

Prof. Dr. Henning Zülch, Leipzig / Dr. Matthias Holzamer, MBR, München / Josefine Böhm, MSc. / Dipl.-Kfm. Christian W. Kretzmann, beide Leipzig

Financial Covenants aus Banken- und Unternehmenssicht

– Eine Kosten-Nutzen-theoretische Analyse –

Prof. Dr. Henning Zülch ist Inhaber des Chair of Accounting and Auditing der HHL Leipzig Graduate School of Management sowie Vorstand der Gesellschaft für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung e.V.

Dr. Matthias Holzamer ist Principal bei Roland Berger Strategy Consultants im Competence Center Restructuring & Corporate Finance.

Josefine Böhm, MSc., und **Dipl.-Kfm. Christian W. Kretzmann** sind wissenschaftliche Mitarbeiter des Chair of Accounting and Auditing der HHL Leipzig Graduate School of Management.

Kontakt: autor@der-betrieb.de

Die Vereinbarung von Financial Covenants soll aus Bankensicht den Gläubigerschutz verbessern und für die Unternehmen zu niedrigeren Kreditkosten führen. Eine empirische Analyse der mit Financial Covenants verbundenen Kosten und Nutzen aus Anwender- und Urhebersicht zeigt jedoch eine tendenziell unausgewogene Kosten-Nutzen-Balance. Banken und Unternehmen sind angehalten, sich für Fallstricke einer effizienten Vertragsgestaltung zu sensibilisieren.

I. Einleitung

Der Zusammenbruch des US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkts und die sich anschließende globale Finanz- und Wirtschaftskrise haben die Bedeutung einer transparenten Gestaltung des Kreditvergabesystems deutlich gemacht.¹ In einem komplexen Finanzsystem bezieht sich die Risikobeurteilung von Krediten nicht ausschließlich auf die Analyse des Schuldners vor Kreditvergabe, sondern vielmehr umfasst diese auch eine kontinuierliche Überwachung der finanziellen Leistungsfähigkeit des Schuldners während der Laufzeit des Kredits.² Die Tatsache, dass letzteres vielfach versäumt wurde, zeigt sich in den immensen Abschreibungssummen aufgrund von unterschätzten Ausfallrisiken. Ein wesentliches Element, um diese Risiken zu identifizieren, zu quantifizieren und sodann zu reduzieren, stellen Covenants dar.³

Covenants sind definiert als vertragliche Nebenvereinbarungen, die zwischen Gläubigern und Schuldern geschlossen werden und zusätzlich zur eigentlichen Zahlungsverpflichtung einzuhalten sind.⁴ Diese kommen sowohl in Kreditverträgen mit Banken als auch vermehrt bei Anleiheemissionen zum Einsatz.⁵ Der Bruch von Covenants kann für den Schuldner weitreichende Folgen nach sich ziehen, welche von veränderten Kreditkonditionen bis hin zur sofortigen Fälligkeit reichen. Financial Covenants – als bedeutendste Art der Grup-

pe der Covenants – sind von Kennzahlen dominierte Vereinbarungen, welche dem Schuldner spezifische Verhaltenspflichten auferlegen, um den Gläubiger abzusichern und Informationsasymmetrien abzubauen.

Der Beitrag führt die von *Zülch* und *Kretzmann* angestoßene Diskussion zum aktuellen Stand der vertraglichen Ausgestaltung von Financial Covenants auf Basis empirischer Erhebungen zum deutschen Kapitalmarkt fort.⁶ Das Ziel ist es, Financial Covenants aus Banken- und Unternehmenssicht zu analysieren und die mit Ihnen verbundenen Kosten und Nutzen einander gegenüberzustellen. Die Ausführungen richten sich dabei an Anwender sowie Urheber von Financial Covenants und zielen darauf ab, zunächst häufig verwendete Kennzahlen und Trends zu systematisieren (Abschn. II.), die theoretische Fundierung von Financial Covenants darzulegen (Abschn. III.), einen Meinungsspiegel von Banken und Unternehmen zu skizzieren (Abschn. IV.) sowie für Fallstricke einer effizienten Vertragsgestaltung zu sensibilisieren und Empfehlungen für die Praxis zu geben (Abschn. V.). Die empirischen Auswertungen basieren auf den Ergebnissen einer durch Roland Berger Strategy Consultants durchgeführten Bankenbefragung⁷ aus dem Jahr 2008 sowie einer Unternehmensbefragung⁸ von 2009.

II. Einsatz und Verbreitung von Financial Covenants

Grundlegend unterscheidet man zwischen General Covenants, Information Covenants sowie Financial Covenants.⁹ General Covenants existieren in positiver wie negativer Ausprägung und enthalten allgemeine Vorschriften und Regelungen der Kreditbeziehung (bspw. Ausschüttungsregelungen, Vorschriften für den Fall der Aufnahme weiterer Kredite, Abgabe von Bürgschaften und Sicherheiten).¹⁰ Ebenso umfassen diese auch Regelungen für die Unternehmenspublizität bzgl. der zu verwendenden Rechnungslegungsnormen. Im Gegensatz dazu befassen sich Information Covenants mit Lieferverpflichtungen von Unternehmensdaten bspw. von Monats- oder Quartalsabschlüssen.

Die dritte und bedeutendste Kategorie stellen Financial Covenants dar. Sie befassen sich mit der Kapitalstruktur, Ertrags- sowie Liquiditätslage eines Unternehmens und umfassen ferner Vorschriften zu dessen finanzieller Situation, wodurch sie eine Form der Risikoberichterstattung an die Gläubiger

1 Vgl. Barth/Landsman, *European Accounting Review* 2010 S. 399-423.

2 Vgl. Khakzad, *Die Bedeutung von Financial Covenants in der internationalen Finanzkrise*, 2009, S. 15 ff.

3 Vgl. Krolak, *DB* 2009 S. 1419.

4 Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber, *Bankbetriebslehre*, 4. Aufl. 2006, S. 174.

5 Vgl. Zank/Schilz/Fischer, *Covenants – Studie zum deutschem SME Anleihenmarkt*, 2014.

6 Vgl. Zülch/Kretzmann, *DB* 2013 S. 1977-1979.

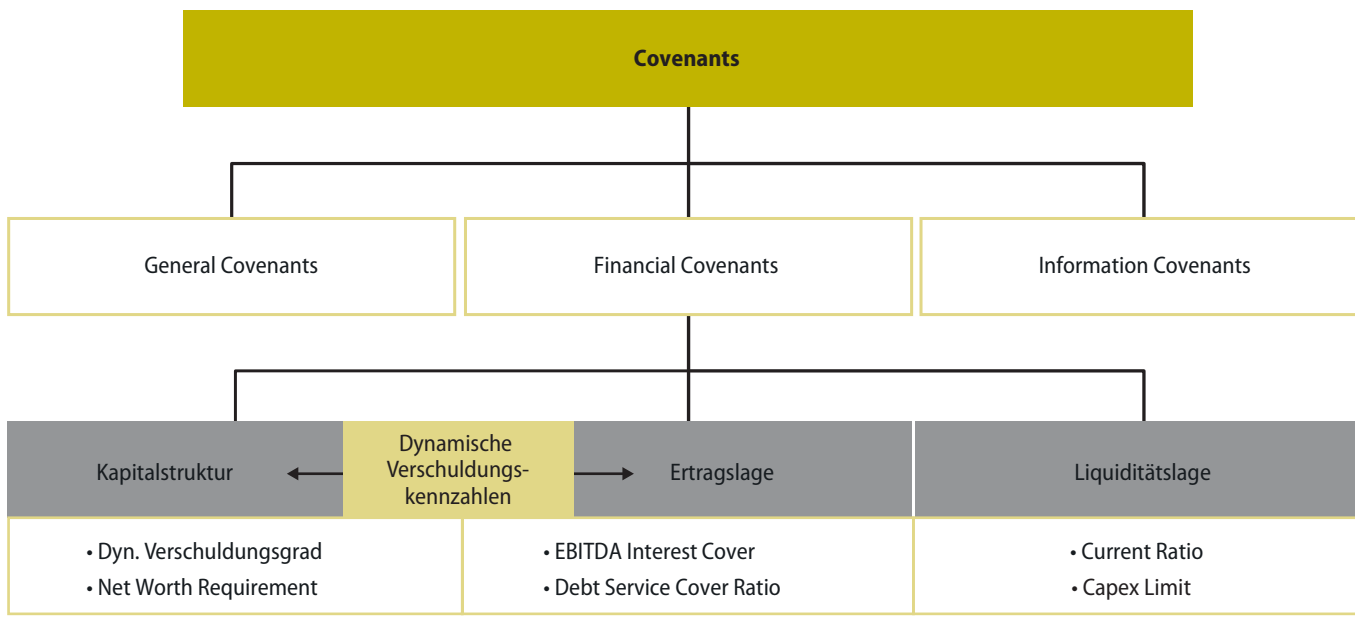
7 Vgl. Haghani/Voll/Holzamer, *Bedeutung und Management von Financial Covenants*, 2008.

8 Vgl. Haghani/Voll/Holzamer/Warnig, *Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung*, 2009.

9 Alternative Klassifizierungen sehen bspw. eine Unterteilung in affirmative und finanzielle oder qualitative und quantitative Covenants vor. Vgl. hierzu m.w.N. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber, a.a.O. (Fn. 4).

