

Werttreiber, Value Links und Key Performance Indicators der Finanzkommunikation

Jörg Pfannenberg, JP | KOM GmbH
Ralf Frank, DVFA

Stand: 05. April 2007

1. Die Finanzkommunikation in der Strategy Map des Unternehmens

In der generischen Strategy Map des Unternehmens von Kaplan/Norton ist die Finanzierung der Unternehmenstätigkeit nicht dargestellt. Jedoch ist das Finanzmanagement des Unternehmens zweifellos Teil der strategischen Unternehmensführung und in der finanziellen Perspektive zu verorten.

Die Finanzierungsstrategie des Unternehmens zielt darauf ab, die Finanzierungskosten für Eigen- und Fremdkapital möglichst niedrig zu halten:

- Eigenkapital kann einem Unternehmen von außen über die Ausgabe von Aktien bzw. mit einer Kapitalerhöhung durch Einlagen oder von innen durch eine Gewinnthesaurierung zugeführt werden.
- Fremdkapital – Kredite oder verzinsliche Wertpapiere – wird durch Schuldaufnahme finanziert.

Möglichst niedrige Kapitalkosten sind essenziell für das Unternehmen – sowohl für die Fremdkapitalbeschaffung (u. a. Emissionskosten, Zinszahlungen, Marktpflegekosten) als auch für die Eigenkapitalbeschaffung (u. a. Listing-Kosten, Dividendenzahlungen). Die Möglichkeiten des Unternehmens, sich über den Kapitalmarkt zu finanzieren, hängen wesentlich von seiner Bewertung ab. Dabei sind die Einschätzungen der Potenziale und Risiken des Unternehmens wichtige Komponenten für die Preisentwicklung seiner Kapitalmarktprodukte (Aktien, Anleihen, etc.).

Die Finanzkommunikation zielt auf diese Einschätzungen und ist deshalb ein direkter Treiber für die Wahrnehmung der Potenziale und Risiken von Unternehmen. Im Gegensatz zur externen Unternehmenskommunikation, die alle Stakeholder anspricht, richtet sich die Finanzkommunikation insbesondere an aktuelle und potenzielle Investoren (auch Fondsmanager), an Kreditgeber, an Finanzintermediäre (hier insbesondere Rating-Agenturen, Analysten) sowie –

