

# 02.16

Lizenziert für Herrn Prof. Dr. Henning Zülch.  
Die Inhalte sind urheberrechtlich geschützt.

# ZCG

Zeitschrift für  
Corporate Governance

11. Jahrgang  
April 2016  
Seiten 49–96

www.ZCGdigital.de

## Leitung und Überwachung in der Unternehmens- und Prüfungspraxis

### Fachbeirat:

*Prof. Dr. Alexander Bassen,*  
Universität Hamburg

*Prof. Dr. Dr. h. c. Theodor Baums,*  
Johann Wolfgang Goethe-Universität  
Frankfurt am Main

*Prof. Dr. Thomas Berndt,*  
Universität St. Gallen

*WP/StB Prof. Dr. Manfred Bolin,*  
International School of Management,  
Dortmund

*Dr. Christine Bortenlänger,*  
Geschäftsführendes Vorstandsmitglied  
Deutsches Aktieninstitut e. V.

*Prof. Dr. Henning Herzog,*  
Quadriga Hochschule Berlin

*Ulrich Hocker,* Hauptgeschäftsführer  
Deutsche Schutzvereinigung für  
Wertpapierbesitz e. V.

*Prof. Dr. Anja Hucke,* Universität Rostock

*Prof. Dr. Annette G. Köhler,*  
Universität Duisburg-Essen

*Prof. Dr. Stefan Müller,* Helmut Schmidt  
Universität Hamburg

*Prof. Dr. Patrick Velte,*  
Leuphana Universität Lüneburg

*Prof. Dr. Axel von Werder,*  
Technische Universität Berlin

*WP/StB Prof. Dr. Norbert Winkeljohann,*  
Mitglied des Vorstands  
PricewaterhouseCoopers AG/WPG

*Prof. Dr. Henning Zülch,*  
Handelshochschule Leipzig (HHL)

### ZCG

#### Management

Integrated Governance, Risikomanagement und  
Compliance (IGRC) in der Praxis [Mackert / Kayser, 53]

Herausforderungen bei der Umsetzung guter Network  
Governance [Westhausen / Eulerich, 59]

Anreizkompatible Aufsichtsratsvergütung als Instrument  
der Corporate Governance (Teil A) [Velte / Winkler, 67]

Planung und Forecasting: Trends bis 2020 [Hillmer, 71]

### ZCG

#### Recht

Rettungsanker Business Judgement Rule? [Rummer, 74]

Aktuelle Rechtsprechung zur Corporate Governance  
[Gebhardt, 77]

### ZCG

#### Prüfung

Wie der Aufsichtsrat die Kapitalmarktkommunikation  
verbessern kann [Zülch / Hottmann, 80]

### ZCG

#### Rechnungs- legung

Welche Bedeutung hat das deutsche „Audit Committee“  
für die Qualität der Unternehmensberichterstattung?  
[Ritzer-Angerer, 85]

# Wie der Aufsichtsrat die Kapitalmarktkommunikation verbessern kann

## Offenlegungsempfehlungen auf der Basis des RIC-Modells

Prof. Dr. Henning Zülch / Johannes Hottmann\*

**Gute Corporate Governance zeichnet sich generell nicht nur durch eine Maximierung der Zielkongruenz zwischen Unternehmensführung und Aktionären aus, sondern bedingt gleichermaßen eine möglichst minimale Informationsasymmetrie zwischen beiden Seiten. Erst die Minimierung der Informationsasymmetrie macht die Zielkongruenz für Aktionäre überprüfbar und glaubwürdig. Entsprechend umreißt der vorliegende Beitrag die Menge der signifikanten Vorteile einer transparenten Kapitalmarktkommunikation und zählt praktische Offenlegungsempfehlungen zur Verbesserung ebenjener auf. Das RIC-Modell stellt hierbei eine eigenständige Definition transparenter Kapitalmarktkommunikation dar und ist gleichermaßen Grundlage für die Empfehlungen.**

### 1. Einleitung

Aufgrund der bei börsennotierten Kapitalgesellschaften häufig zu beobachtenden Trennung von Eigentum und Unternehmensführung kommt es zu signifikanten Informationsasymmetrien zwischen beiden Seiten. Dies liegt daran, dass der typische Aktionär nicht in dem Maße in das tagtägliche Geschäft eingebunden ist wie die Unternehmensführung bzw. insbesondere der Vorstand. Im dualistischen System der Unternehmensführung hat der Vorstand überdies den umfassendsten Einblick in das Unternehmen, während der Aufsichtsrat zwar ebenfalls über eine tiefe Einsicht in das Unternehmen verfügt, aber prinzipiell mit höher aggregierten Informationen arbeitet. Der Aktionär wiederum kann lediglich diejenigen Informationen einsehen, die qua Gesetz veröffentlicht werden müssen bzw. die das Unternehmen zusätzlich auf freiwilliger Basis offenlegt. Somit ist der Aktionär einem

