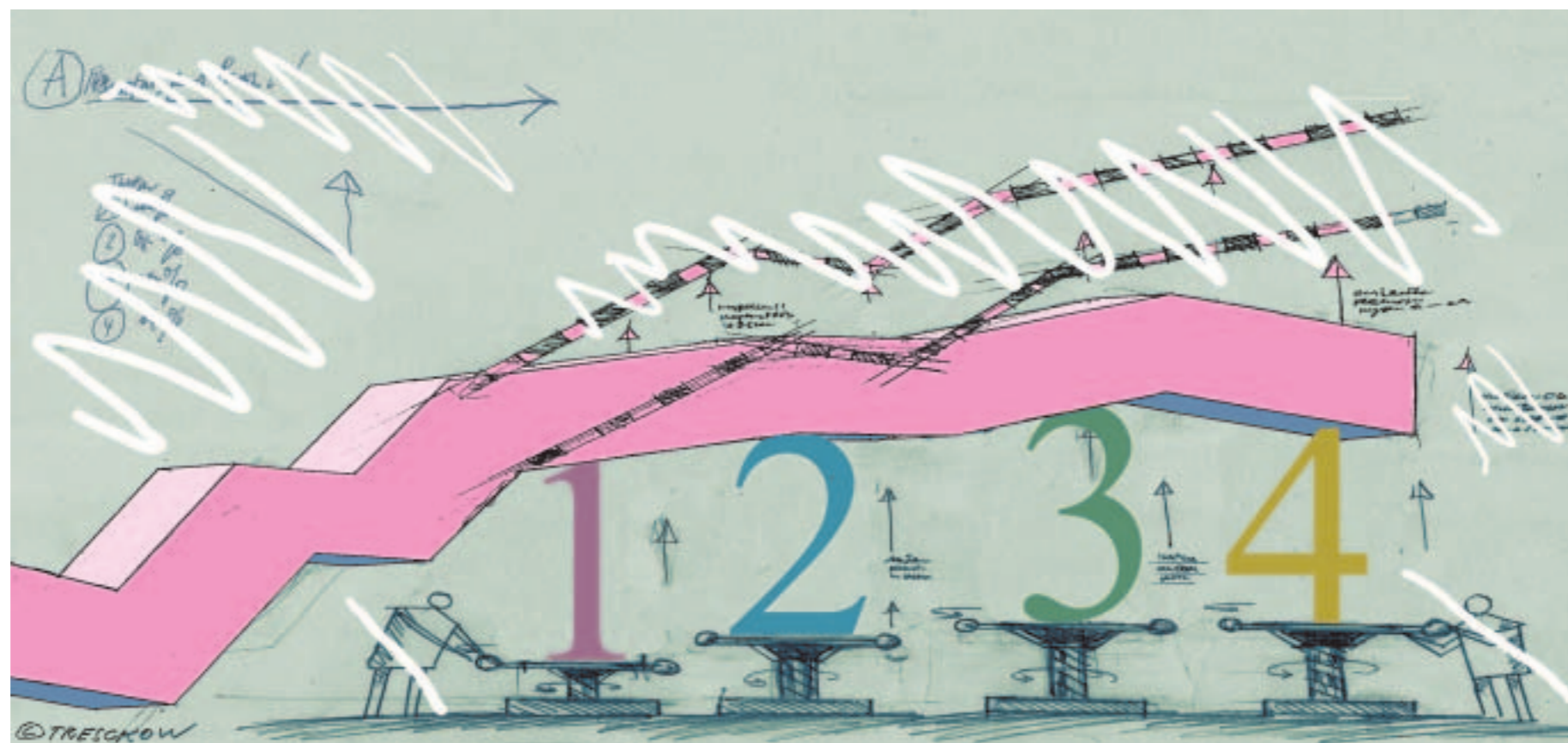


Neuer Technologie-Boom

noa. FRANKFURT, 18. Juni. Künftig werden immer mehr Unternehmen fusionieren und andere Marktteilnehmer übernehmen, um an der digitalen Konvergenz zu verdienen. Es gilt Produkte und Lösungen zu entwickeln, die Internet-, Telefon-, Aufzeichnungs- und Ausstrahlungstechnologien durch die Nutzung digitaler Inhalte miteinander verknüpfen. Auf der Wunschliste für Übernahmen stehen an erster Stelle Software-Entwickler (49 Prozent), gefolgt von sogenannten Content-Entwicklern wie Nachrichtendiensten (40 Prozent), Mobilfunkbietern (19 Prozent) und Entwicklern für Unterhaltungsinhalte wie Videos, Spiele und Musik (18 Prozent). Anders als zu Zeiten der New Economy vor sechs Jahren haben die Führungskräfte ihre Lektion jedoch gelernt und wissen, daß am Anfang jeder erfolgreichen Transaktion eine ausgereifte Strategie steht und die Integration von Geschäftsmodellen und Unternehmenskulturen vorzubereiten ist. Viele Vorstände ziehen einer Übernahme deshalb zunächst Partnerschaften und Allianzen vor.

Zu diesen Ergebnissen kommt die Studie „Technology Executive Connections – Shaping digital convergence through mergers & acquisitions“ von der Prüfungs- und Beratungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers (PwC) und der Economist Intelligence Unit (EIU). Befragt wurden weltweit 149 Top-Führungskräfte aus den Bereichen Technologie, Telekommunikation und Medienwirtschaft.

Digitale Konvergenz ist der Motor für weltweite Veränderungen im wirtschaftlichen und sozialen Leben. Ende der neunziger Jahre schon einmal in aller Munde, wurde die Konvergenz nach dem Zusammenbruch vieler so genannter dot.com-Firmen dem Untergang geweiht. Doch das Streben nach Zusammenwachsen aller Kommunikationsmittel und -formen ist lebendiger denn je. Für Kerstin Müller, Partnerin bei PwC im Bereich Advisory, haben sich die Voraussetzungen für den Erfolg in den vergangenen Jahren vollkommen verändert. „Damals fehlten noch die technologischen Voraussetzungen wie breitbandige Zugangsnetze. Auch die Digitalisierung von Diensten war noch nicht so weit fortgeschritten“, sagt Müller. „Heutzutage gibt es aber konkrete Produkte und marktfähige Angebote – nicht nur Ideen und Prognosen.“ Rund 65 Prozent der befragten Manager gehen davon aus, daß der Trend zu Fusionen und Übernahmen in den nächsten drei Jahren anhalten wird.



