

STUDIEN DES DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS

Bernhard Pellens / Katrin Ahlich / André Schmidt

VERHALTEN UND PRÄFERENZEN DEUTSCHER AKTIONÄRE 2018

Eine Befragung von privaten und institutionellen
Anlegern zum Informationsverhalten, zur
Dividendenpräferenz und zur
Stimmrechtsnutzung



**Deutsche Post DHL
Group**

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband

Deutsches Aktieninstitut
● ● ●

AUTOREN

**Ruhr Universität Bochum, Lehrstuhl für
Internationale Unternehmensrechnung**
www.iur.rub.de

Prof. Dr. Bernhard Pellens
Inhaber des Lehrstuhls
Telefon +49 234 32 23832
pellens@iur.rub.de

Dr. André Schmidt
Wissenschaftlicher Assistent und Habilitand
Telefon +49 234 32 28300
schmidt@iur.rub.de

Katrin Ahlich, M.Sc.
Wissenschaftliche Mitarbeiterin
Telefon +49 234 32 25519
ahlich@iur.rub.de

REDAKTION

Deutsches Aktieninstitut e.V.
www.dai.de

Dr. Gerrit Fey
Leiter Kapitalmarktpolitik
Telefon +49 69 92915-41
fey@dai.de

Dr. Franz-Josef Leven
Stellvertretender Geschäftsführer
Telefon +49 69 92915-24
leven@dai.de

Herausgeber:

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
www.dai.de

1. Auflage, Juli 2019
Alle Rechte vorbehalten
ISBN 978-3-934579-91-0

Für eine elektronische Fassung zum Download siehe www.dai.de

VERHALTEN UND PRÄFERENZEN DEUTSCHER AKTIONÄRE 2018

**Eine Befragung von privaten und institutionellen Anlegern
zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur
Stimmrechtsnutzung**

INHALT

| | |
|---|-----------|
| Vorwort Deutsche Post | 9 |
| Vorwort Deutsches Aktieninstitut e.V. | 11 |
| 1 ZUSAMMENFASSUNG | 12 |
| 1.1 Anlass, Fragestellung und Aufbau der Studie | 12 |
| 1.2 Änderungen im wirtschaftlichen und regulatorischen Umfeld seit der letzten Anlegerbefragung | 13 |
| 1.3 Kernergebnisse. | 16 |
| 1.4 Schlussfolgerungen für Unternehmenspraxis, Gesetzgeber und Wissenschaft. | 25 |
| 2 FORSCHUNGSFRAGEN | 34 |
| 3 LITERATURÜBERBLICK | 35 |
| 4 KURZÜBERBLICK ÜBER METHODIK UND RÜCKLAUFCHARAKTERISTIKA DER PRIVATANLEGERBEFRAGUNG | 42 |
| 5 ERGEBNISSE DER PRIVATANLEGERBEFRAGUNG | 48 |
| 5.1 Angewandte Aktionärstypologie. | 48 |
| 5.2 Informationsverhalten | 50 |
| 5.2.1 Orientierungspunkte der Anlageentscheidung | 50 |
| 5.2.2 Bedeutung verschiedener Informationsquellen für die Anlageentscheidung | 51 |
| 5.2.3 Nutzungsintensität der einzelnen Bestandteile des Geschäftsberichts | 57 |
| 5.2.4 Nutzung von Print- und Onlinemedien sowie Bedeutung digitaler Informationen | 61 |
| 5.2.5 Bedeutung der Änderungen von Gewinn, Dividende und Cashflow | 64 |
| 5.3 Ausschüttung. | 67 |
| 5.4 Aktionärsstimmrecht | 71 |
| 5.5 Stabilitätstests | 78 |

.....

- 6 ERGEBNISSE DER BEFRAGUNG INSTITUTIONELLER INVESTOREN 80**
 - 6.1** Kurzüberblick über Befragungsmethodik und Rücklaufcharakteristika 80
 - 6.2** Informationsverhalten 81
 - 6.3** Ausschüttung. 94
 - 6.4** Aktionärsstimmrecht 97
 - 6.5** Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und Kapitalmarktregulierung 100
- 7 LITERATUR 104**
- 8 ANHANG 108**
 - 8.1** Anschreiben Privatanleger. 108
 - 8.2** Fragebogen für Privatanleger 109
 - 8.3** Fragen an die institutionellen Investoren (Online-Befragung) 111
 - 8.4** Details zur Befragungsmethodik 113
 - 8.4.1 Bestimmung der Befragungsgesamtheit 113
 - 8.4.2 Konzeption des Fragebogens 114
 - 8.4.3 Durchführung der Befragung 116
 - 8.4.4 Rücklaufcharakteristika und Repräsentativität 116
 - 8.4.5 Vergleichsstudie Institutionelle Investoren. 118
 - 8.4.6 Informationen zum Tabellenwerk 120

ABBILDUNGEN

| | |
|---|----|
| Abb. 1: Börsensituation zum Zeitpunkt der Befragungen | 13 |
| Abb. 2: Entwicklung der Zahl der Aktionäre in Deutschland | 14 |
| Abb. 3: Erfahrung von Privatanlegern mit der Aktienanlage | 43 |
| Abb. 4: Diversifikation der Aktiendepots von Privatanlegern | 44 |
| Abb. 5: In Aktien investierter Vermögensanteil von Privatanlegern | 45 |
| Abb. 6: Bedeutung von Anlagezielen für die Anlagestrategie von Privatanlegern. | 46 |
| Abb. 7: Orientierung von Privatanlegern an fundamentalen bzw. technischen Daten. .50 | |
| Abb. 8: Bedeutung verschiedener Informationsquellen für Privatanleger | 51 |
| Abb. 9: Aktualität verschiedener Informationsquellen für Privatanleger | 52 |
| Abb. 10: Verständlichkeit verschiedener Informationsquellen für Privatanleger | 53 |
| Abb. 11: Vertrauenswürdigkeit verschiedener Informationsquellen für Privatanleger | 54 |
| Abb. 12: Nutzungsintensität verschiedener Bestandteile des Geschäftsberichts durch Privatanleger | 58 |
| Abb. 13: Bedeutung verschiedener Informationskanäle für Privatanleger | 62 |
| Abb. 14: Nutzungsintensität verschiedener Endgeräte zum Abruf digitaler Informationen durch Privatanleger | 63 |
| Abb. 15: Bedeutung verschiedener Formen der Bereitstellung digitaler Informationen für Privatanleger | 64 |
| Abb. 16: Bedeutung von Gewinn-, Cashflow- und Dividendenänderungen für Privatanleger | 65 |
| Abb. 17: Bevorzugung quartalsweiser gegenüber jährlichen Dividenden- zahlungen durch Privatanleger | 67 |
| Abb. 18: Bedeutung von Dividende und Kurssteigerungen aus Sicht von Privatanlegern | 68 |
| Abb. 19: Bedeutung von Dividenden und Aktienrückkäufen für Privatanleger | 70 |
| Abb. 20: Inanspruchnahme des Aktionärsstimmrechts durch Privatanleger | 71 |
| Abb. 21: Bereitschaft von Privatanlegern zum Kauf stimmrechtsloser Aktien | 73 |
| Abb. 22: Wert des Stimmrechts aus Sicht von Privatanlegern | 74 |

.....

Abb. 23: Einschätzung von Privatanlegern zum Einfluss eines Mehrheitsaktionärs auf den Wert des Stimmrechts und der Aktie76

Abb. 24: Angst von Privatanlegern vor einer Bereicherung anderer Stakeholder-Gruppen auf ihre Kosten77

Abb. 25: Orientierungsgrößen institutioneller Anleger für ihre Anlageentscheidung ...82

Abb. 26: Bedeutung verschiedener Informationsquellen für institutionelle Anleger ...85

Abb. 27: Aktualität verschiedener Informationsquellen aus Sicht institutioneller Anleger ..86

Abb. 28: Verständlichkeit verschiedener Informationsquellen aus Sicht institutioneller Anleger87

Abb. 29: Vertrauenswürdigkeit verschiedener Informationsquellen aus Sicht institutioneller Anleger88

Abb. 30: Nutzungsintensität verschiedener Bestandteile des Geschäftsberichts durch institutionelle Anleger89

Abb. 31: Bedeutung von Gewinn-, Cashflow- und Dividendenänderungen für institutionelle Anleger.....91

Abb. 32: Beurteilung der Volatilität von Aktienkurs, Ergebnis und operativem Cashflow durch institutionelle Anleger.....93

Abb. 33: Bevorzugung quartalsweiser oder jährlicher Dividendenzahlungen durch institutionelle Anleger94

Abb. 34: Bedeutung von Dividenden und Kurssteigerungen aus Sicht institutioneller Anleger95

Abb. 35: Steuerliche Überlegungen hinsichtlich des Dividendenwunsches institutioneller Anleger96

Abb. 36: Bevorzugung von Dividenden oder Aktienrückkäufen durch institutionelle Anleger97

Abb. 37: Inanspruchnahme des Aktionärsstimmrechts durch institutionelle Anleger...98

Abb. 38: Bereitschaft institutioneller Anleger zum Erwerb stimmrechtsloser Aktien.....98

Abb. 39: Preisabschlag für stimmrechtslose Aktien aus Sicht institutioneller Anleger.....99

Abb. 40: Wirkung von Mehrheitsaktionären aus Sicht institutioneller Anleger.....100

Abb. 41: Einfluss von Privatanlegern aus Sicht institutioneller Anleger.....100

Abb. 42: Einfluss von elektronischen Handelsplattformen bzw. „Dark Pools“ aus Sicht institutioneller Anleger102

Abb. 43: Bedeutung von MiFID II aus Sicht institutioneller Anleger103



Vorwort Deutsche Post DHL Group

Nach den in 2005, 2009 und 2014 publizierten Ergebnissen haben wir jetzt gerne zum vierten Mal die Befragung unserer privaten und institutionellen Aktionäre zu den Themen Informationsverhalten, Dividendenpräferenz und Stimmrechte unterstützt. Entscheidend für ein breites Meinungsbild ist dabei, dass wir unsere Anteilseigner explizit gebeten haben, nicht als Investoren der Deutsche Post DHL Group, sondern als Aktionäre im Allgemeinen zu antworten.

Neben der Unterstützung der Wissenschaft sind für uns natürlich auch die gewonnenen Erkenntnisse für die tägliche IR-Arbeit von Interesse. Überrascht hat uns dabei, dass Privatanleger in Deutschland im Durchschnitt bei 13 Unternehmen investiert sind und der in Aktien investierte Vermögensanteil jetzt bei über einem Drittel liegt. Dies bedeutet eine deutliche Zunahme gegenüber den Vorgängerstudien und unterstreicht die Bedeutung, die auch die Investor Relations-Kommunikation für Privatanleger haben muss.

Bei der Deutschen Post DHL Group liegt der Anteil der Privatanleger am Grundkapital bei derzeit über 13% und damit 30% höher als noch vor 5 Jahren. Mit anderen Worten bedeutet dies, dass bei einem derzeitigen Aktienkurs von ca. € 31 Privatanleger mit etwa € 5 Mrd in die Deutsche Post investiert sind, was die Marktkapitalisierung vieler MDAX-Gesellschaften übersteigt.

Die vorliegende Studie hat den Trend aus den Vorgängerstudien bestätigt, dass nur ein geringer Teil der Privatinvestoren das Ziel kurzfristiger Gewinnmaximierung anstrebt. Die große Mehrheit betrachtet die Aktienanlage als wichtigen Baustein langfristiger, inflationsgeschützter Vermögensbildung und ist an regelmäßigen Dividendenzahlungen interessiert. Privatanleger sind damit als ein stabilisierender Faktor der Aktionärsstruktur eines Unternehmens zu betrachten.

Umso wichtiger ist damit eine zielgruppenspezifische Kommunikation. Wem Privatanleger wichtig sind, der muss folgendes berücksichtigen: Printmedien sind weiterhin von größter Bedeutung, aber auch Anlegerforen und Präsenzveranstaltungen speziell für Privatanleger können eine wichtige Rolle spielen.

Die auch im Zuge von ARUG II von einigen Kapitalmarktakteuren geforderte Fokussierung auf rein elektronische Kommunikation beispielsweise bei Kapitalmaßnahmen oder HV-Einladungen halten wir für nicht empfängergerecht. Kontraproduktiv für eine gute IR-Kommunikation ist aus unserer Sicht auch, dass Gesellschaften vermehrt dazu übergehen, den Geschäftsbericht nur noch online und nicht mehr in gedruckter Fassung vorzuhalten, zumal viele Privatanleger auch in reinen Wohn- oder ländlichen Gebieten mit derzeit häufig noch suboptimaler Internetverbindung leben.

Eins ist aus unserer Sicht seit langem unstrittig: Die Aktie ist und bleibt ein unverzichtbarer Vermögensbaustein für Privatanleger und diese wiederum sind ein wichtiger Bestandteil der Eigentümerstruktur eines Unternehmens – gerade unter Berücksichtigung der auch in Deutschland zunehmenden Aktivitäten aktivistischer Aktionäre. Börsennotierte Gesellschaften müssen sich umfassend über die Interessen aller Anlegergruppen informieren – also auch der Privatinvestoren – und diese zielgruppenspezifisch informieren. Dazu möchte die Deutsche Post DHL Group mit der vorliegenden Studie ihren Beitrag leisten.

Viel Spaß bei der vorliegenden, für Sie hoffentlich informativen Lektüre,

Martin Ziegenbalg

Leiter Investor Relations

Deutsche Post DHL Group



Vorwort Deutsches Aktieninstitut e.V.

Es ist und bleibt Aufgabe, die Akzeptanz der Aktie als Anlageinstrument in Deutschland zu verbessern. Obwohl die von uns erhobenen Aktionärszahlen seit einigen Jahren einen leicht positiven Trend zeigen, gibt es in der Bevölkerung immer noch zahlreiche Vorurteile und Missverständnisse in Bezug auf die Aktienanlage. Als Konsequenz legen nur rund 16 Prozent der Deutschen, also nur jeder sechste, Geld in Aktien oder Aktienfonds an. Andere Länder, wie die skandinavischen und anglo-amerikanischen Länder, sind uns da weit voraus. Im Gegensatz zu den Deutschen profitieren beispielsweise Schweden und angloamerikanische Amerikaner beim Vermögensaufbau und in der Altersvorsorge von den attraktiven Aktienrenditen.