10 Vgl. Vater, *PiR* 2010 S. 219.

Abb. 1: Covenant-Systematik



darstellen.¹¹ Neben ihrer Funktion als Risikofrüherkennungssystem statten sie Gläubiger für den Fall eines Financial Covenant-Bruchs mit Rechten und Handlungsoptionen aus, über welche klassischerweise nur Eigner verfügen.¹² Dies kann so weitreichend geschehen, dass Investitionsentscheidungen blockiert werden, wenn diese die Rückzahlungsverpflichtungen gefährden. Einen Überblick über die vorherrschenden Arten von Covenants liefert Abb. 1.

Die ohnehin bereits hohe internationale Bedeutung von Financial Covenants wird durch Krisen noch weiter gesteigert.¹³ Zusätzlich kommt Financial Covenants in Deutschland eine besondere Bedeutung zu, die sich aus institutionellen Bedingungen der hier vorherrschenden Finanzierungspraxis ableitet. Im Vergleich zu angelsächsischen Ländern sind deutsche Unternehmen durchschnittlich in einem höheren Maße fremdfinanziert.¹⁴ Lt. der Studie „Mittelstandsfinanzierung in Deutschland“ verfügen zwei Drittel der befragten Unternehmen über einen Fremdkapitalanteil von mehr als 40%.¹⁵ Ein Drittel der Unternehmen weist sogar eine Fremdkapitalquote von 60 bis 95% auf.

Eine weitere Besonderheit ist, dass die Fremdfinanzierung zudem von Banken dominiert wird. 88% der befragten mittelständischen Unternehmen mit Firmensitz in Deutschland gaben 2011 lt. der o.g. Studie an, sich teilweise oder vollständig über Banken zu finanzieren.¹⁶ Bei der Hälfte der befragten Unternehmen macht die Bankenfinanzierung einen Anteil von über 60% am gesamten Fremdfinanzierungsvolumen aus. Bedenkt man, dass lt. der von Roland Berger Strategy Consultants durchgeführten Bankenbefragung (2008) 76% aller Kreditverträge Financial Covenants enthalten, wird die besondere Bedeutung unverkennbar.¹⁷ Covenants sind so-

11 Vgl. Hannen, DB 2012 S. 2234.
 12 Vgl. Gaber, KoR 2008 S. 9.
 13 Vgl. Khakzad, a.a.O. (Fn. 2), S. 17.
 14 Vgl. Schachtner, Accounting und Unternehmensfinanzierung, 2008, S. 125.
 15 Vgl. Börse Stuttgart AG, Mittelstandsfinanzierung in Deutschland, 2011, S. 10.
 16 Vgl. Börse Stuttgart AG, a.a.O. (Fn. 15), S. 24.
 17 Vgl. Haghani/Voll/Holzamer/Warnig, a.a.O. (Fn. 8), S. 12.

wohl aus Gläubiger- als auch aus Schuldnersicht kontinuierlich im Fokus.

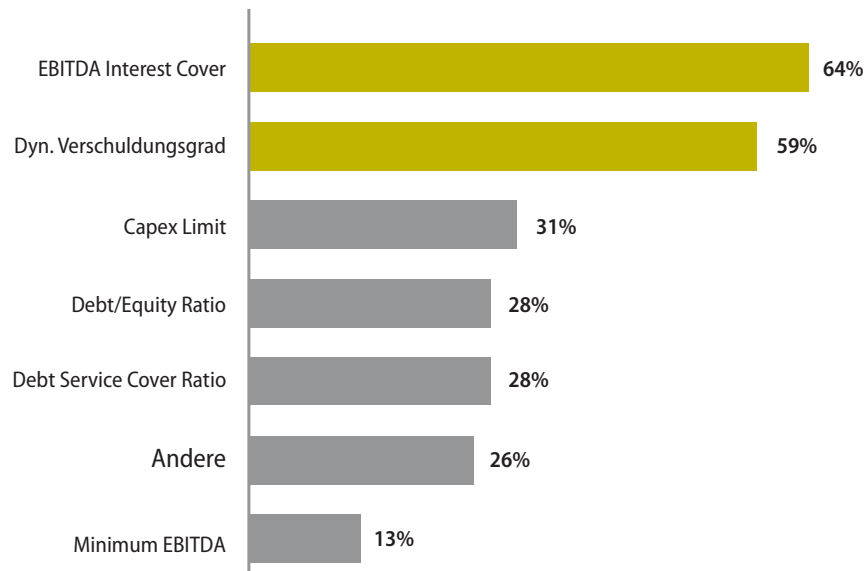
Während Financial Covenants lange Zeit durch statische Kennzahlen dominiert wurden, hat sich das Bild gewandelt. An der Spitze, der am häufigsten verwendeten Kennzahlen stehen derzeit zwei Kennzahlen, die sich auf den Unternehmensertrag (EBITDA) stützen (Abb. 2 auf S. 2119).¹⁸ Der dynamische Verschuldungsgrad¹⁹ gibt Aufschluss über die finanzielle Gesundheit eines Unternehmens in der Form, dass es unter sonst unveränderten Bedingungen (konstante Einzahlungsüberschüsse wie in der zur Berechnung zugrunde gelegten Periode sowie konstante Verbindlichkeiten) seine Schulden zurückzahlen kann.²⁰ Im Vergleich zu statischen Verschuldungskennzahlen (bspw. Gearing oder Leverage als Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital), besteht der Vorteil des dynamischen Verschuldungsgrads darin, dass das Ertragspotenzial eines Unternehmens berücksichtigt wird.²¹ Weitere Kennzahlen wie Capex Limits, die als liquiditätsbasierte Financial Covenant fungieren, oder Kapitalausstattungskennzahlen haben mit der Zeit an Bedeutung eingebüßt.

III. Theoretische Fundierung von Financial Covenants

1. Vorbemerkung

Nachdem im vorherigen Abschnitt auf den Einsatz von Financial Covenants in der Praxis eingegangen wurde, soll im folgenden Abschnitt die theoretische Daseinsberechtigung der nebenvertraglichen Vereinbarungen reflektiert werden. In den anschließenden Abschnitten wird die übergeordnete Logik auf eine theoretische Kosten-Nutzen-Analyse aus Banken- sowie Unternehmenssicht heruntergebrochen. In einem Zwischenfazit werden die theoretischen Einblicke resümiert, um diese sodann mit einer empirischen Datenerhebung zu Financial Covenants in Deutschland zu validieren.

18 Vgl. Haghani/Voll/Holzamer/Warnig, a.a.O. (Fn. 8), S. 16.
 19 Definiert als Quotient aus Netto-Finanzverbindlichkeiten und EBITDA bzw. Cashflow.
 20 Vgl. Riebell, Die Praxis der Bilanzauswertung, 8. Aufl. 2006, S. 862.
 21 Vgl. m.w.N. Baetge/Kirsch/Thiele, Bilanzanalyse, 2. Aufl. 2004, S. 227; Coenberg/Haller/Schultze, Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, 22. Aufl. 2012, S. 1088.

Abb. 2: Häufig verwendete Kennzahlen von Financial Covenants

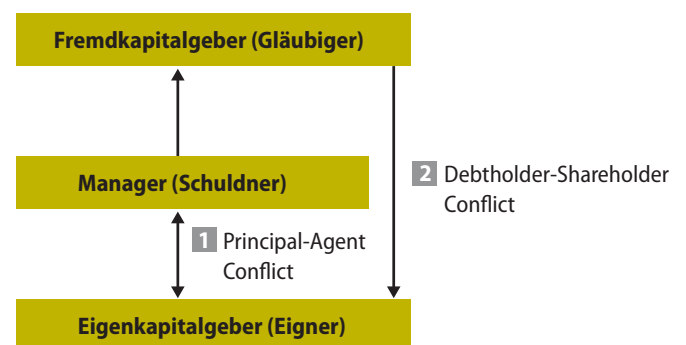
2. Financial Covenants als Lösungsansatz zum Gläubiger-Eigner Konflikt

Jensen und Meckling legen 1976 mit ihrem Forschungspapier zur Theory of the Firm den Grundstein der Agency-Problematik.²² Mit der Identifikation der Unternehmenseigner als Auftraggeber und dem Management als Beauftragte beginnt die bis heute viel beachtete Diskussion zum Principal-Agent Conflict.

Indes laufen in einem Unternehmen nicht nur die vertraglichen Vereinbarungen zwischen Eignern und Management zusammen, sondern Unternehmen bilden allgemein die Verknüpfung einer Vielzahl von vertraglichen Beziehungen zwischen internen und externen Vertragsparteien. Dabei betonen *Jensen und Meckling*, dass die verschiedenen Vertragsparteien zwar Ansprüche auf Vermögenswerte der Organisation haben, diese aber ohne Erlaubnis zweckentfremdet bzw. sogar an andere Vertragsparteien verkauft werden können.²³

Eine solche Zweckentfremdung steht hinter dem Debtholder-Shareholder Conflict. Mit der Aufnahme von Fremdkapital haben Eigner den Anreiz, das Management so zu beeinflussen, dass die zusätzlich zur Verfügung gestellten Mittel zur Steigerung ihres eigenen, unmittelbaren Wohlstands umgeleitet werden. Ein extremes Beispiel veranschaulicht diesen Konflikt: die durch Fremdkapital zugeführte Liquidität könnte über Dividenden komplett an die Eigner ausgeschüttet werden, sodass der Shareholder Value zwar erhöht wird, dem Schuldner aber nichts als eine leere Hülle des Unternehmens (Empty Shell) bleibt.²⁴ Einen Überblick über die soeben dargelegten Zusammenhänge liefert Abb. 3.

