

# **Investorenorientierte Kommunikationspolitik**

Stephan Schulte Limbeck

Dipl.-Kfm., MBA

## **Kommunikation für Finanzmärkte**

Die zunehmende Globalisierung und die Standardisierung der Finanzmärkte im Sinne des aus den USA kommenden „Shareholder Capitalism“ haben auch in Deutschland eine starke Kapitalmarktorientierung in der Unternehmensführung begünstigt. Neben den Bewertungsansätzen zur Berechnung des ökonomischen Wertes eines Unternehmens wurde die Idee des Shareholder Value Managements daher für die Unternehmensführung programmatisch zu einem Strategiemodell der permanenten Wertsteigerung entwickelt. Der Marktwert eines Unternehmens kann an den Kapitalmärkten jedoch nur gesteigert werden, wenn die Maßnahmen der wertorientierten Unternehmenssteuerung von einer strategisch konzipierten und professionell umgesetzten Kommunikationspolitik flankiert werden. Betriebswirtschaftlich liegt die primäre Zielsetzung in der Erzielung von Renditen, die über den Kapitalkosten liegen, aber erst die kapitalmarktorientierte Kommunikation führt dann über einen steigenden Aktienkurs zu der angemessenen Unternehmensbewertung. Auf den Finanzmärkten herrscht inzwischen ein vergleichbarer Wettbewerb um Investoren, wie auf den Produktmärkten um Kunden. Dies fordert von Unternehmen auch auf den Kapitalmärkten ein professionelles Marketing, da Kommunikationsumfang und -qualität mit Investmententscheidungen zusammenhängen. Es müssen strategische, betriebs- und finanzwirtschaftliche sowie rechtliche Aspekte bei der Konzeption und Umsetzung einer investorenorientierten Kommunikationspolitik einbezogen werden.

## **Shareholder Value-Konzepte**

Im Kontext der Globalisierung eröffnen sich den Investoren vielfältige internationale Anlagemöglichkeiten mit hohen Renditeoptionen, so dass Renditeerwägungen für Kapitalanlageentscheidungen eine hohe Bedeutung haben und Unternehmen daher Rendite und Shareholder Value ständig steigern müssen.

Gemäß den gängigen Shareholder Value-Konzepten wird Wert für die Aktionäre erst dann geschaffen, wenn eine Rendite erwirtschaftet wird, die über einer geforderten Mindestrendite entsprechend den Eigenkapitalkosten liegt. Hierbei werden auch Risikoparameter und der Zeitwert des Geldes berücksichtigt. Nur wenn die Rendite der vom Unternehmen getätigten Investitionen über den vom Kapitalmarkt geforderten Kapitalkosten und Risikoprämien liegt, wird wirklich zusätzlicher Unternehmenswert bzw. Shareholder Value geschaffen. In der strategischen Unternehmensführung fokussiert das Shareholder Value Management auf die

Erfolgsfaktoren Rentabilität und Ertragskraft. Die Evaluation und Steuerung von Unternehmensaktivitäten oder Geschäftsfeldern erfolgt durch den Cash Flow und die diesbzgl. Werttreiber-Szenarien. Tatsächlich steigt i.d.R. aber der Aktienkurs und somit die Bewertung eines Unternehmens erst, wenn die Finanzmärkte die Steigerung von Rentabilität und Ertragskraft wahrnehmen und so positiv bewerten, dass sie Investments in die Aktien des betreffenden Unternehmens tätigen. Dieser Prozess setzt also Kommunikation und Information voraus und kann durch das Unternehmen professionell gestaltet werden. Somit ist Kommunikation ein wichtiger Bestandteil eines strategischen Shareholder Value Managements, da vergleichbar zum kundenorientierten Marketing auch das Kaufverhalten von Investoren beeinflusst werden soll. Eine wertorientierte Unternehmensführung verbessert nicht nur Profitabilität und Performance von Aktiengesellschaften, sondern bewirkt bei professioneller Kommunikation auch eine bessere Bewertung des Unternehmens und seiner zukünftigen Entwicklung. Hieraus resultieren hohe Aktienkurse und Gewinnausschüttungen, die als Shareholder Value eine Steigerung des Wertes des von Aktionären überlassenen Kapitals darstellen.