Einen wichtigen Beitrag zum Verständnis der Hintergründe und damit zur Verbesserung der Aktienakzeptanz in Deutschland leistet die aktuelle Studie „Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre 2018“. Sie liefert unabhängige wissenschaftliche Erkenntnisse zum Informationsverhalten der Aktionäre, zur Nutzung des Stimmrechts und zu den Präferenzen in Bezug auf Dividenden und Aktienrückkäufe. So zeigt die Untersuchung unter anderem, dass private Anleger ihre Informationen vor allem über die Medien beziehen, sich aber nicht so umfassend mit Kennzahlen, Bilanzen und Cash-Flow-Rechnungen beschäftigen wie institutionelle Anleger – eine wichtige Erkenntnis für Unternehmen, die ihre Aktionäre zielgruppengerecht informieren wollen.

Die Studie gibt aber nicht nur Empfehlungen für die Unternehmenspraxis, sondern wendet sich auch mit konkreten Vorschlägen an den Gesetzgeber. So ist ein wichtiges Petition der Autoren, die ökonomische Bildung in Deutschland zu verbessern, um die jüngeren Generationen zu befähigen, sich um ihre Altersvorsorge zu kümmern. Dies ist eine Forderung, die das Deutsche Aktieninstitut seit jeher voll und ganz unterstützt.

Aber auch für die künftige wissenschaftliche Forschung enthält die Untersuchung Denkansätze. Solche Impulse benötigen wir, um das Verhalten von Privatanlegern besser zu verstehen und das Thema Aktienanlage weiter voranzutreiben.

Zur Stärkung der Aktienanlage sind viele gefordert – Unternehmen ebenso wie Verbände und die Wissenschaft. Die Studie ist ein gelungenes Gemeinschaftswerk dieser Akteure. Mein besonderer Dank gilt hier der Deutsche Post DHL Group, die das Projekt durch ihre großzügige Finanzierung und den Versand der Fragebögen an ihre über 400.000 privaten und institutionellen Anleger ermöglicht hat. Auch Prof. Dr. Bernhard Pellens und seinem Team vom Lehrstuhl für Internationale Unternehmensrechnung der Ruhr-Universität Bochum, die die Fragebögen ausgewertet und die Studie geschrieben haben sowie inhaltlich verantworten, danke ich herzlich.

Wie die Studie zeigt, ist seit der ersten Untersuchung der Anteil von Aktien in den Depots der Aktionäre der Deutsche Post DHL Group stetig gestiegen. Einmal Aktionär, fassen die Menschen offenbar Vertrauen in diese Anlageform. Auch dies ist eine wichtige Erkenntnis, auf die aufgebaut werden sollte. Es muss besser gelingen, den Einstieg der Deutschen in die Aktie zu erleichtern, damit Erfahrungswissen generiert wird. Mitarbeiteraktien und die Nutzung von Aktien für die Altersvorsorge sind hier die erste Wahl. Die Möglichkeit, mit eigenen Ersparnissen zum Mitunternehmer zu werden, ist letztlich aber auch ein elementarer Bestandteil unserer Sozialen Marktwirtschaft. Auch deshalb sollte allen an einer breiteren Nutzung der Aktie in der Bevölkerung gelegen sein. Das Deutsche Aktieninstitut unterstützt deshalb die Veröffentlichung der Studie aus Überzeugung.

Dr. Christine Bortenlänger

Geschäftsführender Vorstand
Deutsches Aktieninstitut e.V.

1 Zusammenfassung

1.1 ANLASS, FRAGESTELLUNG UND AUFBAU DER STUDIE

Bereits zum vierten Mal wurde eine umfangreiche Befragung zu den Präferenzen und dem Verhalten von privaten und institutionellen Investoren in Deutschland vom Lehrstuhl für Internationale Unternehmensrechnung der Ruhr-Universität Bochum in Kooperation mit der Deutsche Post DHL Group durchgeführt. Hierzu wurden im April 2018 insgesamt knapp 431.000 Fragebögen postalisch an sämtliche Privatanleger der Deutsche Post AG sowie rund 2.000 Online-Fragebögen an institutionelle Investoren versendet. Die Befragungsstudie ist sowohl inhaltlich als auch konzeptionell an die zu den Jahreswechseln 2003/2004 und 2007/2008 sowie die zum Jahresbeginn 2013 durchgeführten drei Vorgängerumfragen angelehnt.¹ Im Mittelpunkt der Befragung stehen – wie bereits bei den drei Vorgängerstudien – das Informationsverhalten, die Dividendenpräferenzen sowie die Bedeutung und Nutzung des Aktionärsstimmrechts.

Anlass der vorliegenden Aktionärsstudie waren die – nachfolgend noch darzustellenden – Kapitalmarktentwicklungen sowie Regulierungsänderungen seit der letzten Anlegerbefragung. So ist nicht auszuschließen, dass sich diese Änderungen signifikant auf das Informations- und Investitionsverhalten von Aktionären, deren Dividendenpräferenzen sowie die Nutzung ihres Aktionärsstimmrechts ausgewirkt haben könnten. Entsprechend stehen (erneut) insbesondere die folgenden Forschungsfragen zu den vorausgehend bereits genannten Themenkomplexen im Mittelpunkt der vorliegenden Untersuchung:

- Welche **Informationskanäle und -medien** nutzen deutsche Privatanleger? Wie beurteilen sie diese? Welche Teile des Geschäftsberichts werden wie intensiv genutzt? Wie reagieren deutsche Privatanleger auf Unternehmensnachrichten?
- Welche **Dividendenpräferenz** haben deutsche Anleger? Werden Aktienrückkaufprogramme Dividendenzahlungen vorgezogen?
- Wird das **Aktionärsstimmrecht** in Anspruch genommen und wird es als werthaltig angesehen? Wie wird die Rolle von Mehrheitsaktionären bewertet?
- Inwieweit weisen Privatanleger und institutionelle Anleger **Verhaltens- und Präferenzunterschiede** im Kontext der drei Fragenkomplexe auf?
- Inwieweit sind die im Rahmen der Vorgängeruntersuchungen gewonnenen **Ergebnisse im Zeitablauf stabil**?
- Könnten im **Vergleich zur Vorgängerstudie** zu beobachtende Verhaltens- und Präferenzunterschiede der Aktionäre potenziell auf die Änderungen im Börsen- und Wirtschaftsumfeld zwischen den Jahren 2013 und 2018 zurückzuführen sein?

¹ Diese Umfragen wurden in der Reihe der Studien des Deutschen Aktieninstituts veröffentlicht, vgl. *Ernst/Gassen/Pellens* (2005), *Ernst/Gassen/Pellens* (2009) und *Pellens/Schmidt* (2014). Da die letzten Fragebögen der beiden erstgenannten Studien erst Anfang 2004 bzw. 2008 eingingen, werden im Folgenden die Jahre 2004 bzw. 2008 als Referenzzeitpunkt für diese beiden Vorgängeruntersuchungen verwendet.

Ausgehend von diesen Forschungsfragen gliedert sich die vorliegende Studie wie folgt: Nachfolgend wird zunächst ein kurzer Überblick über die Änderungen im wirtschaftlichen sowie regulatorischen Kapitalmarktumfeld seit der letzten Aktionärsbefragung gegeben. Anschließend werden die Kernergebnisse der Befragungen von Privatanlegern und institutionellen Investoren zusammengefasst und vergleichend einander gegenübergestellt. Hieran anknüpfend werden Handlungsempfehlungen für die Unternehmenspraxis, den Gesetzgeber und die Forschung abgeleitet.

In den *Kapiteln* zwei bis sechs finden sich die ausführlichen Darstellungen der Anlegerbefragungen. So werden im *zweiten Kapitel* zunächst die Forschungsfragen abgeleitet, bevor im *dritten Kapitel* ein hieran anknüpfender Literaturüberblick über die Kernergebnisse einiger artverwandter (Befragungs-)Studien gegeben wird. Anschließend folgen ein kurzer Methodenabriss (*viertes Kapitel*)² sowie die ausführliche Darstellung der Ergebnisse der Privatanlegerbefragung (*fünftes Kapitel*). Im *sechsten Kapitel* werden schließlich Aufbau und Ergebnisse der Befragung institutioneller Anleger dargestellt.

1.2 ÄNDERUNGEN IM WIRTSCHAFTLICHEN UND REGULATORISCHEN UMFELD SEIT DER LETZTEN ANLEGERBEFRAGUNG

Einfluss des wirtschaftlichen Umfelds auf die Aktienmärkte

Seit der letzten Befragung hat sich im wirtschaftlichen Umfeld einiges verändert. Um die durch die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 / 2009 sowie die Eurokrise geschwächte Konjunktur in Europa zu beflügeln, begann die Europäische Zentralbank mit einem umfassenden Anleihekaufprogramm sowie der Senkung des Leitzinses, die letztlich sogar im Jahr 2014 in negativen Einlagenzinsen für Kreditinstitute mündete. Die gelockerte Geld- bzw. Niedrigzinspolitik machte sich im Zeitablauf an den Aktienmärkten bemerkbar. So erreichte beispielsweise der Deutsche Aktienindex (DAX) zu Beginn des Jahres 2015 einen neuen zwischenzeitlichen Rekordstand von 12.347 Punkten (vgl. Abb. 1).

Abb. 1: Börsensituation zum Zeitpunkt der Befragungen



² Eine detaillierte Schilderung der Befragungsmethodik findet sich im Anhang (Kapitelabschnitt 8.4).

Durch die Niedrigzinsphase in Verbindung mit einem konstant positiven Weltwirtschaftswachstum sowie einer hiermit einhergehenden zunehmend positiven Gewinnentwicklung der Unternehmen erreichten zahlreiche Aktien und Aktienindizes in der Folgezeit neue Höchststände. So markierte der DAX im November 2017 mit 13.525 Punkten einen neuen Höchststand und erreichte schließlich im Januar 2018 mit 13.559 Punkten (Schlusskurs) sein historisches Allzeithoch (vgl. Abb. 1).

Abb. 2: Entwicklung der Zahl der Aktionäre in Deutschland³



Die sehr gute Kursentwicklung in Verbindung mit dem extremen Niedrigzinsumfeld der vergangenen Jahre gingen mit einem wachsenden Interesse an Aktien als Anlageform aufseiten der Anleger einher. Entsprechend verdeutlicht Abb. 2, dass die Anzahl an Aktionären seit der Finanzkrise signifikant angestiegen ist, ohne hierdurch allerdings das Höchstniveau zum Zeitpunkt der erstmaligen Durchführung der Anlegerbefragung zu erreichen.

Änderungen im regulatorischen Kapitalmarktumfeld

Auch mit Blick auf das regulatorische Umfeld gab es einige Veränderungen. So wurden seit der Finanzkrise viele Corporate Governance-Maßnahmen ergriffen, um insbesondere die Versorgung der Aktionäre mit aktuellen, relevanten und verlässlichen Informationen weiter zu verbessern. Hierbei ist u.a. die Ausweitung der Berichterstattung des Abschlussprüfers durch die im Sommer 2014 beschlossene EU-Verordnung Nr. 537/2014 zu nennen. So schreibt Artikel 10 dieser Verordnung für Bestätigungsvermerke des Abschlussprüfers im Zusammenhang mit der Prüfung von Unternehmen öffentlichen Interesses (sog. Public Interest Entities, PIE) vor, dass der Abschlussprüfer hierin besonders wichtige Prüfungssachverhalte (sog. Key Audit Matters, KAM) darzustellen hat. Ziel dieser Neuerung ist es, die Aussagekraft des Bestätigungsvermerks zu erhöhen und damit das Vertrauen der Unternehmensadressaten in die Qualität der Abschlussprüfung und – hiermit unmittelbar verbunden – der Rechnungslegung zu stärken.

³ Vgl. Deutsches Aktieninstitut (2019), S. 4.

Weiterhin trat im April 2017 das CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (CSR-RUG) in Kraft, durch das Unternehmen von öffentlichem Interesse eine nichtfinanzielle Erklärung abzugeben haben. Indem die hiervon betroffenen Unternehmen künftig regelmäßig zusätzliche Informationen über die Auswirkungen ihres unternehmerischen Handelns auf die Gesellschaft („Corporate Social Responsibility“) kommunizieren müssen, sollen diesbezügliche Informationsbedürfnisse der Abschlussadressaten befriedigt werden. Darüber hinaus richtet sich die nichtfinanzielle Erklärung nicht vorrangig an Investoren in Form (potenzieller) Eigen- und Fremdkapitalgeber. Vielmehr sollen die Informationsbedürfnisse sämtlicher Abschlussadressaten gleichermaßen bedient werden, indem konkret über Arbeitnehmer-, Umwelt- und Sozialbelange berichtet wird.

Die beschriebenen Neuregulierungen verdeutlichen, dass die Berichtspflichten von – insbesondere großen börsennotierten – Unternehmen erneut gestiegen sind, um hierdurch ein Mehr an Transparenz über die Unternehmensaktivitäten zu gewährleisten. Den Anfang dieser stetig wachsenden Informationsflut machte hierbei die europaweite Etablierung der seit 2005 im Konzernabschluss kapitalmarktorientierter Unternehmen anzuwendenden International Financial Reporting Standards (IFRS). Selbst 14 Jahre nach der Einführung dieses umfassenden Rechnungslegungssystems scheint dessen Änderungsdynamik nur wenig abzunehmen. So sind mit IFRS 15 „Umsatzrealisation“, IFRS 9 „Finanzinstrumente“ und IFRS 16 „Leasing“ in 2018 und 2019 drei neue, komplexe Rechnungslegungsstandards in Kraft getreten. Diese sollen zwar für mehr Transparenz über das Unternehmensgeschehen sorgen, sind gleichzeitig aber auch mit einer (erneuten) Zunahme des Umfangs, der Komplexität sowie des Detaillierungsgrades der Angabepflichten im Anhang des IFRS-Abschlusses verbunden. Inzwischen hat aber selbst das International Accounting Standards Board (IASB), das maßgeblich für die durch die Rechnungslegungsadressaten kaum noch zu verarbeitende Informationsflut verantwortlich ist, dieses Problem eines „Disclosure Overload“ erkannt und seine sog. „Disclosure Initiative“ gestartet. Diese soll künftig eine stärker fokussierte und insbesondere effektivere Berichterstattung im Anhang von IFRS-Abschlüssen sicherstellen.