Berufsverband
Öffentlichkeitsarbeit

ANSCHRIFT
Unter den Eichen 128
D-12203 Berlin

TELEFON
(030) 80 40 97 33

E-MAIL
info@dprg.de

INTERNET
<http://www.dprg.de>

BANKVERBINDUNG
Dresdner Bank
BLZ 370 800 40
Nr. 258 206 500

Postbank Köln
BLZ 370 100 50
Nr. 181 360 503

UST-ID-Nr.
DE 812425987

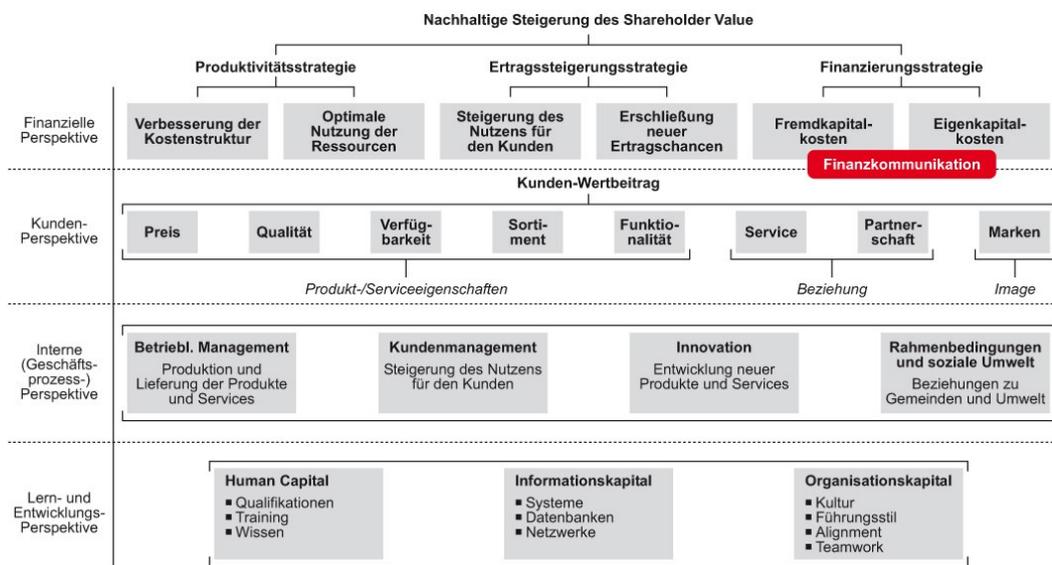
SWIFT-BIC
DRES DE FF 383

IBAN
DE85 3708 0040 0258
206500

als Mittler in der Financial Community – an die Finanz- und Wirtschaftspresse.

Finanzkommunikation umfasst die Disziplinen IR (Kommunikation mit Investoren und Analysten), Fixed-Income-IR (Kommunikation mit Fremdkapitalgebern) und PR (Kommunikation mit Finanz- und Wirtschaftsjournalisten).

Generische Strategy Map des Unternehmens



(nach Kaplan/Norton 2004)

2. Werttreiber und Value Links

Erstes Ziel der Finanzkommunikation ist stets *Aufmerksamkeit*, in diesem Fall für das Unternehmen und seine Kommunikation. Aufmerksamkeit ist die Voraussetzung dafür, dass das Unternehmen und seine Kapitalmarktprodukte *bekannt* werden – und damit für deren *Wahrnehmung*. Neben der Kommunikation – insbesondere der *Kapitalmarktkommunikation* – nehmen die Kapitalmarktteilnehmer die *Performance des Kapitalmarktprodukts*, die *Performance der Unternehmensführung* und – als Verbraucher – die *Leistungen des Unternehmens* wahr und akkumulieren so *Wissen* über die Kapitalmarkt-story des Unternehmens, d. h. über seine Strategie, das Leistungsportfolio, die Ertragskraft, die Managementqualität und andere wertrelevante Faktoren. Die Wahrnehmung der Performance des Kapitalmarktprodukts und der Kapitalmarktkommunikation beeinflussen darüber hinaus die *Institutionelle Reichweite* des Kapitalmarktprodukts, d. h. die Anzahl der covernden Journalisten und die Verfügbarkeit von Research-Berichten in internationalen Datenmedien wie Bloomberg, Reuters und Thomson.

Die Wahrnehmungen und das Wissen über das Unternehmen, seine Strategie und sein Leistungsportfolio beeinflussen auf der Outcome-Ebene die *Reputation des Unternehmens*, das *Image der Unternehmensführung* und damit insbesondere auch das *Vertrauen in die Unternehmensführung* und die *Erwartungen bezüglich der zukünftigen Qualität der Unternehmensführung*. Die beschriebenen Wahrnehmungen und das Wissen sind außerdem Treiber der *Risiko- und Potenzialwahrnehmung* der Investoren/Fremdkapitalgeber und Analysten und damit ihrer *Individuellen Prognosen zur Wertentwicklung des Kapitalmarktprodukts* und auch für die *Earnings Expectations Guidance*. Diese ist definiert als die Differenz zwischen dem Durchschnitt der Gewinnschätzungen der führenden Finanzanalysten, dem so genannten EPS-Consensus, und dem vom Unternehmen selbst berichteten Gewinn je Aktie (vgl. S. 6). Die Earnings Expectations Guidance wirkt in der Outflow-Ebene direkt auf die *Platzierungsfähigkeit des Kapitalmarktprodukts im Markt*.