Informationsnachteil ausgesetzt, den in der Theorie die Aktionärsvertreter innerhalb des Aufsichtsrats am ehesten beeinflussen können. Der Aufsichtsrat kann in seiner Doppelfunktion als Berater und Kontrolleur des Vorstands auf mehr Informationstransparenz des Unternehmens gegenüber seinen (potenziellen) Aktionären hinwirken. Davon würden nicht nur die Aktionäre profitieren, sondern letztlich auch das Unternehmen selbst. Diese positiven Zusammenhänge sind, wie nachfolgend beschrieben, empirisch belegt.

Dessen ungeachtet sollen diese wissenschaftlichen Belege nicht als Empfehlung für eine maximale Informationstransparenz zwischen Unternehmensführung und Aktionären interpretiert werden. Vielmehr liegt es am Aufsichtsrat zu überprüfen, ob die Kapitalmarktkommunikation des Unternehmens den Informationsbedürfnissen der Aktionäre in einem vertretbaren Kosten-Nutzen-Verhältnis entge-

genkommt. Das RIC-Modell<sup>1</sup> stellt hierbei einen neuen ganzheitlichen Ansatz zur Messung effektiver Kapitalmarktkommunikation dar und kann somit für die Zwecke des Aufsichtsrats herangezogen werden.

Dieser Beitrag stellt alles in allem die Vorteile dar, die aus dem Abbau von Informationsasymmetrien für börsennotierte Unternehmen resultieren, und empfiehlt die Umsetzung diverser Maßnahmen zur Steigerung der Effektivität der Kapitalmarktkommunikation. Die Maßnahmen beruhen auf dem zuvor erwähnten RIC-Modell, welches im Weiteren ebenfalls erläutert wird.

### 2. Theoretische Fundierung und empirische Validierung der Vorteile transparenter Kapitalmarktkommunikation

Finanzinformationen erfüllen am Kapitalmarkt zwei Funktionen<sup>2</sup>:

- ▶ Erstens können Investoren auf der Basis von Finanzinformationen das Renditepotenzial verschiedener Kapitalanlagen schätzen. Diese Funktion wird als die Ex-ante- bzw. Bewertungsfunktion bezeichnet.
- ▶ Zweitens können Kapitalgeber auf der Basis von Finanzinformationen die Verwendung ihres Kapitals überwachen. Diese Funktion stellt wiederum die Ex-post- oder Monitoring-Funktion von Finanzinformationen dar.

Nun sind diesen Funktionen wiederum das bekannte Akerlofsche Zitronen- und das Prinzipal-Agenten-Problem immanent. Bei der Bewertungsfunktion besteht zwischen Aktionären und Unternehmensführung prinzipiell, wie eingangs erwähnt, eine Informationsasymmetrie: Die Unternehmensführung verfügt schließlich aufgrund ihrer Funktion über Insiderinformationen, die sie ihren Aktionären

\* Prof. Dr. Henning Zülch, Johannes Hottmann, M.Sc., sind Inhaber bzw. Mitarbeiter am Chair of Accounting and Auditing an der HHL Leipzig Graduate School of Management, Leipzig.

1 Vgl. Zülch u. a., Die Operationalisierung effektiver Finanzmarktkommunikation, DB 2015 S. 2649–2654.

2 Vgl. Beyer u. a., The financial reporting environment, Journal of Accounting and Economics 2010 S. 296–343.

## ► Die Kosten-Nutzen-Abwägung bestimmt die Informationspolitik und damit die Informationstransparenz eines Unternehmens. ◀

aus Gründen wie u. a. Eigeninteresse vor- enthalten kann. Analog zum Zitronenproblem mit seinen guten und schlechten Gebrauchtwagen führt die Informationsasymmetrie zwischen Aktionären und Unternehmensführung dazu, dass Aktionäre hochprofitable Unternehmen tendenziell zu gering und unprofitable Unternehmen zu hoch bewerten<sup>3</sup>. Dieser Umstand lässt eine interessante Voraussage zu, die von der Empirie auch validiert ist: Das Management eines hochprofitablen Unternehmens wird, um eine Unterbewertung seiner Finanzmarktinstrumente zu vermeiden, viel eher zusätzliche, d. h. über das vorgeschriebene Mindestmaß hinausgehende, Informationen veröffentlichen<sup>4</sup>.