Zusammenfassend verdeutlicht die hier nur angerissene Entwicklung in der Regulierung der Unternehmensberichterstattung das Risiko, dass relevante (Rechnungslegungs-) Informationen im Zuge der Informationsüberflutung „verloren“ gehen, wodurch sowohl die Effizienz als auch – in letzter Konsequenz – die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte beeinträchtigt würde. Darüber hinaus können auch die immer weitreichenderen Regulierungen sowie überbordenden Informationspflichten die Attraktivität der Börsennotierung für Unternehmen verringern. Im Extrem könnten sich Unternehmen infolge von negativen Kosten-Nutzen-Relationen vollständig von den öffentlichen Kapitalmärkten zurückziehen, was in einer geringeren Vielfalt potenzieller Anlagealternativen und einem insoweit abnehmenden Diversifikationspotenzial für Anleger münden würde.

Als erster Schritt zur Behebung des vorausgehend thematisierten Disclosure Overload-Problems ist – auf nationaler Ebene – das Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie zu interpretieren. Hiernach sind kapitalmarktorientierte Unternehmen seit dem 26.11.2015 gesetzlich nicht mehr dazu verpflichtet, quartalsweise eine sog. „Zwischenmitteilung der Geschäftsführung“ zu veröffentlichen. Diese Deregulierung hat auch die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) dazu veranlasst, die bis dato strengen Anforderungen an die quartalsweisen Berichterstattungspflichten börsennotierter Unternehmen durch eine Änderung der Börsenordnung zu lockern. Demnach sind Unternehmen des Prime Standard nicht mehr dazu verpflichtet, einen mindestens aus einem IFRS-Zwischenabschluss und einem Zwischenlagebericht bestehenden

Quartalsfinanzbericht für die Quartale Q1 und Q3 zu publizieren. Stattdessen haben sie eine vergleichsweise deutlich flexibler und individueller gestaltbare sowie in praxi deutlich kürzere Quartalsmitteilung zu publizieren. Nach Jahren einer – nicht zuletzt auch krisengetriebenen – stetigen Zunahme an Unternehmensinformationen kann dieser Schritt als erster Ansatzpunkt für eine Deregulierung der Finanzberichterstattung und Abschwächung des Information Overload-Problems interpretiert werden.

Im Kontrast zu dieser Deregulierung trat Anfang 2018 die überarbeitete Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II) EU-weit in Kraft, wodurch sich u.a. die Regeln für die Bereitstellung von Research-Dienstleistungen (z.B. Bereitstellung von Analysen, Corporate Access, Organisation von Roadshows etc.) grundlegend geändert haben. So wurde u.a. die Bündelung von Dienstleistungen durch Broker für institutionelle Investoren aufgehoben. Neben Banken und Investoren sind von dem Paket neuer Kapitalmarktregulierungen insbesondere börsennotierte Unternehmen betroffen. Es wird davon ausgegangen, dass die Neuerungen die Nachfrage nach Research-Dienstleistungen deutlich verringern werden. Ursächlich hierfür ist, dass Research-Dienstleistungen nach MiFID II für Investoren nunmehr grundsätzlich kostenpflichtig sind, wodurch diese künftig wohl gezielter auswählen werden, für welche Unternehmen nach wie vor Research (kostenpflichtig) angefordert wird. Hierdurch müssen Unternehmen in der Zukunft selbst verstärkt eigene Wertpapieranalysen und deren Weitergabe an interessierte Investoren sicherstellen. Insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen bedeutet dies, dass die Anforderungen an ihre Investor Relations-Abteilungen deutlich steigen werden. Zudem wird erwartet, dass der direkte Kontakt zwischen Investoren und Emittenten künftig eine deutlich größere Rolle spielen wird.⁴

Die vorausgehend aufgezeigten Kapitalmarktentwicklungen sowie Regulierungsänderungen können sich auf das Verhalten von Privatanlegern und institutionellen Anlegern ausgewirkt haben. Die Niedrigzinsphase hat in Verbindung mit der konjunkturellen Entwicklung in Deutschland beispielsweise Vermögensumschichtungen von risikolosen Geldanlagen u.a. in Aktien und Aktienportfolios begünstigt. Darüber hinaus zielen viele Regulierungen der letzten Jahre auf die Stärkung des Vertrauens der Anleger in Unternehmen und die Kapitalmärkte ab. Die nachfolgenden Ergebnisse der vierten – im April 2018 erfolgten – Befragung privater sowie institutioneller Anleger der Deutsche Post DHL Group sind insoweit auch im Kontext der aufgezeigten Entwicklungen der letzten Jahre zu interpretieren und zu würdigen.

1.3 KERNERGEBNISSE

Privatanlegerbefragung

Bedeutung verschiedener Informationsquellen

Wie bereits in den vorangegangenen Untersuchungen ist die Wirtschaftspresse für die Anlageentscheidung von Privatinvestoren sowohl der bedeutendste als auch der aktuellste und verständlichste Informationskanal. So geben 68% der befragten Privatanleger an, der Wirtschaftspresse eine (sehr) hohe Relevanz beizumessen. Im Vergleich dazu wird der jeweilige Geschäftsbericht des Unternehmens nach wie vor als weniger bedeu-

⁴Vgl. hierzu ausführlich *Deutsche Börse AG* (2017).

tend und aktuell bewertet. Hier zeigt sich ein Bedeutungsrückgang gegenüber der Befragung aus 2013 von 53 % auf 45 %. Inzwischen nimmt weniger als ein Drittel der befragten Privatanleger den Geschäftsbericht als verständliche Informationsquelle wahr. Demgegenüber ist die Vertrauenswürdigkeit des Geschäftsberichts gegenüber den Ergebnissen aus der 2013er Untersuchung leicht gestiegen, so dass diese mit einem Anteil von 54 % erstmalig am höchsten eingestuft wird. Auch die Zwischenberichterstattung hat an Glaubwürdigkeit hinzugewonnen. Diese Entwicklung könnte darauf zurückzuführen sein, dass die großen, gehäuft vor 2004 aufgetretenen Bilanzskandale zunehmend aus dem Bewusstsein der Kapitalmarktteilnehmer verschwinden. Weiterhin könnte diese Entwicklung aber auch darauf hindeuten, dass die zuletzt ergriffenen regulatorischen Maßnahmen zur Stärkung des Anlegervertrauens in die Berichterstattung ihre gewünschte Wirkung entfalten.

Die Beratung durch Finanzinstitute bzw. Broker hat gegenüber der Befragung aus 2013 an Bedeutung verloren. Damit ist der Anteil derjenigen, welche die Auskunft von Finanzintermediären als (sehr) bedeutsam ansehen, innerhalb der letzten zehn Jahre um insgesamt 40 % gesunken. Parallel hierzu hat der Anteil der Privatanleger, die die Aktualität und die Verständlichkeit der Beratung durch Finanzinstitute bzw. Broker als (sehr) hoch einstufen, abgenommen. Diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass sich der Bankensektor nach wie vor nicht von seinem insbesondere aus der Finanzkrise stammenden Reputationsverlust erholt hat. Eine mögliche Ursache hierfür ist, dass das Image der Finanzbranche auch in den letzten Jahren aufgrund medial stark beachteter Skandale einzelner Institute gelitten haben dürfte. Darüber hinaus könnten aber auch die verschärften Regulierungen im Bereich des Verbraucherschutzes und die damit verbundenen Einschränkungen des Umfangs der Bankberatung sowie die verstärkte Nutzung des Online-Banking zu dem beobachteten Ergebnis beigetragen haben.

Interessant ist außerdem, dass der Nachhaltigkeitsbericht bzw. CSR-Report verglichen mit den Ergebnissen aus 2013 von den Privatanlegern als weniger aktuell und bedeutend bewertet wird. So ist der Anteil derjenigen, welche diesem Berichtsinstrument eine (sehr) hohe Bedeutung beimessen, von 27 % auf 19 % gesunken. Auch dessen Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit fallen gegenüber der letztmaligen Befragung geringer aus. Diese Ergebnisse überraschen insbesondere vor dem Hintergrund der intensiven öffentlichen Diskussion über Nachhaltigkeitsaspekte. Auch sind in den letzten Jahren nachhaltigkeitsorientierte Kapitalanlagen zunehmend in den Fokus der Öffentlichkeit gerückt.⁵ Diese Entwicklungen spiegeln sich jedoch kaum in den Ergebnissen der aktuellen Privatanlegerbefragung wider.

Nutzungsintensität der Bestandteile des Geschäftsberichts

Konsistent mit dem allgemeinen Bedeutungsverlust des Geschäftsberichts (inkl. Jahresabschluss) zeigt sich, dass auch sämtliche Geschäftsberichtsbestandteile gegenüber 2013 weniger intensiv durch Privatanleger genutzt werden. Losgelöst hiervon korrespondieren die Erkenntnisse allerdings weitgehend mit denjenigen der bisherigen Studien: So präferieren Privatanleger, die den Geschäftsbericht als Informationsquelle nutzen, nach wie vor die klassischen Rechenwerke Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung (GuV). Dabei wird die Bilanz von 45 % und die GuV von 51 % der Privatanleger (sehr) intensiv genutzt. Jedoch haben beide Rechenwerke gegenüber 2013 einen leichten Bedeutungsrückgang zu verzeichnen. Die Abnahme der Nutzungsintensität könnte

⁵ Vgl. aktuell z.B. *Rezmer / Maisch / Narat* (2019), S. 4-5.

auf die weiterhin zunehmende Komplexität der IFRS-Rechnungslegung zurückzuführen sein. Darüber hinaus erscheint ernüchternd, dass die international sehr beachtete Kapitalflussrechnung (Cashflow-Rechnung) sowie die Segmentberichterstattung gemessen an ihren Nutzungsintensitäten mit 38 % bzw. 17 % nach wie vor deutlich gegenüber Bilanz und GuV abfallen.

Hinsichtlich der Nutzungsintensität rangiert die Segmentberichterstattung knapp hinter dem Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers, wobei dieser gegenüber der letztmaligen Studie etwas weniger beachtet wird. Diese negative Entwicklung ist insbesondere vor dem Hintergrund des deutlich erweiterten Inhalts des Bestätigungsvermerks um besonders wichtige Prüfungssachverhalte (sog. Key Audit Matters) zu würdigen. So soll die erweiterte Berichterstattung des Abschlussprüfers einerseits die Qualität der Abschlussprüfung erhöhen und andererseits dem Kapitalmarkt relevante Informationen liefern. Jedoch zeigt sich, dass die Privataktionäre dem Bestätigungsvermerk trotz der neuen Offenlegungsregelungen zunehmend weniger Bedeutung beimessen. Eine mögliche Erklärung hierfür ist, dass viele Investoren die Neuerungen noch gar nicht wahrgenommen haben und daher auch nicht bei ihrer Anlageentscheidung berücksichtigen. Darüber hinaus stimmt die weiterhin geringe Beachtung des Anhangs, ohne den die Zahlen der Kernrechnenwerke im Detail kaum zu interpretieren seien dürften, nachdenklich. Aufgrund eines deutlichen Nutzungsrückgangs wird der Anhang nun mit dem Corporate Governance-Bericht sowie dem „Sonstigen Ergebnis“ (Other Comprehensive Income, OCI) mit einem Anteil von jeweils 10 % am wenigsten intensiv gelesen. Dass letzteres kaum beachtet wird, überrascht indes wenig. So fehlt bezogen auf die Frage, ob ein Aufwand oder Ertrag in der Gewinn- oder Verlustrechnung oder innerhalb des „Sonstigen Ergebnisses“ der IFRS-Gesamtergebnisrechnung auszuweisen ist, bislang ein konsistentes Erfolgsspaltungskonzept. Gerade vielen Privatanlegern ist daher nicht klar, wie die in diesem Teil der IFRS-Gesamtergebnisrechnung erfassten Aufwendungen und Erträge zu interpretieren sind. Die geringe Nutzungsintensität derart spezifischer Geschäftsberichtsbestandteile (Sonstiges Ergebnis; Corporate Governance-Bericht) ist insoweit wohl vorrangig auf die nach wie vor fehlenden (Bilanzierungs-)Kenntnisse der Privataktionäre zurückzuführen.

Mediennutzung für Informationszwecke

Hinsichtlich der Bedeutung verschiedener Print- und Onlinemedien zeigen die Ergebnisse, dass Zeitungen und Zeitschriften (53 %), gefolgt von Funk und Fernsehen (30 %), die wichtigsten Informationskanäle darstellen. Demgegenüber rangieren die Social Media-Plattformen „Facebook“ und „Twitter“ hinsichtlich ihrer Bedeutung mit deutlichem Abstand auf dem letzten Platz (2 %). Hierbei ist jedoch bemerkenswert, dass dieses Ergebnis nicht auf die EINSTEIGER (d.h. i.d.R. „jüngere“ Privatanleger mit vergleichsweise wenig (1) Anlageerfahrung, (2) ökonomischer) Bildung und (3) Aktientiteln im Depot)⁶ zu übertragen ist, deren Anteil an der Grundgesamtheit der deutschen Privatanleger und insoweit auch am gewichteten Rücklauf sehr gering ist. So schätzen im Vergleich zum Gesamtdurchschnitt acht Mal so viele EINSTEIGER die Bedeutung von Social Media für das Treffen ihrer Anlageentscheidungen als hoch oder sogar sehr hoch ein. Diese Beobachtung überrascht insofern nicht, als dieser Informationskanal speziell bei jüngeren Menschen bereits heute eine wichtige Rolle im Alltag spielt. Auch überrascht es wenig, dass EINSTEIGER und insoweit tendenziell jüngere Privatanleger über das Smartphone digitale Informationen abrufen und der Bereitstellung von Informationen in audiovisueller Form die größte Bedeutung beimessen.