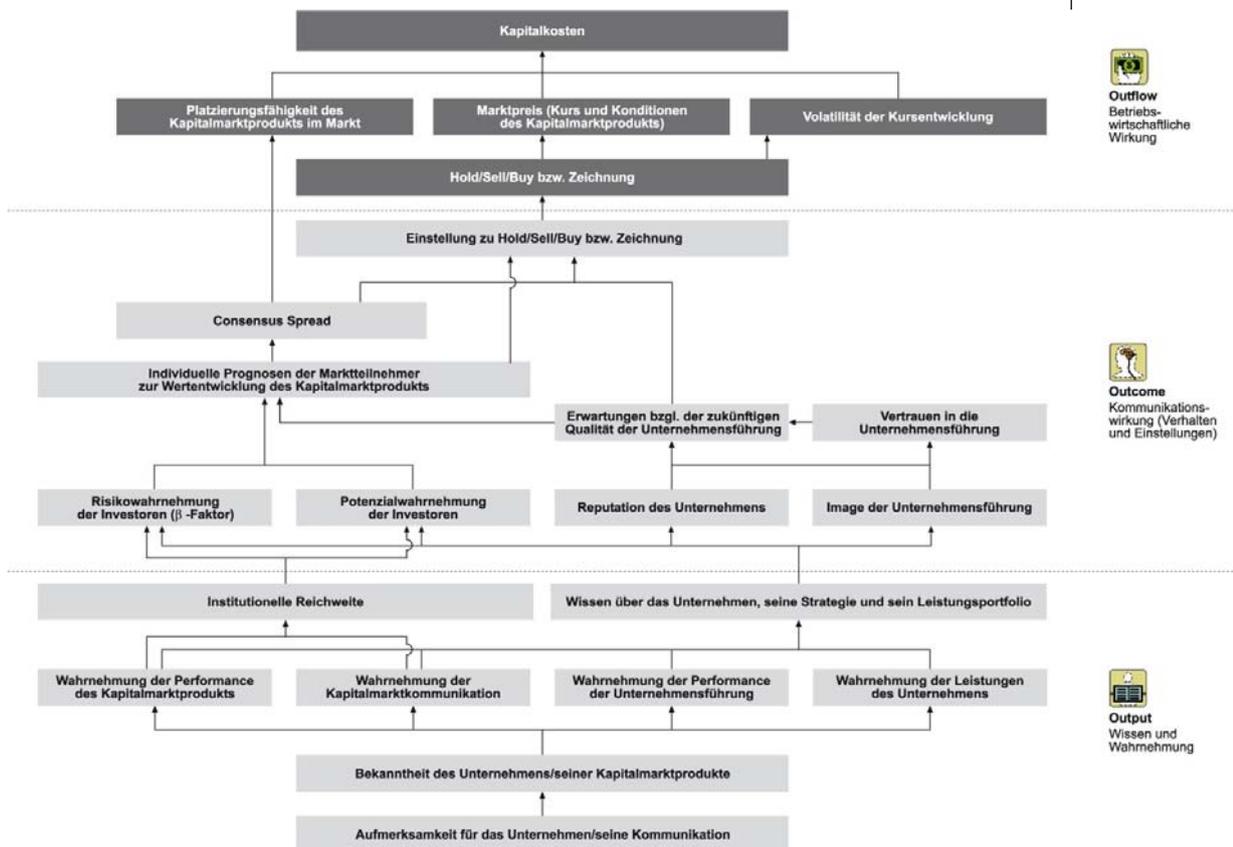
Basierend auf den individuellen Prognosen der Investoren/Fremdkapitalgeber und Analysten zur Wertentwicklung des Investments und den Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Qualität der Unternehmensführung entwickeln sich *Einstellungen* zu der Frage, ob das Kapitalmarktprodukt gehalten, verkauft oder gekauft bzw. gezeichnet werden soll (*Hold/Sell/Buy/Zeichnung*).

Dies führt auf der Outflow-Ebene zur Investition oder Desinvestition, also zu *Hold/Sell/Buy/Zeichnung*. Aus dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage des jeweiligen Kapitalmarktprodukts ergibt sich der *Marktpreis* des Investments (d. h. Kurs und Konditionen des Kapitalmarktprodukts) und im Zeitverlauf die *Volatilität der Kursentwicklung*.

Der Marktpreis des Kapitalmarktprodukts mit seiner Volatilität im Zeitverlauf und die Platzierungsfähigkeit des Kapitalmarktprodukts sind direkte Treiber für die *Kapitalkosten* des Unternehmens.

Trotz dieser Begründungskette ist anzumerken, dass die Finanzkommunikation nicht als Werttreiber im eigentlichen Sinne der Definition von Rappaport („Shareholder Value“) zu verstehen ist, da sie nicht unmittelbar auf die interne Wertgenerierung und damit den intrinsischen Unternehmenswert einwirkt, sondern vielmehr als Instrument zur Werttransformation zwischen der internen Wertgenerierung und der Bildung von Shareholder Value. Finanzkommunikation ist also nicht an der Schaffung, sondern lediglich an der *Realisierung* von Unternehmenswert beteiligt: Durch die Überführung des abstrakten Unternehmenswerts in konkreten Shareholder Value entstehen für die Investoren/Shareholder unter Umständen erhebliche Wertsteigerungen ihres Investments.

