 von 249 Unternehmen (also etwas mehr als ein Viertel) insgesamt als genügend (Endnote über 4) eingestuft werden.

Doch beginnen wir mit den positiven Aspekten: Wie im letzten Jahr punkteten die Unternehmen besonders stark bei den Hintergrundinformationen sowie zur Thematik der Corporate Governance. Ebenso erfreute die Jury die Qualität im Kontext des allgemeinen Eindrucks, wo die Struktur, Auffindbarkeit und die Übersicht bewertet wurden. Eine überwältigende Mehrheit (207 von 249 Unternehmen, also 83,1%) erhielt bei der Darstellung der wichtigsten Produkte mindestens eine genügende Note. Ein weiteres Kriterium, das durchschnittlich gesehen als gut empfunden wurde, ist der Beschrieb über die Anwendung des Risikomanagements.

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 ein Viertel der Unternehmen wurde im Bereich des Reportings zur Nachhaltigkeit den Ansprüchen der Jury gerecht. Die grösste Streuung der Benotung ist insbesondere im Bereich der Nachhaltigkeitsberichterstattung auszumachen. Folgende Durchschnittsdaten aus dem Value-Reporting-Rating 2011 mögen das hier Geschriebene unterstreichen:

Kriterium	Durchschnitt	Standardabweichung	Anteil der Unternehmen mit genügender Note (über 4) in %
Allgemeiner Eindruck	4,46	0,82	84,34
Hintergrundinfos	4,45	0,87	79,92
Wichtige Non-Financials	2,46	1,00	10,84
Trendanalyse	3,18	0,88	25,30
Risiko-Informationen	4,30	1,34	77,11
Wertorientierte Führung	3,06	0,98	20,08
Management-Diskussion	3,63	0,96	43,78
Zieldaten und Glaubwürdigkeit	2,55	1,23	22,09
Nachhaltigkeit (Sustainability)	2,49	1,56	24,89
Gesamt	3,32	0,82	25,70

Die in der Tabelle ersichtlichen Zahlen betonen das teilweise erhebliche Verbesserungspotenzial bei der wertorientierten Berichterstattung von Schweizer Unternehmen.



### **Value Reporting via Internet**

In diesem Jahr wurde zusätzlich noch das Internet-Investor-Relations-Rating durchgeführt. Dieses bildet die Bewertungsgrundlage für das Rating der Endjury Web. Es wurden die Internet-Auftritte der Unternehmen aus der Warte eines Investors bewertet. Folgende Bewertungskriterien wurden berücksichtigt: allgemeine Infos – Unternehmensübersicht sowie Struktur und Funktionalität, Firmenkalendar und Events (z.B. Analystenmeetings, Webcasts und Pressekonferenzen), Pressemitteilungen und Ad-hoc-Publizität, Reports & Financials, Analystendokumentation, Aktionärs-Information, Corporate Governance und Corporate Social Responsibility, Investor-Relations-Archiv, Informationsservice und Social Media (IR 2.0) sowie Usability. 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 Analystendokumentation und im Bereich des Informationsservices und bei den Social Media (IR 2.0). Wie bei den Geschäftsberichten erreichte nur rund ein Viertel der Unternehmen die Hälfte aller möglichen Punkte. Lediglich 5% der Unternehmen stellen auf der Website dar, weshalb ein Investor die Aktie der jeweiligen Firma kaufen sollte. Die Value Proposition spielt aber gerade in diesem Zusammenhang eine zentrale Rolle, da sich ein Investor, der die Website eines Unternehmens aufsucht, kurz und knapp mit dem Unternehmen auseinandersetzen möchte. Aber auch von interaktiven Möglichkeiten, die das Web bietet, wird selten Gebrauch gemacht. So existieren nur wenige Blogs von Verwaltungsräten oder Management. Lediglich 10% der Websites bieten eine spezielle Version für die Benutzer von Smartphones an; dies ist wenig, wenn man bedenkt, dass im Jahr 2010 rund 27% der Schweizer Bevölkerung mit einem «mobilen Gerät» das Internet benützt haben.<sup>4</sup>

### **Sollten Firmen versuchen, ihre wertorientierte Berichterstattung zu verbessern?**

Ein aktuelles Arbeitspapier<sup>5</sup> 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 Aktien von Unternehmen mit einem guten Value Reporting (z.B. die besten 20%) gekauft und solche mit einem schlechten Value Reporting (die 20% schlechtesten) verkauft wurden. 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,

<sup>4</sup> Accenture (2011): Studie Mobil Web Watch 2010.