⁶ Für eine genaue Beschreibung der Abgrenzungskriterien aller im Rahmen der Studie unterschiedenen Anlegergruppen (wie z.B. EINSTEIGER, PROFIS etc.) s. Tab. 8.4.1 auf S. 117.

Bedeutung der Änderungen von betrieblichem Cashflow, Gewinn und Dividenden

Darüber hinaus wurden die Privatanleger danach befragt, ob Änderungen des Gewinns, der Dividende oder des betrieblichen Cashflow für ihre Anlageentscheidung gleichbedeutend sind und ob hierbei ein Anstieg (positiver Erfolgstrend) oder eine Abnahme (negativer Erfolgstrend) dieser drei Erfolgsgrößen bedeutsamer ist. Wie auch bei den bisherigen Untersuchungen zeigen die aktuellen Ergebnisse, dass Privataktionäre positive Erfolgstrends stärker gewichteten als negative. Insgesamt weisen Dividendenänderungen für die Anlageentscheidung – übereinstimmend mit der Untersuchung aus 2013 – die größte Relevanz auf, gefolgt von Gewinn- und Cashflowänderungen. Die Vorrangstellung der Dividenden lässt sich aus Privatanlegersicht einerseits dadurch erklären, dass sie diese als objektiven zahlungsstrombasierten Performanceindikator interpretieren. Andererseits haben Dividenden insoweit für viele Privatanleger eine hohe Bedeutung, als sie einen wichtigen Bestandteil ihrer Aktienrendite (Total Shareholder Return) ausmachen. Da ein Großteil der Privatanleger Aktien mit einer längerfristigen Anlagestrategie hält, sind zwischenzeitliche Rückflüsse in Form von Dividenden für diese von nicht unerheblicher Bedeutung.

Dividendenpräferenzen

Die hohe Relevanz von Dividendenänderungen deckt sich auch mit der Entwicklung der Dividendenpräferenz von Privatanlegern. Auch wenn die Mehrheit der Befragten (45 %) nach wie vor ein tendenziell ausgewogenes Verhältnis von Dividenden und Kurssteigerungen bevorzugt, haben sich seit 2008 deutliche Verschiebungen in Richtung höherer Dividenden und geringerer Kurssteigerungen ergeben. Darüber hinaus zeigt das Antwortverhalten der Privataktionäre hinsichtlich der neu aufgenommenen Frage, ob sie Ausschüttungen in Form von Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufen präferieren, dass sie mehrheitlich (56 %) höhere Dividenden gegenüber Aktienrückkäufen bevorzugen. Hinsichtlich der Präferenz für Quartals- oder Jahresdividenden zeigen die Ergebnisse, dass nur rund ein Viertel der Privatanleger eine höhere Ausschüttungsfrequenz explizit favorisieren würde, wobei gleichzeitig allerdings 31 % der Befragungsteilnehmer beiden Alternativen indifferent gegenüberstehen.

Bedeutung des Aktionärsstimmrechts

Die Bedeutung des Aktionärsstimmrechts ist für die Privatanleger in den vergangenen fünf Jahren weitgehend konstant geblieben. So gibt nach wie vor rund die Hälfte der Befragten an, ihr Stimmrecht in den letzten zwei Jahren weder selbst genutzt noch auf einen Bevollmächtigten übertragen zu haben. Auch wenn sich beispielsweise der Großteil der Anteile an den DAX-Unternehmen in institutionellem Besitz befindet,⁷ deckt sich dieses Ergebnis mit den weiterhin zu beobachtenden geringen Hauptversammlungspräsenzen deutscher börsennotierter Unternehmen und wirft daher vielfältige Fragen hinsichtlich der verschiedenen Gesetzesinitiativen zur Kompetenzsteigerung der Hauptversammlung und zur Stärkung der Aktionärsrechte auf.

Wie auch bei den vorangegangenen Befragungen erklären sich – bei einer leichten Zunahme gegenüber 2013 – rund 66 % der Privatinvestoren bereit, stimmrechtlose Aktien zu erwerben. Der im Vergleich zur Vorzugsaktie geforderte Aufschlag auf den Kurs einer Stammaktie, der den Wert des Aktionärsstimmrechts widerspiegelt, liegt hierbei mit 17 % nahezu auf dem Niveau der letzten Anlegerbefragung (18 %).

⁷ Vgl. hierzu EY (2018), S. 9.

Hinsichtlich des Einflusses eines Mehrheitsaktionärs auf den Wert des Stimmrechts sowie den Wert der Aktie insgesamt decken sich die vorliegenden Ergebnisse mit denjenigen der 2013er Befragung: Einerseits geben 87 % der Befragten an, dass sich die Existenz eines Mehrheitsaktionärs deutlich negativ auf den Wert des Stimmrechts auswirkt. Andererseits glauben nur 49 % der Privatanleger, dass auch der Wert der Aktie unter einem Mehrheitsaktionär leidet. Nach wie vor erwähnenswert ist, dass viele Privatanleger ihr Stimmrecht nicht nutzen, obwohl sie befürchten, dass sich insbesondere Mehrheitsaktionäre und Banken auf ihre Kosten bereichern könnten. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass der Anteil derjenigen, die solche Befürchtungen gegenüber Banken hegen, im Vergleich zur 2013er Befragung um sechs Prozentpunkte auf 49 % gesunken ist, während er bezogen auf Mehrheitsaktionäre leicht auf 54 % gestiegen ist. Hierdurch schätzen Privatinvestoren die Gefahr, von Mehrheitsaktionären „ausgebeutet“ zu werden, erstmalig als am größten ein.

Befragung institutioneller Anleger

Bedeutung verschiedener Informationsquellen

Parallel zur Privatanlegerbefragung wurden erneut auch institutionelle Investoren befragt, um Unterschiede im Informations- und Entscheidungsverhalten zwischen beiden Anlegergruppen untersuchen zu können. Die entsprechenden Ergebnisse bestätigen überwiegend die bereits 2004, 2008 und 2013 festgestellten Unterschiede:

So sind aus Sicht der Institutionellen nach wie vor die Managementqualität sowie die Ertragslage die bedeutendsten Orientierungsgrößen für Anlageentscheidungen, dicht gefolgt von der allgemeinen strategischen Ausrichtung des jeweiligen Unternehmens. Besonders auffällig ist im Vergleich zur 2013er Studie der Bedeutungszuwachs der Corporate Governance sowie der Branchenzugehörigkeit von Unternehmen. Der stärkste Bedeutungsanstieg zeigt sich jedoch beim Corporate Social Responsibility (CSR)-Commitment von Unternehmen (+28 Prozentpunkte), dem seitens der Institutionellen bei den letzten beiden Befragungswellen noch die insgesamt geringste Relevanz beigemessen wurde (2013: 9%; 2018: 37 %). Insoweit korrespondiert die zu beobachtende Bedeutungszunahme des Nachhaltigkeits-Commitments auch mit den aktuellen Zielsetzungen des im März 2018 von der EU beschlossenen Aktionsplans zur nachhaltigen Finanzierung (Sustainable Finance).⁸ Denn der hierin enthaltene EU-Maßnahmenkatalog soll insbesondere Unternehmen, Kapitalanleger und Finanzdienstleister dazu veranlassen, Nachhaltigkeitsaspekte fest in ihre Unternehmensführung, in ihr Risikomanagement sowie in ihre Entscheidungsprozesse zu integrieren.

Hinsichtlich der Relevanz verschiedener Informationskanäle spielt für institutionelle Anleger – wie auch in der 2013er Befragung – der direkte Informationsaustausch mit dem Management die größte Rolle. So geben insgesamt 83 % der befragten Institutionellen an, dem direkten Managementkontakt eine (sehr) hohe Bedeutung beizumessen. Der direkte Investor Relations-Kontakt rangiert auf dem zweiten Platz, gefolgt von typischen Maßnahmen der Kapitalmarktkommunikation, wie z.B. Investorenmeetings und Analystenkonferenzen. Auffallend sind gegenüber der Vorgängerstudie die Bedeutungsabnahmen des Geschäftsberichts (65 %) sowie der Zwischenberichterstattung (67 %), wodurch sich beide nicht mehr unter den Top 3-Informationsquellen befinden. Diese Entwicklung zeigt sich jedoch nicht bei den angloamerikanischen Institutionellen. Verglichen mit dem

⁸ Vgl. hierzu https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_de.

Durchschnitt messen diese dem Geschäftsbericht sowie der unterjährigen Regelberichterstattung eine deutlich höhere Bedeutung bei (77 % bzw. 76 %).

Nutzungsintensität der Bestandteile des Geschäftsberichts

Auch hinsichtlich der Nutzungsintensität der einzelnen Teile des Geschäftsberichts zeigt sich ein ähnliches Bild wie in der Vorgängerstudie. So wird die Kapitalflussrechnung weiterhin am intensivsten gelesen (94%), dicht gefolgt von der Gewinn- und Verlustrechnung sowie dem Segmentbericht. Die mit einem Anteil von 19% nach wie vor geringe Nutzungsintensität des Bestätigungsvermerks des Abschlussprüfers deutet darauf hin, dass der Informationsmehrwert der neu eingeführten Berichterstattung des Abschlussprüfers über besonders wichtige Prüfungssachverhalte (KAM-Berichterstattung) selbst durch die institutionellen Investoren bislang kaum beachtet wird.

Bedeutung der Änderungen von betrieblichem Cashflow, Gewinn und Dividenden

Wie auch die Privatanleger sollten die institutionellen Investoren angeben, welche Bedeutung sie der Veränderung von Gewinn, Dividende und operativem Cashflow um +/-10% bezüglich ihrer Anlageentscheidungen beimessen. Verglichen mit der Untersuchung aus 2013 haben die Veränderungen aller drei Orientierungsgrößen an Relevanz hinzugewonnen. Cashflowänderungen haben nach wie vor die höchste Bedeutung für die Anlageentscheidung, wobei die Beurteilung unabhängig von der Richtung der Veränderung (positiv oder negativ) ist.

Weiterhin sollten die Institutionellen angeben, wie sie einen Anstieg der Volatilität des Aktienkurses, des Periodenergebnisses sowie des operativen Cashflow vor dem Hintergrund ihrer Anlageentscheidung einschätzen. Die Ergebnisse verdeutlichen, dass erhöhte Volatilitäten, insbesondere des Ergebnisses sowie des Cashflow, äußerst negativ beurteilt werden.

Dividendenpräferenzen

Analog zu den Privatanlegern wurden die institutionellen Investoren hinsichtlich ihrer präferierten Frequenz von Dividenden (quartalsweise versus jährlich) befragt. Knapp die Hälfte der Befragungsteilnehmer gibt an, diesbezüglich indifferent zu sein.

Weiterhin hat sich der Fokus der institutionellen Anleger hinsichtlich eines aus ihrer Sicht idealen Verhältnisses zwischen Dividenden und Kurssteigerungen nach 2008 deutlich zugunsten von Dividenden verschoben. Hiervon ausgehend präferiert inzwischen die deutliche Mehrheit der Institutionellen ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Dividenden und Kurssteigerungen. Dieses Ergebnis ist kompatibel mit dem Antwortverhalten zur Frage nach der bevorzugten Kombination aus Dividenden und Aktienrückkäufen: Auch hier favorisiert rund die Hälfte der Institutionellen ein ausgeglichenes Verhältnis zwischen beiden Ausschüttungsformen. Nach wie vor haben steuerliche Überlegungen bei einem Großteil der Institutionellen keinen Einfluss auf deren Dividendenpräferenz.

Aktionärsstimmrecht

Mit Blick auf das Aktionärsstimmrecht wurden die institutionellen Anleger gefragt, ob sie die ihnen zustehenden Stimmrechte unabhängig von den Empfehlungen bzw. dem Verhalten von Proxy-Voting-Dienstleistern ausüben. Im Unterschied zur 2013er Befragung geben hierzu zumindest 8% der Antwortenden an, Empfehlungen von Proxy-Beratungs-

dienstleistern streng zu beobachten. Von den verbleibenden 92 % werden die Empfehlungen fast gleichmäßig – und ebenfalls abweichend von der Vorgängerstudie – entweder zumindest zur Kenntnis genommen oder bleiben vollkommen unberücksichtigt. Weiterhin zeigt sich, dass etwas weniger als die Hälfte der Institutionellen bereit wäre, in stimmrechtslose Aktien zu investieren, wobei der Anteil gegenüber 2013 leicht rückläufig ist.

Der Einfluss von Mehrheitsaktionären wird sowohl hinsichtlich des Wertes des Stimmrechts als auch hinsichtlich des Wertes der Aktie gegenüber der Befragung aus 2013 deutlich kritischer gesehen. Dies gilt in besonderem Maße für die angloamerikanischen Investoren. Diese Ergebnisse verdeutlichen, dass die Skepsis gegenüber Mehrheitsaktionären im Zeitvergleich sowohl in Bezug auf den Aktienwert als auch hinsichtlich des Stimmrechts deutlich zugenommen hat.