### **Unternehmenswert durch Kommunikation**

Aktienmärkte lassen sich als soziale Kommunikationssysteme darstellen. Alle Veränderungen an der Börse gehen auf Handlungen von Menschen zurück, es liegt also ein soziales System vor. In diesem sozialem System umfasst die Kommunikation die Informationsübermittlung, -verarbeitung und –auswertung sowie neben dem aktiven Handeln auch das passive Erleben. Die Marktakteure tauschen auf der Basis des sog. „fairen Wertes“ ihre Erwartungen darüber aus, ob Aktien teuer oder billig sind bzw. ob Unternehmen über- oder unterbewertet sind. Kommunikationshandlungen sind die Geschäftstransaktionen, die sich in Aktienkursen und Volumina niederschlagen, sowie alle vorhergehenden Informationen und die hierauf basierenden verbalen oder schriftlichen Äußerungen bezüglich der Werthaltigkeit von Aktien sowie der diesbzgl. Entwicklung von Werttreibern im Unternehmen. Der Börsenmarkt mit seinen Marktteilnehmern kann also als ein System interpretiert werden, das aus der Kommunikation von Werterwartungen besteht. Wesentliches Strukturelement im Kommunikationsprozess sind die in einem Zeitpunkt bestehenden Werterwartungen der Anleger, denn diese legen fest, wie die Investoren auf neue Informationen reagieren. Eine fundamental-ökonomische Information ist für sich alleine genommen neutral. Eine Gewinnsteigerung von 50% kann gut oder auch schlecht sein, je nach Erwartung des Anlegers oder Analysten.

Mit diesen Kommunikationsprozessen ist aber auch die Voraussetzung dafür gegeben, dass Unternehmen die Aktienkurspreise und ihre Unternehmensbewertung durch Informationsübermittlung aktiv gestalten und über strategisches Marketing in Investor- und Public Relations beeinflussen können. In der Finanzmarktkommunikation kann man sich zudem verschiedener Methoden und Medien des Produktmarketings aus dem Konsumgüter- und Investitionsgüterbereich bedienen. So haben Aktien auch einen USP (Unique Selling Proposition) und Investor Relations nutzen Instrumente und Methoden aus Werbung, Sales Promotion und Öffentlichkeitsarbeit.

## **Informationsbedarf der Financial Community**

Die verschiedenen Shareholder Value-orientierten Analytenkonzepte identifizieren im Unternehmensportfolio die für die Geschäftseinheiten relevanten Werttreiber, um dann unter Berücksichtigung des spezifischen Risiko/Renditeprofils der jeweiligen Geschäftsfelder die signifikanten, nachhaltigen Veränderungen der Werttreiber (Umsatzwachstum, Marge, Investitionen in Anlagevermögen, Investitionen in Umlaufvermögen, Steuersatz und Kapitalkosten) für die Geschäftseinheiten zu erfassen und mit Hilfe von Szenariosimulationen die sich daraus ergebende Unternehmens- und Ertragsentwicklung zu prognostizieren.

