

# „Ein extremer Ausnahmefall“

**Professor Henning Zülch erklärt, warum Wirecards schlechte Finanzkommunikation aus seiner Sicht keine rote Flagge war – und was Delivery Hero, Linde, Grenke und Steinhoff falsch machen.**

von Lars Friedrich

**I**nvestors' Darling: Unter diesem Titel wertet Professor Henning Zülch von der HHL Leipzig Graduate School of Management mit seinem Team für das *Manager Magazin* alljährlich die Finanzkommunikation der deutschen Börsenunternehmen aus. Berücksichtigt werden nicht nur die harten Zahlen und wie diese in den Berichten aufbereitet werden, sondern auch die Aktienperformance, die Zufriedenheit der Analysten, der digitale Auftritt und die Investor-Relations-Qualität.

**DER AKTIONÄR: Herr Professor Zülch, warum legen Sie Wert auf diese Kür?**

**PROF. HENNING ZÜLCH:** Aus der Empirie heraus wissen wir, dass gute Unternehmen immer mehr berichten als schlechte. Und das „Mehr“ liegt genau im freiwilligen Teil der Berichterstattung. Das ist auch das Fazit unserer Auswertung: Gute Unternehmen sind transparente, nachhaltige und digitale Unternehmen.

**Wobei ein gut oder schlecht bei der Kommunikation nicht zwangsläufig auf die Aktien-Performance schließen lässt, oder?**

Nein, es geht zunächst einmal nur um die möglichst effektive Kommunikation. Daraus ergibt sich aber eine Kausalkette: Die Finanzanalysten sind dankbar, dass die Informationen im Markt sind. Das gut kommunizierende Unternehmen hat eine höhere Coverage durch Analysten. Die Aktie wird liquider, der Bid-Ask-Spread kleiner und die Kapitalkosten werden gesenkt. Am Ende führt dies letztlich zu einer Maximierung des Aktienkurses.

**Prüfen Sie, ob das Erzählte überhaupt stimmt?**

Wir schauen uns an, wie berichtet wird. Inhaltlich muss den Wirtschaftsprüfern und dem deutschen

”  
MEINES  
ERACHTENS IST  
DELIVERY HERO  
EINFACH VIEL ZU  
FRÜH IN DEN DAX  
GEKOMMEN.

“



Enforcement-System vertraut werden. Dieses institutionelle Umfeld ist in Deutschland im internationalen Vergleich schon sehr stark ausgeprägt und sehr gut.

#### Sehr gut – trotz Wirecard?

Wirecard ist für mich ein extremer Ausnahmefall. Was die Verantwortlichen dort gemacht haben, erfordert höchste kriminelle Energie.

#### Wie hat Wirecard in Ihren Auswertungen abgeschnitten?

Sowohl Reporting- als auch IR-Qualität lagen weit unter dem Durchschnitt. Im Wettbewerb 2019 ist das Unternehmen bei uns auf Platz 107 von 160 gekommen. Das war allerdings stark getrieben durch den Einfluss der Wahrnehmung am Kapitalmarkt, was 30 Prozent der Gesamtwertung ausmacht. Der Aktienkurs war zu diesem Zeitpunkt immer noch hoch. Die Analysten hatten in Folge der ersten *Financial Times*-Berichte langsam



das Vertrauen verloren, aber der Wert wurde immer noch durch die vielerorts positive Wahrnehmung getrieben.

#### Sonst wäre Wirecard noch schlechter gewesen?

Ja, Platz 107 war noch sehr schmeichelhaft. Wirecard hat seine Finanzlage nicht gut dargestellt. Einflussfaktoren auf die Umsatzentwicklung fehlten. Bei Zwischenberichten wurde nur eine Ergebniskennzahl verwendet. Die Berichterstattung über die erwartete Entwicklung war mangelhaft. Auf Währungseffekte wurde nicht eingegangen. Der Bereich Mergers & Acquisitions wurde in der Berichterstattung vernachlässigt, die Strategie nahezu gar nicht erläutert. Gerade freiwillige Informationen – IR-Präsentation und digitale Kommunikation – wurden so gering wie möglich gehalten.

#### Waren das Anzeichen für möglichen Betrug?

Das eine hat mit dem anderen erst mal nichts zu tun. Wir sehen immer bei Unternehmen, die relativ schnell wachsen, dass die Strukturen nicht in dem Maße mitgewachsen sind. Da sind zum Beispiel die Investor-Relations-Abteilungen oft noch nicht vergleichbar mit denen von etablierten DAX-Konzernen. Daraus können die Kontrollinstanzen wie Wirtschaftsprüfer oder das deutsche Enforcement-System keine rote Flagge ableiten – auch wenn viele im Nachhinein etwas anderes behaupten.