Bedeutung von Privatanlegern für die Kapitalmärkte

Weiterhin sollten die institutionellen Investoren sowohl die Bedeutung von Privatinvestoren als auch die Relevanz von elektronischen Handelsplattformen bzw. sog. Dark Pools⁹ für die Informationseffizienz sowie das Handelsvolumen von Eigenkapitalmärkten einschätzen. Im Unterschied zur vorangegangenen Untersuchung gehen die Institutionellen in der aktuellen Studie mehrheitlich davon aus, dass Privatanleger keine Relevanz hinsichtlich der Informationseffizienz von Kapitalmärkten haben (2013: 34%; 2018: 69 %). Demgegenüber wird der Existenz von Privataktionären zumindest ein leicht positiver Einfluss auf das Handelsvolumen zugesprochen. Hinsichtlich der korrespondierenden Beurteilung von elektronischen Handelsplattformen bzw. Dark Pools zeigen die entsprechenden Ergebnisse ein sehr gemischtes Bild: Während 29 % der antwortenden Institutionellen von keiner Bedeutung für die Informationseffizienz auf Eigenkapitalmärkten ausgehen, erwartet ein genauso großer Anteil einen starken Einfluss (stark positiv: 3 %; stark negativ: 26 %). Mit Blick auf das Handelsvolumen ergibt sich demgegenüber eine weitgehend ausgeglichene Verteilung (positiver Einfluss: 44 %; negativer Einfluss: 50 %). Nur ca. 6 % erwarten insoweit, dass elektronische Handelsplattformen keinen nennenswerten Einfluss auf das Handelsvolumen haben.

Einschätzung der Auswirkungen von MiFID II

Abschließend sollten die institutionellen Anleger die Bedeutung der neuen Regulierungen durch MiFID II in Bezug auf ihre Beziehung zu Unternehmen einschätzen. Dabei wurden sie hinsichtlich der Auswirkungen auf Roadshow Meetings, Broker Coverage sowie die direkte Interaktion mit Unternehmen befragt. Die Ergebnisse zeigen, dass die Befragungsteilnehmer positive Auswirkungen durch MiFID II nur in Bezug auf die direkte Interaktion mit Unternehmen erwarten. Im Unterschied dazu prognostiziert die Mehrheit der institutionellen Investoren negative Auswirkungen auf Roadshow Meetings und Broker Coverage.

Vergleich zwischen Privatanlegern und institutionellen Investoren

Hinsichtlich der Unterschiede zwischen Privatanlegern und institutionellen Investoren wird deutlich, dass die Ergebnisse der Vorgängerstudien weitgehend durch die aktuelle Studie validiert werden. Im Einzelnen lassen sich ausgehend von den vorausgehend dargestellten Ergebnissen folgende Erkenntnisse ableiten:

⁹ Als *Dark Pools* werden Handelsplattformen für den anonymen Handel mit Finanzinstrumenten bezeichnet, d.h. Marktteilnehmer haben keine Transparenz über die Kauf- oder Verkauforders anderer Marktteilnehmer.

Informationsnutzung

Zwar haben der Geschäftsbericht sowie Quartalsfinanzberichte und -mitteilungen sowohl bei den Privataktionären als auch den institutionellen Investoren im Vergleich zur 2013er Studie gleichermaßen an Bedeutung verloren. Unabhängig hiervon sind diese Informationsquellen allerdings für institutionelle Investoren nach wie vor deutlich wichtiger als für die Privatanleger. Hierbei messen die Institutionellen insbesondere der Kapitalflussrechnung, dem Segmentbericht und dem Anhang eine nach wie vor wesentlich höhere Bedeutung bei. Die geringe Relevanz der Segmentberichterstattung aufseiten der Privatanleger zeigt sich unter anderem darin, dass diese selbst den Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers intensiver nutzen als den Segmentbericht, wobei die Nutzungsintensität des Erstgenannten nahezu derjenigen der institutionellen Investoren entspricht. Ein weiterer wesentlicher Unterschied besteht hinsichtlich der Bedeutung des „Sonstigen Ergebnisses“ (OCI), das Privatanleger im Rahmen ihrer Anlageentscheidungen nahezu unberücksichtigt lassen. Bei den Institutionellen rangiert diese nur schwierig zu interpretierende Ergebnisgröße demgegenüber direkt hinter dem Anhang und wird immerhin von 42 % dieser Investoren (sehr) intensiv genutzt.

Die im Vergleich zu den institutionellen Investoren geringere Nutzungsintensität des Jahresabschlusses durch Privatinvestoren wird – wie in den Vorgängerstudien – durch eine überwiegende Informationsbeschaffung über die Presse als wichtigste Informationsquelle substituiert. Die vergleichsweise geringe Nutzungsintensität des Geschäftsberichts verdeutlicht hierbei einmal mehr, dass sich viele (vorliegend mehr als die Hälfte der) Privatanleger weiterhin nicht als Adressatengruppe des IFRS-Konzernabschlusses sehen. Interessanterweise findet dieser aber gerade durch die Privatanlegergruppe der EINSTEIGER – mit deutlichem Abstand zum Gesamtdurchschnitt und auch zu den besonders erfahrenen PROFIS – „wesentlich“ stärkere Beachtung. Dies gilt allerdings nicht gleichermaßen für Zwischenberichte und -mitteilungen, obwohl inzwischen zumindest die sog. Quartalsmitteilung in vielen Fällen deutlich qualitativer und insoweit einsteigerfreundlicher ausfällt als die bis Ende November 2015 noch verpflichtend durch Unternehmen des Prime Standard zu erstellenden, standardisierten und i.d.R. deutlich umfangreicheren Quartalsfinanzberichte. Das Berichtsformat der Quartalsmitteilung scheint insoweit noch nicht bei den Privatanlegern „angekommen“ zu sein. Gleichermäßen wird abzuwarten sein, wie sich die Relevanz des Bestätigungsvermerks aus Investorensicht künftig entwickeln wird, wenn die erweiterte Berichterstattung des Abschlussprüfers über besonders wichtige Prüfungssachverhalte (KAM) potenziell stärker in das Bewusstsein der Öffentlichkeit dringt.

Inwieweit die Ergebnisse zur Bedeutung von Unternehmensberichten und zur Nutzungsintensität der einzelnen Geschäftsberichtsbestandteile auf ein geringeres Verständnis der Privatanleger für die präsentierten Informationen und / oder auf eine nicht hinreichende Kosten-Nutzen-Relation bezüglich der Informationsauswertung zurückzuführen sind, kann hier nicht geklärt werden. Es ist aber offensichtlich, dass institutionelle Investoren über ein deutlich umfangreicheres ökonomisches Vor- sowie Spezialwissen und ein damit einhergehendes besseres Verständnis hinsichtlich der Erstellung und Interpretation von Jahresabschlüssen verfügen, so dass sich der IFRS-Abschluss vorrangig an diese Adressatengruppe richtet. Viele Privatanleger vertrauen vor diesem Hintergrund auf eine adäquate, adressatengruppengerechte Aufbereitung der Unternehmensinformationen, die es ihnen insbesondere auch unter Kosten-Nutzen-Erwägungen ermöglicht, zu einer vermeintlich fundierten Investitionsentscheidung zu gelangen. Diesem Zweck scheint nach wie vor die Presse als primäre Informationsquelle der Pri-

vatanleger nachzukommen. Inwieweit die entsprechende Sekundärberichterstattung allerdings als hierfür geeignete Informationsquelle anzusehen ist, kann hier nicht beurteilt werden.

Nach wie vor gewichten die Privatanleger gute Nachrichten – gemessen über positive Veränderungen verschiedener Erfolgsgrößen – regelmäßig stärker als schlechte. Demgegenüber sind schlechte Nachrichten hinsichtlich der Gewinn- und Dividendenentwicklung für die Anlageentscheidung institutioneller Anleger von höherer Bedeutung als positive Entwicklungen. Ein weiterer wesentlicher Unterschied zwischen den beiden Investorengruppen besteht darüber hinaus in der Relevanz der Cashflowentwicklung: Während diese für die institutionellen Anleger nach wie vor am relevantesten ist, messen die Privatanleger Cashflowänderungen eine geringere Bedeutung bei als der Gewinn- sowie Dividendenentwicklung. Die Sicht der Institutionellen könnte hierbei einerseits auf die grundsätzlich bessere Nachvollziehbarkeit bzw. Interpretierbarkeit der Cashflowentwicklung zurückzuführen sein. So kann das Periodenergebnis stärker durch eine bilanzpolitisch motivierte, aus externer Perspektive in der Regel nicht (hinreichend) nachvollziehbare Ermessensausübung (z.B. in Form von Schätzungen) gestaltet werden. Auch die Dividendenpolitik wird wesentlich durch das Ermessen des Managements geprägt und sagt im Zweifelsfall nichts über die konkrete Unternehmensperformance und die künftige Unternehmensentwicklung aus. Andererseits bildet der sog. frei verfügbare Cashflow (Free Cashflow) letztlich die Basis, um hieraus Ausschüttungen an die Anteilseigner zu leisten. Insoweit bietet insbesondere die Cashflowentwicklung die Grundlage zur Beurteilung der künftigen, einem Unternehmen entziehbaren Zahlungsmittelrückflüsse. Dieser Fokus auf den einem Unternehmen entziehbaren freien Cashflow spiegelt sich hierbei auch in dem im angloamerikanischen Raum weit verbreiteten Ansatz zur Unternehmensbewertung in Form des sog. Discounted Cashflow (DCF)-Verfahrens wider. Hier ergibt sich der fundamentale Unternehmenswert als Summe der mit dem unternehmensspezifischen Kapitalkostensatz auf den Bewertungsstichtag abgezinsten künftigen Free Cashflows. Vor diesem Hintergrund verwundert es ebenfalls wenig, dass ganz besonders die angloamerikanischen institutionellen Investoren einen noch stärkeren Fokus auf die Cashflowentwicklung legen als die Nicht-Angloamerikaner.

Dividendenpräferenzen

Sowohl Privatanleger als auch die institutionellen Investoren präferieren mehrheitlich ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Dividendenzahlungen und Aktienkurssteigerungen, wobei diese Präferenz seitens der Institutionellen gegenüber 2013 merklich um 10 Prozentpunkte auf über 50 % zugenommen hat. Darüber hinaus ist der Anteil der institutionellen Investoren, die der Ausschüttungspolitik indifferent gegenüberstehen, zwar um acht Prozentpunkte auf 13 % gegenüber 2013 gesunken; er fällt im Vergleich zu den Privatanlegern aber immer noch um 10 Prozentpunkte höher aus. Eine nochmals gestiegene Dividendenpräferenz kann gegenüber der 2013er Studie vorliegend nicht nachgewiesen werden.

Unterschiede zwischen Privatanlegern und institutionellen Investoren ergeben sich bezogen auf die Ausschüttungspolitik in Bezug auf das präferierte Verhältnis zwischen Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufen. Hier bevorzugt knapp die Hälfte der Institutionellen ein ausgeglichenes Verhältnis, während sich die Privatanleger mehrheitlich (56 %) Dividendenzahlungen wünschen. Es ist nicht auszuschließen, dass Privatanleger Aktienrückkäufe unter ökonomischen Gesichtspunkten anders als institutionelle Investoren ein-

schätzen und diesen daher eher ablehnend gegenüberstehen. Dies gilt insbesondere, wenn sich Privatanleger einen möglichst konstanten Zahlungsstrom aus Dividenden wünschen, während sie Aktienrückkaufprogramme mit einem Verkauf ihrer Unternehmensanteile gleichsetzen, den sie im Rahmen einer langfristigen Vermögensbildungsstrategie allerdings gerade nicht präferieren.

Aktionärsstimmrecht und Einfluss von Mehrheitsaktionären

Institutionelle Investoren stehen dem Erwerb stimmrechtsloser Aktien weniger offen gegenüber als Privatanleger, wobei dieses Ergebnis vorrangig auf die angloamerikanischen institutionellen Investoren zurückzuführen ist, von denen rund 70 % einen solchen Erwerb strikt ablehnen.

Hinsichtlich der Einschätzung zum Einfluss eines Mehrheitsaktionärs auf den Wert des Stimmrechts sowie den Wert der Aktie ergibt sich ebenfalls ein leicht gespaltenes Bild zwischen privaten und institutionellen Anlegern: Während 98 % der Institutionellen von einem negativen Effekt auf den Stimmrechtswert ausgehen, liegt der entsprechende Anteil bei den Privatanlegern bei 87 %. Ein stärkerer Unterschied zeigt sich hinsichtlich des Werts der Aktie. Hier steht einem Anteil von 67 % aufseiten der Institutionellen rund die Hälfte der Privatanleger gegenüber, die den Einfluss eines Investors, der mehr als 50 % der Stimmrechte an einem Unternehmen hält, negativ beurteilen. Entsprechend impliziert diese Sichtweise der Befragungsteilnehmer, dass Mehrheitsaktionäre Unternehmen zu deren Nachteil und damit zu Lasten des Unternehmenswerts beeinflussen.

1.4 SCHLUSSFOLGERUNGEN FÜR UNTERNEHMENSPRAXIS, GESETZGEBER UND WISSENSCHAFT

Aus den Ergebnissen der aktuellen Untersuchung – und in Verbindung mit den Erkenntnissen aus den drei Vorgängerstudien – zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Stimmrechtseinschätzung deutscher Privatanleger und institutioneller Investoren lassen sich mehrere Handlungsempfehlungen ableiten.