Neben der exzessiven Ausschüttung von Dividenden weisen *Smith und Warner* auf weitere Verhaltensweisen hin, mit denen Aktionäre nach Kreditabschluss ihren eigenen Wohlstand zum Nachteil der bestehenden Kreditgeber mehren könnten.²⁵

Abb. 3: Überblick zu Konflikten zwischen Gläubigern, Schuldnern und Eignern

Eine Möglichkeit besteht darin, weiteres gleichrangiges oder vorrangiges Fremdkapital aufzunehmen und damit die Sicherheiten bestehender Gläubiger (im Insolvenzfall) zu verwässern. Außerdem könnten die bereitgestellten Mittel für risikobehaftetere Projekte (Asset Substitution) als ursprünglich vereinbart verwendet werden. Beide Verhaltensweisen würden die Risiko-Rendite-Erwartungen der Eigner steigern, währenddessen die vorab vereinbarten Kreditkosten unverändert bleiben würden.

Derartige Zweckentfremdungen sollen mit Covenants i.S.d. Fremdkapitalgeber unterbunden werden. Während mit negativen Covenants zu unterlassende Maßnahmen – wie die Aufnahme vorrangiger Verbindlichkeiten oder die Mittelverwendung für bestimmte Investitionen – vertraglich festgelegt werden können, ist es schwierig, die Kontinuität des Geschäftsverlaufs mit diesen Instrumenten zu verfolgen. Diese Rolle sollen Financial Covenants übernehmen, die über vordefinierte Kennzahlen die Kapital-, Ertrags- oder Liquiditätslage laufend messen und über vereinbarte Bandbreiten einen Vergleich zulassen, ob der Geschäftsverlauf dem bei Kreditabschluss erwarteten entspricht. Damit können durch Aktionäre induzierte, opportunistische Verhaltensweisen, die sich direkt

22 Vgl. Jensen/Meckling, Journal of Financial Economics 1976 S. 308.

23 Vgl. Jensen/Meckling, Journal of Financial Economics 1976 S. 311.

24 Vgl. Black, The Journal of Portfolio Management 1976 S. 5 ff.

25 Vgl. Smith/Warner, Journal of Financial Economics 1979 S. 118.

auf die Kreditrückzahlung auswirken, während der Laufzeit kontrolliert werden.

3. Kosten-Nutzenbetrachtung von Financial Covenants aus Bankensicht

Nach der Diskussion der übergeordneten Logik von Financial Covenants soll deren Mehrwert nun auf die beiden Vertragsparteien heruntergebrochen werden. Die Schwierigkeit bei der Nutzenanalyse für die Bankenseite besteht darin, herauszufinden, wie genau Kredite auch ohne Financial Covenants risikoadäquat bepreist werden können.

Die Agency-Theorie baut auf die Annahme, dass Gläubiger Kredite im Schnitt effizient gestalten können. Gegeben diese Voraussetzung hätten Financial Covenants daher nur wenige Vorteile für den Kreditgeber, der die erwarteten Agency Kosten über eine Risikoprämie bereits bei Kreditabschluss decken könnte. Damit kämen Financial Covenants hauptsächlich dem Kreditnehmer zu Gute, da über die Kontrolle möglicher Agency Probleme während der Laufzeit die Kreditkosten bei Abschluss gesenkt werden könnten.²⁶

Der Argumentation im relevanten Schrifttum folgend werden Financial Covenants aber nicht primär verwendet, um dem Kreditnehmer mit verbesserten Konditionen entgegenzukommen, sondern vielmehr, um auf den Geschäftsverlauf des Unternehmens schneller reagieren und diesen ggf. einpreisen zu können.²⁷ Gerade im durch Basel II und III veränderten bankenregulatorischen Umfeld kommen risikogerechten Kreditkonditionen eine tragende Rolle zu, um die erwarteten Verluste aus Kreditausfällen zu reduzieren und die Kosten der Eigenkapitalunterlegung für Banken zu minimieren.²⁸

Financial Covenants geben Banken die Möglichkeit, den Geschäftsverlauf der Kreditnehmer kontinuierlich zu verfolgen und bei Verschlechterung der finanziellen Situation Nachverhandlungen einzuleiten, um die Kreditkonditionen an das Risikolevel anzugleichen. Gegeben die Vermutung, dass eine Bank in der Praxis Kredite im Schnitt nicht perfekt risikoadäquat bepreist, kann mit der Verwendung von effizienten Financial Covenants das Schuldenmanagement verbessert und dadurch bankseitig Mehrkosten gespart werden.

4. Kosten-Nutzenbetrachtung von Financial Covenants aus Unternehmenssicht

Was die Vorteile von Financial Covenants für den Kreditnehmer anbelangt, so werden im Schrifttum die gesenkten Kreditkosten und der verbesserte Zugang zum Kreditmarkt angeführt.²⁹ Diese beiden Punkte können damit erklärt werden, dass die laufenden Kontrollen der Financial Covenants und die Option auf Nachverhandlung während der Laufzeit eine weniger konservative Vorab einschätzung des Kreditnehmers bedingen. Die Vorteile aus der Kreditkostensenkung werden allerdings durch die entstehenden Kosten aus der laufenden Überwachung, prospektiven Steuerung und regelmäßigen Berichterstattung der vereinbarten Financial Covenants geschmälert.

²⁶ Vgl. Smith, *The Accounting Review* 1993 S. 289-303.

²⁷ Vgl. Krolak, *DB* 2009 S. 1417 ff. und den Erfahrungsbericht von Bantleon/Fengler/Peter, *FB* 2009 S. 752 ff.

²⁸ Vgl. Lüscher-Marty, *Theorie und Praxis des Bankkredits*, Bd. 2, 2. Aufl. 2011, S. 1.22-1.34.

²⁹ Vgl. Moir/Sudarsanam, *Accounting and Business Research* 2007 S. 151.

Neben diesen direkten Kosten können auch indirekte Kosten aus zu streng gesetzten Financial Covenants entstehen, die aufgrund ihrer restriktiven Vorgaben Firmenwert steigernde Investitionen und Finanzierungen unterbinden. Auch wenn mit dem Einsatz von Financial Covenants beabsichtigt wird, die Kontrolle über Kreditnehmer zu erhöhen, kann es nicht das Ziel sein, den Geschäftsverlauf und damit auch die Rückzahlungswahrscheinlichkeit zu verschlechtern.

Im Gegensatz zu übermäßig streng gesetzten Financial Covenants sind auch zu lasche Vertragsausgestaltungen wenig zielführend, da mit diesen wieder Agency-Probleme auftreten würden. Die dadurch drohenden Zweckentfremdungen müssten über höhere Risikoprämien bei Abschluss des Kreditvertrags eingepreist werden, sodass die Kreditkosten sich Kreditverträgen ohne Financial Covenants annähern und die eigentliche theoretische Daseinsberechtigung von Financial Covenants untergraben würden.

5. Zwischenfazit

Die Ausführungen zur theoretischen Fundierung von Financial Covenants haben gezeigt, dass die Daseinsberechtigung der vertraglichen Nebenvereinbarungen auf dem Debtholder-Shareholder Conflict beruht. Auch wenn sehr strikt gesetzte Financial Covenants opportunistische, durch die Eigner induzierte, Verhaltensweisen komplett kontrollieren und unterbinden könnten, so würden derlei restriktive Nebenabreden den strategischen Handlungsspielraum von Unternehmen übermäßig einschränken, sodass Unternehmenswert vernichtet und im Umkehrschluss auch die Rückzahlungswahrscheinlichkeit für Banken gesenkt würde. Außerdem müsste eine strenge Vertragsgestaltung bankseitig stärker kontrolliert werden, was die Überwachungskosten steigern würde. Letztere würden auf den Kreditnehmer umverteilt werden, sodass der aus der Kreditkostensenkung herbeigeführte Nutzen weiter sinken würde.³⁰ Somit zeigt sich, dass optimal gestaltete Financial Covenants nicht nur auf der Agency-Theorie beruhen, sondern unter Zuhilfenahme der Costly-Contracting-Theorie zwischen den beiden Vertragsparteien ausgehandelt werden müssen.³¹ Inwieweit diese theoretische Einsicht in der Praxis gelebt wird, soll im folgenden Abschnitt beleuchtet werden, indem sowohl die Vorteile als auch die Nachteile mit einer Datenerhebung für Deutschland einander gegenübergestellt werden sollen.

IV. Empirische Befunde zur Bedeutung von Financial Covenants

1. Vorbemerkung

Im Folgenden werden die Ergebnisse der von Roland Berger Strategy Consultants für Banken (2008) und Unternehmen (2009) getrennt durchgeführten Studien im Hinblick auf die in Abschn. III. herausgearbeitete normative Zielsetzung von Financial Covenants dargestellt. Diese besteht in Verhandlungen zwischen Banken und Unternehmen, um über beidseitige Kosten-/Nutzenabwägungen Covenant-Verträge effizient zu gestalten.