<sup>5</sup> Eugster, F./Wagner, A. (2011): When and How is Voluntary Disclosure Quality Reflected in Equity Prices? Working Paper, IBF, Universität Zürich 2011. Herunterladbar: <http://ssrn.com/abstract=1879804>

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. So beträgt die risikoadjustierte Überrendite (Alpha) für das Zeitfenster von 1999 bis 2008 für ein Portfolio von Unternehmen mit keiner oder geringer Analystenabdeckung knapp 14% pro Jahr. Ein erhöhtes Value Reporting drängt sich also insbesondere für solche Unternehmen als Substitut für das Fehlen der Analysten und Pressemeinung auf.

Freilich ist Value Reporting nicht nur daran zu messen, ob es dem Unternehmen erlaubt, den Aktienkurs zu steigern. So kann es durchaus im Interesse des Managements sein, ein stabiles Aktionariat zu entwickeln. Im Rahmen der Erhebung der Daten zum diesjährigen Geschäftsbericht wurden die Juroren jeweils gefragt, ob sie einen erheblichen Beitrag – 20% des Gesamtvermögens – in das jeweilige Unternehmen investieren würden. Die Juroren mussten jeweils mit «Ja», «Eventuell» oder «Nein» antworten, nachdem Sie die Scorecard erstellt hatten und sich also ein Bild über die Informationspolitik im Rahmen des Value Reportings machen konnten. Die Durchschnittsbewertung der Unternehmen, in welche die Juroren investieren würden, beträgt 4.26; die Durchschnittsnote für die Firmen, in die niemand investieren würde, beläuft sich auf 3,00. Dies ist ein markanter Unterschied. Die Juroren würden von den besten 20 Unternehmen im Bereich Value Reporting in 13 Unternehmen investieren und in 6 weiteren Unternehmen möglicherweise. Einzig ein Unternehmen vermochte – trotz gutem Value Reporting – nicht zu überzeugen. Dieses informelle Experiment lässt es also als durchaus plausibel erscheinen, dass gutes Value Reporting potenzielle Investoren «gluschtig» auf ein Unternehmen machen kann. Rigorosere Analysen werden diese Thematik in Zukunft noch näher untersuchen können, doch gibt es bereits heute Evidenz aus Einzelfällen und aus Laborstudien, die zeigen, dass Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens und des Managements ein wesentlicher Treiber von Investitionsentscheidungen ist.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Siehe dazu etwa Farmer, L. (2011): Trust and the Role of Transparency in the Context of the Investment Decision: Evidence from Institutional Investors, Dissertation am IBF, Universität Zürich. Tanner, C./Gibson, R./Wagner, A./Berkowitsch, N. (2011): How Much for Your Honesty? Honesty as a Protected Value and its Implications for Economic Decision-Making, Working Paper, IBF, Universität Zürich 2011.

## Die besten 56: Value Reporting Print

Vollständige Liste: [www.harbourclub.ch](http://www.harbourclub.ch) oder [www.bf.uzh.ch/go/Value-Reporting](http://www.bf.uzh.ch/go/Value-Reporting)