Empfehlungen für die Unternehmenspraxis

- Auch wenn die Relevanz der Presse im Vergleich zu den drei Vorgängerstudien deutlich gesunken ist, bleibt diese nach wie vor die zentrale Informationsquelle für Anlageentscheidungen von Privataktionären. Entsprechend wichtig sind eine gute Pressearbeit bzw. Kommunikation von Unternehmen. Denn nur wenn die zentralen entscheidungsrelevanten Informationen unternehmensseitig gut verständlich und inhaltlich zutreffend an die Presse kommuniziert werden, kann diese die Informationen adäquat und verständlich aufbereiten, verdichten und korrekt wiedergeben.
- Der Tatbestand, dass die Presse im Vergleich zu anderen Informationsquellen und insbesondere zum Geschäftsbericht eine erheblich höhere Bedeutung aus Privatanlegersicht einnimmt, scheint vornehmlich auf die deutlich höhere Verständlichkeit der durch die Presse gefilterten Informationen zurückzuführen sein. Denn wie sollte der Geschäftsbericht für Anleger relevant sein, wenn diese den Inhalt – sei es aufgrund der Fülle, Komplexität oder auch Aufbereitung bzw. Lesbarkeit der Informationen – nicht nachvollziehen können? Es ist wohl unstrittig, dass speziell die Komplexi-

tät des Geschäftsberichts maßgeblich durch die – das komplexe Wirtschaftsgeschehen abbildenden – Rechnungslegungs- bzw. Bilanzierungsregeln determiniert wird. Dies schlägt sich in besonderem Ausmaß im Anhang des Konzernabschlusses nieder, dessen Nutzung durch Privatanleger auf ihren – gemessen an den Ergebnissen der vier Befragungswellen – historischen Tiefstand gefallen ist. Dies mag angesichts des erheblichen Umfangs, der aufgrund der „technischen“ Bilanzsprache geringen Verständlichkeit sowie der besonderen inhaltlichen Komplexität dieses Berichtsbestandteils zwar wenig verwundern. Allerdings ist gleichermaßen zu beachten, dass ohne diesen eine zutreffende Interpretation der zentralen Rechenwerke, die teilweise auch durch die Privatanleger beachtet werden, nur schwer möglich ist. Insoweit lassen sich hieraus drei Empfehlungen ableiten:

- Erstens sollten Unternehmen darüber nachdenken, wie sie die Lesbarkeit des Geschäfts- und Finanzberichts möglichst ohne Informationsverlust erhöhen können. Hierzu gehören – soweit möglich – neben einer besser verständlichen „Bilanzsprache“ auch die Kürzung des Geschäfts- und Finanzberichts um redundante sowie irrelevante Informationen und Berichtsinhalte. Die Siemens AG ist hier als Vorreiter zu nennen, die ihren Geschäftsbericht hinterfragt hat und diesen für das Geschäftsjahr 2015 gegenüber dem Vorjahr um knapp 60% auf 149 Seiten kürzte. Weitere Unternehmen sind solchen Kürzungsbestrebungen gefolgt, wobei diese Maßnahme insbesondere als Gegenmaßnahme zu einer Informationsüberfrachtung („Disclosure Overload“-Problem) der Abschlussadressaten zu interpretieren sein dürfte. Unternehmen sollten in jedem Fall zusätzlich auch die Brille derjenigen Anleger aufsetzen, die den Finanzbericht aufgrund ihres ökonomischen und ggf. bilanzierungstechnischen Grundverständnisses grundsätzlich nutzen würden, hiervon bislang aber aufgrund der – nicht nur rein umfangsbedingten – Defizite absehen. Es wäre hiervon ausgehend zu empfehlen, die erforderlichen Anpassungen unter explizitem Einbezug der Wünsche und Vorstellungen der spezifischen Rechnungslegungsadressaten vorzunehmen, um vermeintlich relevante und irrelevante Informationen identifizieren und voneinander abgrenzen zu können.
- Zweitens wäre eine „segmentierte“, d.h. auf die spezifischen Anforderungen unterschiedlicher Aktionärsgruppen zugeschnittene, Berichterstattung zu erwägen.¹⁰ Neben dem Finanzbericht wäre ein individuell auf die Bedürfnisse von Privatanlegern – insbesondere solche mit fehlender bzw. geringerer ökonomischer Bildung – zugeschnittenes Berichtsformat sinnvoll, das einfacher und deutlich weniger umfangreich als der regulierte Geschäftsbericht über die zentralen Unternehmensentwicklungen und -zahlen informiert. Empfohlen wird hierbei ein eigenständiges Berichtsformat, damit diese Berichtsform nicht als zusätzlicher Bestandteil des Geschäftsberichts untergeht.
- Drittens sollten auch die zunehmend besseren „technischen“ Möglichkeiten der digitalen Informationsdarstellung, -aufbereitung und -auswertung von Unternehmensseite ausgeschöpft werden. Hier könnte beispielsweise an ein „Google-Earth“ für Finanzinformationen zu denken sein, das es jedem Nutzer ermöglicht, diese nach eigenen Vorstellungen und individuellem Detaillierungsgrad elektronisch abzurufen, zu exportieren und hiervon ausgehend auszuwerten.¹¹ So wäre es einem Finanzinformationsnutzer in einem solchen Berichtssystem beispielsweise möglich, ausgehend von der übergeordneten GuV-Position „Umsatzerlöse“ über die Umsätze der einzelnen Unternehmenssegmente, Geschäftsbereiche, Produktarten, Produktgruppen bis in die

¹⁰ Vgl. dazu bereits Pellens (2007). So auch jüngst Fülbiel/Rupertus (2018), S. 90.

¹¹ Vgl. so bereits Pellens (2007). So auch Fülbiel/Rupertus (2018), S. 90.

finale Produktebene hinein zu „zoomen“. Gleichmaßen würde es ein solches elektronisches Berichtssystem im Sinne einer integrierten Berichterstattung ermöglichen, finanzielle mit nichtfinanziellen Informationen sowie mit korrespondierenden Anhanginformationen zu verknüpfen,¹² wohlgedacht: entsprechend dem individuellen Informationsbedürfnis des jeweiligen Adressaten. Auch wenn der Weg dorthin aus vielfältigen Gründen derzeit noch visionär anmuten mag, sollten Unternehmen auf Basis eines solchen Konzeptes dennoch überlegen, wie die ersten Schritte in die Richtung des Ziels einer solchen adressatenspezifischen (integrierten) Berichterstattung aussehen könnten. Insbesondere wäre hierbei festzulegen, welche Daten überhaupt – v.a. auch im Unternehmensinteresse – in den einem solchen Berichtsinstrument zugrunde liegenden Datenpool einzupflegen wären. Der Mindestumfang würde hierbei zwangsläufig durch den regulatorischen Rahmen definiert, der gleichermaßen – wie z.B. dem Gedanken der IFRS-Taxonomie folgend – dazu beitragen sollte, dass Daten über Unternehmen hinweg möglichst vergleichbar sind.

- Ein diesbezüglicher Schritt wurde mit der Verpflichtung für börsennotierte Unternehmen, ihre Jahresfinanzberichte ab 2020 in einem EU-einheitlichen digitalen Berichtsformat (European Single Electronic Format, ESEF) zu veröffentlichen, bereits getan.¹³ Damit wird nunmehr, neben der bereits 2005 über die IFRS-Einführung vollzogenen Vereinheitlichung von Finanzberichtsgehalten, auch das Format der Unternehmenspublizität standardisiert. So haben die von der Regulierung betroffenen Unternehmen – unter Anwendung des im Dezember 2018 von der EU-Kommission freigegebenen, auf dem XHTML-Datenformat basierenden, technischen Regulierungsstandards – erstmals ein einheitliches Format für die digitalisierte Veröffentlichung von Jahres- und Konzernabschlüssen zu berücksichtigen.¹⁴ Aufgrund der hiermit einhergehenden Verpflichtung, die in IFRS-Konzernabschlüssen veröffentlichten Abschlussinformationen auf Grundlage eines standardisierten iXBRL-Formats zu *etikettieren* („tagging“), soll es den Berichtsadressaten künftig ermöglicht werden, Finanzdaten in standardisierter Form maschinell auszulesen.¹⁵ Hierdurch sollen Finanzinformationen schneller und einfacher verfügbar gemacht und ausgewertet werden können, um so letztlich die Kapitalmarkteffizienz zu erhöhen.¹⁶ Betroffene Unternehmen müssen sich zwangsläufig mit diesen neuen Anforderungen auseinandersetzen.
- Die Studienergebnisse zeigen, dass digitale Informationen über portable Endgeräte in audiovisueller Form insbesondere durch die Gruppe der EINSTEIGER¹⁷ (i.d.R. jüngere Privatanleger mit vergleichsweise wenig (1) Anlageerfahrung, (2) (ökonomischer) Bildung und (3) Aktientiteln im Depot) abgerufen werden. Unternehmen sollten die Informationsgewohnheiten dieser Anlegergruppe zukünftig antizipieren, um ihre Kommunikation(spolitik) frühzeitig auf die medialen Anforderungen der „neuen“ Generation von Privatanlegern ausrichten zu können. Die vorliegenden Studienergebnisse können diesbezüglich nur erste Anhaltspunkte bieten, sollen Unternehmen aber dazu anhalten, den Trend in Richtung einer zunehmend digitalen und hierbei innovativen Informationsbereitstellung nicht zu verschlafen.

¹² Erste diesbezügliche Ansätze finden sich bereits seit 2012 bei der SAP SE, die seitdem einen integrierten Bericht veröffentlicht, in dem für das Gesamtgeschäftsjahr die soziale, ökologische und wirtschaftliche Performance inhaltlich miteinander verknüpft dargestellt werden. Vgl. hierzu <http://www.sapintegratedreport.com/>.

¹³ Vgl. <http://www.esef.eu/>.

¹⁴ Vgl. hierzu ausführlich *Jödike/Jödike* (2018), S. 713-720.

¹⁵ Auch diesbezüglich kann die SAP SE aufgeführt werden, die für das Geschäftsjahr 2017 bereits einen XBRL-Bericht zum Download zur Verfügung stellt (<https://www.sap.com/corporate/de/investors/reports.html?tag=investor-relations:financial-reports:xbml-report>).

¹⁶ Vgl. <http://www.esef.eu/>.

¹⁷ Vgl. zu den Details der Abgrenzung dieser Privatanleger-Untergruppe Tab. 8.4.1. auf S. 117.

- Das Informationsverhalten der institutionellen Anleger steht erwartungsgemäß nach wie vor im Kontrast zu demjenigen der Privatanleger. Der direkte Kontakt zum Unternehmen (d.h. zum Management, zu den Investor Relations sowie die Nutzung typischer Maßnahmen der Kapitalmarktkommunikation) hat für die Institutionellen die größte Bedeutung. Unternehmen haben daher angesichts der Neuregulierungen durch MiFID II sicherzustellen, dass sie den Kontakt zu institutionellen Investoren infolge der erwarteten Reduzierung von nunmehr für Investoren kostenpflichtigen Research-Dienstleistungen (Analysen, Corporate Access, Organisation von Roadshows) selbst initiieren und aufrechterhalten, um am Finanzmarkt im Wettbewerb um knappes Kapital konkurrenzfähig zu bleiben.

- Trotz der Tatsache, dass der direkte Kontakt zum Management und zum Unternehmen als wichtigste Informationskanäle der institutionellen Investoren fungieren, berücksichtigt der überwiegende Teil dieser Investorengruppe auch Zwischenberichte (Quartals- und Halbjahresfinanzberichte), den Geschäftsbericht sowie die darin enthaltenen Rechenwerke intensiv bei der Anlageentscheidung. Hierbei werden neben den Kernrechenwerken des Abschlusses auch die dazugehörigen Anhangangaben von zwei Dritteln der Befragungsteilnehmer intensiv genutzt, während der eher als Überblick formulierte Brief des Vorstandsvorsitzenden, der Bericht des Aufsichtsrates, der Corporate Governance-Bericht, der nichtfinanzielle Bericht und – nach wie vor – auch der Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers von jeweils weniger als einem Fünftel der Antwortenden genutzt werden. Einerseits könnten Unternehmen gerade vor diesem Hintergrund an diesen Berichtsbestandteilen ansetzen und sich hinterfragen, inwieweit hierin über das gesetzlich notwendige Maß hinaus Informationen bereitgestellt werden sollen. Andererseits behält der Geschäftsbericht aus dem Blickwinkel der institutionellen Anleger den Charakter einer stark aggregierten Jahreschronik für das abgelaufene Geschäftsjahr. Unternehmen könnten vor diesem Hintergrund die bereits jetzt bestehenden Möglichkeiten der digitalen Informationsdarstellung, -aufbereitung und -auswertung stärker ausschöpfen, um Investoren Informationen so leicht wie möglich und insbesondere auch standardisiert zur Verfügung zu stellen. Dies würde es speziell institutionellen Investoren ermöglichen, Informationen schneller (elektronisch) zu verarbeiten und in ihre Bewertungsmodelle zu integrieren. Den regulatorischen Rahmen hierfür bildet auf EU-Ebene die – vorausgehend bereits dargestellte – Verpflichtung börsennotierter Unternehmen, IFRS-Finanzinformationen künftig in einem einheitlichen, standardisierten, elektronisch und maschinell auslesbaren Berichtsformat (ESEF) bereitzustellen. Inwieweit das erhoffte Ziel, Finanzinformationen schneller sowie einfacher verfügbar und damit besser auswertbar zu machen, durch die diesbezüglichen Vorgaben tatsächlich erreicht wird und die digitalen Berichte auch tatsächlich – wie vom Gesetzgeber intendiert – genutzt werden, bleibt abzuwarten. Hier wird es insbesondere darauf ankommen, ob sich das neue Format in technischer Hinsicht bewährt und ob Investoren einen Vorteil in dieser Art der digitalisierten und (stark) standardisierten Berichterstattung sehen. Entscheidungserheblich könnte hierbei sein, inwieweit es das standardisierte Format den Unternehmen ermöglicht, dennoch angemessen über unternehmensspezifische Sachverhalte zu informieren.