Absage an die Quartalssteuerung

Von Gerhard Nanning

Getrieben von den eigenen Prognosen, unterliegen viele Vorstände von börsennotierten Unternehmen dem Zwang, einmal publizierete Erwartungen möglichst genau zu erfüllen. Zum Teil wird zu wenig sinnvollen Maßnahmen wie aggressiven Absatzhilfen zur Stützung der versprochenen Zahlen gegriffen, um so den Eindruck eines gut geführten Unternehmens zu unterstreichen.

Der Autor des vorliegenden Beitrags legt ein Plädoyer für eine intelligente Kapitalmarktstrategie vor.

Stellen Sie sich folgende Situation vor: Ein Produkt eines Computerherstellers bricht alle Rekorde, verdoppelt fast den Gewinn und führt zum besten Quartal der Firmengeschichte. Die Börse ist dennoch nicht zufrieden: Die Zahlen für das vergangene Quartal blieben aufgrund des Übergangsprozesses zur neuen Modelloffensive hinter den Erwartungen von Analysten zurück. Die Aktien fallen daraufhin um rund 4 Prozent.

Dagegen sorgt einer der weltweit größten Automobilhersteller mit seinem jüngsten Quartalsergebnis für Furore: Der Verlust liegt nach wie vor im dreistelligen Millionenbereich – jedoch niedriger, als einige Analysten erwarteten. Die Börse reagiert mit einem Plus von mehr als zehn

Prozent. Der Schönheitsfehler: Die Zahlen sind stark von Sondereffekten beeinflusst und mit aggressiver Absatzhilfe („Null Prozent Zinsen in der Neuwagenfinanzierung“) erkauf.

Fiktion? Mitnichten! Beide Beispiele sind real (Apple und General Motors) und nicht auf ihre Industrie beschränkt. Im Gegenteil: Sie dokumentieren die unbefriedigende Wirkung der Quartalssteuerung, die als Antwort auf die zunehmende Nachfrage der Kapitalmarktteilnehmer nach einer kontinuierlichen Veröffentlichung der Performance – samt Ausblick auf das zu erwartende Jahresergebnis – entstand.