Rang	Gesamt	
1	Straumann	5,200
2	Swisscom	5,036
3	Georg Fischer	5,006
4	Credit Suisse	5,003
5	Liechtensteinische Landesbank	4,976
6	Sulzer	4,923
7	Xstrata	4,868
8	Zürcher Kantonalbank	4,799
9	Barry Callebaut	4,738
10	Novartis	4,716
11	Nestlé	4,710
12	Galenica	4,627
13	Roche	4,617
14	Die Post	4,607
15	Valora	4,599
16	Givaudan	4,593
17	Bank Sarasin	4,585
18	Clariant	4,548
19	Syngenta	4,547
20	St. Galler Kantonalbank	4,543
21	Swiss Re	4,537
22	Sika	4,535
23	Kuoni	4,534
23	oc Oerlikon	4,534
25	Migros	4,501
26	Dätwyler	4,493
27	Cham Paper Group	4,466
28	SBB	4,454
28	Sonova	4,454
30	Raiffeisen	4,453
31	Alstom	4,417
32	Kühne+Nagel	4,399
33	Bâloise	4,361
34	Mobiliar	4,334
35	Tecan	4,314
36	Bank Coop	4,301
37	Geberit	4,266
38	UBS	4,247
39	Thurgauer Kantonalbank	4,246
40	Bobst	4,241
41	(Unique) Flughafen Zürich	4,240
42	VP Bank	4,237
43	Banque Cantonale Vaud	4,211
44	Schindler	4,191
45	AXA	4,176
46	Lonza	4,139
47	Ypsomed	4,135
48	Zürich Financial	4,131
49	Graubündner Kantonalbank	4,124
49	Holcim	4,124
51	Hügli	4,115
52	Basler Kantonalbank	4,114
53	Transocean	4,105
54	Adecco	4,094
55	Panalpina	4,085
56	Rieter	4,083

## Die besten 56: Value Reporting Online

Vollständige Liste: [www.harbourclub.ch](http://www.harbourclub.ch) oder auf [www.bf.uzh.ch/go/Value-Reporting](http://www.bf.uzh.ch/go/Value-Reporting)

Rang		Gesamt
1	Nobel Biocare	8,258
2	Georg Fischer	7,608
3	Swisscom	7,215
4	Roche	6,906
5	ABB	6,874
6	Credit Suisse	6,836
7	UBS	6,448
8	Swiss Re	6,381
9	Novartis	6,322
10	Sulzer	6,229
11	Alpiq	6,210
12	Bäloise	6,190
13	Actelion	6,145
14	Nestlé	6,143
15	Kuoni	6,137
16	Xstrata	6,123
17	SwissLife	6,021
18	Givaudan	5,930
19	Basler Kantonalbank	5,880
20	Mobimo	5,858
21	Syngenta	5,827
22	Valora	5,743
23	BKW FMB Energie	5,704
24	Straumann	5,634
25	St. Galler Kantonalbank	5,629
26	Zurich Financial	5,584
27	Cham Paper Group	5,533
28	PSP	5,429
29	Sonova	5,398
30	Richemont	5,388
31	Bachem	5,370
32	Helvetia	5,369
33	Rieter	5,360
34	Precious Woods	5,353
34	Schindler	5,353
36	oc Oerlikon	5,323
37	Geberit	5,288
38	KABA	5,280
39	Clariant	5,277
40	Lonza	5,237
41	Affichage	5,233
42	Bank Sarasin	5,195
43	Galenica	5,189
44	Ems-Chemie	5,181
45	Temenos	5,147
46	Barry Callebaut	5,120
47	SGS	5,108
48	Petroplus	5,106
49	Liechtensteinische Landesbank	5,094
50	Transocean	5,068
51	u-blox	5,031
52	vz	5,015
53	Advanced Digital	5,003
54	Holcim	5,002
55	Micronas	5,000
56	Ascom	4,981

## Einleitung

Die Nachhaltigkeitsberichterstattung hat in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen. Im Jahr 2011 wurden weltweit 5 826 solcher Berichte veröffentlicht, was einer Zunahme von 20,6% gegenüber 2009 entspricht (CorporateRegister.com 2012). Die nichtfinanzielle Berichterstattung von Unternehmen ist dadurch vermehrt zum Forschungsgebiet unterschiedlicher Institutionen geworden. Verschiedene Untersuchungen behandeln den Inhalt des Nachhaltigkeitsberichts. In der Schweiz zum Beispiel wird die Berichterstattung der Nachhaltigkeitsleistung von Schweizer Unternehmen in zumindest zwei Ratings abgedeckt: im Rating der Fachhochschule Nordwestschweiz unter der Leitung von Prof. Dr. Daub sowie seit 2003 im Rahmen des in dieser Broschüre beschriebenen Value-Reporting-Ratings des Instituts für Banking und Finance (IBF) der Universität Zürich (siehe Seite 24).

Die Auswertung der Langzeitdaten des Value-Reporting-Ratings des IBF hat ergeben, dass ein Trend zur grösseren Offenlegung beobachtbar ist. Dies ist auch in der Entwicklung der Zahl der nach GRI (Global Reporting Initiative) gestalteten Berichte über die Zeit erkennbar: In den Jahren 2010 (56,3%) sowie 2011 (38,0%) kam es zu einem besonders markanten Wachstum.