- In Übereinstimmung mit dem gesellschaftlichen Wertewandel der letzten Jahre zeigt sich (zumindest) auf Ebene der institutionellen Anleger, dass sie Nachhaltigkeitsaspekte – hier mit Bezug zum CSR-Commitment von Unternehmen – zunehmend bei ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen.¹⁸ Zwar wurde mit der Pflicht von großen Unternehmen zur Abgabe einer nichtfinanziellen Erklärung erst kürzlich eine neue CSR-Berichtspflicht in der deutschen Unternehmensberichterstattung implementiert. Allerdings greift der aktuelle EU-Maßnahmenkatalog zur Sustainable Finance noch „deutlich“ weiter: Die geplanten Maßnahmen sollen auf Grundlage eines transparenzbasierten Marktmechanismus sicherstellen, dass wenig ökologisch und sozial wirtschaftenden Unternehmen Kapitalmarktsanktionen in Form z.B. eines schlechteren Kapitalmarktzugangs oder höherer Kapitalkosten drohen.¹⁹ Die Maßnahmen zielen damit auf eine verhaltenssteuernde Wirkung von Transparenz über die CSR-Aktivitäten von Unternehmen. Unterschiede zwischen Unternehmen hinsichtlich der Transparentmachung der Nachhaltigkeitsbestrebungen und -aktivitäten könnten von den Marktteilnehmern hierbei als Signal für mehr oder weniger nachhaltiges Wirtschaften wahrgenommen werden. Insoweit sollten Unternehmen sicherstellen, die Marktteilnehmer mit hinreichenden, zutreffenden und insbesondere auch als verlässlich bzw. glaubwürdig wahrgenommenen Nachhaltigkeitsinformationen zu versorgen, um hierdurch künftig keine Nachteile an den Finanzmärkten zu erleiden.
- Sowohl private als auch institutionelle Anleger präferieren mehrheitlich ein grundsätzlich ausgewogenes Verhältnis zwischen Dividenden und Kurssteigerungen. Gleichwohl sind die diesbezüglichen Meinungen verschiedener Investorengruppen nicht deckungsgleich. Um daher die Dividendenpolitik von Unternehmen bzw. deren mögliche Zielsetzung zutreffend einschätzen zu können, wäre es hilfreich, wenn Unternehmen selbst freiwillig dazu Stellung beziehen würden, ob und welches konkrete Ziel sie mit ihrer Dividendenpolitik verfolgen und auf welcher Grundlage sie etwaige Zielausschüttungsquoten festlegen. Auf diese Weise ließe sich z.B. klarstellen, wenn Unternehmen Dividenden tatsächlich gezielt als Signaling-Instrument einsetzen, um hierüber bis dato nur intern verfügbare Informationen an den Markt zu kommunizieren. Gleichmaßen sollte bei der Planung von potenziellen Aktienrückkaufprogrammen unternehmensseitig kommuniziert werden, aus welchem Grund ein solches gegenüber klassischen Dividendenzahlungen bevorzugt wird. Schließlich könnten Unternehmen über ihre glaubhaft kommunizierte Ausschüttungspolitik gezielt Dividendenklientele ansprechen und hierüber ggf. ihre Eigentümerstruktur beeinflussen.
- Auch wenn die 2018er Hauptversammlungspräsenzen deutscher DAX-Unternehmen mit durchschnittlich 65 % auf einem Rekordniveau lagen,²⁰ ist immer noch ein Drittel der stimmberechtigten Anteile nicht vertreten. Dies spiegelt nicht zuletzt auch die Stimmrechtsnutzung der befragten Privatanleger wider. Dabei hatte der deutsche Gesetzgeber mit § 118 AktG bereits im September 2009 die gesetzliche Grundlage geschaffen, um deutsche Hauptversammlungen zu digitalisieren, d.h. sowohl live im Internet zu übertragen als auch Aktionären die elektronische Abstimmung via Internet-Proxy-Voting, Online-Briefwahl oder Online-Teilnahme zu ermöglichen. Allerdings werden die damit verbundenen Möglichkeiten derzeit noch nicht vollumfänglich ausgeschöpft, um hierdurch die teilweise geringen Hauptversammlungspräsenzen potenziell noch weiter zu erhöhen, um so dem Risiko von Zufallsmehrheiten

¹⁸ Vgl. hierzu auch *Rezmer / Maisch / Narat* (2019).

¹⁹ Vgl. *Pellens / Schmidt / Lleshaj* (2019).

²⁰ Vgl. *Schnorr*, HV-Saison 2018 mit Rekordpräsenz (abrufbar unter: <https://www.barkowconsulting.com/hv-saison-2018-mit-rekordpraesenz/>; Stand: 15.04.2019).

vorzubeugen. Zwar ermöglicht inzwischen ein Großteil der großen Publikumsgesellschaften seinen Aktionären die elektronische Stimmabgabe. Allerdings sind es deutlich weniger Unternehmen, welche eine solche bis zum Ende der offiziellen Abstimmungsfrist einer Hauptversammlung zulassen. Darüber hinaus wird inzwischen zwar regelmäßig die Rede des Vorstandsvorsitzenden live im Internet übertragen, auf die anschließende Generaldebatte trifft dies aber in „deutlich“ weniger Fällen zu. Eine Online-Hauptversammlung, d.h. Online-Teilnahme und Stimmrechtsnutzung in Echtzeit, wird derzeit nur in sehr wenigen Fällen (z.B. seitens der SAP SE und Munich RE) ermöglicht. Hier bestünde für die Unternehmen also das Potenzial, über eine – in den Grenzen des Aktiengesetzes zulässige – weitergehende Digitalisierung der Hauptversammlung den Versuch zu starten, Aktionären die Stimmabgabe zu erleichtern, um durch eine Stimmabgabe in Echtzeit auf das Geschehen während der Hauptversammlung und hierbei insbesondere auf die Generaldebatte reagieren zu können. Dies setzt allerdings voraus, dass Unternehmen ihre komplette Hauptversammlung (inkl. Generaldebatte) online übertragen und ihren Aktionären damit die Möglichkeit einräumen, ihr Aktionärsstimmrecht bis zum Ende der regulären Abstimmungsfrist auszuüben.

Empfehlungen für den Gesetzgeber

- Wie bereits bei den Vorgängerstudien deuten die Ergebnisse der aktuellen Anlegerbefragung darauf hin, dass Privatanleger meist nicht über das notwendige ökonomische und fachspezifische Know-how verfügen, um die komplexen Unternehmensberichte „richtig“ lesen und verstehen sowie den gesamten unternehmenspolitischen Ordnungsrahmen (Corporate Governance) zutreffend beurteilen zu können. Daher ist erneut der dringende Appell an den Gesetzgeber zu richten, das allgemeine ökonomische Bildungsniveau der Bevölkerung zu steigern.
- Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die jüngeren Generationen für ihre spätere Altersversorgung (zunehmend) privat vorsorgen müssen, was ohne entsprechendes ökonomisches Verständnis schwer zu realisieren sein dürfte. Insoweit sollte dringend darüber nachgedacht werden, grundlegende ökonomische Inhalte und Zusammenhänge, auch z.B. hinsichtlich der Funktionsweise von Kapitalmärkten, flächendeckend stärker in die Lehrpläne von weiterführenden Schulen einfließen zu lassen. Darüber hinaus wäre eine Ausbildungsinitiative hinsichtlich der Aktionärsrechte und -pflichten sowie hinsichtlich eines grundlegenden Rechnungslegungsverständnisses nach wie vor wünschenswert.
- Speziell aufseiten der Privatanleger findet das innerhalb der Gesamtergebnisrechnung nach dem Jahresergebnis der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesene „Sonstige Ergebnis“ (Other Comprehensive Income, OCI) im Vergleich zu allen anderen Berichtsinhalten des Geschäftsberichts am wenigsten Beachtung. Dies verdeutlicht, dass dieser Ergebnisbestandteil für Privatanleger unverständlich und insoweit irrelevant ist. Selbst die institutionellen Investoren nutzen diese Ergebnisgröße deutlich weniger intensiv als den Anhang. Insoweit ist die Forderung primär an das IASB zu richten, für die Zuordnung von Aufwendungen und Erträgen zum „Sonstigen Ergebnis“ endlich ein konzeptionell nachvollziehbares und informatives Erfolgsspaltungskonzept zu entwickeln, welches eine konkrete Interpretierbarkeit dieser Größe ermöglichen würde. Die diesem Ergebnisbestandteil derzeit zugrunde liegenden, rein kasuistischen und insoweit konzeptionslosen Einzelfallregelungen sind – wie die Ergebnisse verdeutlichen – jedenfalls keine gangbare Alternative.

- Die unverändert starke Beachtung der Kapitalflussrechnung seitens der institutionellen Anleger spricht dafür, dieses Berichtsinstrument – entgegen der nach § 264 Abs. 1 HGB für nicht kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften bestehenden Ausnahme – für „alle“ Kapitalgesellschaften als verpflichtenden Jahresabschlussbestandteil einzuführen. Im Unterschied zu den institutionellen Investoren zeigen die Studienergebnisse aber auch, dass die Kapitalflussrechnung seitens der Privatanleger immer noch vergleichsweise wenig beachtet wird. Fraglich ist, inwieweit dies möglicherweise auf die in der Praxis übliche „indirekte“ Darstellungsform bzw. Ableitung des Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit aus dem Jahresergebnis der GuV zurückzuführen ist. Vielen Privatanlegern dürfte sich die indirekte Darstellungsform kaum erschließen. Denn hierbei wird erst über verschiedene Korrekturen des in der GuV ausgewiesenen Ergebnisses auf den Cashflow der operativen Tätigkeit übergeleitet, indem ersteres um zahlungswirksame, aber nicht gewinn-/verlustwirksame (z.B. Bezahlung einer Verbindlichkeit aus Lieferungen und Leistungen), sowie gewinn-/verlustwirksame, aber nicht zahlungswirksame (z.B. Abschreibungsaufwand) Geschäftsvorfälle korrigiert wird. Daher wird die Kapitalflussrechnung, die im Übrigen auch mit Blick auf ihre deutsche Bezeichnung irreführend sein mag, mangels Verständlichkeit nicht weiter berücksichtigt. Sollte die indirekte Darstellungsform also der Grund für die nach wie vor geringe Beachtung dieses Berichtsbestandteils sein, wäre zu überlegen, Unternehmen die direkte Darstellungsform vorzuschreiben, bei der Ein- und Auszahlungen aus der operativen Tätigkeit „direkt“ auszuweisen wären (z.B. als Umsatzeinzahlungen; Materialauszahlungen; Personalauszahlungen, etc.).

- Der aktuelle Entwurf der Bundesregierung eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II)²¹ sieht vor, dass institutionelle Anleger, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater künftig verschiedene Informationen in Bezug auf ihre Mitwirkung, ihr Anlageverhalten und ihr Geschäftsmodell offenzulegen haben. Vor dem Hintergrund ihres Gewichts in Verbindung mit der geringen Stimmrechtsnutzung seitens der Privatanleger ist diese zusätzliche Transparenz zu begrüßen. Aktionäre und speziell Privatanleger könnten infolge der höheren Transparenz besser einschätzen, inwieweit hier ein Interessengleichlauf vorliegt oder ob sie ihr Stimmrecht angesichts abweichender Ziele und Strategien selbst ausüben sollten. Da institutionelle Investoren einen deutlich intensiveren Kontakt zur Unternehmensleitung pflegen und für ihre Anlageentscheidung das Managementverhalten besonders relevant ist, werden diese ihren kontrollierenden Einfluss wohl regelmäßig geltend machen. Sehen Anteilshaber auf Grundlage der geplanten Transparenzvorschriften einen Gleichlauf zwischen den Zielen, Strategien und der Mitwirkung, so können sie als Trittbrettfahrer Transaktionskostenvorteile generieren. Insoweit sind die neuen, im Rahmen der Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie geplanten Transparenzpflichten – auch aus Unternehmenssicht – positiv zu beurteilen. Auch „böse“ Abstimmungsüberraschungen durch Zufallsmehrheiten ließen sich auf diese Weise bereits vorab leichter vermeiden.

²¹ Der aktuelle Regierungsentwurf stellt die Reaktion auf die bereits im Mai 2017 veröffentlichte Richtlinie (EU) 2017/828 dar, die „insgesamt auf eine weitere Verbesserung der Mitwirkung der Aktionäre bei börsennotierten Gesellschaften sowie auf eine Erleichterung der grenzüberschreitenden Information und Ausübung von Aktionärsrechten [zielt]“. Hierzu enthält die Richtlinie Regelungen (1) zu Mitspracherechten der Aktionäre hinsichtlich der Vergütung von Aufsichtsrat und Vorstand („say-on-pay“), (2) zu Geschäften mit der Gesellschaft nahestehenden Unternehmen und Personen („related-party-transactions“), (3) zur besseren Identifikation und Kommunikation mit Aktionären („know-your-shareholder“) sowie (4) zur Erhöhung der Transparenz bei institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern. Der deutsche Gesetzgeber hatte die EU-Richtlinie ursprünglich bis zum 10. Juni 2019 in nationales Recht umzusetzen.