Es ist ein sich alle drei Monate wiederholendes Spiel, das mit dem Versuch be-

ginnt, mit der Verlautbarung eines eigenen Performance-Ausblicks die Erwartungen des Kapitalmarkts zu steuern. Der Grund ist nachvollziehbar: Die Kommunikation eines Ausblicks soll helfen, das Wachstum des Ergebnisses vor Steuern und Zinsen (Earnings before Interest and Taxes, Ebit) oder des Ergebnisses pro ausgegebene Aktie (Earnings per Share, EPS) zu verfestigen und so den Eindruck eines gut geführten Unternehmens zu unterstreichen.

Vordergründig scheinen alle zu profitieren: Analysten, die von ihren Banken danach beurteilt werden, ob ihre Schätzungen der Quartalsergebnisse verlässlich sind, und die Unternehmen, die bei stabilen Ergebniserwartungen mit einem scheinbar geringeren Risiko operieren, damit die Volatilität des Aktienkurses verringern und somit eine Reduktion der geforderten Risikoprämie der Aktionäre bewirken. Dies soll sich in einem höheren Aktienkurs beziehungsweise einem besseren Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV/Price-Earnings-Ratio) niederschlagen. Im Vergleich der KGV verschiedener Unternehmen soll damit abgelesen werden können, wie gut ein Unternehmen bewertet ist. So weit die Theorie. In der Praxis ist dieses Vorgehen ein Spiel mit sehr hohem Einsatz: Denn Kapitalmärkte sind effizient, aber nicht perfekt.

Zunächst zwingt die Quartalssteuerung Unternehmen, die angekündigten Zahlen punktgenau zu liefern. Tun sie das nicht, droht eine massive Bestrafung durch den Kapitalmarkt. Um dies zu vermeiden, ist es üblich, Stabilität zu suggerieren und das Rechnungswesen für das gewünschte Ergebnis entsprechend zu dehnen. Natürlich ist ein so definiertes Ergebnis völlig ungeeignet, die operative Wertschaffung eines Unternehmens abzubilden. Erschwerend kommt hinzu, daß außerbilanzielle Lasten

vertreten, ob das eigene Haus fair, über- oder unterbewertet ist (mit Tendenz zu letzterem), zieht diese Erkenntnis überraschenderweise keine Konsequenzen nach sich: weder in der Kapitalmarktstrategie noch für die interne Unternehmenssteuerung.

Unternehmen sollten über eine signifikante Unterbewertung genauso besorgt sein wie über jede Überbewertung, die vom Fundamentalwert losgelöst ist. Für seine Investmentholding „Berkshire“ hat Warren Buffett wiederholt betont, daß er nicht an einer Maximierung des Aktienkurses interessiert sei. Sein Ziel sei vielmehr, daß sich der Börsenwert in einer relativ engen Spanne um den Fundamentalwert des Unternehmens entwickle. Warum? Je mehr Unternehmen dem Marktwunsch folgen und eigentlich unmögliche Vorhersagen für die Quartalsergebnisse liefern – samt unverünftiger Wachstums- und Akquisitionsberechnungen um jeden Preis –, desto mehr werden auf lange Sicht

„Nötig ist eine intelligente Kapitalmarktstrategie.“

Unternehmenswert zerstört, Karrieren verkürzt und die Wettbewerbsfähigkeit nachhaltig beeinträchtigt.

Das „Spiel“ mit den Ergebnisvorgaben verselbstständigt sich schnell: Das Ergebnis ist dann nicht mehr der finanzielle Ausfluß der Strategie; vielmehr wird die Strategie vom kommunizierten Ausblick beeinflusst und gesteuert. In einer Umfrage sprach sich kürzlich eine klare Mehrheit von Entscheidern dafür aus, ein profitables Projekt zu verschieben, wenn dieses kurzfristig die Erreichung der Quartalswartungen gefährden könnte. Auch aus diesem Grund veranlaßte Kürzungen für Forschung und Entwicklung oder Marketing sind keine Seltenheit. Des weiteren bestehen für das Management massive (Fehl-)Anreize, kurzfristige Ergebniseffekte vorzuziehen. Die Rabattschlachten im Automobilgeschäft oder im Einzelhandel mögen geeignet sein, das Umsatz- und Ertragsziel im letzten Moment noch zu erreichen. Die mittelbaren Folgen dieser Ergebnissteuerung indes sind verheerend. Viele Firmen können der Negativspirale aus beschädigtem Preis- und Markenimage, nachlassender Serviceorientierung und sinkender Qualität kaum mehr entkommen.