Wie anfänglich erwähnt, sind Investoren des Weiteren mittels Finanzinformationen in der Lage, die Aktivitäten der Unternehmensführung auch zu überwachen. Die Relevanz der Monitoring-Funktion basiert auf dem Umstand der Trennung von Eigentum und Unternehmensführung. Aktionäre haben schließlich nicht die vollen Entscheidungsbefugnisse über die Aktivitäten eines nicht-inhabergeführten Unternehmens. Entsprechend nutzen Investoren die Finanzinformationen für die Ausgestaltung und Überwachung ihrer Verträge, die sie mit der Unternehmensführung geschlossen haben. Die Unternehmensführung wird entsprechend Kosten und Nutzen der Preisgabe von Informationen abwägen. Hierbei sind die Eigeninteressen der Unternehmensführung ein wichtiger Faktor. Die Kosten-Nutzen-Abwägung bestimmt folglich die Informationspolitik<sup>5</sup> und damit die Informationstransparenz eines Unternehmens.

Wie bereits erläutert, sinkt die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensführung und (potenziellen) Eigentümern eines Unternehmens, je mehr Finanzinformationen kommuniziert werden. Diese Absenkung der Informationsasymmetrie unterstützt wiederum die faire Marktbewertung der Aktien eines Unternehmens und kann damit die Kapitalkosten des Unternehmens verringern (oder auch erhöhen)<sup>6</sup>. Die Marktbewertung wird zwar mit zunehmender Offenlegung nicht weiter maximiert werden, jedoch wird die Bewertung gemäß den vorgestellten Erklärungsansätzen tendenziell nä-

her am intrinsischen Wert des betrachteten Unternehmens liegen<sup>7</sup>. Diesen Zusammenhang greift das sog. Schätzrisiko-Modell (estimation risk model) auf, in welchem Aktionäre eine umso höhere Risikoprämie als Kompensation verlangen, je restriktiver die Informationspolitik eines Unternehmens ist<sup>8</sup>. Das sog. liquiditätsbasierte Modell (liquidity based model) folgt aus abgesenkter Informationsasymmetrie, dass die entsprechende Aktie vermehrt gehandelt werden müsste, wodurch die Liquidität im Markt gesteigert und somit die Transaktionskosten aufgrund einer verkleinerten Geld-Brief-Spanne geringer ausfallen sollten<sup>9</sup>. Die vorgenannten theoretischen Ansätze deuten allesamt darauf hin, dass mit erhöhter Informationstransparenz nicht nur für Aktionäre, sondern auch für Unternehmen Vorteile geschaffen werden.

Tatsächlich hat die empirische Forschung die folgenden Zusammenhänge bestätigt: Die Offenlegung zusätzlicher Finanzinformationen korreliert positiv mit der Marktliquidität einer Aktie<sup>10</sup>. Dieser Befund stimmt mit dem liquiditätsbasierten Modell überein. Zudem hängt eine erhöhte Informationstransparenz ebenfalls positiv mit institutioneller Beteiligung zusammen<sup>11</sup>. Dies wird als Nebeneffekt der erhöhten Marktliquidität ausgelegt, auf die institutionelle Anleger generell Wert legen<sup>12</sup>. Die Offenlegung zusätzlicher Finanzinformationen ermöglicht schließlich, dass Analystenschätzungen sich im Nachhinein als präziser herausstellen<sup>13</sup>. Analog kann ein negativer Zusammenhang zwischen Informationstransparenz und Kapitalkosten beobachtet werden<sup>14</sup>. Ebenfalls findet die empirische Forschung einen negativen Zusammenhang zwischen Informationstransparenz und Agency-Kosten<sup>15</sup>.

Darüber hinaus existieren empirische Befunde nicht nur im Zusammenhang mit institutionellen Anlegern, sondern auch mit privaten bzw. Kleinanlegern. Der Themenkreis Kleinanleger und Kapitalmarktkommunikation ist insofern interessant, da jene grundsätzlich nur über einen beschränkten Zugang zu Unternehmensinformationen verfügen: Mit anderen Worten haben Kleinanleger im Gegensatz zu institutionellen Anlegern nicht die Möglichkeit, beispielsweise an Analystenkonfe-

renzen oder sog. one-on-one-Meetings teilnehmen zu können, um in ihren Augen investmentrelevante Themenpunkte mit dem Unternehmensvorstand zu diskutieren. Kleinanleger müssen sich also auf öffentlich verfügbar gemachte Informati-