Die Untersuchung betrachtet zunächst, ob unternehmerische Entscheidungen eingeschränkt werden. Sodann wird geprüft, ob durch den Einsatz von Financial Covenants zusätzliche

³⁰ Vgl. Jensen/Meckling, *Journal of Financial Economics* 1976 S. 338.

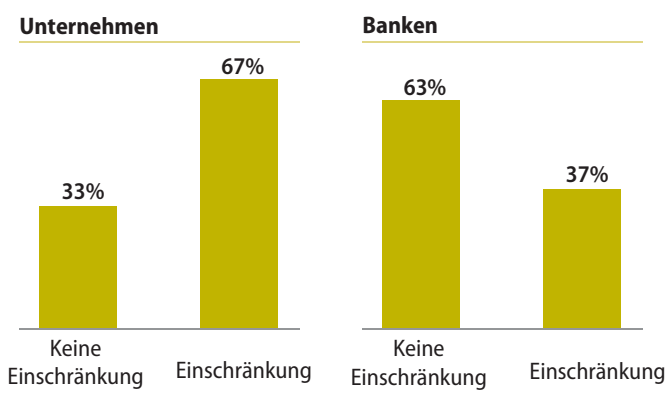
³¹ Vgl. Taylor, *Accounting and Business Research* 2013 S. 387.

Kosten entstehen, indem Unternehmensressourcen gebunden werden. Abschließend wird der Frage nachgegangen, ob Unternehmen im Einsatz von Financial Covenants auch Vorteile in Form geringerer Kreditkosten sehen.

2. Direkte und indirekte Kosten von Financial Covenants

Wie in Abschn. III. dargelegt, determiniert der Einfluss auf den strategischen Handlungsspielraum, ob und inwieweit Financial Covenants optimal ausgestaltet sind. Auf die Frage hin, ob Financial Covenants den strategischen Handlungsspielraum der Schuldner einschränken, offenbart sich ein diametral verschiedenes Meinungsbild der befragten Unternehmen und Banken, welches in Abb. 4 dargestellt wird.

Abb. 4: Einschränkung des strategischen Handlungsspielraums

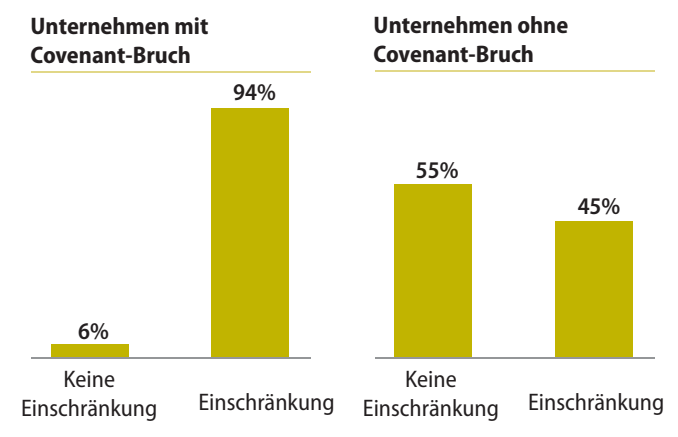


Während zwei Drittel der Unternehmen angeben, sich in ihrer unternehmerischen Freiheit eingeschränkt zu sehen, sind nur ein Drittel der Banken der Meinung, dies über entsprechende Kreditklauseln zu tun.³² Lt. Aussage der Unternehmen seien sowohl die Planung als auch die Umsetzung der Unternehmensstrategie hierdurch gefährdet. Bezogen auf die theoretische Zielsetzung von Financial Covenants ergibt sich hier eine Diskrepanz zur praktischen Umsetzung. Neben den direkten Kosten der Covenants (bspw. für die Überwachung und Übermittlung) entstehen indirekte Kosten in Form von Opportunitätskosten. Konkret resultieren diese aus strategisch und wirtschaftlich zwar sinnvollen aber nicht durchführbaren Investitionen oder Transaktionen, wodurch der Unternehmenswert reduziert wird.

Unterteilt man die Gesamtheit der befragten Unternehmen danach, ob in der Vergangenheit bereits ein Financial Covenant-Bruch stattgefunden hat, stellen sich die Ergebnisse differenzierter dar. Während 94% der Unternehmen mit vorherigem Covenant-Bruch eine Einschränkung ihres strategischen Handlungsspielraums sehen, unterstützt weniger als die Hälfte der Unternehmen ohne vorherigen Bruch diese Aussage (vgl. Abb. 5).

Folglich ist die Frage, ob und inwieweit der strategische Handlungsspielraum eingeschränkt wird, in zweierlei Dimensionen zu sehen: Zum einen geht es um die latenten Ein-

Abb. 5: Einschränkung des strategischen Handlungsspielraums im Fall eines Covenant-Bruchs



schränkungen, die aus dem Vertragsabschluss resultieren und sich während der Kreditbeziehung bspw. durch Dividendenbegrenzungen bemerkbar machen. Zum anderen kommen unmittelbare Einschränkungen hinzu, wenn es zum (drohenden) Bruch von Financial Covenants kommt und die Gläubiger konkret eingreifen können. Während 81% der befragten Banken angeben, auf einen Financial Covenant-Bruch mit Kreditzinsenerhöhung zu reagieren, sehen nur wenige (16%) hierdurch die Möglichkeit negativer Auswirkungen auf das operative Geschäft des Kunden.

Die Fähigkeit eines Unternehmens, den Zins- und Kapitaldienst zu leisten und gleichzeitig vordefinierte Schwellenwerte von Kennzahlen einzuhalten, hängt von operativen (Geschäftsmodell, Marktentwicklung, Wettbewerb) und finanziellen Faktoren (Bilanzstruktur) ab. Während eine Kalibrierung von Financial Covenants auf die Kapitalstruktur relativ einfach erfolgen kann, liegt die Schwierigkeit beim Aufsetzen von Financial Covenants insb. in der Berücksichtigung von operativen Besonderheiten des betroffenen Unternehmens.

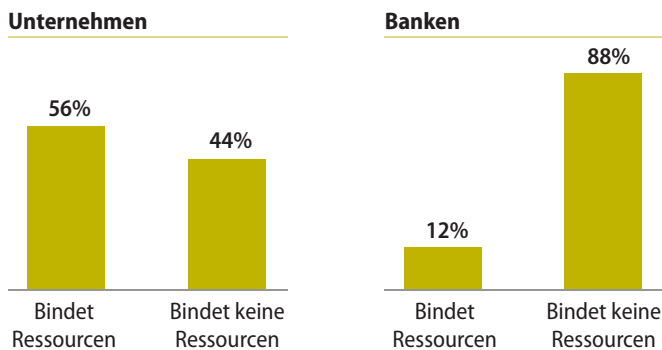
Das Spannungsfeld zwischen der Einräumung unternehmerischer Freiheitsgrade zur Ausübung des regulären Geschäfts versus der Notwendigkeit der Standardisierung von Financial Covenants wird meist über Headroomvorgaben überbrückt: Grds. gilt, dass je volatiliter das inhärente Geschäftsmodell eines Unternehmens ist, desto höher sollten die Headrooms ausgestaltet werden, um keinen Financial Covenant-Bruch bereits im Rahmen der regulären Geschäftsvolatilität auszulösen. Oftmals fehlt es jedoch bei den Finanzierern am erforderlichen tiefgehenden Verständnis des Geschäftsmodells, um die inhärente Volatilität von Umsatz, Kosten und Ergebnis zweckadäquat in den Covenants abzubilden. Durch eine derart ineffiziente Vertragsgestaltung kann der strategische Handlungsspielraum des Unternehmens eingeschränkt werden und sich in Zusatzkosten niederschlagen.

Neben den höheren Vertrags-(neben-)kosten ergeben sich weitere direkte Kosten für Kreditnehmer, welche sich durch die Überwachung und Einhaltung von Financial Covenants einstellen. Während 88% der befragten Banken der Meinung sind, dass hierdurch keine teuren Unternehmensressourcen gebunden würden, weichen die Unternehmensansichten hiervon ab. Mehr als die Hälfte der befragten Unternehmen ist der Meinung, dass ebendies der Fall sei (vgl. Abb. 6 auf S. 2122). Indes hängt die

³² Zum Zweck der Übersichtlichkeit wurden die Antwortmöglichkeiten der Banken- und Unternehmensbefragung für alle folgenden Auswertungen standardisiert und aggregiert. Ursprünglich standen den Teilnehmern Likert-Skalen zu den jeweiligen Aussagen zur Verfügung, in denen Sie eine geringe bis hohe Zustimmung zum Ausdruck bringen konnten. Zustimmende und ablehnende Antworten wurden jew. binär nach ihrer Tendenz reklassifiziert, nicht beantwortete Items entfernt und indifferente Aussagen gleichmäßig über die benachbarten Klassen verteilt.