**Juliette Buob, BA UZH**

(Master-Studentin der UZH)

**Florian Eugster, MA UZH**

(Projektleitung Value Reporting)

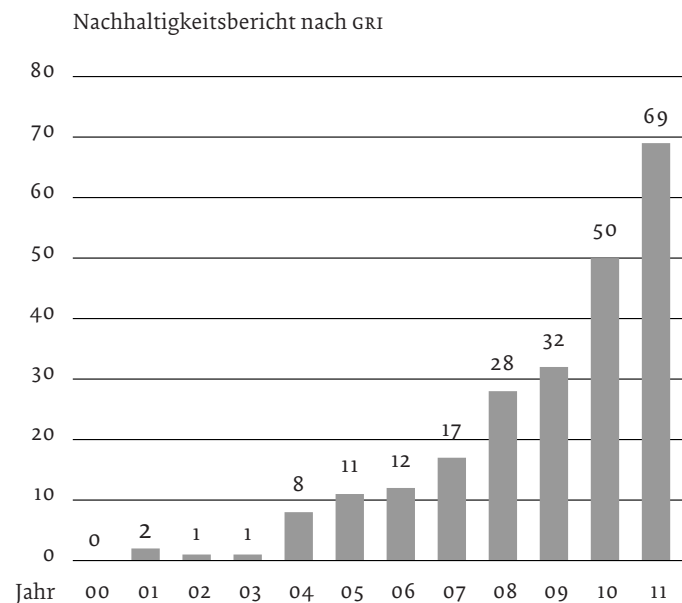
Institut für Banking und Finance der Universität Zürich (IBF)

**Prof. Alexander F. Wagner, Ph.D.**

(Jury-Präsident Value Reporting)

Institut für Banking und Finance der Universität Zürich (IBF)

## Publizierte GRI-Berichte in der Schweiz von 2000 bis 2011



Gleichzeitig ist aber bemerkenswert, dass viele Unternehmen bewusst kein Nachhaltigkeits-Reporting vornehmen. So ergibt sich, dass die Standardabweichung der Noten in diesem Kriterium beim Value-Reporting-Rating seit Jahren die höchste ist.

Im Hinblick auf diese Trends und die heterogene Praxis der Unternehmen ist es Zweck der vorliegenden Untersuchung, einen

Einblick in die Motivation von Schweizer Unternehmen zu erhalten, sich mit Nachhaltigkeitsberichterstattung zu befassen. Für die Studie wurden 258 Unternehmen schriftlich kontaktiert, wobei 60 an der Studie teilnahmen. Die im Vergleich zu anderen Studien hohe Rücklaufquote von rund 23,3% signalisiert ein reges Interesse an diesem Themengebiet.<sup>1</sup>

### **Die Stichprobe**

Die Stichprobenbasis bildeten die an der SIX Swiss Exchange kotierten Unternehmen und jene, die gemäss der GRI Report List<sup>2</sup> im Jahr 2011 einen Nachhaltigkeitsbericht nach den GRI-Richtlinien publiziert haben. Die am stärksten vertretenen Branchen sind «Technologie und Telekommunikation» (15%), «Energie und Versorgung» (13%), «Banken» (15%) und «Baugewerbe» (8%). Der Umsatz liegt bei 43% der Unternehmen zwischen 100 und 1000 Mio. CHF, während 40% mehr als 1 Mrd. CHF und 8% weniger als 100 Mio. CHF erwirtschafteten. Jeweils ein Drittel der Unternehmen haben eine Bilanzsumme zwischen 100 und 1000 Mio. CHF oder 1–10 Mrd. CHF. Aufgrund des hohen Anteils von Banken weisen 27% eine Bilanzsumme von mehr als 10 Mrd. CHF aus. 16% bzw. 36% der Unternehmen beschäftigen 500–1000 bzw. 1000–5000 Mitarbeitende. Von der restlichen Unternehmen haben 33% mehr als 5000 und 18% weniger als 500 Mitarbeitende. Der Grossteil der Unternehmen ist in den Märkten Schweiz (95%), Europa (80%), Asien (63%) und Nordamerika (55%) aktiv. Dabei erwirtschaften rund 48% der Unternehmen mehr als 70% ihres Umsatzes im Ausland; 15% orientieren sich ausschliesslich national.