- 3 Vgl. Akerlof, The market for „lemons“: quality uncertainty and the market mechanism, *The Quarterly Journal of Economics* 1970 S. 488–500.
- 4 Vgl. Oyerle/Laswad/Fisher, Determinants of internet financial reporting by New Zealand companies, *Journal of International Financial Management and Accounting* 2003 S. 26–63.
- 5 Unter dem Begriff Informationspolitik wird verstanden, inwieweit ein Unternehmen Informationen zusätzlich bzw. freiwillig über das Mindestmaß der Pflichtveröffentlichungen hinaus offenlegt. Vgl. Köhler, *Investor Relations in Deutschland*, 2015, S. 39.
- 6 Vgl. Bassen u. a., *Investor relations*, JfB 2010 S. 49–79, sowie Tiemann, *Investor relations, Bedeutung für neu am Kapitalmarkt eingeführte Publikumsgesellschaften*, 1997.
- 7 Vgl. Bassen u. a., *Investor relations*, JfB 2010 S. 56.
- 8 Vgl. Bassen u. a., *Investor relations*, JfB 2010 S. 5; Doukas u. a., The two faces of analyst coverage, *Financial Management* 2005 S. 99–125.
- 9 Vgl. Bassen u. a., *Investor relations*, JfB 2010 S. 54.
- 10 Vgl. Diamond/Verrecchia, Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *The Journal of Finance* 1991 S. 1325–1359, sowie Welker, Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets, *Contemporary Accounting Research* 1995 S. 801–82; Healy u. a., Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, *Contemporary Accounting Research* 1999 S. 485–520.
- 11 Vgl. Healy u. a., Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, *Contemporary Accounting Research* 1999 S. 485–520; Bushee/Noe, Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility, *Journal of Accounting Research* 2000 S. 171–202.
- 12 Vgl. Healy u. a., Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, *Contemporary Accounting Research* 1999 S. 485–520.
- 13 Vgl. Barron u. a., Using analysts' forecasts to measure properties of analysts' information environment, *The Accounting Review* 1998 S. 421–433, sowie Lang/Lundholm, Corporate disclosure policy and analyst behavior, *The Accounting Review* 1996 S. 467–492; Hope, Managerial empire building and firm disclosure, *Journal of Accounting Research* 2003 S. 235–272.
- 14 Vgl. Leuz/Verrecchia, The economic consequences of increased disclosure, *Journal of Accounting Research* 2000 S. 91–124; Easley/O'Hara, Information and the cost of capital, *The Journal of Finance* 2004 S. 1553–1583.
- 15 Vgl. Berger/Hann, Segment profitability and the proprietary and agency costs of disclosures, *The Accounting Review* 2007 S. 869–902, sowie Hope/Thomas, Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy, *Journal of Accounting Research* 2008 S. 591–626.

► **Kleinanleger tendieren dazu, gerade in diejenigen Unternehmen zu investieren, die besonders verständliche Finanzinformationen veröffentlichen.** ◀

onsquellen beschränken. Somit überrascht es nicht, dass empirisch belegt ist, dass Kleinanleger dazu tendieren, höhere Summen gerade in diejenigen Unternehmen zu investieren, die besonders verständliche Finanzinformationen veröffentlichen<sup>16</sup>. Dieser Zusammenhang wird zwar schwächer, je kompetenter oder spekulativer Kleinanleger sind, nichtsdestotrotz bleibt der Zusammenhang auch dann noch statistisch signifikant. Ebenso wird nachgewiesen, dass die Renditen der Kleinanleger mit verständlichen Informationen zunehmen. Das wird auf die Minimierung der Informationsasymmetrie zwischen Aktionären und Management zurückgeführt. Dies bedeutet, dass verständliche Finanzinformationen Kleinanlegern nützen, vor allem denjenigen mit einer langfristigen Buy-and-Hold-Strategie.

Zusammenfassend kann also festgehalten werden, dass Theorie und Empirie weit reichende Informationstransparenz zu beider Seiten Gunsten – privaten und institutionellen Eigenkapitalgebern und Management – belegen.

### 3. Das RIC-Modell in der Kurzfassung

#### 3.1 Vorbemerkung

Zu einer möglichst ganzheitlichen Messbarmachung der Kapitalmarktkommunikation eines Unternehmens berücksichtigt das RIC-Modell neben dem Geschäfts- und Halbjahresbericht die IR-Präsentationen und die IR-Website. Auf diese Weise werden die wichtigsten Kommunikationskanäle eines Unternehmens für Finanzinformationen einbezogen. Des Weiteren wird die Reaktion des Kapitalmarkts anhand einer am jeweiligen Index orientierten Sharpe Ratio und einer Fondsmanagerbefragung ebenfalls erfasst. Folglich erschließt sich auch das RIC-Akronym: Reporting, Investor Relations und Capital Markets (die erwähnte Kapitalmarktreaktion). Abb. 1 veranschaulicht schließlich das Zusammenwirken der drei Dimensionen, die nachfolgend erläutert werden.

