

## Inhalt

### Comic

Erwartungs-  
management

CIWM in Asien

Investor Relations

ILPIP

Unabhängigkeits-  
richtlinien

Korrektoren-  
meeting

Buchtip

Declaration

SFAA Inside

Agenda

Peter Puck

SFAA  
Feldstrasse 80  
8180 Bülach  
Schweiz  
Tel. +4144 872 35 40  
Fax +4144 872 35 32  
info@sfaa.ch  
www.sfaa.ch



**Inhalt**

Comic

**Erwartungsmanagement**

CIWM in Asien

Investor Relations

ILPIP

Unabhängigkeitsrichtlinien

Korrektorenmeeting

Buchtipps

Declaration

SFAA Inside

Agenda

Peter Puck

## *Erwartungsmanagement: Unterschiede von Land zu Land*



Im Frühjahr 2005 wurde am Swiss Banking Institute eine Studie zum Thema Erwartungsmanagement und Berichterstattung in Unternehmen durchgeführt, an welcher Analysten (u.a. auch Mitglieder von

SFAA), Investoren sowie börsennotierte Unternehmen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz teilnahmen. Ziel war es unter anderem, einen Einblick in den Umgang der Firmen mit den Gewinnerwartungen und die Rolle der Finanzanalysten in diesem Zusammenhang zu erhalten.

### **Gewinnerwartungen der Finanzanalysten**

Jedes zweite Unternehmen sieht sich gezwungen, die Gewinnerwartungen der Finanzanalysten am Ende einer Berichtsperiode zu erreichen. Dies gilt umso mehr, je höher die Analystenabdeckung des Unternehmens ist. Werden die Erwartungen enttäuscht, so fürchten 87% der befragten Unternehmen vor allem die erhöhte Unsicherheit des Marktes hinsichtlich der Zukunftsaussichten des Unternehmens. 60% der Finanzanalysten und Investoren prüfen bei negativer Gewinnüberraschung alle mit dem Jahresbericht verbundenen Aspekte besonders sorgfältig.

### **Konsequenzen für das Management**

Sieht sich das Management vor dem Zeitpunkt der Offenlegung mit einer potentiellen negativen Gewinnüberraschung konfrontiert, so stehen ihm unterschiedliche Instrumente zur Verfügung, um die Differenz zwischen tatsächlichem Gewinn und Konsensschätzungen so gering wie möglich (bzw. positiv) zu halten. Dabei gilt es

- a) die Gewinne nach oben hin anzupassen oder
- b) die Erwartungen der Finanzgemeinde zu senken.

Gewinne künstlich zu erhöhen, kommt schein-

bar nicht in Frage: Die Manipulation der Rechnungslegung (innerhalb legaler Spielräume), oder aber das Treffen realer ökonomischer Entscheide zur kurzfristigen Ausgabensenkung (z.B. das Hinauszögern eines rentablen Investitionsprojektes) werden beim Management der befragten Unternehmen generell nicht als Lösung angesehen. Dieses Ergebnis hebt sich signifikant von bestehenden Studien in den USA ab, wo kurzfristige Ausgabensenkungen durchaus in Betracht gezogen werden.

### **Guidance in der Praxis**

Der Umgang mit den Erwartungen der Finanzgemeinde, d.h. im oben genannten Fall das Senken der Erwartungen, spielt eine grosse Rolle. 77% der befragten Führungskräfte bestätigen die Wichtigkeit des Expectation Managements für ihr Unternehmen. 12% der Finanzanalysten und Investoren geben an, keinerlei Guidance von Unternehmensseite zu erhalten.

Mehr als die Hälfte der befragten Manager bestätigten, Annahmen und/oder sachliche Richtigkeit der Gewinnmodelle der Analysten zu prüfen. Jede dritte Firma publiziert eigene Prognosen über den Gewinn pro Aktie, wobei in der Regel Bandbreiten bekannt gegeben werden, innerhalb derer sich der Gewinn am Ende der Periode bewegen wird.