Die Analysten und Anleger evaluieren hierfür Informationen und nutzen komplexe Bewertungsmodelle, um Wertdiskrepanzen zu identifizieren. Gemäß neoklassischem Modell bzw. Portfoliotheorie handeln die Akteure auf den Kapitalmärkten unabhängig rational und alle relevanten Informationen werden gleichzeitig wahrgenommen sowie gleichzeitig richtig verarbeitet. Daraus resultiert, dass die Kapitalmärkte effizient sind. Empirisch kann aber nachgewiesen werden, dass Aktienkurse oft von den Verläufen abweichen, die unter der Effizienzhypothese zu erwarten wären, beispielsweise bei hoher Volatilität oder Spekulationsblasen. Hier behauptet nun die Theorie der Behavioural Finance, dass infolge der Limitationen menschlicher Informationswahrnehmung und –verarbeitung die Rationalitätsprämisse nicht immer zutrifft. Die Finanzmarktakteure werden aufgrund des Einsatzes vereinfachender Entscheidungsregeln sowie der Beeinflussung durch prozessuale, mediale, gruppenpsychologische und emotionale Einflüsse nur als beschränkt rational gesehen. Die Reaktion der Börse auf fundamentale Informationen ist somit nicht vollkommen beliebig, sondern abhängig von den Erwartungen der Anleger. In einem effizienten Markt mit unabhängig-rationalen Anlegern werden die durchschnittlichen Erwartungen, die sich im Kurs niederschlagen, eine optimale Schätzung der – unbekannt – fundamentalen Wahrscheinlichkeiten darstellen. Der Kursverlauf ist ein „random walk“. Wenn es aber Situationen gibt, in denen sich die Anleger über psychologische und systemische Prozesse gegenseitig beeinflussen und über unzureichende Unternehmensinformationen oder Analyse- und Evaluationstechniken verfügen, dann kann es in diesen Situationen zu suboptimalen Schätzungen der fundamentalen Wahrscheinlichkeiten kommen. Durch eine aktive Kommunikation mit aktueller und transparenter Information, kombiniert mit umfassender und verständlicher Berichterstattung kann die Kommunikationspolitik eines Unternehmens diese Entwicklung verhindern oder abmildern.

Die Werterwartungen der Anleger schlagen sich nieder in den Aktienkursen. Die Kurse repräsentieren also die Erwartungsstrukturen der Anleger zu einem gegebenen Zeitpunkt. Voraussetzung für eine positive Erwartungshaltung ist die Entwicklung einer positiven oder polarisierenden Markthypothese. Solche Markthypothesen sind Erwartungen bezüglich signifikanter, nachhaltiger Veränderungen der Werttreiber eines Unternehmens. Synonyme Begriffe sind „Vision“, „Investmentstory“, „Equity Story“ oder „Investmentthema“. Diese Hypothesen beschreiben die Grenzen der zu einem Zeitpunkt bestehenden Denk- und Erwartungsmuster der Investoren. Zudem polarisieren die Hypothesen die Anleger, denn die zugrunde liegenden Potentiale sind von signifikanter Bedeutung, ihre Realisierung ist aber in hohem Maße unsicher. Durch die Kommunikationsmaßnahmen des Unternehmens und die Investmentstory wird die Aufmerksamkeit der Anleger fokussiert und die Komplexität für die Investoren und Analysten reduziert, indem die Vielzahl möglicher Szenarien beschränkt wird. Alle Käufe und Verkäufe sowie alle schriftlichen und verbalen Meinungsäußerungen zur Werthaltigkeit von Aktien sind Mitteilungen solcher Erwartungen. Die Börse ist somit ein