#### 3.2 Die Reporting-Dimension

Das RIC-Modell misst die Informationsqualität der Dimension Reporting mittels einer umfangreichen Inhaltsanalyse des

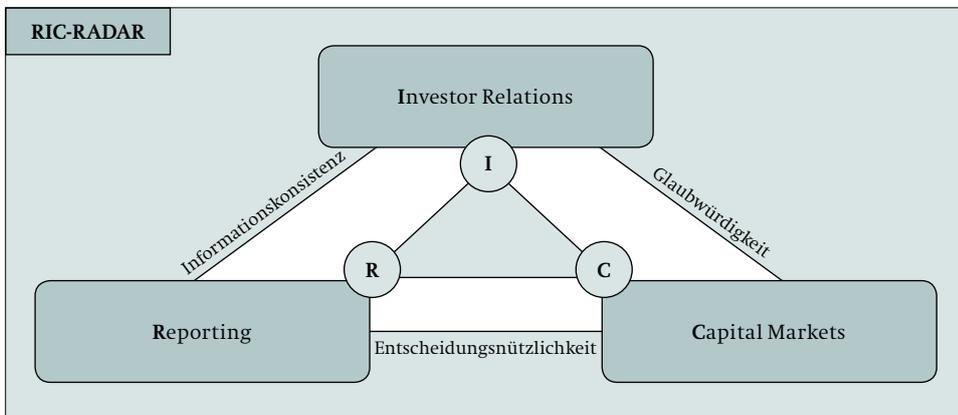


Abb. 1: Das RIC-Radar und seine drei Dimensionen – Reporting, Investor Relations, Capital Markets

Geschäfts- und Halbjahresberichts. Der Geschäftsbericht ist für Aktionäre das zentrale Informationsinstrument, das zusätzlich zu den gesetzlich verpflichtenden Informationen hochrelevante freiwillig offengelegte Informationen in großem Umfang enthält<sup>17</sup>. Im RIC-Modell bildet der Geschäftsbericht somit die Basis. Dementsprechend werden Informationen aus anderen Berichtselementen bzw. Kommunikationskanälen auf ihre Konsistenz mit dem Geschäftsbericht und ihre Updatefunktion in Bezug auf denselben analysiert.

Der generelle Leitgedanke des RIC-Modells und damit auch der Reporting-Analyse ist die Entscheidungsnützlichkeit der Informationen aus Investorensicht. Die Reporting-Analyse fokussiert sich insbesondere auf den Lagebericht, da dieser die eben erwähnten relevanten freiwilligen Informationen enthält, während hingegen andere Jahresabschlussbestandteile wie Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), Kapitalflussrechnung, Eigenkapitalveränderungsrechnung u. a. durch gesetzliche Regelungen weitgehend normiert sind. Innerhalb des Lageberichts bezieht sich der RIC-Ansatz primär auf Angaben zum Geschäftsmodell, zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage (VFE-Lage), zum Wertmanagement, zur Chancen- und Risikosituation sowie zur Prognosegenauigkeit. Bei der Analyse der VFE-Lage wird z. B. die Offenlegung der Steuerungskennzahlen, nach denen sich das Management richtet, analysiert. Die Offenlegung der Steuerungskennzahlen ermöglicht es dem Aktionär, die Sicht-

weise des Managements einzunehmen<sup>18</sup> und nutzt folglich der zuvor beschriebenen Monitoring-Funktion. Hinsichtlich des Halbjahresberichts erfasst das RIC-Modell, inwiefern die sog. Updatefunktion des Halbjahresberichts und die systematische Konsistenz zum Geschäftsbericht existieren. Werden beispielsweise die vorgenannten finanziellen Steuerungskennzahlen im Geschäftsbericht erläutert, sollte deren weitere Entwicklung auch im Halbjahresbericht erörtert worden sein. Insgesamt umfasst die Geschäftsberichtsanalyse im RIC-Modell mehr als 300 Kriterien, während es bei der Halbjahresberichtsanalyse 100 sind.

#### 3.3 Die Investor-Relations-Dimension

Der RIC-Ansatz erfasst in der Dimension *Investor Relations* neben der Investoren-Präsentation des Unternehmens auch die IR-Website. Dabei werden insbesondere die Existenz einer sog. „Equity Story“<sup>19</sup> sowie die Konsistenz der IR-Finanzinformationen mit der Geschäftsberichterstattung berücksichtigt. Ebenso werden die Verfügbarkeit, die Aktualität und die

16 Vgl. Lawrence, Individual investors and financial disclosure, Journal of Accounting and Economics 2013 S. 130–147. Die Verständlichkeit der Finanzinformationen wird dabei anhand der Lesbarkeit (readability) und der Länge des jeweiligen Geschäftsberichts gemessen (vgl. Lawrence, S. 131).