Zunächst muß das „Hamsterrad“ Quartalssteuerung angehalten und das ökonomische Fundament des Unternehmens wieder ins Zentrum gestellt werden. Eine intelligente Kapitalmarktstrategie schlägt eine Brücke von der internen Realität zum externen Anspruch und kann so nachhaltig zur Wertsteigerung beitragen. Entscheidend ist, daß die Strategie als natürlicher Ausgangs- und Zielpunkt der Unternehmenssteuerung definiert wird, statt sich von ihr loszulösen.

Im Zentrum steht die Frage, wieviel das Unternehmen fundamental zum aktuellen Zeitpunkt überhaupt wert ist. Dieser ergibt sich aus der Höhe des im Geschäftsbetrieb gebundenen, investierten Kapitals zuzüglich des aktuell erzielten Performance-Niveaus inklusive aller operativen Kosten, bereinigt um Sondereffekte (vergleichbar mit der operativen Wertschaffung, ausgedrückt zum Beispiel in EVA – Economic Value Added). Zieht man von diesem Gesamtunternehmenswert die Verbindlichkeiten ab, so erhält man den Fundamentalwert des Eigenkapitals. Es ist völlig ausreichend, diese Information einmal im Jahr, etwa zur Bilanzpressekonferenz, zu kommunizieren.

Entscheidend ist, welche Erkenntnisse daraus abgeleitet werden: Stellt man dem Fundamentalwert nun den Marktwert des Eigenkapitals gegenüber, läßt sich nämlich die „Lücke“ zu den Erwartungen des Kapitalmarkts abbilden. Diesen Erwar-

tungswert muß das Management kennen, um den vielzitierten strategischen Dialog mit dem Kapitalmarkt überhaupt führen, mit Inhalten füllen und vor allem – je nach Ausgangsposition – erforderliche Maßnahmen einleiten zu können.

Ein Beispiel: Der Erwartungswert eines großen Dax-Konzerns beträgt aktuell rund 30 Millionen Euro. Rund 60 Prozent des gesamten Unternehmenswertes sind also allein Hoffnungen auf künftige

„Es muß gelingen, die Kapitalmarktstrategie und Unternehmenssteuerung in Einklang bringen.“

Verbesserungen der operativen Wertschaffung. Hier reiche es nicht, „alle deutschen Konzerne in vielen Kennzahlen zu schlagen“, wie ein Magazin kürzlich lobte. Vielmehr muß das Management wissen, um wieviel die aktuelle Performance mittelfristig steigern muß – allein um den heutigen Aktienkurs zu halten. Konkret stellt sich für dieses Unternehmen die Herausforderung, den Rekordwertbeitrag des letzten Jahres um mehr als das Dreifache zu erhöhen. Statt Quartalsergebnissen hinterherzuehecheln, sollte es besser die Finanzstrategie mit der größten Hebelwirkung – profitables Wachstum oder Effizienzverbesserung – definieren und sie durch Überführung in ihre relevanten Werttreiber greifbar machen.

Es ist zu empfehlen, die Performance der Werttreiber möglichst periodisch (mindestens quartalsweise) mit ihren aktuellen Ist-Werten zu kommunizieren. So erhält der Kapitalmarkt ein aktuelles Bild davon, wie schnell die Profitabilitäts- oder Wachstumslücke tatsächlich geschlossen wird. Mit diesem Vorgehen werden auch branchentypische Aspekte wie die Zyklizität nicht mehr als Störfaktor, sondern als natürliche Rahmenbedingung einkalkuliert, die nicht verschleiert werden muß.

Ist hingegen der Erwartungswert gering oder die „Lücke“ sogar negativ, weil der Fundamentalwert des Unternehmens den Marktwert übersteigt, werden umgekehrt die aktuellen Dividendenversprechen auf vielen Hauptversammlungen das fundamentale Problem – Vertrauensmangel – nicht ansatzweise lösen können.