Frage einer ‚teuren‘ Ressourcenbindung nicht unilateral von der Covenant-Ausgestaltung seitens der Banken ab, sondern in stärkerem Maße auch davon, wie integriert und standardisiert das Monitoring und Reporting innerhalb der Unternehmen abläuft.³³

Abb. 6: Kosten durch die Überwachung von Covenants



Grds. gilt, dass die Intensität von Monitoring und Reporting mit steigendem Krisenstadium des betroffenen Unternehmens zunimmt: Gesunde Unternehmen müssen Covenant-Kennzahlen den finanzierenden Banken im Rahmen von regulären Abschlussberichten zukommen lassen. Im Gegensatz dazu sind Unternehmen, die sich in einer Ergebnis- oder Liquiditätskrise befinden, häufig verpflichtet, gesonderte, meist monatlich zu erstellende, Reports den Banken zu übermitteln. Die damit einhergehende Ressourcenbindung wird zunehmend durch den Einsatz externer Berater gedeckt, die zudem eine moderierende Funktion in den Verhandlungen zwischen Unternehmen und Banken übernehmen.

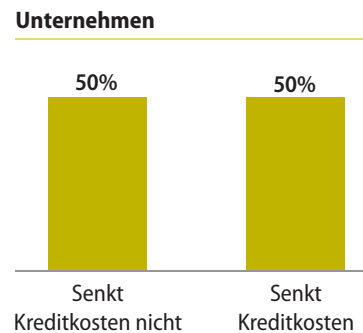
3. Nutzen von Financial Covenants

Im Anschluss an die zuvor beleuchtete Kostenseite werden im Folgenden Nutzenpotenziale für Unternehmen analysiert. Wie die theoretische Diskussion in Abschn. III. gezeigt hat, sollen mithilfe von Financial Covenants Agency-Probleme während der Laufzeit reduziert werden und in der Folge zu vorab niedrigeren Credit Spreads führen. Dieses gilt es nachfolgend zu untersuchen. Eine Kreditkostensenkung wäre durch zwei Arten denkbar. Zum einen können Financial Covenants Informationsasymmetrien abbauen, indem sie die tatsächlichen Charakteristika des Schuldners offenbaren. Somit würde der Credit Spread dem tatsächlichen Risiko weitgehend entsprechen. Zum anderen ermöglichen Financial Covenants Gläubigern Eingriffe oder Sicherungsmaßnahmen, welche das Ausfallrisiko des Schuldners reduzieren und eine kontinuierliche risikoadäquate Bepreisung sicherstellen.

Obschon ein überwiegend einheitliches Meinungsbild seitens der Unternehmen zu erwarten wäre, zeigt die Befragung eine überraschend gesplante Einschätzung (vgl. Abb. 7). Die Hälfte der befragten Unternehmen ist der Ansicht, dass sich Kreditkosten durch den Einsatz von Financial Covenants senken lassen, während die andere Hälfte dies nicht für möglich hält. Zu beachten ist, dass nur in Ausnahmefällen eine komparativ-statische Analyse seitens der Unternehmen vorausgegangen sein dürfte, bspw. in der Form, dass Vertragskonditionen mit und ohne Financial Covenant-Einsatz angeboten wurden, sodass ein tatsächlicher Vergleich möglich

wäre. In den meisten Fällen kommen Financial Covenants standardmäßig zum Einsatz.

Abb. 7: Senkung der Kreditkosten durch Covenant-Einsatz



V. Fazit

Die empirischen Befunde zeigen eine tendenziell unausgewogene Kosten-Nutzen-Balance von Financial Covenants aus Unternehmens- und Bankensicht. Viele Unternehmen sind der Ansicht, dass Financial Covenants sowohl die direkten Kosten (bspw. durch Überwachung und Reporting von Kennzahlen) als auch die indirekten Kosten (bspw. Opportunitätskosten nicht-durchführbarer Transaktionen) erhöhen und nur selten zur Senkung von Kreditkosten führen. Im Gegensatz dazu sehen Banken Financial Covenants als ein wirkungsvolles Überwachungsinstrument, das zur Absicherung von Kreditgeschäften beiträgt und den Kreditnehmer nur in begrenztem Maße einschränkt.

Obleich diese Einschätzungen subjektiv geprägt sind, ist eine Diskrepanz zwischen theoretischer Zielsetzung und praktischer Umsetzung zu konstatieren. Banken scheinen Financial Covenants als Standardelement des Kreditvertrags einzusetzen, anstelle sie im Rahmen von Verhandlungen gem. der Contracting Theory zum Abbau von Agency-Problemen auszuhandeln. Daher wird sowohl an Urheber- als auch an Anwenderseite zu einem geschärften Blick im Umgang mit Financial Covenants appelliert, um der durch die empirischen Befunde gezeigten Bedeutung Rechnung zu tragen. In besonderem Maße sollte dabei beachtet werden, dass:

- Kreditverträge das Produkt bilateraler Verhandlungen zwischen Unternehmen und Banken sind, damit für beide Parteien eine ausgewogene Kosten-Nutzen Balance entsteht;
- trotz der aus Bankensicht notwendigen Standardisierung von Verträgen, ein tiefgehendes Verständnis des Schuldner-Geschäftsmodells unumgänglich ist, um sowohl Umsatz- als auch Kostentreiber sowie inhärente Volatilitäten zweckadäquat abzubilden;
- der Headroom so festgelegt wird, dass der strategische Handlungsspielraum nicht unnötig eingeschränkt wird, d.h., wirtschaftlich sinnvolle Transaktionen nicht verhindert werden.

Ein Ansatzpunkt weiterer Untersuchungen könnte sein, ob und inwieweit sich der in dem vorliegenden Beitrag dargelegte Meinungsspiegel zwischen Banken und Unternehmen nach der Krise verändert hat. Faktoren für abweichende Einschätzungen könnten in der Auswahl, Strenge und dem Enforcement von Financial Covenants liegen, welche durch das ausgeweitete Kreditangebot und das kompetitiver gewordene Bankenumfeld möglicherweise beeinflusst wurden.

METATAGS – Diese Zeile nicht löschen! – METATAGS

DER BETRIEB Nr. 38 19.09.2014

³³ Vgl. Hannen, DB 2012 S. 2236.



MISTER 350 PROZENT

INVESTORS' DARLING 2014 Finanzchef Wolfgang Schäfer hat den Wert von Continental spektakulär gesteigert. Und ist damit der Gewinner des bislang anspruchsvollsten Wettbewerbs um die beste Kapitalmarkt-kommunikation in Deutschland.

Als Wolfgang Schäfer (55) vor knapp fünf Jahren als Finanzchef bei Continental anfang, musste alles sehr schnell gehen. Rund 9 Milliarden Euro Schulden lasteten auf dem Automobilzulieferer, Verluste von 1,6 Milliarden Euro verunstalteten die Bilanz. Die Hannoveraner Traditionsadresse drohte ausgerechnet an den Spätfolgen jenes Deals zu zerbrechen, der ihn auf Augenhöhe zum Erzrivalen Bosch hätte bringen sollen – die 11,4 Milliarden Euro schwere und auf Pump finanzierte Übernahme der Siemens-Automotive-Sparte VDO.

In Rekordtempo machte sich der studierte Betriebswirt daran, die Kredite bei den nervös gewordenen Banken abzulösen, platzierte eine ganze Serie Bonds über ein Gesamtvolumen von mehreren Milliarden Euro an den Anleihemärkten und stellte die Konzernfinanzen auf eine völlig neue Basis.

Gleichzeitig begann er, die Börsengeschichte der mit Autoreifen groß gewordenen Firma komplett umzuschreiben. Anstelle von Gummi standen nun Sicherheit, Digitalisierung und Emissionsreduzierung im Fokus. Die Botschaft: Hightech statt Massenware, hohe Margen und Wachstum statt permanentem Preisdruck und massiv schwankenden Gewinnen. „Das sind die Megatrends, von denen die Autoindustrie getrieben wird und von denen wir auf Jahre hinaus überproportional profitieren werden“, hämmerte er seinen Fremd- und Eigenkapitalgebern bei jeder sich bietenden Gelegenheit ein.

LIEBLINGE DER INVESTOREN

Top 10: Gesamtwertung

Rang	Unternehmen	Index	Punkte
1	Continental	Dax	70,76
2	Bayer	Dax	70,37
3	Henkel	Dax	69,44
4	Deutsche Post	Dax	67,19
5	Leoni	M-Dax	65,67
6	Dürr	M-Dax	65,41
7	Merck	Dax	64,61
8	ProSiebenSat. 1	M-Dax	64,24
9	Fresenius	Dax	63,96
10	Allianz	Dax	63,80

Quelle: Handelshochschule Leipzig



DER PHÖNIX AUS HANNOVER:
Continental-Finanzchef
Wolfgang Schäfer steuerte das
Comeback an der Börse

Über Wochen und Monate breitete er die neue Strategie auf immer neuen Roadshows vor seinen Aktionären aus. Erzählte nicht einfach nur eine Geschichte, sondern stellte einen exakten Fahrplan auf, unterlegt mit detaillierten Zahlen und Prognosen. Geholfen hat ihm sein ruhiger und beharrlicher Auftritt. Schäfer ist einer, der selbst bei der zehnten Nachfrage zum gleichen Thema nichts von seiner Gelassenheit verliert. Vor allem aber hat er geliefert.

Rund 50 Prozent der damaligen Finanzschulden sind verschwunden, der Gewinn lag im vergangenen Jahr bei 1,9 Milliarden Euro, im Herbst 2012 kehrte Conti wieder in den Dax zurück, und auf dem Kurszettel standen Mitte September rund 165 Euro, also rund 350 Prozent mehr als Anfang Januar 2010.