#### Müsste man angesichts der genannten Mängel nicht besonders misstrauisch hinschauen?

Natürlich muss man ein junges Unternehmen ohne Historie kritischer beleuchten als einen Tanker, der schon längere Zeit am Markt aktiv ist. Wirecard ist für mich aber ein Wachstumsunternehmen gewesen. Es gab Auffälligkeiten. Die gibt es aber, wie gesagt, auch bei anderen Unternehmen.

#### Kommen wir zum Wirecard-Nachfolger im DAX: Delivery Hero ...

Delivery Hero kommt 2020 auf Platz 80 von 158. Dieses Unternehmen weist eine unterdurchschnittliche Reporting- und IR-Qualität auf und lässt einen digitalen Geschäftsbericht vermissen. Inhaltlich wird über Währungsrisiken kaum berichtet, obwohl das Unternehmen seine Geschäfte im Ausland macht. Volle Punktzahl gibt es für die Aktienperformance. Mit über 70 Prozentpunkten sind auch die Finanzanalysten hochzufrieden. Da gibt es also eine Diskrepanz zwischen Kapitalmarkt und Qualität.

#### Eine Diskrepanz, die es bei Wirecard auch gab ...

Das können Sie aber nicht miteinander vergleichen. Meines Erachtens ist Delivery Hero einfach viel zu früh in den DAX gekommen. Delivery Hero lebt noch von Vorschusslorbeeren. Ich finde, das ist ein sehr interessantes Unternehmen. Nur in der Berichterstattung muss jetzt an Geschwindigkeit zugelegt werden, damit am Ende keine Erwartungs-

### Top/Flop 3 DAX

1	Deutsche Telekom
2	Merck
3	Deutsche Post

1	Linde
2	HeidelbergCement
3	BMW

### Top/Flop 3 MDAX

1	Lanxess
2	Sartorius
3	Siltronic

1	Dt. Euroshop
2	1&1 Drillisch
3	Rocket Internet

### Top/Flop 3 SDAX

1	Jenoptik
2	Talanx
3	Knorr-Bremse

1	Steinhoff
2	Medigene
3	Isra Vision

lücke entsteht. Sonst könnte Delivery Hero schnell wieder aus dem DAX fliegen.

#### Was verstehen Sie unter Erwartungslücke?

Die Finanzanalysten und auch Ihr Heft sagen jetzt: Wie wollt ihr nach all den Jahren mal Gewinne schreiben? Was ist eure Strategie? Erklärt uns doch mal genauer euer Geschäftsmodell.

#### Tatsächlich haben wir uns bei der Recherche zu Delivery Hero gewundert, dass nicht im Detail erklärt wird, wie Unternehmensteile bewertet werden. Es wurde auch auf Nachfrage nicht beziffert, wie viele Leute am Hauptsitz in Berlin das internationale Geschäft managen ...

Das Unternehmen zieht sich auf die verpflichtende Berichterstattung zurück. Das reicht aber im DAX nicht. Das muss Delivery Hero erkennen und massiv an seiner Finanzkommunikation arbeiten.

#### Haben Sie Verständnis, wenn Unternehmen im Zweifel aufs Geschäftsgeheimnis verweisen?

Nein, überhaupt nicht. Am Ende wollen die Unternehmen die Gunst der Investoren gewinnen, wobei Strategie und Ausblick überzeugen müssen. Ich muss doch in der Lage sein, Vertrauen zu schaffen. Ein Positivbeispiel ist Jenoptik. Das ist ein hochtechnologisches Unternehmen, das es inzwischen versteht, sein Geschäftsmodell verständlich zu präsentieren – und in unserer Auswertung im SDAX erneut Sieger geworden ist. Es geht also.

#### Viele Unternehmen sprechen dieses Jahr pauschal von coronabedingten Unsicherheiten ...

Das ist unter Umständen nicht genug. Gerade in einem volatilen Umfeld wird der Ausblick der elementarste Baustein einer guten Finanzkommunikation werden. Es wird Ihnen niemand mehr glauben, wenn Sie in Ihrem Lagebericht Ihre Strategie zum 500. Mal kopieren. Sie müssen jetzt klar Flagge bekennen und zeigen, ob und wie Sie Ihre Strategie anpassen, implementieren und kontrollieren. Bei den Finanzkennzahlen wird es darauf ankommen, ob der Corona-Effekt nachvollziehbar ausgewiesen wird. Sonst könnte der Eindruck entstehen, dass etwas vertuscht werden soll.