Werttreiber und Value Links der Finanzkommunikation



(JP|KOM 2007)

3. KPIs und Kennzahlen

Für das strategische Controlling der Finanzkommunikation gibt es kaum international anerkannte Konzepte, die quantifizierbare – und damit mess- und vergleichbare – Ergebnisse liefern.

Wesentliche Key Performance Indicators auf der **Output-Ebene** zielen auf die *Wahrnehmung* der Kapitalmarktcommunication durch die Financial Community und die Wahrnehmbarkeit des Unternehmens/seiner Kapitalmarktcommunication und damit seine *Bekanntheit*.

- **DVFA-IR Perception Profiles.** Die DVFA-IR Perception Profiles sind eine Weiterentwicklung der schon seit jeher in der IR-Arbeit eingesetzten

Perception Studies. Die Perception Profiles messen die Wahrnehmung der Kapitalmarktkommunikation auf Seite der Investoren/Kreditgeber und Analysten. Sie liefern quantifizierbare und damit messbare Ergebnisse zu den sechs Kriterien Kapitalmarktorientierung, Gleichbehandlung, Wesentlichkeit, Nachvollziehbarkeit, Aktualität/Vergleichbarkeit und Erwartungsmanagement. Die Perception Profiles ermöglichen dem Unternehmen das Benchmarking mit dem relevanten Index und den Vergleich mit seinen Wettbewerbern sowie das Monitoring von Entwicklungen im Zeitverlauf.

- **JP | KOM-Media Perception Profiles.** Die JP | KOM-Media Perception Profiles messen die Wahrnehmung der Kapitalmarktkommunikation auf Seite der Finanzjournalisten, ebenfalls in den sechs Kriterien Kapitalmarktorientierung, Gleichbehandlung, Wesentlichkeit, Nachvollziehbarkeit, Aktualität/Vergleichbarkeit und Erwartungsmanagement. Auch die Media Perception Profiles ermöglichen dem Unternehmen das Benchmarking mit dem relevanten Index und den Vergleich mit seinen Wettbewerbern sowie das Monitoring von Entwicklungen im Zeitverlauf.
- **Capital-IR-Preis.** Der Capital-IR-Preis misst ebenfalls die Wahrnehmung der Kapitalmarktkommunikation bei der Financial Community. Dazu beurteilen das Wirtschaftsmagazin Capital und die DVFA die IR-Arbeit der wichtigsten deutschen und europäischen Unternehmen in den Aktien-Indizes Euro-Stoxx 50, Dax, M-Dax, Tec-Dax und S-Dax. Der Capital-IR-Preis basiert auf der Befragung von mehreren Hundert Analysten europäischer Banken, Fonds- und Kapitalanlagegesellschaften; sie beurteilen die Güte der IR-Arbeit nach vier Kriterien: Zielgruppenorientierung, Transparenz, Track Record und Extra Financial Reporting.
- **Quantitative und qualitative Medienresonanzanalyse.** Die Medienresonanzanalyse misst die Wiedergabe der Unternehmensbotschaften in der Finanzpresse. Sie kann Auskunft darüber geben, welchen Tenor die Berichterstattung hat, ob und inwiefern sich die Berichterstattung in verschiedenen Medien unterscheidet, ob sich relevante Unternehmensbotschaften in den Medien durchsetzen, ob Artikel eigen- oder fremdinitiiert sind, welchen Themen/Bereichen die Medienaufmerksamkeit besonders gilt und welche Akteure (Unternehmen, Parteien, Interessenverbände, etc.) sich zum Thema zu Wort melden. Sie liefert damit Informationen bezüglich der KPIs „Reputation des Unternehmens“ und „Image der Unternehmensführung“.
- **Institutionelle Reichweite.** Die Anzahl covernder Analysten sowie die Verfügbarkeit von Research-Berichten in internationalen Datenmedien (Bloomberg, Reuters, Thomson) zeigen an, wie viele Sell-Side Analysten für die Coverage des Unternehmens gewonnen werden konnten. Insofern ist institutionelle Reichweite ein Indikator für Aufmerksamkeit und Wahrnehmung durch die Zielgruppe.