17 Vgl. Baetge u. a., in: Everling u. a. (Hrsg.), Transparenzratings, 2012, S. 62.

18 Vgl. Wagenhofer/Ewert, Externe Unternehmensrechnung, 2006, S. 4.

19 Vgl. Piwinger, in: Kirchhoff/Piwinger (Hrsg.), Praxishandbuch Investor Relations, 2005, S. 31.

## ► In der RIC-Dimension Reporting stellen die freiwilligen Lageberichtsinformationen die effektivsten Hebel zur Senkung der Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Aktionären dar. ◀

Nachvollziehbarkeit der dargelegten Informationen beachtet. Im Hinblick auf die „Equity Story“ wird beispielsweise untersucht, ob und in welcher Detailtiefe Schlüsselkompetenzen, Erfolgsfaktoren und Perspektiven des Unternehmens wie auch Investment-Highlights und die Aktienkursentwicklung kommuniziert werden.

Wie eingangs erwähnt, wird ebenfalls die Konsistenz mit anderen Berichtsteilen, beispielsweise dem Strategieteil des Geschäftsberichts, erfasst und operationalisiert. Weiterer Untersuchungsgegenstand ist die Verfügbarkeit von Informationen auf der IR-Webseite, die für Investoren, Analysten und Aktionäre als relevant bzw. entscheidungsnützlich zu betrachten sind. Diese Verfügbarkeitsprüfung umfasst neben den Pflichtbestandteilen wie dem Vorliegen von Ad-hoc-Mitteilungen, Geschäfts- und Quartalsberichten und der DCGK-Entsprechenserklärung insbesondere die freiwillig zur Verfügung gestellten Dokumente und Informationsquellen wie Equity-Story, Roadshow-Präsentationen, Pressemitteilungen, Live-Stream-Angebote sowie einen RSS-Benachrichtigungsservice und einen Newsletter. Auch wird verzeichnet, ob im Anschluss an die Hauptversammlung dazugehörige Redemanuskripte, Präsentationsdokumente bzw. Videoaufzeichnungen auf der IR-Webseite bereitgestellt werden. Schließlich erfasst das RIC-Modell, ob aktuelle News zum Unternehmen sowie der Aktienkursverlauf auf der IR-Webseite zur Verfügung gestellt werden. Insgesamt misst das RIC-Modell die Informationsqualität der Investor-Relations-Dimension anhand von über 200 Kriterien.

### 3.4 Die Capital-Markets-Dimension (Kapitalmarkt einschätzung)

Während das RIC-Modell in den Dimensionen Reporting und Investor Relations die Informationsqualität der Senderperspektive evaluiert, wird in der Dimension Capital Markets die Reaktion der Empfängerseite, d. h. der Investoren, gemessen. Die damit einhergehende Analyse unterteilt sich in eine retrospektive sowie prospektive Komponente und basiert auf quantitativen wie qualitativen Kriterien. Das Ziel der Analyse ist es, diejenigen Reaktionen

des Markts zu identifizieren, welche zumindest tendenziell Aufschluss über die Qualität der vom Unternehmen kommunizierten Informationen geben. Im Rahmen einer überwiegend prospektiven Fondsmanagerbefragung wird analysiert, wie überzeugend die Gesamtunternehmenszielsetzungen entlang der Equity Story, der finanziellen sowie der operativen Strategie sind. Eine besondere Bedeutung kommt ebenso dem Kontakt zum Senior Management eines Unternehmens als dem direkten Bindeglied zwischen Unternehmen und Informationsintermediären zu. Auch wird die Arbeit der IR-Abteilung bezogen auf Qualität, Quantität und zeitliche Kontingenz der zur Verfügung gestellten Informationen abgefragt.

Die Analyse der Aktienkursperformance basiert auf Rendite- und Volatilitätsdaten, welche Einzug in die Berechnung einer risikoadjustierten Überschussrendite halten. Diese Renditeberechnung entspricht weitgehend der Sharpe Ratio<sup>20</sup> und erfolgt über mehrere Zeiträume (ein, drei und fünf Jahre). Dabei wird ein Quotient aus der Differenz zwischen dem jeweiligen Total Shareholder Return<sup>21</sup> des analysierten Unternehmens und des entsprechenden Peer Group vergleichbarer Unternehmen) sowie aus der Kursvolatilität der Unternehmensaktie gebildet. Die Verwendung dieser modifizierten Sharpe Ratio beruht auf der theoretischen Überlegung, dass gute Kapitalmarktkommunikation die Aktienkursvolatilität minimiert und somit in einer relativ höheren Sharpe Ratio Ausdruck findet. Zudem werden durch Einbeziehung mehrerer Zeithorizonte sowie des Börsenindex Vergleichbarkeit und differenzierte Beurteilung gewährleistet.