System, das aus der Kommunikation von Werterwartungen besteht. Die Investoren tätigen Investments, weil sie profitieren wollen. Bei ihrer Investitionsentscheidung orientieren sie sich am sog. „fairen“ bzw. „inneren Wert“ eines Unternehmens bzw. Geschäftsbereiches und der damit einhergehenden Bewertung, ob das Unternehmen, seine Strategie sowie die derzeitige und zukünftige Wettbewerbsposition über- oder unterbewertet sind. Dies beinhaltet eine Analyse der Stärken, Schwächen, Potentiale und Risiken in Relation zu existierenden und potentiellen Konkurrenten. Jede Information aus der Firma und seiner Systemumwelt (Politik, Wirtschaft, Technik, Gesellschaft) wird hinsichtlich ihrer Auswirkung auf den betreffenden Geschäftsbereich sowie den hieraus resultierenden Einflüssen auf die Geschäftsentwicklung und den Unternehmenswert beurteilt. Denn der Wert einer Aktie ist eine Funktion ausschließlich zukünftiger Zahlungsströme. Finanzmathematisch definieren Sie den fairen Wert als Barwert der erwarteten zukünftigen Erträge. Die zukünftigen Zahlungsströme sind aber immer unbekannt und wegen der dynamischen Wettbewerbs- und Umweltkomplexität in verschiedenem Ausmaß unsicher. Es gibt kein mathematisches Verfahren, das aktuelle und zukünftige Kurse präzise aus bekannten ökonomischen Fakten, oder anders ausgedrückt, zukünftige Fakten aus historischen Fakten eindeutig und sicher ableiten könnte. Somit kann es auch kein „faires“ bzw. objektiv richtiges Kursniveau geben, das durch professionelle Analyse richtig beobachtet und abgeleitet werden könnte. Der in der Praxis weit verbreiteten Versuche, Abweichungen des Marktpreises vom fairen Wert zu ermitteln, sind somit keine analytische Objektivität, sondern eigentlich nur Wetten von Analysten und Investoren, dass ihre Zukunftserwartungen „besser“ bzw. „realistischer“ sind als die des Marktes. Somit resultieren Investmentchancen nur aus Verzerrungen der dem Marktpreis zugrunde liegenden Erwartungsbildungsprozesse der verschiedenen Marktteilnehmer. Diesem Dilemma versuchen Analysten und Investoren mit einer umfassenden Informations- und Datensammlung aus unterschiedlicher Quellen sowie einer professionellen Auswertung zu begegnen. Hier sollte die Kommunikationspolitik der Aktiengesellschaften ansetzen und umfangreiche, klare und aktuelle Informationen proaktiv und systematisch in die Finanzmärkte kommunizieren. Auch problematisch ist der Umstand, daß die (Shareholder oder Economic-)Value-orientierten Bewertungsmodelle zur Bestimmung der Werthaltigkeit mit Prognosen, Schätzungen sowie Erwartungen arbeiten und diese fehlerhaft oder unrealistisch ausfallen können, da Analysten oder Investoren u.U. spezifische Fach-, Markt- oder Branchenkenntnisse fehlen. Die Finanzmarktkommunikation sollte daher nicht nur unternehmensbezogene Fakten vermitteln, sondern auch Hilfestellung sowie Methoden-Know-How für eine korrekte Interpretation der Unternehmensdaten und Marktentwicklungen geben.

### **Zielgruppen und Ziele der Investorenorientierung**

In der Kapitalmarktkommunikation sind zuerst die gesetzlichen Anforderungen gemäß dem Wertpapierhandelsgesetz zu berücksichtigen, zudem können weitergehende Informationsmaßnahmen ergriffen werden. Generelle Grundsätze der Finanzmarktkommunikation sind:

- Sachlichkeit und Glaubwürdigkeit
- Kontinuität

- Gleichbehandlung
- Berücksichtigung der geltenden Gesetze und Vorschriften
- Keine Insiderinformationen
- Veröffentlichung von kursrelevanten Informationen gemäß WpHG

Die Kapitalmarktbezogene Kommunikation richtet sich generell an sechs Adressatengruppen:

- Großaktionäre
- Institutionelle Investoren
- Bank- und Fondsanalysten
- Journalisten
- Private Anleger/Kleinaktionäre
- Mitarbeiter und Belegschaftsaktionäre

Die Kommunikation für und mit Investoren verfolgt ein Bündel von Zielen:

- Finanzwirtschaftliche Ziele: - Angemessene(r) Unternehmensbewertung/Aktienkurs  
- Kapitalkostenreduktion
- Kommunikationsziele: - Informationspflichten gegenüber Aktionären erfüllen  
- Bekanntheitsgrad des Unternehmens/der Aktie steigern  
- Positives Image prägen  
- Vertrauensbildung und Aktionärsloyalität fördern
- Kapitalmarktziele: - Breite Streuung der Aktien  
- Verringerung der Volatilität  
- Schutz vor feindlichen Übernahmen

Für diese Zielgruppen müssen differenzierte Kommunikationskonzepte erarbeitet werden, die in Inhalt, Argumentation, Detaillierungsgrad, Gestaltung, Timing und Medienwahl auf die jeweilige Zielgruppe und ihre Informationsbedürfnisse fokussiert und maßgeschneidert sind.

