

SONDERBEILAGE: AKTIENANALYSTENAWARD

Analysten sollten Corporate Governance thematisieren

Ohne Würdigung der Qualität der Unternehmensführung fehlen wesentliche Aspekte – Einbeziehung ist auch eine Frage der Wettbewerbsfähigkeit

Börsen-Zeitung, 13.5.2011

Es ist hinlänglich bekannt, dass Anleger von Aktienanalysten nicht nur ein tiefes Wissen über Branchen erwarten, sondern insbesondere daran interessiert sind, von Aktienanalysten neue Einsichten und Einschätzungen zu Unternehmen zu erhalten. Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass die Aufbereitung von Kennzahlen eines Unternehmens z.B. nach Abgabe von Quartalszahlen, sogenanntes „Maintenance Research“, weder von Anlegern als Einzelstellungsmerkmal von Aktienanalysten gewertet wird noch dazu dienen kann, dass sich Aktienanalysten nachhaltig und deutlich von ihren Mitbewerbern absetzen können. Deshalb muss es das ureigenste Interesse des Aktienresearchs sein, Mehrwerte zu generieren, indem Anlegern „frische“ Erkenntnisse geboten werden, die durch intellektuelle Strenge bestechen und nicht durch Detailorientierung.

Als Berufsverband kann und darf die DVFA ihren Mitgliedern durchaus Wege aufzeigen, über die sich Equity Research weiterentwickeln und positiv vom Mainstream absetzen kann. In diesem Sinne geht dieser Artikel der Frage nach, welche Aspekte unternehmerischer Performance im Aktienresearch noch gute Profilierungsmöglichkeiten bieten, und schlägt vor, unternehmerisches Verhalten im weiteren Sinne, konkret Corporate Governance, stärker als bisher in Unternehmensanalysen zu thematisieren.

Corporate Governance kann man in einem engen rechtlichen Sinne verstehen. Darunter fällt dann die Compliance von Unternehmen mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex, umgangssprachlich „Cromme-Kodex“ genannt. Gute Corporate Governance im rechtlichen Sinne wäre dann gegeben, wenn Unternehmen durch Abgabe der Entsprechenserklärung ihre Compliance mit dem Corporate Governance Kodex dokumentieren.

Eine weitergehende Definition

versteht unter Corporate Governance all jene Aspekte unternehmerischen Verhaltens, die gemeinhin unter dem Begriff der guten Unternehmensführung subsumiert werden – einer Unternehmensführung, die selbstverständlich die Rechte und Erwartungen von Eigentümern einbezieht und grundsätzlich Entscheidungen trifft, die sich am Wohl des Unternehmens orientieren, nicht an der Ausweitung der Handlungsspielräume des Managements. Anders als in der rational-ökonomischen Kapitalmarkttheorie kann man Finanzkommunikation als taktisch orientiert auffassen.

Eine moderne – verhaltensökonomische – Perspektive versteht Investor Relations als Gestaltung von Handlungsspielräumen durch das Unternehmen. Die Ausgestaltung kann dann als Form guter Corporate Governance verstanden werden, wenn das Management des Unternehmens versucht, zumindest im Dialog, wenn nicht gar im Einvernehmen mit Eigentümern Entscheidungen zu treffen. Jenseits von gerne bemühten Bildern wie dem des Corporate Criminal, ein wenig hilfreiches Bild, da es Unternehmensmanagement a priori verurteilt, sowie des rational-ökonomischen Postulats der Fair Disclosure unterstellen Behavioral Economics, dass Senior Manager in Unternehmen die Spiel- und Gestaltungsräume einnehmen, die man ihnen lässt. Immer dann, wenn Anleger im konstruktiven, bei fortwährender und geduldstrapazierender Missachtung ihrer Erwartungen auch direkten Dialog unternehmerisch bedenkliches Verhalten, einseitige Überinterpretation von verfügbaren Gestaltungsspielräumen, bemängeln und kritisieren, engen sich Spielräume ein. Allerdings müssen sich CEOs und CFOs auch darüber im Klaren sein, dass direkt vorgetragene Kritik von Anlegern, im angelsächsischen Sprachraum als Engagement bezeichnet, in vielen Fällen die Ultima Ratio darstellt. Jede einseitige Gestaltung von Handlungs- und Gestaltungsspielräumen durch Unterneh-

men sendet potenziell bereits ein starkes Signal an die Anlegerschaft. Soll heißen: Es muss nicht erst zum Showdown auf der Hauptversammlung kommen – auch vorher haben Investoren möglicherweise bereits ein Urteil gefällt, den Titel im Portfolio reduziert oder gar deinvestiert.