Nicht zuletzt deshalb ist Wolfgang Schäfer auch Investors' Darling 2014 – Deutschlands Kapitalmarktstrategie des Jahres. Sein Arbeitgeber Continental hat die Aktionäre am umfassendsten und transparentesten informiert – und bietet aus Sicht der Fondsmanager der großen Frankfurter Investmentgesellschaften den überzeugendsten Auftritt aller 160 in Dax, M-Dax, S-Dax und Tec-Dax notierten Unternehmen.

LANGE LISTE VOLLER MÄNGEL

Der Konzern und sein Finanzchef gehen als Nummer eins aus der bislang tiefgehendsten und methodisch anspruchsvollsten Untersuchung zur Kapitalmarktkommunikation der großen deutschen Börsenfirmen hervor. Die in diesem Jahr erstmals vom manager magazin durchgeführte Studie ersetzt den Wettbewerb „Der beste Geschäftsbericht“ und hebt die Analyse der Investor-Relations-Arbeit sämtlicher Unternehmen der Dax-Familie auf ein neues Niveau (siehe Tabellen ab Seite 88).

Vier Monate lang hat Bilanzprofessor Henning Zülch von der Handelshochschule Leipzig zusammen mit seinem wissenschaftlichen Team Geschäfts- und Zwischenberichte untersucht, Investorenpräsentationen und Anlegerseiten der Unternehmen im Internet seziert sowie die Kapitalmarktperformance der vergangenen Jahre unter die Lupe genommen. 600 verschiedene Kriterien in 6 Haupt- und 26 Unterkategorien gingen am Ende in die Bewertungscluster Reporting, Investor Relations und Kapital-

STARKE PAPIERFORM

Top 5: Reporting

Rang	Unternehmen	Index	Punkte
1	Allianz	Dax	70,44
2	K+S	Dax	69,20
3	Bayer	Dax	68,18
4	Evotec	Tec-Dax	66,57
5	Deutsche Telekom	Dax	66,41

HÖCHSTWERTE IM NETZ

Top 5: Investor Relations

Rang	Unternehmen	Index	Punkte
1	ThyssenKrupp	Dax	73,90
2	Henkel	Dax	71,40
3	Merck	Dax	71,01
4	Deutsche Beteiligung	S-Dax	70,39
5	Bilfinger	M-Dax	69,88

BESTNOTEN AN DER BÖRSE

Top 5: Kategorie Kapitalmarkt

Rang	Unternehmen	Index	Punkte
1	C.A.T. Oil	S-Dax	100,00
2	Continental	Dax	94,44
3	United Internet	Tec-Dax	91,67
3	LPKF	Tec-Dax	91,67
3	Bertrandt	S-Dax	91,67

Quelle: Handelshochschule Leipzig

markt ein. Aus den Resultaten dieser drei Säulen wurde am Ende das Gesamtergebnis für jedes Unternehmen ermittelt (siehe Methodenkasten Seite 87).

„Die Studie arbeitet heraus, welche Unternehmen es mit ihrer Informationspolitik schaffen, so viel Vertrauenskapital bei den Investoren aufzubauen, dass sich das vorhandene Ertrags- und Wachstumspotenzial am Ende auch in der Kursentwicklung widerspiegelt“, sagt Bilanzforscher Zülch.

Bis auf eine Spitzengruppe schöpfen die untersuchten Firmen allerdings ihre Möglichkeiten bei Weitem nicht aus. Die Resultate der Untersuchung sind reichlich ernüchternd:

■ Eine mit detaillierten Zahlen belegte und nachvollziehbare Equity Story haben die wenigsten Unternehmen zu bieten. Selbst in den eigens für Fondsmanager und Analysten produzierten Präsentationen fehlen in der Mehrzahl klar herausgearbeitete Investmenthighlights.

■ Strategie und Prognosen spielen sowohl in Geschäftsberichten als auch in den Präsentationen häufig kaum mehr als eine Nebenrolle. Vielfach bleibt die Darstellung entweder oberflächlich oder gerät in weiten Teilen unverständlich.

■ Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage werden sowohl in den Reports als auch in den Präsentationsfolien häufig nur auf Konzernebene abgehandelt. Kaum ein Unternehmen bricht die Daten im Detail auf die einzelnen Segmente herunter. Eine Einschätzung von Potenzial und Risiken der einzelnen Geschäftsfelder ist dadurch nur sehr grob oder überhaupt nicht möglich.

■ Obwohl Risiken mitsamt ihren möglichen Nebenwirkungen meist ausführliche Kapitel gewidmet werden, bleibt vielfach im Dunkeln, welche der Punkte der Gefahrenliste tatsächlich relevant oder gar existenzbedrohlich sind. Über etwaige Kosten und Gegenstrategien schweigt sich ein Großteil der Unternehmen ohnehin aus.

Am Ende spiegelt die Bewertung den Mängelkatalog der manager-magazin-Bilanzprüfer deutlich wider. Kein Unternehmen überschritt die Schwelle von 75 Punkten, die Note „sehr gut“ erzielt somit niemand. Nur 7 Adressen schnitten mit „gut“ ab, 27 erreichten noch ein „befriedigend“, 61 müssen sich mit dem Prädikat „ausreichend“ zufriedengeben, 66 gehen mit „mangelhaft“ nach Hause.

„Was die Beziehungspflege zu ihren Aktionären anbelangt, bleibt für viele Unternehmen noch eine ganze Menge Arbeit“, sagt Christian Strenger, Mitglied der Deutschen Corporate Governance Kommission und mehrfacher Aufsichtsrat, der die Untersuchung begleitete.

Wer den Anlegern die nötige Nähe bieten will, muss sich auf einen kleinteiligen und vor allem zeitfressenden Job einstellen. 500 Investoren pro Jahr betreut Conti-Finanzmann Schäfer persönlich, in Vieraugengesprächen, in Kleingruppen-Meetings, auf Konferenzen. Fast zwei Monate werden auch 2014 für die Aktionäre draufgehen – für Analysten-Calls, Präsentationen, die Arbeit an Ge-

Wir finanzieren den Mittelstand.

nutzen Sie das Sparkassen-Finanzkonzept für Firmenkunden.



nutzen Sie Ihre Finanzen mit dem Sparkassen-Finanzkonzept. Als einer der größten Mittelstandsfinanzpartner bieten wir Firmenkunden kompetente und umfassende Beratung für jedes Anliegen: von Investitionsfinanzierung mit Sparkassen-Finanzkonzept über Risikomanagement bis hin zur Nachfolgeregelung. Testen Sie uns! Mehr Infos bei Ihrem Sparkassenberater oder www.sparkasse.de. **Wenn's um Geld geht – Sparkasse.**

Der A.T.U Rundum-Service für Ihren Fuhrpark



A.T.U bietet eine unschlagbare Kombination an Vorteilen:

- » Riesiges Sortiment an Reifen und Felgen in der A.T.U-Filiale
- » Kompetente Beratung rund um das Thema Reifen und Felgen
- » Reifenpauschalen für Ihren Fuhrpark
- » Professionelle Reifenmontage in jeder A.T.U-Filiale
- » Reifeneinlagerung in jeder A.T.U-Filiale vor Ort



A.T.U
Die Nr.1 Meisterwerkstatt

www.atu.de/b2b • +49 (0) 180 6 27 27 28 981*

* Vodafone 0,20 Ct. je Anruf aus dem dt. Festnetz, max. 0,60 Ct. je Anruf aus den dt. Mobilfunknetzen

schäfts- und Zwischenberichten und nicht zuletzt für Roadshows in Frankfurt, London oder New York.

Von den Fondsmanagern der großen deutschen Investmentgesellschaften bekam er für seinen Einsatz nahezu durchgängig Bestnoten. Überhaupt war es der überragende Kapitalmarktauftritt samt erstklassiger Börsenperformance, der den Hannoveranern ihren Vorsprung vor dem zweitplatzierten Pharmariesen Bayer verschaffte.

Werner Baumann (51), Finanzchef der Leverkusener, zeigte die ausgeglichene Bilanz aller Dax-Konzerne. In allen drei Kategorien zählt das Unternehmen zu den besten 15 Prozent der untersuchten Firmen. Ein Auftritt mit Seltenheitswert. „Tatsächlich schafft es kaum ein Unternehmen, sowohl mit Geschäftsberichten und Investor-Relations-Arbeit als auch auf dem Kapitalmarkt zu überzeugen“, analysiert Studienleiter Zülch. „Zwischen den drei Bereichen zeigen sich beim Großteil der Firmen erhebliche Leistungsunterschiede.“

Besonders ärgerlich für die Anleger sind die Informationsdiskrepanzen zwischen den Geschäftsberichten und den auf die Investoren zugeschnittenen Foliensätze. Teilweise müssen die Anleger Präsentationen und Reports parallel lesen, um sich ein einigermaßen klares Bild zu verschaffen. Im Fall von RWE lässt sich nur anhand der Foliensätze nachvollziehen, wie der Konzern sich gegen Strompreisschwankungen absichert. Im Risikoteil des Jahresreports suchen die Aktionäre vergeblich nach Gefahrenabwehrstrategien.