Nach unseren Erfahrungen ist es besonders erfolgversprechend für die einzelnen Zielgruppen tiefgehende Segmentierungen mit eigenständigen Informations- und Kommunikationsstrategien zu entwickeln (z.B. bei institutionellen Investoren nach Investitionsstilen, Asset Allocation-Präferenzen oder genutzten Selektionsverfahren).

Aufgrund des hohen Wettbewerbs am Kapitalmarkt erscheint es erfolgversprechend für die aktionärsorientierte Kommunikation auch Methoden und Instrumente einer Markenstrategie einzusetzen.

### **Inhalte einer investorenorientierten Kommunikationspolitik**

Der Bewertung von Aktien geht ein Kommunikationsprozeß voraus, in dem Informationen für die Unternehmensbewertung übermittelt werden. Professionelle Investor Relations-Arbeit hat daher einen nicht zu vernachlässigenden Einfluß auf den Unternehmenswert. Die Akteure auf

den Finanzmärkten benötigen und erwarten umfassende Informationen über Aktiengesellschaften. Es müssen die langfristigen Unternehmens- und Kurssteigerungsperspektiven sowie Chancen und Risiken dargestellt werden. Der zukünftig zu schaffende Mehrwert muß deutlich vermittelt werden. Detailliert sollten die Maßnahmen und Aktivitäten des wertorientierten Managementkonzeptes dargestellt werden mit besonderer Erläuterung der Pläne zum Unternehmenswachstum, die weitere Entwicklung der Cash-Flow-Werttreiber und die Bedeutung der auf Profitabilität jeder einzelnen Investition abstellenden Wertsteigerungsmaximen.

Ein Unternehmen besteht i.d.R. aus einem Portfolio strategischer Unternehmensbereiche mit unterschiedlichen Geschäftsaktivitäten und Wachstumsaussichten. Im Rahmen einer Segmentberichterstattung sollte die Unternehmung in klar abgegrenzte Geschäftseinheiten eingeteilt sein, die getrennt zu bewerten und mit eigenen Geschäftsfeldstrategien zu steuern sind. Hierbei sollte explizit dargelegt werden, wie der Marktwert des Unternehmens durch Renditestеigerung, Geschäftsausweitung und Veränderungen im Portfolio erhöht werden soll. Die Unternehmenskommunikation muß hierzu die beiden strategischen Ebenen der Unternehmensführung differenzieren und überzeugend darstellen. Die erste Ebene stellen die Maßnahmen für die strategische Gesamtunternehmensführung dar (z.B. Fokussierung auf profitable Kernbereiche, Restrukturierung, Abbau von Quersubventionierungen, Desinvestitionen, usw.), während die zweite Ebene die Steuerung der einzelnen Geschäftseinheiten (Rationalisierung, Outsourcing, Innovationen, Ausschöpfung von Fremdkapital-Spielräumen, etc.) umfasst.

Die Botschaften und Kernaussagen der investorenorientierten Kommunikation in Investor und Public Relations sollten die strategischen und operativen Fähigkeiten der Unternehmen widerspiegeln, Cash Flows zu generieren sowie Gewinn und Shareholder Value zu erhöhen.

### **Instrumente der Investor Relations**

Ein professionelles Finanzmarketing erfordert die Berücksichtigung spezifischer Kapitalmarktkulturen und regelmäßige Präsenz an den wichtigsten Börsenplätzen, bei bedeutenden Investoren sowie relevanten Multiplikatoren. Aus der Globalisierung und dem wachsenden Einfluss ausländischer Kapitalanlageinstitutionen resultiert eine zunehmende internationale Ausrichtung von Investor Relations-Aktivitäten. Die Erwartungshaltung der Finanzmärkte und bedeutender Investoren muß regelmäßig analysiert und überprüft werden.