### 4. Praktische Offenlegungsempfehlungen für eine effektive Kapitalmarktkommunikation auf der Basis des RIC-Modells

Nachdem die Vorteile umfangreicher Informationstransparenz in der Kapitalmarktkommunikation für Unternehmen und Aktionäre dargelegt und das RIC-Modell in Kürze beschrieben wurde, sollen im Folgenden einige Offenlegungsempfehlungen die vorgenannten Abschnitts-

inhalte verdeutlichen und gleichzeitig den Bogen zur Praxis der Kapitalmarktkommunikation schlagen<sup>22</sup>. Es sei darauf hingewiesen, dass angesichts des Umfangs des RIC-Ansatzes nur die relevantesten Verbesserungsmöglichkeiten angeführt werden<sup>23</sup>. Anhand der folgenden Ansätze kann nun der Aufsichtsrat überprüfen, ob die Kapitalmarktkommunikation dem RIC-Ansatz entspricht und bei Abweichungen entsprechende Adjustierungen vornehmen.

In der RIC-Dimension Reporting stellen für den Geschäftsbericht die freiwilligen Lageberichtsinformationen zu den Abschnitten

- (a) Geschäftsmodell, Strategie und Wertmanagement,
- (b) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage,
- (c) Chancen und Risiken,
- (d) Prognose und
- (e) Corporate Governance

die effektivsten Hebel zur Senkung der Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Aktionären dar.

Im Detail sollten hinsichtlich (a) *Geschäftsmodell, Strategie und Wertmanagement* stets die Erfolgsfaktoren des Unternehmens offengelegt werden, insbesondere im Vergleich zu den Wettbewerbern. Gleichermaßen sollten jene Wettbewerber für die Konzern- als auch Segmentebene benannt und kurz diskutiert werden. Nicht minder relevant sind für den Aktionär die Offenlegung quantifizierter Informationen zu der finanziellen Bedeutung der wesentlichen Produkte, Dienstleistungen und Absatzmärkte für Umsatz und Ergebnis, erneut jeweils für die Konzern- und Segmentebene. Auch sollten die Ziele für

20 Vgl. Sharpe, Mutual Fund Performance, Journal of Business 1966 S. 119–138.

21 Der Total Shareholder Return entspricht der Aktienrendite inklusive Dividenden.

22 Das RIC-Modell wird seit dem Jahr 2014 jährlich im Wettbewerb „Investors' Darling“ des manager magazin bei der Analyse aller 160 HDAX-notierten Unternehmen eingesetzt. Die dazugehörigen Ergebnisse können in der jeweiligen Oktoberausgabe des Magazins nachgelesen werden.

23 Auch sei klargestellt, dass die nachfolgenden Offenlegungsempfehlungen primär börsennotierten Kapitalgesellschaften von Nutzen sein mögen. Weitere Detailinformationen zu den Beurteilungskriterien unter <http://kapitalmarkt-forschung.info/kriterienkatalog/>.

► **Mit zunehmender Informations-  
transparenz können signifikante  
Vorteile für das mit dem Kapital-  
markt kommunizierende Unter-  
nehmen erlangt werden.** ◀

die strategischen Leistungsindikatoren und die dafür notwendigen Maßnahmen inklusive Angabe des Zeithorizonts offengelegt werden. Damit der Aktionär auch die gesellschaftsrechtliche und wirtschaftliche Komplexität des Unternehmens nachvollziehen kann, sollte die Visualisierung der rechtlichen und wirtschaftlichen Organisationsstruktur in Form von Organigramm-Grafiken ebenfalls nicht fehlen. Ferner sollten die von der Unternehmensführung herangezogenen Steuerungsgrößen bzw. Leistungsindikatoren auf Konzern- und Segmentebene jeweils mit einer Trendanalyse berichtet werden.

Hinsichtlich der (b) *Vermögens-, Finanz- und Ertragslage* sind zusätzliche, d. h. freiwillige Informationen zu Preis- und Mengen-, Akquisitions- und Desinvestitions- sowie Währungseffekten auf Umsatz und Ergebnis vorzugsweise in tabellarischer Form von besonderer Relevanz. Diese Informationen erlauben wichtige Erkenntnisse über die oft genannten „Treiber“ des Unternehmenserfolgs und ermöglichen dementsprechend eine bessere Einschätzung über dessen Nachhaltigkeit.

Im Hinblick auf freiwillige Informationen zu (c) *Chancen und Risiken* sind gerade Angaben über die Chancen mitsamt Eintrittswahrscheinlichkeiten und finanziellen Wirkungen für den Konzern sowie für das einzelne Segment für Aktionäre ähnlich erkenntnisreich wie analoge Angaben über Risiken (insbesondere rechtliche und Preisrisiken). Entsprechend sind Angaben zum Risikomanagementsystem und zu Absicherungsmaßnahmen gegen Wechselkursrisiken und anderen Risiken ebenfalls hochrelevant aus Aktionärssicht.