### **Allgemeine Bedeutung Nachhaltigkeitsberichterstattung**

Eine überwiegende Mehrheit, nämlich 73% bzw. 13% aller befragten Unternehmen, gewichten die Bedeutung von Nachhaltigkeitsthemen und -initiativen in ihren Unternehmen als überdurchschnittlich bzw. zumindest durchschnittlich. Ebenso wird im Rahmen der Geschäftsberichterstattung die Relevanz von Nachhaltigkeitsthemen bei 68% der Unternehmen als wichtig eingestuft. Trotz der Wichtigkeit der Nachhaltigkeitsberichterstattung sehen die Studienteilnehmenden die Finanzzahlen (95%), Corporate Governance (92%) sowie die Strategie und strategische Erfolgsfaktoren (80%) als noch wichtiger an. Immerhin finden aber rund 83% der befragten Unternehmen, dass mit «Nachhaltigkeitsberichterstattung» kein Geld verschwendet wird.

### **Praxis der berichtenden Unternehmen (n=49)**

49 der 60 Unternehmen berichten über Nachhaltigkeitsthemen. Die für die Berichterstattung anfallenden Kosten sind teilweise beträchtlich. So liegen die durchschnittlichen jährlichen Kosten für die externe Berichterstattung bei 39% der Unternehmen zwischen

<sup>1</sup> Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu beachten, dass es möglicherweise zu einem gewissen «Selection Bias» kam, da jene Unternehmen, die über Nachhaltigkeit berichten, unter Umständen einen höheren Anreiz hatten, an unserer Studie teilzunehmen. Detailliertere Auswertungen zu einem kleineren Sample von Unternehmen finden sich in Buob, J. (2012), Nachhaltigkeitsberichterstattung von Schweizer Unternehmen. Diese Arbeit ist auf Anfrage von den Autoren erhältlich.

<sup>2</sup> Stand 12.3.2012.

50 000 und 200 000 CHF. 31% wenden mehr als 200 000 CHF und 10% weniger als 50 000 CHF dafür auf. Rund 60% der Unternehmen verwenden vom Reportingbudget weniger als 20% für die Nachhaltigkeitsberichterstattung. Trotz den teilweise hohen Kosten geben rund 84% der untersuchten Unternehmen an, dass sich die Nachhaltigkeitsberichterstattung bezahlt macht.

Welche Motive und Anreize sind also für die Unternehmen ausschlaggebend, die Berichterstattung zu betreiben? Zu den drei meistgenannte Motiven für die Aufnahme der Nachhaltigkeitsberichterstattung zählen: die Erhöhung des Vertrauens gegenüber den Stakeholdern (82%), die Stärkung der Reputation oder Marke (80%) und interne Motive (69%). Andere Gründe wie beispielsweise die Reduktion der Eigenkapitalkosten, welche in der akademischen Literatur<sup>3</sup> oftmaliger Forschungsgegenstand ist, wurde nur von einem Unternehmen erwähnt. Dabei adressieren die Unternehmen mit ihrer Nachhaltigkeitsberichterstattung vorwiegend die Mitarbeitenden (90%), Kunden (84%) und die Öffentlichkeit (80%). Weniger häufig, zu 73%, wird das Aktionariat als Zielpublikum der Nachhaltigkeitsberichterstattung angegeben.

Der Fokus der Unternehmen liegt in der Nachhaltigkeitsberichterstattung ganz klar auf einem breiten Publikum, wobei die wichtigsten Themen, welche behandelt werden, Umweltaspekte (86%), Mitarbeitenden (86%) und allgemeine Informationen zur Unternehmung (78%) sind.

Die Offenlegung dieser Informationen birgt gemäss unserer Umfrage auch Risiken: Die drei meistgenannten Risiken der Nachhaltigkeitsberichterstattung sind: Nichterfüllen von Stakeholdererwartungen/-interessen (51%), Unzureichende Glaubwürdigkeit des Inhalts (47%) und Unzureichende oder nicht relevante Informationen (45%).