Das Management muß hier aktiv auf den Kapitalmarkt zugehen und die Probleme am Schopfe packen: Ziel muß es sein, den fundamentalen Unternehmenswert mittelfristig auf ein Aktienkursniveau zu bringen, der den risikospezifischen Renditeansprüchen der Investoren genügt. Das wird nur gehen, wenn das Management selbst als interner strategischer Investor agiert und allen Einheiten einen „Preis“ zuteilt. Auf dieser Basis kann dann eine konsequente Portfoliostrategie mit einem spezifischen Wertschaffungspfad pro Einheit definiert werden. „Wertvolle“ Einheiten haben Vorrang bei der Vergabe von Kapitalmitteln für Wachstum – sofern sie zu den Kernaktivitäten zählen, sonst sollten sie wertmaximierend veräußert werden. Einheiten mit geringem „Preis“ bekommen maximal Mittel für Investitionen in die Verbesserung der Effizienz.

Die Herausforderung mag groß erscheinen, die Umsetzung ist allerdings nicht mehr als solides Handwerk. Entscheidend ist, daß die Strategie konsequent in der Unternehmenssteuerung verankert wird. Neben dem Top-down-Prozess der Kapitalallokation ist es entscheidend, daß sich der „Preis“ der Einheiten auch in der Mittelfristplanung widerspiegelt und das System der finanziellen Anreize samt den Zielsetzungen der Manager darauf ausgerichtet ist. Nicht zuletzt davon hängt es ab, ob die Unternehmensführer ihre Zeit mit der Steuerung der Ergebnisse verbringen oder sie in die Steigerung des Unternehmenswertes investieren.

Der Autor ist Vice President bei der auf Wertmanagement spezialisierten Unternehmensberatung Stern Stewart & Co. in München.

Auf der Suche nach der verlorenen Balance

noa. FRANKFURT, 18. Juni. Gut 40 Prozent der deutschen Führungskräfte glauben, daß ihr Privatleben grundsätzlich zu kurz kommt. Dies ist eines der Ergebnisse einer Befragung von 1000 Managern, die die auf Personalfragen spezialisierte Unternehmensberatung Saaman Consultants AG durchgeführt hat. „Die oft mangelnde Work-Life-Balance ist das Schlüsselproblem vieler Führungskräfte“, sagt Wolfgang Saaman, der Initiator der Studie. Während sich Deutschlands Führungskräfte derzeit über ihre berufliche Situation ausgesprochen positiv äußern, gelingt es einem erheblichen Teil nicht, jenseits der Arbeit für entsprechenden Ausgleich und Zufriedenheit zu sorgen. 32 Prozent der befragten Manager hätten gerne mehr Zeit für Familie, 24 Prozent für Regeneration, 23 Prozent für Freizeitaktivitäten und 22 Prozent für Freunde (Mehrfachnennungen möglich). Saaman erklärt diese Ergebnisse mit der zunehmenden Belastung von Führungskräften: „Die zahlreichen Restrukturierungsrounds der vergangenen Jahre werden dazu geführt, daß auf den weniger herbenden verbleibenden Managern immer mehr Arbeit und Verantwortung lastet. Selbst wenn sie es wollten, kommen viele Führungskräfte aus diesem Teufelskreis nicht heraus“, sagte Saaman weiter. 19 Prozent der Befragten gaben an, für eine geringere Arbeitsbelastung auf Geld zu verzichten, 20 Prozent wären bereit, auf Karrierechancen zu verzichten. Saaman: „In der Praxis stellen sich diese Fragen zumeist nicht.“

Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG

HVB Relax Zertifikate

HVB Garant Zertifikate

Die gemäß § 10 Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz erstellten Nachträge Nr. 257 und 259 vom 19. Juni 2006 zu den Zertifikaten mit den ISIN DE 000 HV1 CLG 3 und DE 000 HV1 CLN 9 der Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG zum unvollständigen Verkaufsprospekt vom 18. Mai 2004 werden bei der Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Risk Transfer (MCDIRT), Arabellastraße 12, 81925 München, zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten.

München, den 19. Juni 2006

HypoVereinsbank Member of UniCredit Group

Bekanntmachung

Bereithaltung des Nachtrages Nr. 4 der SEB AG vom 16. Juni 2006 nach § 10 Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz zum bereits veröffentlichten Unvollständigen Verkaufsprospekt vom 14. Juni 2005 betreffend das öffentliche Angebot von SEB Drive-In 10+5 Zertifikaten bezogen auf den Dow Jones EUROSTOXX 50SM Kursindex.