Beispiele für derart negative Signale außerhalb von und vor Hauptversammlungen hat es in den vergangenen Jahren in Deutschland hinreichend gegeben, so z.B. wenn der Aufsichtsratsvorsitzende eines Dax-Konzerns über mehrere Jahre den Nachfolger des CEO sucht, um dann am Ende festzustellen, dass er selber den besten Kandidaten für die Nachfolge abgibt; oder wenn der CEO eines Dax-Konzerns die legitimen Forderungen einer großen Fondsgesellschaft nach Erläuterung des hochgradig kontroversen Geschäftsmodells über Presseinterviews beantwortet, die an Arroganz und Anmaßung kaum zu übertreffen sind; oder wenn ein CEO mit einschlägigem „Track Record“ kurz vor dem Konkurs, und in einer eilends einberufenen Aufsichtsratssitzung, noch einen Extra-Bonus für seine strategischen Visionen und klugen Entscheidungen zugeteilt bekommt (später kommen noch zweifelhaftes Immobiliengeschäfte des CEO mit befreundeten dritten Parteien ans Licht).

Einsicht Fehlanzeige

Diese Fälle haben eine offensichtliche Gemeinsamkeit: Weder stieg den Akteuren die Schamesröte ins Gesicht, noch griffen anscheinend Haltungen, die der des sogenannten „ehrbaren Kaufmanns“ nahekommen. Von Reue, Einlenken oder Einsicht keine Spur. Hier wurden Handlungsräume ganz offensichtlich ohne Rücksicht auf die Rechte der Eigentümer definiert. Vergleichbar mit der höchst eigenwilligen Auslegung von intellektuellem Eigentum durch den ehemaligen Verteidigungsminister scheint es sich hier um ein Eliteproblem zu handeln: Wir dürfen das, wir sind Vorstand.

Auffallend bei den oben angesprochenen Beispielen, aber auch wahrnehmbar als generelle Tendenz ist, dass offensichtlich miserable oder zumindest fragwürdige Corporate Governance in Research-Berichten von Finanzanalysten eine nachrangige Rolle spielt, häufig schlichtweg überhaupt nicht vorkommt. Warum sollten Finanzanalysten schlechte Corporate Governance thematisieren? Zunächst ist es völlig unverständlich, dass Finanzanalysten, die Unternehmen im deutschen Markt covern, bei ihrer Analyse lediglich auf die Performance von Unternehmen abheben, ohne dabei Fälle von Corporate Governance nach Guts-herrenart überhaupt zu erwähnen. German Corporate Governance ist im Ausland, so viel ist sicher, nicht unbedingt eine Aussage über Qualität. Man kann so weit gehen, Corporate-Governance-Auswüchse deutscher Unternehmen als rufschädigend zu bezeichnen – rufschädigend für den deutschen Kapitalmarkt und für seine Player. Aktienresearch, so gesehen, kann gar nicht anders, als Übelstände aufzugreifen und zu thematisieren. Ohne eine entsprechen-

de Würdigung fehlen dem Research wesentliche Aspekte.

Zum Zweiten erleben wir, dass institutionelle Anleger – Asset Owner – zunehmend sensibel auf Corporate Governance reagieren. Mehr und mehr wird die strenge Anwendung von Corporate Governance, die über das gesetzliche Maß hinausgeht, als Stellvertreter, als Proxy von Managementqualität angesehen. Ansätze des Corporate Engagement, wie von den großen Pensionskassen z. B. in den Niederlanden, Großbritannien oder Skandinavien gefahren, erfordern von Asset Managern und damit auch von den Lieferanten dieser Industrie – den Brokern und Sell-Side-Häusern – eine Auseinandersetzung mit Corporate Governance, schon allein um Bedürfnisse von Kunden entsprechend zu beantworten. Gutes Research über deutsche Unternehmen wird auch von ausländischen Brokern angeboten. Hier geht es um Wettbewerbsfähigkeit.

Mit Fingerspitzengefühl

Aktienresearch sollte Corporate Go-

vernance unbedingt thematisieren. Das kann zum einen fallbezogen sein, zum anderen aber auch in einer strukturierten Art und Weise (wie dies die Anwendung der seit zehn Jahren verfügbaren DVFA Scorecard ermöglicht). Finanzanalysten mögen einwenden, dass es ihnen kaum möglich sein dürfte, Unternehmen zu kritisieren, ohne dabei potenziell den guten Rapport zum Senior Management, ohne den Aktienresearch kaum zu betreiben ist, zu gefährden. Und in der Tat kommt es immer noch vor, dass Unternehmen Kritik von Finanzanalysten auf diese Weise ahnden. Hier sind die Hartnäckigkeit und das diplomatische Fingerspitzengefühl von Finanzanalysten gefragt. Man muss nicht so weit gehen wie ein – allerdings bankenunabhängiger – Finanzanalyst, der auf die Titelseite seines Researchs über eine deutsche Bank in großen roten Lettern schrieb „Warning – do not invest!“

.....
Ralf Frank Geschäftsführer der DVFA