Die Praxis des Gewinnerwartungsmanagements unterscheidet sich signifikant zwischen Unternehmen aus Deutschland und der Schweiz. Während lediglich 22% der Schweizer Firmen die Erwartungen über den Gewinn

*Fortsetzung Seite 3*

Marisa Wilde ist Doktorandin am Swiss Banking Institute (Universität Zürich) und an der Stern School of Business (New York University). Sie untersucht im Rahmen ihrer Dissertation die Thematik der Earnings Guidance im europäischen Kontext. Die vorliegende Studie ist online erhältlich unter <http://www.isb.unizh.ch/publikationen/pdf/workingpaper40.pdf>.

**Inhalt**

Comic

Erwartungs-  
management

CIWM in Asien

Investor Relations

ILPIP

Unabhängigkeits-  
richtlinien

Korrektoren-  
meeting

Buchtip

Declaration

SFAA Inside

Agenda

Peter Puck



CIWM Präsentation in Tokio vor 100 Bankfachleuten

## *CIWM im Gespräch in Asien*

Japan zeigt Interesse am Certified International Wealth Manager CIWM®. Anlässlich einer Präsentation vor rund 100 Personen stellten Gérard Huber, Verwaltungsratsmitglied von AZEK und SFAA, sowie Geschäftsführer Jean-Claude Dufournet Mitte November in Tokio den in der Schweiz entwickelten CIWM Lehrgang vor. Wenige Tage später präsentierten sie den Lehrgang auch in Seoul, wo der Weltdachverband ACIIA zu seinem halbjährlichen Vorstandstreffen zusammengekommen war. Hongkong und andere Länder zeigten Interesse.

Dennoch wird die Einführung in Asien nicht so schnell realisierbar sein. Zuerst müssen

die länderspezifischen Unterschiede bei den Lehrinhalten geklärt werden. Ausserdem ist die Übersetzung der Lehrmittel im Falle von Japan unerlässlich, allerdings sehr aufwändig und teuer.

Auch in Europa kommt CIWM voran. 2006 werden auch Studenten in Frankreich und Luxemburg die CIWM Prüfungen ablegen. In der Schweiz fand die erste Diplomverleihung im Juni 2005 statt (SFAA Newsletter vom Juli). Aktuell ist der CIWM vom europäischen Dachverband EFFAS anerkannt. Sollte der Lehrgang auch in Asien angeboten werden, würde die Trägerschaft voraussichtlich ausgedehnt.

*Fortsetzung von Seite 2*

pro Aktie leiten, nimmt über die Hälfte der deutschen Firmen direkt Einfluss.

### **Rolle der Finanzanalysten**

Finanzanalysten sind für 86% der befragten Unternehmen von hohem Nutzen für die Kommunikation der Unternehmensstrategie nach aussen. Darüber hinaus sind sich Analysten, Investoren und Manager einig, dass Finanzanalysten gegenüber anderen Informations-

intermediären den stärksten Einfluss auf die Erwartungen der Investorengemeinde haben. Während jedoch die Hälfte der Finanzanalysten und Investoren davon überzeugt ist, das Management lege bei strategischen Entscheidungen Wert auf die Meinungen der Analysten, widersprechen insbesondere Schweizer Firmen dieser Behauptung vehement.

*Marisa Wilde*

**Inhalt**

Comic

Erwartungsmanagement

CIWM in Asien

**Investor Relations**

ILPIP

Unabhängigkeitsrichtlinien

Korrektorenmeeting

Buchtipps

Declaration

SFAA Inside

Agenda

Peter Puck

## Die wichtigsten Erfolgsfaktoren der Investor Relations



Friedrich A. von Hayek soll einmal in Erwiderung auf die Vorstellung einer Methode der Unternehmensbewertung durch Diskontierung von Zahlungsströmen bemerkt haben, dass die Bewertung

von Unternehmen doch wohl die Aufgabe des Kapitalmarkts sei. Jedoch ist auch der Kapitalmarkt keine „Black Box“, die auf wundersame Weise korrekte Unternehmensbewertungen produziert. Prof. Esch kommentiert: „Die Börse selbst bewertet gar nichts. Ebenso wenig wie ein Stuhl kundtun kann, ob Sie gut darauf sitzen, kann die Börse als Institution etwas bewerten. Sie reflektiert vielmehr die Ansichten

gegenüber institutionellen Investoren und Analysten zu identifizieren und deren Einfluss auf Wahrnehmung und Einstellungen im Kapitalmarkt quantitativ zu erfassen.