Der Nachtrag wird zusammen mit dem Unvollständigen Verkaufsprospekt bei der SEB AG, Ulmenstraße 30, 60325 Frankfurt am Main, zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten.

Frankfurt am Main, den 16. Juni 2006

SEB

Bekanntmachung gemäß § 9 Abs. 2, Verkaufsprospekt

Die Firma City-Bauträger GmbH beabsichtigt, Genussrechte an der City-Bauträger GmbH zu begeben und öffentlich anzubieten. Ein vollständiger Verkaufsprospekt wird bei der City-Bauträger GmbH, Mohrenstr. 42-44, 10117 Berlin zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten.

Berlin, 13.06.2006 City-Bauträger GmbH Geschäftsführer Kai Neumann

NIESSING

Niessing 2006. Schmuck und Accessoires. Lammleder mit Edelstahl. € 49,- bis 79,-
www.niessing.com
Call Free 0800-64 37 74 64

2006 WORLD CUP TICKETS

Wir haben noch Tickets für alle Spiele, auch das Finale Fußball Weltmeisterschaft 2006 in Deutschland

Kostenlose Rufnummer: 00 800 387 633 26
Support +47 23 33 35 00

www.2006.com

Euroteam.info

Sie haben Fragen zu Finanzanzeigen?

Wir beraten Sie gerne:
Telefon (069) 75 91-19 24

Frankfurter Allgemeine
ZEITUNG FÜR DEUTSCHLAND

MITSUBISHI ELECTRIC CORPORATION

Tokio, Japan

Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung

Die diesjährige ordentliche Hauptversammlung der Mitsubishi Electric Corporation findet

am **Donnerstag, dem 29. Juni 2006, um 10.00 Uhr**

am Sitz der Gesellschaft, 2-7-3, Marunouchi Chiyoda ward, Tokio, Japan, statt.

Tagesordnung

1. Vorlage des Geschäftsberichts, der konsolidierten Bilanz, der konsolidierten Gewinn- und Verlustrechnung und des Prüfberichts des konsolidierten Jahresabschlusses der Abschlussprüfer und des Prüfungsausschusses für die 135. Geschäftsperiode (1. April 2005 bis 31. März 2006)
2. Vorlage der nicht konsolidierten Bilanz, der nicht konsolidierten Gewinn- und Verlustrechnung und der Bereitstellung von nicht konsolidierten Gewinnrücklagen für die 135. Geschäftsperiode (1. April 2005 bis 31. März 2006)
3. Satzungsänderungen
4. Wahl von Directors

Die vollständige Tagesordnung (in englischer Sprache) ist bei der Deutsche Bank AG, TSS/GES, Post IPO Services, 60262 Frankfurt am Main erhältlich.

Zur Teilnahme an der Hauptversammlung und zur Ausübung des Stimmrechts sind nur Aktionäre mit einem zum 31. März 2006 (Stichtag) im Aktionärsregister der Gesellschaft eingetragenen Aktienbestand von mindestens 1.000 Aktien (= 1 Unit) berechtigt. Das Stimmrecht ist auf volle Units beschränkt.

Für die Teilnahme an der Hauptversammlung und zur Ausübung des Stimmrechts aus den Units der Mitsubishi Electric Corporation, die in Tokio, Japan, in einem Sonderdepot der Clearstream Banking AG („CBF“), Frankfurt am Main, unterhalten werden und die in Miteigentumsanteilen an einem Inhaber-Sammelzertifikat der CBF verbrieft sind, gilt Folgendes:

Die CBF wird das Stimmrecht aus den auf sie eingetragenen Aktien nicht ausüben. Sie wird dem Miteigentümer am Sammelzertifikat oder einem von ihm benannten Dritten auf Verlangen eine Vollmacht zur Ausübung des Stimmrechts (Proxy) erteilen. Der Bevollmächtigte muss eingetragener Aktionär der Gesellschaft sein. Der Miteigentümer kann bis spätestens 22. Juni 2006 bei der CBF über seine Depotbank eine Vollmacht bis zur Höhe seines in Units darstellbaren Sammeldepotguthabens am 31. März 2006 beantragen.

Frankfurt am Main, im Juni 2006
Im Auftrag der Mitsubishi Electric Corporation

Deutsche Bank
Aktiengesellschaft