Bei anderen Unternehmen steigern die Präsentationen dagegen nur den Grad der Verwirrung. Die Finanzleute von Daimler etwa rechnen in ihrer Investorpräsentation mit angepassten Ertragsgrößen, die in dieser Form im zeitgleich publizierten Geschäftsbericht überhaupt nicht auftauchen.

Je weiter es im Ranking nach unten geht, desto größer werden die Defizite. Die Lufthansa etwa, Nummer 29 im Dax und auf Rang 94 in der Gesamtwertung, schweigt sich im Geschäftsbericht über die Herkunft eines Gewinnbetrags von 366 Millionen Euro aus – was immerhin rund 40 Prozent des Ergebnisses aus betrieblicher Tätigkeit von 941 Millionen Euro ausmacht. Der Posten wird schlicht unter sonstige nicht zugeordnete Aktivitäten verbucht.

Den bei Weitem schlechtesten Eindruck aller Dax-Finanzchefs aber hinterlässt Deutsche-Bank-Mann Stefan Krause (51). Die Punkte bei Geschäftsberichten, Investor-Relations-Arbeit und Kapitalmarktpformance: allesamt deutlich schlechter als der Durchschnitt. Der fatale Eindruck: Selbst Biotechbuden aus dem Kleinwertesegment Tec-Dax bedienen ihre Anteilseigner besser als der Weltkonzern Deutsche Bank.

Für die Anleger ist der Finanzriese derzeit ohnehin eine Blackbox. Geschäftsmodell und Strategie diffus, die Entwicklung der Gewinne kaum nachvollziehbar, die Folgen der Rechtsstreitigkeiten vollkommen unkalkulierbar. Statt aber die Aktionäre klar ins Bild zu setzen, verstärkt die Kapitalmarkt-kommunikation des Geldhauses die Verwirrung zusätzlich.

Beispiel Strategie: Obwohl die Bank mit 538 Seiten den weitaus umfangreichsten Geschäftsbericht ablieferte, suchen die Investoren ein eigenes Kapitel über die langfristige geschäftspolitische Ausrichtung vergeblich.

VERWIRRUNG STATT ERKLÄRUNG

Beispiel Gewinnentwicklung: Welche Faktoren den Gewinn der Bank antreiben oder abstürzen lassen, bleibt ebenfalls der Fantasie der Anleger überlassen. Obwohl die Bank zu den etablierten Adressen der Wall Street gehört, schweigt sie sich darüber aus, welche Auswirkungen die Schwankungen des Dollar-Kurses auf die Gewinn-und-Verlust-Rechnung haben können.

Beispiel Rechtsstreitigkeiten: Seitenweise handeln Krause und seine Juristen die Risiken der juristischen Auseinandersetzungen ab, in die sich der Bankprimus hat verstricken lassen. 1000 Verfahren mit einem Streitwert von jeweils über 100 000 Euro haben sich angesammelt. 180 Verfahren mit verschiedenen Aufsichtsbehörden kommen noch dazu. Rückschlüsse darauf, welche Folgen die einzelnen Rechtshändel auf die Bilanz haben, lassen sich aber auch nach intensiver Lektüre nicht ziehen.

Möglicherweise wissen es die Banker selbst nicht so genau. Mitte März musste Finanzchef Krause das vorläufige Ergebnis vor Steuern, das er Ende Januar verkündet hatte, um 615 Millionen auf 1,5 Milliarden Euro nach unten korrigieren.

Dietmar Palan

KLASSENARBEIT

Wie die mm-Prüfer die Dax-Firmen durchleuchteten

DIE KRITERIEN Professor Henning Zülch und sein Team von der Handelshochschule Leipzig haben die entscheidenden Instrumente der Investor-Relations-Arbeit (IR) untersucht: Geschäfts- und Zwischenberichte sowie IR-Seiten und Präsentationen. Dazu wurde die Reaktion der Kapitalmärkte analysiert: die Aktienperformance (über ein, drei und fünf Jahre) gemessen und die Meinung von Fondsmanagern eingeholt (Deka, DWS, Union). Im Fokus der Studie steht, ob die Unternehmen ein detailliertes Bild ihrer Strategie vermitteln, und zwar nicht nur auf Konzern-, sondern auch auf Segmentebene. Ähnliches gilt für Vermögens-, Ertrags-, Finanz- und Risikolage. Wichtig war den Testern die Konsistenz der verschiedenen Instrumente.



FOTO: MICHAEL BRÄDER / HHL

VIER MONATE BESCHÄFTIGT: Professor Zülch (u. M.) und sein Team

DIE BEWERTUNG Das Reporting hat mit 40 Prozent das höchste Gewicht (32 Prozent Geschäftsbericht, 8 Prozent Halbjahresbericht). Die Kategorie Investor Relations steht für 30 Prozent (20 Prozent Präsentation, 10 Prozent IR-Seiten). Der Kapitalmarktauftritt geht mit weiteren 30 Prozent ein. Bei den Dax- und M-Dax-Firmen fließen dabei die Fondsmanagerbefragung und die Performance zu jeweils 15 Prozent ein,

bei Tec- und S-Dax-Werten entfällt die Befragung, deshalb sind Reporting und Investor Relations mit insgesamt 82 Prozent deutlich höher gewichtet. Am Ende werden die Resultate durch folgendes Expertengremium geprüft: Corporate-Governance-Institution Christian Strenger, Kommunikationsberater Klaus Rainer Kirchhoff, Professor Henning Zülch und manager magazin-Chefredakteur Steffen Klusmann.

DER GARANTIERT GÜNSTIGSTE PREIS FÜR GESCHÄFTSREISENDE.

HRS
Business
Tarif.
Jetzt anmelden.

HRS.de

 **HRS**
Das Hotelportal

SCHWÄCHEN IN DER SPITZE Die Dax-Konzerne im Überblick

Rang	Unternehmen	Reporting			Investor Relations			Kapitalmarkt	Gesamt	Beurteilung*
		Halbjahresbericht	Geschäftsbericht	Gesamt	IR-Präsentation	IR-Webpage	Gesamt			
1	Continental	69,92	59,73	61,77	54,07	69,00	59,05	94,44	70,76	★★★★
2	Bayer	73,02	66,97	68,18	55,98	79,00	63,65	80,00	70,37	★★★★
3	Henkel	67,00	54,41	56,93	62,60	89,00	71,40	84,17	69,44	★★★★
4	Deutsche Post	58,85	65,63	64,27	54,39	86,00	64,93	73,33	67,19	★★★★
5	Merck	55,38	63,42	61,81	68,02	77,00	71,01	61,94	64,61	★★★
6	Fresenius	51,43	51,37	51,38	57,09	74,00	62,73	81,94	63,96	★★★
7	Allianz	73,31	69,72	70,44	59,05	74,00	64,03	54,72	63,80	★★★
8	Adidas	66,69	59,29	60,77	47,88	72,00	55,92	65,56	60,75	★★★
9	Deutsche Telekom	75,51	64,13	66,41	47,12	80,00	58,08	47,78	58,32	★★★
10	Daimler	62,64	60,71	61,10	53,67	81,00	62,78	49,72	58,19	★★★
11	BASF	66,69	53,57	56,19	52,05	89,00	64,37	54,17	58,04	★★★
12	BMW	61,99	52,74	54,59	38,89	72,00	49,93	70,56	57,98	★★★
13	Linde	51,65	58,88	57,43	59,49	68,00	62,33	50,56	56,84	★★★
14	Volkswagen	62,38	51,12	53,37	41,29	71,00	51,19	62,78	55,54	★★★
15	ThyssenKrupp	59,49	59,18	59,25	68,85	84,00	73,90	27,22	54,03	★★
16	Deutsche Börse	67,56	56,31	58,56	50,77	64,00	55,18	44,72	53,39	★★
17	Beiersdorf	40,42	60,33	56,34	43,38	74,00	53,59	47,50	52,86	★★
18	Infineon	61,08	53,78	55,24	32,01	46,00	36,67	65,83	52,85	★★
19	Lanxess	64,57	58,93	60,06	46,17	65,00	52,44	43,33	52,76	★★
20	K+S	76,83	67,29	69,20	46,52	74,00	55,68	26,39	52,30	★★
21	Münchener Rück	60,71	54,16	55,47	56,40	79,00	63,94	36,39	52,29	★★
22	SAP	54,19	49,97	50,81	27,73	68,00	41,16	59,17	50,42	★★
23	Commerzbank	59,51	64,43	63,45	52,97	58,00	54,65	27,50	50,02	★★
24	Fresenius Medical Care	48,73	59,19	57,09	38,77	67,00	48,18	38,33	48,79	★★
25	HeidelbergCement	52,71	53,34	53,22	47,68	54,00	49,78	37,78	47,55	★★
26	Siemens	62,63	49,59	52,20	37,79	60,00	45,19	42,78	47,27	★★
27	Eon	60,02	49,42	51,54	60,79	68,00	63,19	21,67	46,07	★★
28	RWE	56,89	47,30	49,22	46,83	80,00	57,88	28,33	45,55	★★
29	Lufthansa	69,00	38,37	44,50	46,38	79,00	57,26	33,61	45,06	★★
30	Deutsche Bank	59,51	45,53	48,33	42,43	50,00	44,95	37,50	44,07	★★