Im Rahmen der ersten Teilstudie wurden Interviews mit institutionellen Investoren sowie mit Analysten der buy- und sell-side geführt, um die wichtigsten qualitativen Erfolgsfaktoren der Investor Relations zu identifizieren. Resultat dieser ersten Teilstudie ist die Identifikation von 6 Kategorien der Erfolgsfaktoren von Investor Relations mit insgesamt über 140 Indikatoren (siehe Box).

Im Rahmen der zweiten – quantitativen – Teilstudie wurde der Einfluss dieser Indikatoren auf Wahrnehmungen und Einstellungen der Financial Community durch ein Kausalmodell

*Fortsetzung Seite 5*

### Die wichtigsten Erfolgsfaktoren der Investor Relations

<u>Erfolgsfaktoren</u>	<u>Indikatoren</u>	<u>Wirkung</u>
Informationspolitik	z.B. Transparenz	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Zufriedenheit</li> <li>– Vertrauen</li> <li>– Einstellungen</li> <li>– Handlungsabsichten</li> </ul>
Kommunikationsstrategie	z.B. Zugang zum Management	
Informationsqualität	z.B. Verständlichkeit	
Qualität des IR-Teams	z.B.. Kompetenz, Wissen	
Organisation der IR	z.B. interner Informationsfluss	
IR-Instrumente	z.B. Training	

von Finanzanalysten, also von Menschen, die nicht nur rational handeln, sondern auch Gefühlen, Wünschen und Träumen folgen.“ In dieses Bild fügen sich die Ergebnisse der Studie „Excellence in Investor Relations“ des Center for Financial Communication der Universität St. Gallen ein. Im Rahmen einer zweiteiligen Studie, an der auch SFAA Mitglieder teilnahmen, wurden das Informationsverhalten sowie die Qualitätsansprüche an Investor Relations verschiedener Vertreter der Europäischen Financial Community untersucht. Ziel war es, kritische Erfolgsfaktoren der Investor Relations

Dr. Victor Porák leitet das Center for Financial Communication (CFC) am Institut für Medien- und Kommunikationsmanagement (MCM) der Universität St. Gallen. Fokusthemen des CFC sind Kommunikations-Management, Kapitalmarktkommunikation sowie Erfolgsmessung und Controlling von Kommunikation. Zuvor war Dr. Porák Assistent und Doktorand am selben Lehrstuhl, wo er im Herbst 2002 promovierte.

Kontakt & Infos:  
[victor.porak@unisg.ch](mailto:victor.porak@unisg.ch), [www.mcm.unisg.ch/cfc](http://www.mcm.unisg.ch/cfc) (hier wird die Studie zu einem späteren Zeitpunkt verfügbar sein),  
[www.behavioralfinance.li](http://www.behavioralfinance.li)

**Inhalt**

Comic

Erwartungsmanagement

CIWM in Asien

Investor Relations

ILPIP

Unabhängigkeitsrichtlinien

Korrektorenmeeting

Buchtipps

Declaration

SFAA Inside

Agenda

Peter Puck

## Gründung von ILPIP unter Dach und Fach

Die Gründung der International Learning Platform for Investment Professionals ILPIP ist abgeschlossen. Anlässlich des Vorstandstreffens des Weltdachverbandes ACIIA vom November im südkoreanischen Seoul haben die Gründungsgesellschaften die entsprechenden Dokumente unterzeichnet. Um ihren Status als Gründerverband zu dokumentieren, erhielten sie ein Zertifikat (siehe Abbildung rechts). Das Ziel von ILPIP ist die Weiterentwicklung der bei AZEK verwendeten Lehrmittel. Seine Gründung erfolgte auf Initiative von Jean-Claude Dufournet. Er ist der Chief Executive Officer von AZEK. Zu den Gründungsgesellschaften gehören Weiterbildungsinstitute und Analystenverbände in China, Deutschland, Frankreich, Hongkong, Indien, Italien, Japan, Spanien und der Schweiz.