Mit rund 50% ist GRI (Global Reporting Initiative) der meistverbreitete Standard für die Nachhaltigkeitsberichterstattung der teilnehmenden Unternehmen. Dabei halten 23% der Unternehmen, die ein GRI-Anwendungslevel deklarieren, ein A+. Dies entspricht dem «maximalen» Level, welches im Rahmen dieses Frameworks erreicht werden kann, wobei das Pluszeichen die externe Überprüfung signalisiert.<sup>4</sup> Von den 49 berichtenden Unternehmen lassen 19 (39%) ihren Bericht extern verifizieren. Dabei bildet die Basis der Prüfung entweder der ganze Bericht (42%), ausgewählte Kapitel oder Themen (37%) oder verschiedene Key Performance Indicators (KPIs) (32%). Die wichtigsten Gründe, die nach Angaben der Unternehmen für eine solche externe Prüfung sprechen, sind: die Erhöhung der Glaubwürdigkeit und des Vertrauens gegenüber den Stakeholdern (79%), die Erhöhung der Qualität (58%) und das Einholen einer professionellen Meinung (42%).

<sup>3</sup> Vgl. zum Beispiel: Dhaliwal, D./Li, O./Tsang, A./Yang, Y. (2011): Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. In: *The Accounting Review*, Nr. 86, S. 59–100.

<sup>4</sup> Rund 23% der Unternehmen erreichen ein B, rund 20% ein C. Die Bewertungen beziehen sich nicht auf die Qualität der Nachhaltigkeit des Unternehmens, sondern auf den Grad der Erfüllung der von GRI vorgegebenen Richtlinien zur Berichterstattung. Rund 34% haben keine Angaben gemacht.

#### **Analyse der nichtberichtenden Unternehmen (n=11)**

Ebenso spannend wie diejenigen Unternehmen, welche Nachhaltigkeitsreporting betreiben, sind diejenigen Unternehmen, welche sich bewusst gegen eine Nachhaltigkeitsberichterstattung aussprechen. Die Gründe, die nach Angabe dieser Unternehmen gegen die Nachhaltigkeitsberichterstattung sprechen, sind vielfältig. Sie umfassen wahrgenommenes mangelndes Interesse seitens der Stakeholder und Aktionäre (45%), zu hohe Kosten gegenüber zu wenig Nutzen (45%), eine abwartende Haltung, die vorerst die Entwicklung beobachtet (36%), und das Fehlen eines effektiven Systems zur Erfassung der Daten (36%). Interessanterweise haben die Unternehmen, welche bewusst keine Berichterstattung machen, bislang nach eigener Aussage noch keinen «Druck» vom Aktionariat oder von NGOs erhalten.

#### **Zukünftige Entwicklungen**

Die Mehrheit der berichtenden Unternehmen geht von einer steigenden Bedeutung in der Zukunft aus. 84% glauben, dass die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Schweizer Unternehmen zunehmen wird, und 78% gehen von strengeren Regulierungen in den nächsten Jahren aus. Interessanterweise beabsichtigen 9 von 11 der bislang nicht berichtenden Unternehmen, in Zukunft Nachhaltigkeitsinformationen offenzulegen.



### 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](http://www.bf.uzh.ch/go/value-reporting)**

### Wirtschaftsstudierende der Universität Zürich

#### *Geschäftsberichte*

Daniela Álvarez-Calderón

Nazish Áshfaq

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)<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup>

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

<sup>1</sup> Das Institut für Schweizerisches Bankenwesen wurde per 2011 in Institut für Banking und Finance umbenannt.

<sup>2</sup> 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.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup>

### **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 eindruckliche 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»

<sup>3</sup> 6 ist die beste Note; 1 ist die schlechteste Note.

<sup>4</sup> 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-Story<sup>5</sup> 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.<sup>6</sup>

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

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

<sup>6</sup> 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.<sup>7</sup> 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:

<sup>7</sup> Siehe Seite 24 in dieser Broschüre und [www.bf.uzh.ch/go/value-reporting](http://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
<b>Gesamt</b>	<b>39,0</b>	<b>0,1</b>	<b>3,9</b>

### Sollten Firmen versuchen, ihre wertorientierte Berichterstattung zu verbessern?

Ein aktuelles Arbeitspapier<sup>8</sup> 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.

<sup>8</sup> 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