GROSSE ENTtäUSCHUNG BEI DEN KLEINEN Die oberen 20 im S-Dax

Rang	Unternehmen	Reporting			Investor Relations			Kapitalmarkt	Gesamt	Beurteilung*
		Halbjahresbericht	Geschäftsbericht	Gesamt	IR-Präsentation	IR-Webpage	Gesamt			
1	Zooplus	63,25	57,88	58,96	64,60	55,00	61,40	75,00	62,65	★★★
2	Grammer	63,25	45,07	48,71	56,68	59,00	57,46	83,33	57,90	★★★
3	SAF-Holland	54,28	46,86	48,34	58,35	49,00	55,23	83,33	56,95	★★★
4	Jungheinrich	53,00	51,36	51,68	46,65	49,00	47,43	83,33	55,77	★★★
5	C.A.T. Oil	55,18	42,56	45,08	45,58	41,00	44,06	100,00	54,41	★★
6	Deutsche Beteiligung	63,29	62,21	62,42	75,58	60,00	70,39	0,00	54,22	★★
7	SHW	50,50	57,78	56,32	60,73	47,00	56,15	25,00	50,73	★★
8	Schaltbau	49,08	47,00	47,42	41,85	31,00	38,23	83,33	50,52	★★
9	Deutz	72,68	51,26	55,54	44,23	36,00	41,49	50,00	49,60	★★
10	VTG	53,09	53,24	53,21	68,20	69,00	68,47	0,00	49,21	★★
11	Cewe	70,65	42,90	48,45	42,23	64,00	49,49	50,00	49,09	★★
12	Comdirect	65,18	59,29	60,47	60,52	47,00	56,01	0,00	48,22	★★
12	Patrizia Immobilien	44,75	50,62	49,45	40,80	43,00	41,53	58,33	48,22	★★
14	Villeroy & Boch	57,68	46,90	49,06	43,67	34,00	40,44	58,33	47,65	★★
15	Indus	40,06	46,11	44,90	54,42	40,00	49,61	50,00	47,46	★★
16	Bertrandt	48,08	38,53	40,44	25,17	52,00	34,11	91,67	47,25	★★
17	Heidelberger Druck	48,15	47,88	47,93	42,85	67,00	50,90	33,33	46,40	★★
18	Takkt	61,16	63,4	61,61	49,43	45,00	47,96	0,00	45,92	★★
19	Alstria	58,17	54,75	55,44	59,68	49,00	56,12	0,00	45,90	★★
20	Wacker Neuson	67,73	48,63	52,45	57,50	64,00	59,67	0,00	45,74	★★

*Bewertungsskala: > 75 Punkte: sehr gut = ★★★★★; > 65 Punkte: gut = ★★★★; > 55 Punkte: befriedigend = ★★★; > 45 Punkte: ausreichend = ★★; < 45 Punkte: mangelhaft = ★.

Quelle: Handelshochschule Leipzig

GEHOBENER DURCHSCHNITT IN DER MITTELKLASSE Die besten 30 aus dem M-Dax

Rang	Unternehmen	Reporting			Investor Relations			Kapitalmarkt	Gesamt	Beurteilung*
		Halbjahresbericht	Geschäftsbericht	Gesamt	IR-Präsentation	IR-Webpage	Gesamt			
1	Leoni	81,44	61,55	65,53	68,04	46,00	60,69	70,83	65,67	★★★★
2	Dürr	57,54	53,29	54,14	45,68	80,00	57,12	88,75	65,41	★★★★
3	ProSiebenSat. 1	56,53	48,73	50,29	68,02	66,00	67,34	79,72	64,24	★★★
4	Sky Deutschland	65,92	54,30	56,62	41,33	67,00	49,89	84,17	62,87	★★★
5	Fuchs Petrolub	69,44	58,54	60,72	49,33	63,00	53,89	65,83	60,20	★★★
6	Axel Springer	66,54	51,70	54,66	61,83	71,00	64,89	61,67	59,83	★★★
7	Wacker Chemie	64,55	59,79	60,74	59,45	72,00	63,63	46,67	57,39	★★★
8	Tui	63,90	64,87	64,67	47,35	62,00	52,23	52,50	57,29	★★★
9	Norma	58,12	60,77	60,24	51,61	57,00	53,41	55,56	56,79	★★★
10	Hugo Boss	58,02	51,07	52,46	44,19	51,00	46,46	71,94	56,50	★★★
11	Aareal Bank	62,53	50,50	52,91	43,68	43,00	43,45	73,61	56,28	★★★
12	Celesio	75,15	57,46	61,00	38,93	70,00	49,29	54,17	55,44	★★★
13	Gea	38,39	46,50	44,87	43,16	66,00	50,77	71,11	54,51	★★
14	Hochtief	53,96	55,94	55,54	67,02	52,00	62,01	45,42	54,45	★★
15	MTU	56,18	54,80	55,08	48,73	73,00	56,82	50,56	54,24	★★
16	Metro	60,82	57,79	58,39	53,41	71,00	59,27	43,33	54,14	★★
17	Brenntag	63,87	52,88	55,08	32,03	57,00	40,36	63,06	53,05	★★
18	Bilfinger	58,25	50,63	52,15	63,33	83,00	69,88	35,83	52,58	★★
19	Symrise	44,14	46,76	46,24	52,18	44,00	49,46	62,78	52,16	★★
20	Rheinmetall	50,85	64,80	62,01	65,83	43,00	58,22	29,58	51,15	★★
21	Kuka	69,46	54,31	57,34	36,45	52,00	41,64	49,72	50,34	★★
22	Hannover Rück	58,39	54,88	55,58	43,18	74,00	53,46	37,78	49,60	★★
23	Gerresheimer	51,99	51,06	51,25	44,39	60,00	49,59	45,83	49,13	★★
24	Fraport	47,88	56,99	55,16	54,79	56,00	55,19	33,33	48,62	★★
25	Rhön-Klinikum	55,65	60,19	59,28	18,60	53,00	30,07	50,83	47,98	★★
26	Deutsche Wohnen	43,48	45,64	45,21	46,70	64,00	52,47	46,94	47,91	★★
27	Deutsche Euroshop	52,18	47,85	48,72	51,17	58,00	53,44	41,11	47,85	★★
28	Airbus	23,25	23,44	23,41	29,63	57,00	38,76	87,22	47,16	★★
29	Talanx	52,16	53,61	53,32	50,01	47,00	49,01	35,00	46,53	★★
30	Krones	41,19	50,84	48,91	46,08	72,00	54,72	34,72	46,40	★★

KURZSCHLUSS BEI DEN HIGHTECHWERTEN Die Top 20 im Tec-Dax

Rang	Unternehmen	Reporting			Investor Relations			Kapitalmarkt	Gesamt	Beurteilung*
		Halbjahresbericht	Geschäftsbericht	Gesamt	IR-Präsentation	IR-Webpage	Gesamt			
1	Morphosys	66,96	58,18	59,93	65,92	70,00	67,28	50,00	60,77	★★★
2	Evotec	63,11	67,43	66,57	62,00	57,00	60,33	25,00	57,03	★★★
3	United Internet	49,84	48,77	48,99	44,45	49,00	45,97	91,67	55,45	★★★
4	LPKF Laser	50,58	47,05	47,76	39,18	45,00	41,12	91,67	53,16	★★
5	Bechtle	53,75	57,79	56,98	45,81	53,00	48,21	50,00	52,65	★★
6	Drägerwerk	61,47	64,03	63,52	50,08	48,00	49,39	25,00	51,73	★★
7	Jenoptik	49,08	58,32	56,47	39,60	58,00	45,73	50,00	51,54	★★
8	Freenet	45,25	48,41	47,78	39,45	43,00	40,63	83,33	51,53	★★
9	Sartorius	55,19	54,27	54,45	49,57	40,00	46,38	50,00	50,82	★★
10	Drillisch	58,99	48,50	50,60	25,15	25,00	25,10	91,67	48,85	★★
11	QSC	51,25	52,58	52,32	50,42	61,00	53,94	25,00	48,07	★★
12	Software	58,35	60,88	60,37	44,78	64,00	51,19	0,00	46,48	★★
13	Xing	45,36	55,74	53,67	24,42	37,00	28,61	50,00	44,18	★
14	Carl Zeiss Meditec	42,96	53,53	51,42	40,75	48,00	43,17	25,00	43,84	★
15	Cancom	44,75	42,41	42,88	0,83	49,00	16,89	91,67	42,32	★
16	Wirecard	45,83	36,17	38,10	34,08	50,00	39,39	58,33	42,13	★
17	Nemetschek	44,25	46,39	45,96	38,22	59,00	45,14	25,00	41,97	★
18	Nordex	54,08	45,45	47,18	35,50	33,00	34,67	33,33	40,32	★
19	Compugroup	59,41	48,01	50,29	25,88	43,00	31,59	25,00	39,23	★
20	Adva Optical	39,90	54,37	51,48	38,68	47,00	41,46	0,00	38,86	★

*Bewertungsskala: > 75 Punkte: sehr gut = ★★★★★; > 65 Punkte: gut = ★★★★; > 55 Punkte: befriedigend = ★★★; > 45 Punkte: ausreichend = ★★; < 45 Punkte: mangelhaft = ★.

Quelle: Handelshochschule Leipzig