#### Wie könnten Anleger erkennen, ob tatsächlich eine Strategie umgesetzt wird?

Man kann zum Beispiel unproblematisch überprüfen, nach welchen Kriterien der CEO und der Finanzchef entlohnt werden. Es muss einen Zusammenhang zwischen der erklärten Strategie, vor allem den konkreten strategischen Zielen, der tatsächlichen Performance und der Incentivierung und Entlohnung des Managements erkennbar sein. Zudem spiegelt sich die Strategie auch in der Berichterstattung über Chancen und Risiken sowie zur Prognose wider. Die Strategie sollte also kohärent erläutert werden.

#### Grenke muss derzeit besonders viel Kritik aushalten. Leerverkäufer haben sich auf den Finanzdienstleister eingeschossen. Wie steht Grenke bei Ihnen da?

Grenke ist bei uns auf Platz 75 gelandet. Das Reporting ist überdurchschnittlich. Die IR-Präsentation ist auch überdurchschnittlich. Im digitalen Bereich, bei der Homepage, muss man aufholen. Die Aktienperformance war zuletzt schlecht. Aber die Finanzanalysten haben 78 von 100 Punkten vergeben – das ist schon sehr gut. Die Strategieberichterstattung des Unternehmens ist allerdings recht restriktiv und die Firmenstruktur zum Teil sehr undurchschaubar.

#### Finanzunternehmen sind in der Hinsicht vermutlich eh ein Thema für sich?

Durchaus. Die Branche steht stark unter Druck. Da muss man natürlich die großen Gewinnmargen und Wachstumsraten gut erklären. Da gibt es bei Grenke noch Defizite. Ich verwehre mich aber dagegen, Grenke oder Delivery Hero in irgendeiner Weise mit Wirecard zu vergleichen. Im Vergleich zu den Peers ist Grenke im Mittelfeld, teilweise sogar überdurchschnittlich. Das Unternehmen hat zudem in den vergangenen Jahren immer mehr in Reporting und Investor Relations investiert.

#### Abschließend bitte noch eine Einschätzung zum DAX-Verlierer Linde, der eigentlich als verlässliches Unternehmen gilt, und dem Letztplatzierten im Gesamtranking: Steinhoff. Das Unternehmen leidet seit Jahren unter einem Milliarden-Bilanzskandal. Kann das aktuelle Management überhaupt etwas für das Ergebnis?

Steinhoff ist natürlich ein Sonderfall. Man kann aber verlangen, dass das Unternehmen in gewissen Bereichen transparenter wird, gerade nach einem gravierenden Vertrauensverlust. Wir konnten zum Beispiel keine brauchbare IR-Präsentation vorfinden. Auch die Informationen auf der Webseite sind sehr spärlich. Jahres- und Zwischenberichte sind weit unter dem Durchschnitt – aber übrigens immer noch besser als bei Linde. Linde ist ebenfalls ein Sonderfall, weil dieses Unternehmen nur seine 10-K- und 10-Q-Berichte für den US-Markt erstellt. Außerdem ist die IR-Präsentation bei Linde kein Positivbeispiel für Storytelling, sondern großteils ein Aneinanderreihen von Excel-Tabellen. Bei der Aktienperformance und bei den Finanzanalysten schneidet das Unternehmen tatsächlich sehr gut ab. Aber was passiert, wenn es mal nicht so gut läuft und Linde das Vertrauen des Kapitalmarkts bräuchte?

#### Ich würde Sie möglicherweise fragen, ob Sie Parallelen zu Wirecard sehen ...

Hier ist also zu raten, in eine kohärente und erweiterte Finanzberichterstattung zu investieren, um diesem Missverständnis vorzubeugen. ●



Mary Buffett, David Clark  
**So liest Warren Buffett Unternehmenszahlen**

224 Seiten, 24,90 €

Eine Reise in die Welt der Unternehmenszahlen. Als Reiseleiter fungiert Investmentlegende Warren Buffett höchstpersönlich. Der Leser erfährt, wo in den Zahlenwerken er die entscheidenden Informationen findet – dabei ist das Buch für Einsteiger verständlich und auch für vorgebildete Leser interessant.