## SFAA strebt Revision der Unabhängigkeitsrichtlinien an

Die Swiss Financial Analysts Association SFAA hat die Schweizerische Bankiervereinigung und die Eidgenössische Bankenkommission vergangenen September in einem Schreiben ersucht, eine Revision der „Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse“ in die Wege zu leiten. Die von der Bankiervereinigung erarbeiteten Richtlinien

waren vor zwei Jahren von der Eidgenössischen Bankenkommission in Kraft gesetzt worden. Sie erwiesen sich in der Praxis allerdings in einigen Punkten als wenig praktikabel.

Über die Resultate der Bestrebungen wird SFAA seine Mitglieder auf dem Laufenden halten.

Fortsetzung von Seite 4

quantifiziert. Ähnlich einer erweiterten Perception-Study kann so der Einfluss einzelner Erfolgsfaktoren der Investor Relations im Kapitalmarkt auf die Beurteilung eines Unternehmens nachvollzogen und die Kommunikation entsprechend ausgerichtet werden. Erstmals ist dadurch eine gezielte Ausrichtung der Investor Relations auf relevante Anspruchsgruppen im Kapitalmarkt möglich.

Das entwickelte Kausalmodell misst den Einfluss von Investor Relations auf Wahrnehmungen

und Einstellungen im Kapitalmarkt. Diese Erkenntnisse können zum einen für die exaktere Evaluation von Soft-Faktoren in der Unternehmensbewertung genutzt werden, zum anderen können die Investor Relations aufgrund der verbesserten Nachvollziehbarkeit der Unternehmenswahrnehmung im Kapitalmarkt, ihre kommunikativen Aktivitäten effektiver planen und ausrichten.

Victor Porák

**Inhalt**

Comic

Erwartungsmanagement

CIWM in Asien

Investor Relations

ILPIP

Unabhängigkeitsrichtlinien

Korrektorenmeeting

Buchtipps

Declaration

SFAA Inside

Agenda

Peter Puck

## *Korrekturmarathon in Zürich*

Nachdem im September in vielen Ländern die Prüfungen für den Certified International Investment Analyst CIIA® und den Certified International Wealth Manager CIWM® stattgefunden hatten, standen die darauf folgenden Wochen im Zeichen der Korrekturen. Die ersten beiden Durchläufe erfolgten in den jeweiligen Ländern. Die dritte Korrekturrunde fand Mitte November in Zürich statt. Alle Teilnehmerländer mussten ihre Grenzfälle (knapp bestanden und knapp durchgefallen) zu diesem Zweck in die Schweiz, dem Sitz des „Centre for International Examinations“ des Weltdachverbandes ACIIA, übermitteln. Dort wurden diese Prüfungen von einem 14-köpfigen Team während zweier Tage erneut korrigiert. Die Korrektoren stammten

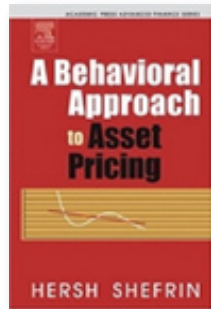
aus Italien, Frankreich, Deutschland und der Schweiz.

Gemäss Grégoire Coppey, Mitglied der Prüfungskommission, ist das Niveau der Prüfung etwa gleich hoch wie in den Jahren zuvor. Alle AbsolventInnen erhielten die Prüfungsergebnisse Anfang Dezember.