Die KPIs auf der **Outcome-Ebene** zielen auf die Reputation des Unternehmens und das Image der Unternehmensführung sowie auf die Earnings Expectations und damit auf die Glaubwürdigkeit der Kapitalmarktkommunikation:

- **Reputation des Unternehmens/Corporate Reputation in der Peer Group.** Der *Unternehmensreputationsquotient nach Harris/Fombrun* ergibt eine Kennziffer für die Reputation eines Unternehmens, die auf der stakeholdergruppenspezifischen Bewertung des Unternehmens in sechs Dimensionen (Emotionen, Produkte und Services, Vision und Unternehmensführung, Arbeitsumfeld, Finanzstärke, soziale Verantwortung) mit zwanzig Merkmalen basiert. Interessant als Maßstab für die Bewertung der Finanzmarktkommunikation sind insbesondere die Dimensionen „Vision und Unternehmensführung“ und „Finanzstärke“. Die Bewertung wird durch Befragung auch von Finanzmarktteilnehmern in Sammelbefragungen ermittelt. Das Instrument ermöglicht Erkenntnisse hinsichtlich der treibenden Faktoren der Unternehmensreputation im Zeit- und Wettbewerbsvergleich. Benchmarkingfähige Aussagen werden durch den Vergleich innerhalb einer Peer Group erreicht. TNS Infratest führt jährlich eine breit angelegte internationale Studie durch, die das Ansehen verschiedener Unternehmen/Institutionen über alle Stakeholdergruppen hinweg untersucht und durch Indexwerte länder-, branchen- und zeitübergreifend vergleichbar macht. Der *Corporate Reputation Index von TNS Infratest* richtet sein Hauptaugenmerk auf fünf Bereiche der Unternehmensperformance (Stakeholderbindung im Vergleich zu eigenen Zielen und zur Konkurrenz, Stakeholderzufriedenheit und -loyalität, Schlüsselfaktoren aus Stakeholdersicht, Stärken und Schwächen im Wettbewerbsvergleich, Wechselverhalten und Profiling von Stakeholdern) und liefert erfolgskritische Informationen über Stakeholderbeziehungen zu Kunden, Mitarbeitern, Lieferanten, Aktionären und anderen. Der Vergleich innerhalb der Peer Group liefert benchmarkingfähige Aussagen.
- **Earnings Expectations Guidance.** In international verbreiteten Medien wie z. B. I/B/E/S hinterlegen Finanzanalysten ihre Gewinnschätzungen je Aktie (EPS) für die von ihnen beobachteten Unternehmen. Aus der Differenz zwischen dem Durchschnitt der Gewinnschätzungen der führenden Finanzanalysten, dem so genannten EPS-Consensus, und dem vom Unternehmen direkt berichteten Gewinn je Aktie lässt sich ableiten, welches Vertrauen die Finanzanalysten – indirekt auch ihre Kunden, die Fondsmanager – in die Prognosen des Unternehmens setzen. Je geringer der Spread, umso glaubwürdiger dürfte die Finanzkommunikation des Unternehmens eingeschätzt werden. Eine hohe Volatilität des EPS z. B. durch positive wie auch negative Abweichungen der Reported Earnings vom Consensus ist mit dem Risiko verbunden, dass Investoren gezwungen sein könnten, Aktien-Positionen zu reduzieren – was dem Kurs abträglich ist.

Aus den Überlegungen zur strategischen Funktion der Finanzkommunikation am Anfang dieses Papiers folgt, dass die KPIs auf der **Outflow-Ebene** sich auf den Marktpreis des Kapitalmarktprodukts, den Kurs, beziehen müssen. Auf der Fixed Income-Seite sind für das Unternehmen, z. B. bei der Begebung einer Anleihe, neben dem Emissionskurs auch die weitere Ausstattung/Konditionen (Laufzeit, Zins, etc.) (kosten)relevant.