Instrumente, die in einem auf die jeweilige Zielgruppe bezogenen optimierten Mix eingesetzt werden können:

- Hauptversammlung/Geschäfts- und Zwischenberichte
- Unternehmenspräsentationen/Roadshows
- One-to-One-Meetings
- Analystentreffen
- Investorenworkshops
- Presse- und PR-Arbeit
- Werbekampagnen (Anzeigen, Flyer, Broschüren, Factbook)

- Events/Aktionärs-messen-/treffen
- Informationsschreiben/Aktionärsbriefe
- Internetpräsenz/IR-Veranstaltungen/Life Chats
- Call Center/Conference Calls/Aktionärs-Hotline

Diese Instrumente müssen in eine systematische und kontinuierliche wertorientierte Kommunikationsstrategie eingearbeitet werden. Ziel sind abgestimmte Investor- und Public-Relations-Aktivitäten, damit eine langfristig positive Aktienkursentwicklung ohne Über- und Unterbewertungen entsteht. Eine konsequente Aktien-Markenpflege und ein positives Image versuchen eine hohe Aktionärsbindung sicherzustellen. Allerdings müssen diese Instrumente hinsichtlich ihrer inhaltlichen Details und der methodischen Umsetzung auf die Kommunikations- und Informationsbedürfnisse der Adressaten angepasst werden. Zudem sollten Personalkapazitäten und Kosten kritisch geprüft und eine optimierte Ressourcennutzung angewandt werden. Beispielsweise unterscheiden sich die Informationsbedürfnisse von institutionellen und privaten Anlegern erheblich. So sind Geschäfts- und Quartalsberichte sehr auf den Informationsbedarf professioneller Investoren ausgerichtet, hier kann es für die Zielgruppe der Privatanleger geeigneter (und kostengünstiger) sein, eine Kurzversion mit allen wesentlichen Informationen und dem Angebot zum Bezug der Langfassung zu versenden. Insbesondere das Internet eröffnet neue Möglichkeiten zur zeitnahen Präsentation und Interaktion mit breiten Aktionärskreisen. Zudem ist das Internet ein Informationskanal, über den man länderübergreifend viele Adressaten bei niedrigen Kosten kontaktieren kann.

In zunehmenden Maße versuchen institutionelle Investoren und Analysten über die quantitativen Analysen hinaus auch qualitative Schlüsselfaktoren wie Unternehmensführung, Managementkompetenz und Innovationspotentiale einzubeziehen. Hierauf muß die Kommunikationspolitik der Unternehmen neue Informationsinhalte entwickeln und spezifische Präsentationsformen einsetzen.

Gute proaktive Finanzmarktkommunikation zeichnet sich dadurch aus, dass die Investor Relations-Verantwortlichen als interner Berater bei der betriebswirtschaftlichen Strategiekonzeption der Unternehmensentwicklung beteiligt sind, so dass sie mögliche Reaktionen der Kapitalmärkte antizipieren und entsprechende unternehmenseigene Reaktionen konzipieren. Für entsprechende Szenarien sollten daher bereits spezifische Handlungsvorschläge und passende Dokumentationen vorbereitet sein.

Die wertorientierte Unternehmensführung sollte neben den extern orientierten Kommunikationsaktivitäten auch durch interne Maßnahmen, wie z.B. Informations- und Motivationskampagnen für die Belegschaft und ergebnisorientierte Vergütungssysteme für Manager und Mitarbeiter ergänzt werden. Allerdings muß das Unternehmen auch die Erwartungen der Aktionäre erfüllen, denn Marketing kann wertorientierte Unternehmensführung bekannt machen und positiv vermarkten, aber keinesfalls dauerhaft ersetzen.