### **Aus diesen Ländern wurden Prüfungen korrigiert:**

- Belgien
- Deutschland
- Frankreich
- Griechenland
- Hongkong
- Indien
- Italien
- Japan
- Luxemburg
- Österreich
- Russland
- Schweiz
- Spanien

## *Buchtipps*



„A Behavioral Approach to Asset Pricing“ überprüft die herrschenden Annahmen der Asset Pricing Theorien, um die entsprechenden Erkenntnisse in die Behavioral Finance einfließen zu lassen. Es konstruiert eine solide, intakte Struktur, die klassische Annahmen in

Frage stellt. Gleichzeitig bietet es eine starke Theorie und effiziente empirische Werkzeuge. Basierend auf Modellen, die von traditionellen Asset-Pricing- und Behavioral-Asset-Pricing-Theoretikern entwickelt wurden, führt dieses Buch die Diskussion einen Schritt weiter. Es handelt sich um das erste Buch, das sich umfassend auf die Frage konzentriert, inwiefern Behavioral-Finance-Prinzipien das Asset Pricing tangieren. Hersh Shefrin ist ein anerkannter Experte in Behavioral Finance, einem neu aufkommendem Forschungszweig, dessen Erkenntnisse mehr und mehr in die Praxis einfließen.

A Behavioral Approach to Asset Pricing, Hersh Shefrin, Academic Press Advanced Finance Series, ISBN 0-12-639371-0, CHF 125.30

## *Bald komplett*

Haben Sie Ihre Declaration schon retourniert?



Von den 1600 SFAA Mitgliedern haben insgesamt 1400 Personen die Declaration unterzeichnet. Somit bezeugen rund 90 Prozent, dass sie sich den Standesregeln entsprechend verhalten. Ein überwältigender Erfolg. Doch um das Kapitel abschliessen zu können, fehlen noch immer 200 unterzeichnete Formulare. Haben Sie Ihre Declaration schon retourniert?

Nathalie Niederer, SFAA Generalsekretärin (Tel. 044 872 35 40, [niederer@sfaa.ch](mailto:niederer@sfaa.ch)), freut sich über jedes Kuvert.



**Inhalt**

- Comic
- Erwartungsmanagement
- CIWM in Asien
- Investor Relations
- ILPIP
- Unabhängigkeitsrichtlinien
- Korrektorenmeeting
- Buchtipps
- Declaration
- SFAA Inside
- Agenda
- Peter Puck

## SFAA Inside

Bruno Tanner, CIWM, ist seit September 2005 neues Mitglied in der Geschäftsleitung der DC Bank, wo er den Bereich Finanzen leitet. Er war in den letzten Jahren als Direktor einer Vermögensverwaltungsgesellschaft in Bern tätig. (Quelle: Schweizer Bank 2005/12)

**PS: Öffnungszeiten über die Festtage: Die Büros von SFAA, AZEK und isfa bleiben vom 24. Dezember bis 2. Januar geschlossen.**

## Agenda

**Nächste Prüfungstermine**  
 Zwischen- und Schlussprüfung (alle Lehrgänge) 9./10.3.06  
 Die Anmeldefrist für die Prüfungen vom 9./10.3.06 läuft noch bis Dienstag, 10.1.06.

**ZfU Kapitalanlegertagung**  
 Am 24./25. Januar 2006 findet in Zürich die 21. Internationale ZfU-Kapitalanleger-Tagung statt. Weitere Informationen finden Sie auf [www.sfaa.ch](http://www.sfaa.ch) oder direkt unter [www.zfu.ch](http://www.zfu.ch).

**AZEK Informationsveranstaltungen 2006**  
 Genf, Hôtel du Rhône 7.6.06  
 Zürich, SWX Convention Point 8.6.06

**Peter Puck zeichnet exklusiv für SFAA**  
 Inspiriert von den Unabhängigkeitsrichtlinien, hat der mehrfach preisgekrönte deutsche Comiczeichner Peter Puck auf Seite 1 dieses Newsletters exklusiv für SFAA die „brutalen“ Folgen der Chinese Wall während der Adventszeit nachgezeichnet. Peter Puck erhielt 2002 als „bester deutschsprachiger Comic-Künstler“ den Max- und Moritz-Preis. Er hat bereits zahlreiche Comicbände publiziert. Im Januar erscheint sein neuester Band „Immer Ärger mit Rudi“. Weitere Informationen: [www.peter-puck.de](http://www.peter-puck.de).  
 PS: Reklamationen über nicht zugestellte Weihnachtspakete nehmen weder Peter Puck noch die SFAA entgegen!