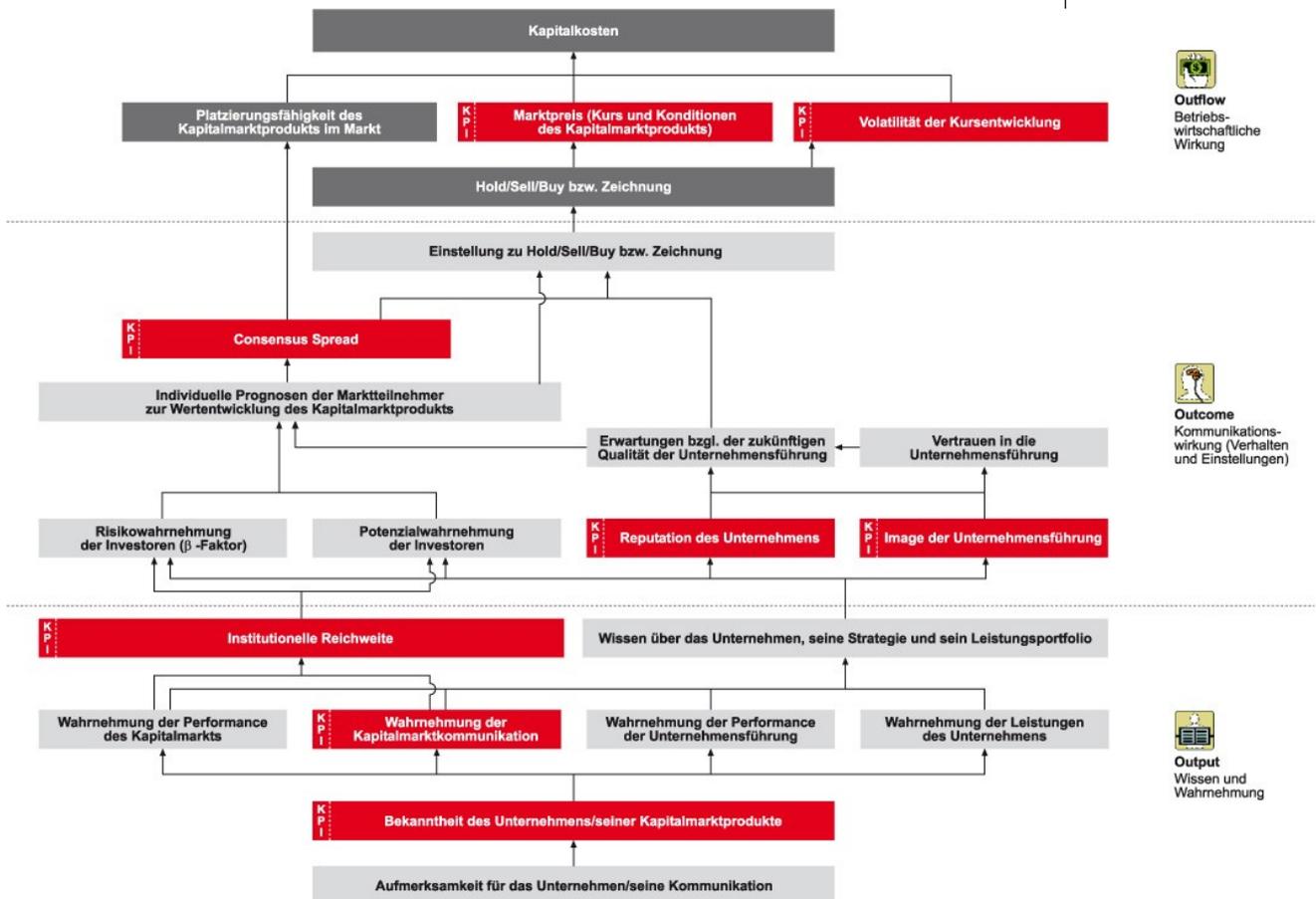
Allerdings gibt es keinen Konsens darüber, welche KPIs hier relevant sind – dies hat mehrere Gründe: Der Kurs wird von vielfältigen externen Marktfaktoren beeinflusst. Insofern bildet er nicht eindeutig Faktoren ab, die durch Kommunikation getrieben werden. Darüber hinaus gibt es in der Financial Community unterschiedliche Meinungen zu den Zielen der Finanzkommunikation: Ist ein möglichst hoher Kurs das Ziel? Oder geht es um einen fairen, d. h. angemessenen, Aktienkurs? Oder darum, die Volatilität möglichst gering zu halten? Oder um eine Kombination dieser Merkmale, z. B. die nachhaltig positive Kursentwicklung? Mögliche KPIs und korrespondierende Kennzahlen der Finanzkommunikation auf Outflow-Ebene könnten entsprechend sein:

