

Im Betrugsfall haben es auch Profis schwer

BILANZSKANDALE Gute Investor Relations sorgen dafür, dass auch Laien komplexe Firmenstrukturen verstehen.

ANJA STUBENRAUCH

Eines der heissen Themen der letzten Monate waren die Unternehmensskandale, die weltweit die Schlagzeilen füllen. Es überrascht, dass in der Mehrzahl der Fälle, beispielsweise bei Parmalat, ABB, Jomed und Adecco, auch renommierte Instanzen, wie Aufsichtsgremien oder fachkundige Spezialisten wie Investoren, Analysten und Journalisten, Bilanzierungsprobleme nicht bemerkt haben.

Selbst Standard & Poor's, eine der beiden wichtigsten Rating-Agenturen, hatte Parmalat noch zwei Wochen vor Bekanntwerden der Probleme die volle Kreditwürdigkeit attestiert. Im Konkursfall von Jomed wurden weder Verwaltungsräte noch Investoren misstrauisch, als sich das Unternehmen im Sommer 2002 in Form eines US-Finanzierungsvehikels, einem so genannten Toxic Convertible Bond, neues Kapital besorgte. Diese Wandelanleihe, in der Schweiz bis dato nahezu unbekannt, hat massgeblich dazu beigetragen, dass das Unternehmen, trotz solider Produkte und einer viel versprechenden Forschungspipeline, kei-

Zu komplexe Firmenstrukturen verschleiern Realität.

ne Überlebenschance mehr hatte. Später kam ans Licht, dass der Verwaltungsrat offenbar nicht genügend Zeit gehabt hatte, die Konditionen dieser Wandelanleihe sorgfältig zu prüfen.

Trotz intensiver Bemühungen verschiedener Gremien, mehr Transparenz in die Rechnungslegung zu bringen und damit den Investoren verbesserte Informationen zur Verfügung zu stellen, gelingt es nicht, solche Betrugsfälle zu vermeiden.

Viele Frühwarnindikatoren können Investoren warnen

Die Gründe für dieses Fehlverhalten von Managern sind vielfältig. Viele Führungsgremien richten heute ihre Entscheidungen systematisch an den Anliegen des Kapitalmarktes aus. Die Meinung der Grossaktionäre hat über die Jahre

ständig an Gewicht gewonnen. Insbesondere angelsächsische Investoren setzen das Management nicht nur unter finanziellen Performancedruck, sondern fordern auch Mitspracherechte bei wichtigen strategischen Entscheidungen. Um die Erwartungen der Analysten und Investoren zu erfüllen und den Aktienkurs nicht zu gefährden, werden Bilanzierungsregeln strapaziert. Gelegentlich werden Bilanzen frisiert, damit das Unternehmen kurzfristig gut dasteht. Für externe Beobachter ist es schwierig abzuschätzen, ab wann die Situation in einem Unternehmen brenzlich wird. Einige öffentlich zugängliche Indikatoren weisen auf die Risiken hin:

- Komplexe Organisationsstrukturen: Ein Unternehmen wie Jomed, das von einem schwedischen Management geführt wird, aber eine niederländische Holdingstruktur aufweist und an der Schweizer Börse kotiert ist, macht im Liquidationsfall Gläubigern und Aktionären den Durchgriff praktisch unmöglich. Bei Parmalat und bei Enron erleichterten so genannte «Off-balance-Sheet-Arrangements», die in Off-shore-Gesellschaften verbucht sind, die Verschleierung der finanziellen Realität vor den Aktionären. Die Matrixorganisation, eine Organisationsstruktur, die Anfang der 90er Jahre «en vogue» war, hat bei ABB dazu beigetragen, dass die Verantwortlichkeiten nicht mehr klar geregelt waren und die Konzernleitung den Überblick verlor.

- Goodwill-Positionen und ausserordentliche Aufwendungen: Eine Studie der Bank Sarasin zeigt bei drei Unternehmen, dass das Verhältnis von Nettoverschuldung und Goodwill nicht optimal war: Bei Swisslog, ABB und Adecco. Die Studie listet auch Unternehmen auf, die über eine hohe Net-cash-Position verfügen und heute ausnahmslos eine solide, intakte Kursentwicklung aufweisen, etwa Straumann, Synthes-Stratec und Tamedia. Auf eine unsolide Unternehmensführung kann auch eine Vielzahl von ausserordentlichen Buchungen hinweisen, die in den Anmerkungen des Finanzteils nicht detailliert erläutert werden.

- Strategische Frühindikatoren: Unternehmen, in denen das Management häufig wechselt, deren Verwaltungsrat selten tagt, die durch eine sehr aggressive Akquisiti-

onstätigkeit die Vergleichbarkeit über die Jahre erschweren und immer wieder durch steuerlich optimierte Konstrukte auffallen, machen es dem Aussenstehenden schwer, die tatsächliche Unternehmenssituation einzuschätzen.

Auch die äusseren Rahmenbedingungen, wie etwa der Wechsel der Rechnungslegungsstandards von FER auf IFRS in der Schweiz, die neuen Corporate-Governance-Regeln, neue Finanzierungsmöglichkeiten wie Convertibles und Privatplatzierungen fordern die Marktteilnehmer heraus.

Mittler am Kapitalmarkt

Wenn man die Investor Relations als Mittler zwischen Kapitalmarkt und Management versteht, um auf effiziente Art die richtigen Informationen zu kommunizieren und dadurch Vertrauen zu schaffen, stellt sich die Frage, warum es dennoch selten frühzeitig gelingt, in Betrugsfällen die nötige Transparenz zu schaffen. In Fällen von bewusster Fälschung, wie etwa im Fall Jomed, wo über zwei Jahre hinweg Umsätze und Profitabilität geschönt wurden, haben selbst die Wirtschaftsprüfer nichts gemerkt. Hier richtet auch eine gute Investor-Relations-Arbeit nichts aus.

Aber in Unternehmen, deren Ausgangslage einfach komplex ist, können Investorenhandbücher und systematisch aufgebaute Analystenpräsentationen Abhilfe schaffen. Transparenz heisst, dass interne Fakten und Vorgänge für Externe verständlich werden.

Gute Investor-Relations-Arbeit bemisst sich daran, dass Investoren und Analysten relativ wenige Fragen stellen müssen, dass die Antworten auf diese Fragen rasch erfolgen und jeder Laie anschliessend versteht, was wirklich gemeint ist. Das ist in einer Welt mit vielen juristischen Vorgaben, internationalen Rechnungslegungsstandards und unendlich vielen Produkt- und Innovationsaspekten sicherlich kein einfaches Unterfangen.

Mehr als diese Mittlerfunktion können die Investor Relations nicht leisten, aber wenn bereits diese Funktion nicht erfüllt ist, dann ist auch das ein möglicher Hinweis auf eine unsolide Unternehmensführung.

Anja Stubenrauch, Partnerin bei der Investor Relations Firm AG, Zürich.