Weiterhin sind detaillierte Informationen zu (d) *Prognosen* und damit zu den Zukunftserwartungen der Unternehmensführung ein wichtiger Bestandteil bei der Beurteilung der Anlage für den Aktionär. Hierbei sind von besonderem Interesse jeweils die quantitativen Prognosen zur Branche, zu wesentlichen GuV-Posten, zu den zuvor beschriebenen Steuerungsgrößen der Unternehmensführung, Vermögens- und Finanzlage sowie zu Dividendenausschüttungen. Diese Angaben sollten stets ergänzt werden um Abwei-

chungsanalysen in Bezug auf frühere Prognosen und tatsächlich realisierte Ist-Werte. Somit kann der Aktionär besser beurteilen, wie und inwiefern die angegebenen Prognosen einzuschätzen bzw. entscheidungsnützlich sind.

Schließlich sind für den Aktionär im Geschäftsbericht gerade auch detaillierte Angaben zur (e) *Corporate Governance* des Unternehmens von hoher Relevanz. Gerade die Ausgestaltung des Anreizsystems für den Vorstand ist für die Zielkongruenz zwischen Aktionären und Management ein oft von Aktionären diskutiertes Thema. Entsprechende Offenlegungen schaffen hierbei eine wichtige Informationstransparenz. U. a. sollten die folgenden Elemente nicht fehlen: eine Entsprechenserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex bzw. etwaige Erläuterungen im Falle von Abweichungen. Überdies sollten Detailangaben zur Vergütungspolitik (z. B. Verknüpfung zwischen Vergütungsbestandteilen und Leistungsindikatoren, Altersvorsorge des Vorstands) entsprechend offengelegt werden.

Die oben aufgeführten Offenlegungsempfehlungen für den Geschäftsbericht sollten gleichermaßen auf den Halbjahresbericht übertragen werden, jedoch nur, sofern eine Aktualisierung der Informationen des Geschäftsberichts damit einhergeht. Beispielsweise sollte der Halbjahresbericht darlegen, inwieweit das Unternehmen den anvisierten bzw. prognostizierten Zahlenwerten (sei es Leistungsindikatoren oder Wachstumsprognosen) seit dem vergangenen Geschäftsbericht näher gekommen ist oder nicht. Somit wird die durch den Geschäftsbericht in vielerlei Themen geschaffene Informationstransparenz durch den Halbjahresbericht zum Vorteil des Aktionärs weitergeführt.

In der RIC-Dimension Investor Relations lässt sich die Kapitalmarktkommunikation über die Kanäle IR-Webseite und IR-Dokumente verbessern, indem die vorgenannten Inhalte der RIC-Dimension ebenfalls in der IR-Präsentation enthalten sein sollten. Hierbei ist es wichtig, dass die Informationen konsistent zwischen den Kanälen Reporting und Investor Relations verwendet werden. Anderenfalls können

Irritationen beispielsweise aufgrund unterschiedlich verwendeter Leistungsindikatoren entstehen. Überdies sollten eine Equity Story sowie die wichtigsten Investment-Highlights zusätzlich in den IR-Kanälen enthalten sein, da diese von Aktionären mittlerweile auch zunehmend erwartet werden.

Die für die Kanäle Reporting und Investors Relations empfohlenen Offenlegungen ermöglichen zusammenfassend einerseits eine höhere Stufe der Informationstransparenz zwischen Unternehmensführung und Aktionären und sorgen andererseits dafür, dass die Kapitalmarktkommunikation konsistenter bzw. einheitlicher und damit effektiver arbeitet.

## 5. Zusammenfassung

Dieser Beitrag stellt ein an den Aufsichtsrat adressiertes, mit Forschungsergebnissen untermauertes Plädoyer für transparente Kapitalmarktkommunikation dar: Gezeigt wurde, dass mit zunehmender Informationstransparenz signifikante Vorteile für das mit dem Kapitalmarkt kommunizierende Unternehmen erlangt werden können. Der Aufsichtsrat als gleichzeitiger Vertreter der Aktionäre und als Berater bzw. Kontrolleur des Vorstands kann hierbei maßgeblich dabei helfen, das grundsätzliche Interesse nach höherer Informationstransparenz seitens der Unternehmenseigner durchzusetzen. Wie die Kapitalmarktkommunikation wiederum verbessert werden kann, zeigt dieser Beitrag auf der Basis des RIC-Modells und fokussiert sich hierbei auf das Reporting und die Investor Relations.

Durch die empfohlenen zusätzlichen Offenlegungen können die Aktionäre die sog. Management-Perspektive eher einnehmen und damit die Ziele und Maßnahmen desselben besser nachvollziehen. Somit können die Aktionäre mit der damit einhergehenden verringerten Informationsasymmetrie die eingangs beschriebene Zielkongruenz zwischen Eigentum und Management effektiver überwachen. Das Management ist somit in der Lage, die erhöhte Transparenz wiederum als Anreiz zu begreifen, die mit den Unternehmenseignern vereinbarten Ziele noch stärker zu verfolgen.