- **Volatilität der Kursentwicklung.** Die Volatilität ist ein Risikomaß und zeigt die Schwankungsintensität (Standardabweichung) des Preises eines Kapitalmarktprodukts innerhalb eines bestimmten Zeitraums. Je höher die Volatilität, umso stärker schlägt der Kurs nach oben und nach unten aus und umso riskanter, aber auch chancenreicher ist eine Investition in das Finanzmarktprodukt. Die Volatilität spiegelt u. a. die Risikoeinschätzungen durch die Financial Community wider – und wird insofern auch von der Finanzkommunikation beeinflusst.
- **Kurs-Buchwert-Verhältnis u. ä. Verhältnisse** in einer Peer Group. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis stellt den aktuellen Börsenkurs einer Aktie seinem bilanziell ausgewiesenen Buchwert pro Aktie gegenüber. Diese Kennzahl ermöglicht eine Aussage darüber, mit welchem Aufschlag das eingesetzte Kapital an der Börse bewertet wird. Je größer die Kennzahl ist, umso positiver sind die von den Marktteilnehmern erwarteten Zukunftsaussichten. Allerdings ist somit das Kurswachstumspotenzial nach oben möglicherweise begrenzter und das Rückschlagspotential größer als bei Unternehmen mit einem geringeren Kurs-Buchwert-Verhältnis. Benchmarkingfähige Informationen ergeben sich durch den Vergleich innerhalb der Peer Group. Analog können auch andere Kennzahlen zur Aktienbewertung verwendet werden, wie beispielsweise das KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis), die PEG (Price-Earning-to-Growth-Ratio) oder das KUV (Kurs-Umsatz-Verhältnis) in einer Peer Group.
- **Marktwert-Buchwert-Verhältnis (Tobin's Q)** in einer Peer Group. Auch diese Kennzahl bezieht sich auf den Marktpreis des Investments. Das Marktwert-Buchwert-Verhältnis (Tobin's Q) stellt den Net Asset Value (also den tatsächlichen Marktwert der materiellen und immateriellen Vermögenswerte eines Unternehmens abzüglich seiner Verbindlichkeiten)

dem Substanzwert/Wiederbeschaffungswert (d. h. dem bilanziell ausgewiesenen Buchwert plus stille Reserven minus stille Lasten) gegenüber. Die Kennzahl wird analog zum Kurs-Buchwert-Verhältnis interpretiert und lässt ebenfalls über den Vergleich innerhalb einer Peer Group Benchmarkings zu.

- **Spread.** Bei Anleihen ist der Spread ein Maß für den Auf- oder Abschlag auf einen Referenzzinssatz (z. B. EURIBOR), dessen Höhe sich nach der Bonität und der Marktstellung des betreffenden Schuldners richtet.

Value Links und KPIs der Finanzkommunikation



(JP|KOM 2007)

KPIs und Kennzahlen der Finanzkommunikation (Übersicht)

	KPI	Messverfahren/Kennzahl
Output	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Wahrnehmung der Kapitalmarktkommunikation ▪ Bekanntheit ▪ Institutionelle Reichweite 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ DVFA-IR Perception Profiles ▪ JP KOM Media Perc. Profiles ▪ Capital IR-Preis ▪ Medienresonanzanalyse (quantitativ und qualitativ) ▪ Anzahl covernder Analysten und verfügbarer Research-Berichte
Outcome	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reputation des Unternehmens und Image der Unternehmensführung ▪ Earnings Expectations Guidance 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Unternehmensreputationsquotient nach Harris/Fombrun ▪ Corporate Reputation Index von TNS Infratest ▪ Abweichungen der Reported Earnings vom EPS-Consensus (Consensus Spread)
Outflow	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Marktpreis (Kurs und Konditionen des Kapitalmarktprodukts) ▪ Volatilität der Kursentwicklung 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abweichung vom Fair Value ▪ Kurs-Buchwert-Verhältnis in einer Peer Group ▪ Marktwert-Buchwert-Verhältnis (Tobin's Q) ▪ Spread (Fixed Income) ▪ Beta im Verhältnis zum Gesamtmarkt oder anderen Benchmarks

(JP|KOM 2007)