Empfehlungen für die wissenschaftliche Forschung

- Rechnungslegungsdaten werden von Privatanlegern hauptsächlich „durch die Brille der Wirtschaftspresse“ wahrgenommen. Damit stellt sich die Frage nach der Berichterstattungsqualität dieser Informationsintermediäre, wobei speziell auch der Aspekt der Unabhängigkeit der Wirtschaftspresse eine ganz entscheidende Rolle spielt. Dieser Aspekt betrifft nicht nur die Fragen, *wie* und *wann* über Unternehmen in der Presse berichtet wird, sondern auch über *welche* Unternehmen. Diese Fragen können nur durch die empirische Forschung beantwortet werden.
- Einige Geschäftsberichtsbestandteile werden nicht oder kaum durch die befragten Anlegergruppen genutzt. Insoweit stellt sich die Frage, ob die hierin enthaltenen Informationen hinreichend in die Aktienkurse eingepreist werden. Spannend wäre beispielsweise, welche Anhangangaben durch die Anleger berücksichtigt werden, sofern sie auf diesen Berichtsbestandteil zurückgreifen. Diesbezüglich stellt es inzwischen für Unternehmen grundsätzlich kein Problem mehr dar, die Geschäftsberichts-nutzung auf Grundlage von Datei-Zugriffen bei Verwendung von Online-Geschäftsberichten zu verfolgen. Auf diese Art und Weise ließe sich dann auch ein Eindruck zur Relevanz verschiedener Arten von Informationen gewinnen, so dass sich hierdurch nicht nur ein Beitrag zur bestehenden „Disclosure Overload“-Debatte leisten ließe, sondern die vorliegenden Befragungsergebnisse auch mit dem realen Informationsverhalten von Investoren abgeglichen werden könnten.
- Zumindest auf Ebene der institutionellen Anleger zeichnet sich eine deutliche – mit dem gesellschaftlichen Wertewandel der letzten Jahre kompatible – Bedeutungszunahme der Ausrichtung von Unternehmen an Nachhaltigkeitsaspekten für die Anlageentscheidung ab. Entsprechend stellt sich die durch die empirische Forschung künftig noch zu beantwortende Frage, inwieweit die neu kodifizierten CSR-Berichtspflichten sowie die künftig noch umzusetzenden Maßnahmen des EU-Aktionsplans zur Sustainable Finance bei Anlegern, dem Unternehmensmanagement sowie bei sonstigen Marktteilnehmern (z.B. Anlageberatern, Ratingagenturen) die erhofften verhaltenssteuernden Wirkungen entfalten (werden).
- Wie auch im Rahmen der Vorgängerstudie hat rund die Hälfte der Privatanleger ihr Aktionärsstimmrecht in der jüngeren Vergangenheit nicht genutzt. Dies erscheint angesichts der Kosten-Nutzen-Relation der Stimmrechtsausübung eines Kleinanlegers durchaus rational. Umgekehrt haben allerdings auch rund 50 % dieser Anlegergruppe ihr Stimmrecht in den letzten zwei Jahren tatsächlich ausgeübt. Hier wäre daher weitergehend zu untersuchen, welche Investoren ihr Stimmrecht nutzen und – insbesondere – unter welchen Bedingungen. Gibt es z.B. spezifische Agendapunkte (wie z.B. Vergütungsthemen), die dazu führen, dass Privatanleger ihr Stimmrecht wahrnehmen? Diesbezüglich ist bislang nahezu nichts bekannt.
- Nach wie vor ist die Frage, welche Relevanz Privatanlegern für die Preisbildung auf den Kapitalmärkten zukommt, wenig erforscht. Damit diese Investoren einen positiven Einfluss auf die Informationseffizienz des Kapitalmarkts ausüben können, müssten sie als „informierte“ Aktionäre agieren. Eine entsprechende Rolle wird ihnen seitens der institutionellen Investoren nach wie vor aber nicht eingeräumt. Entsprechend handelt es sich hierbei um eine überaus spannende und empirisch zu untersuchende Hypothese. Gleichermäßen stellt sich die Frage, welche Bedeutung Privatanlegern sowohl in konjunkturellen Hoch- sowie Krisenzeiten beizumessen ist. Stellen

diese Investoren, wie teilweise konstatiert, gerade in Krisenzeiten und zunehmend volatilen Märkten einen „stabilen Anker“ für die Unternehmen und Märkte dar? Diese Frage lässt sich darüber hinaus insbesondere auch für Unternehmen stellen, die hohe Anteile an Mitarbeiteraktien (Belegschaftsaktien) ausgegeben haben. Wie wirkt sich hier diese Besonderheit in der Aktionärsstruktur aus?

- Nach MiFID II sind Research-Dienstleistungen für Investoren nunmehr grundsätzlich kostenpflichtig, wodurch Investoren künftig wohl gezielter auswählen werden, für welche Unternehmen nach wie vor Research (kostenpflichtig) angefordert wird. Entsprechend wird vermutet, dass sich MiFID II – unter anderem – zentral auf die Nachfrage nach Research und die Kommunikation zwischen Unternehmen und institutionellen Anlegern und Analysten auswirken wird. Entsprechend sollten erste empirische Ergebnisse Aufschluss darüber geben, welche Unternehmen wie stark durch die geänderten regulatorischen Rahmenbedingungen betroffen sind und wie Unternehmen in diesem Rahmen auf die geänderte Situation reagieren.

2 Forschungsfragen

Analog zu den drei Vorgängerstudien sollen mit der vorliegenden Befragungsstudie erneut die Informationsbedürfnisse und Verhaltensweisen speziell von Privataktionären untersucht werden. Auch der im folgenden Kapitel zu findende Literaturüberblick verdeutlicht, dass innerhalb eines sich stetig ändernden Wirtschafts- und Regulierungsumfelds nach wie vor Erkenntnisbedarf zu diesen Themenfeldern besteht. Erneut stehen daher folgende drei Fragenkomplexe im Mittelpunkt der vorliegenden Studie:

- Welche **Informationskanäle und -medien** nutzen deutsche Privatanleger? Wie bewerten sie diese, welche Teile des Geschäftsberichts werden wie intensiv genutzt und wie reagieren die deutschen Privatanleger auf Unternehmensnachrichten?
- Welche **Dividendenpräferenz** haben deutsche Anleger? Werden Aktienrückkaufprogramme Dividendenzahlungen vorgezogen?
- Wird das **Aktionärsstimmrecht** in Anspruch genommen und wird es als werthaltig angesehen? Wie wird die Rolle von Mehrheitsaktionären bewertet?

Durch die simultane Befragung institutioneller Anleger lassen sich darüber hinaus Verhaltens- und Präferenzunterschiede zwischen den verschiedenen Aktionärsgruppen identifizieren. Da der aktuelle Fragebogen zu einem wesentlichen Teil mit den Fragebögen, die bereits für die Studien der Jahre 2004, 2008 und 2013 verwendet wurden, übereinstimmt, können hieraus zusätzliche Erkenntnisse über zwischenzeitliche Verhaltensänderungen der Anleger gewonnen werden:

- Sind die im Rahmen der Vorgängeruntersuchungen gewonnenen Ergebnisse im Zeitablauf stabil?
- Wirken sich ggf. auch die zwischen den Jahren 2013 und 2018 zu beobachtenden Veränderungen des Börsen- und Wirtschaftsumfeldes (insb. in Form der Niedrigzinsphase) auf die Informationsbedürfnisse bzw. das -verhalten sowie die Dividendenpräferenz von Anlegern aus?

Im Folgenden werden zunächst im Rahmen eines Literaturüberblicks themen- und artverwandte Studien vorgestellt, bevor anschließend ein kurzer Überblick über die den folgenden Analysen zugrunde liegende Studienmethodik vermittelt und im fünften sowie sechsten Kapitel die Befragungsergebnisse zu den dargestellten Forschungsfragen präsentiert werden.

3 Literaturüberblick

Die Anzahl verhaltenswissenschaftlicher Befragungsstudien zu den Bedürfnissen von Privatanlegern ist seit den 1990er Jahren sowohl für Deutschland als auch für das englischsprachige Ausland nach wie vor überschaubar. Zumeist wird diese Anlegergruppe zu ihren Informationsinteressen sowie Wegen und Maßnahmen ihrer Informationsbeschaffung befragt.²² Ohne einen Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben, werden nachfolgend die Inhalte folgender in Tab. 1 aufgeführter Befragungsstudien kurz skizziert.

Tab. 1: Studien zum Informationsverhalten von Privatanlegern

| Quelle | Methodik | Land | Untersuchungsgesamtheit | Rücklauf |
|---|---|--------------|--|--------------|
| Epstein/Pava (1993) | Fragebogen | USA | 2.359 US-amerikanische Investoren mit mindestens 100 Aktien | 246 (10,4 %) |
| Anderson/Epstein (1996) | Fragebogen | Australien | 2.359 zufällig aus Aktionärsregistern ausgewählte australische Investoren | 436 (18,5 %) |
| Anderson/Epstein (1996) | Fragebogen | Neuseeland | 1.000 zufällig aus Aktionärsregistern ausgewählte neuseeländische Investoren | 251 (25,1 %) |
| Bartlett/Chandler (1997) | Fragebogen | UK | 300 zufällig ausgewählte britische Aktionäre eines mittelgroßen pharmazeutischen Unternehmens | 76 (25,3 %) |
| Hank (1999) | Fragebogen | Deutschland | 300 Besucher des „Aktionstags Börse“ Dezember 1997 | 116 (38,7 %) |
| Hank (1999) | Telefon | Deutschland | 10 Interviewpartner | NA |
| Hodge (2003) | Fragebogen | USA | 13.250 Mitglieder der „National Association of Investors Corporation“ (Privatanlegervereinigung) | 414 (3,1 %) |
| Hodge/Pronk (2006) | Online-Befragung | Niederlande | Aufrufe des Online-Quartalsberichts des Philips-Konzerns (im Durchschnitt 5.440) | NA |
| Maditinos/Šević/Theriou (2007) | Fragebogen / Interviews | Griechenland | 520 Privatanleger (insgesamt 1.014 Anleger verschiedener Anlegergruppen) | 224 (43,1 %) |
| Elliott/Hodge/Jackson (2008) | Fragebogen | USA | 13.250 Mitglieder der „National Association of Investors Corporation“ (Privatanlegervereinigung) | 414 (3,1 %) |
| Cohen/Holder-Webb/Nath/Wood (2011) | Online-Befragung | USA | 750 zufällig ausgewählte US Bürger über 18 Jahren, die innerhalb des letzten Jahres Aktien gekauft haben und an der Informationsbeschaffung zur Investmentsentscheidung beteiligt gewesen sind. | 750 |
| Bhattacharya/Hakethal/Kaesler/Loos/Meyer (2012) | Anschreiben per Mail und ggf. telefonischer Kontakt | Deutschland | 8.195 zufällig ausgewählte Kunden aus einem Bestand von mehreren hunderttausend Kunden einer großen deutschen Maklerfirma (Anlageberatung) | 385 (4,7%) |
| Zerfaß/Köhler/Kiss/Adler/Haker/Müller/Ratter/Raulf (2012) | Online-Befragung | Deutschland | Ohne Einschränkung im November und Dezember 2011 online verfügbare Befragung | 530 |
| Pennington/Kelton (2016) | Online-Befragung | USA | US-amerikanische Privatanleger, die dem Qualtrics-Panel einer Marktforschungsagentur entnommen wurden | 91 |
| Chung (2017-2018) | Online-Befragung | USA | Registrierte Personen eines („Double-Opt-in“-)Online-Panels, die die vorgegeben Kriterien eines Privatanlegers erfüllten (Einladung per E-Mail, in welcher die angeschriebenen Personen zwei Fragen hinsichtlich ihres Anlageverhaltens beantworten mussten) | Ca. 1.000 |

²² Vgl. für eine ausführliche Darstellung der Untersuchungen Bonse (2004), S. 84-170, insb. S. 88-94, der auch auf die hier nicht gewürdigten Studien eingeht, die sich lediglich mit institutionellen Investoren befassen. Zu früheren Studien vgl. auch Epstein/Pava (1993), S. 27-44, sowie Bartlett/Chandler (1997), S. 248-249.

Befragungsstudien zu den Informationsbedürfnissen deutscher Privatanleger

Es existieren zwei Befragungsstudien zu den Informationsbedürfnissen deutscher Privatanleger. Dies ist zum einen die Studie von Hank, die auf einem Sample von 300 Besuchern eines Münchener Aktionärstages basiert. Es ist somit davon auszugehen, dass diese Untersuchungsgrundgesamtheit nur eingeschränkt repräsentativ für die Grundgesamtheit der deutschen Aktionäre sein kann, da aus der Bereitschaft, einen Aktionärstag aufzusuchen, wohl eher auf ein überdurchschnittliches Interesse an der Aktienanlage geschlossen werden kann.²³ Hank kommt hier u.a. zu dem Ergebnis, dass Presseberichte und – mit geringem Abstand – Geschäftsberichte als zentrale Informationsinstrumente verwendet werden. 56 % seiner Befragten geben an, bereits einmal an einer Hauptversammlung teilgenommen zu haben. Hinsichtlich der genutzten Bestandteile des Geschäftsberichts wird die GuV als am wichtigsten eingestuft, gefolgt von Lagebericht, Bilanz, Anhang, Bericht des Vorstands und „sonstige Artikel“.

Zum anderen ist die Anlegerstudie von Zerfaß et al. aus dem Jahr 2012 als Studie zum Informationsverhalten deutscher Privatanleger zu nennen. Über die Partner, mit denen die Studie durchgeführt wurde (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V., Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. und Deutsche EuroShop AG), wurden deutsche Privatanleger hinsichtlich ihrer Teilnahme an der Online-Befragung angesprochen. Es ist daher wie bei der Studie von Hank davon auszugehen, dass die 530 Personen, die an der Umfrage teilgenommen haben, ein überdurchschnittliches Interesse an Aktionärsthemen besitzen. In dieser Studie ist weniger als die Hälfte der Befragten mit den Informationen, die sie von den Unternehmen erhalten, zufrieden. Darüber hinaus kommt die Studie zu dem Ergebnis, dass Print-Medien seitens der Privatanleger mehr Aufmerksamkeit erhalten als Online-Angebote. Des Weiteren ist den Befragten das persönliche Gespräch mit Bekannten wichtiger als der Austausch mit Experten.

Internationale Befragungsstudien zu den Informationsbedürfnissen der Privatanleger

Die US-amerikanische Studie von Epstein/Pava aus dem Jahr 1993 setzt auf einer vorherigen Befragung von Epstein aus den 1970er Jahren auf und erlaubt somit einen Zeitvergleich. Da zusätzlich ein nahezu identischer Fragebogen im Rahmen der Studie von Anderson/Epstein auch australischen und neuseeländischen Anlegern vorgelegt wurde, ermöglichen die Ergebnisse dieser Studien zusammengenommen eine Diskussion sowohl zeitlicher als auch geographischer Unterschiede der Informationsbedürfnisse von Privatanlegern. Im Zeitvergleich kommen Epstein/Pava zu dem Ergebnis, dass US-Privatanleger sich weniger auf den Rat ihres Anlageberaters verlassen, sondern sich eher auf der Basis von selbst ausgewerteten Informationen entscheiden. Hieraus folgt auch, dass die Bedeutung der quantitativen Bestandteile des Geschäftsberichts im Zeitablauf zugenommen hat, während die Bedeutung eher qualitativer Bestandteile, wie z.B. des Briefs des Vorstandes, abgenommen hat. Auch die Nutzung der Kapitalflussrechnung nimmt im Zeitablauf deutlich zu. Im Vergleich zu den US-amerikanischen Studien vertrauen australische und neuseeländische Investoren wesentlich mehr ihren Anlageberatern. Demzufolge besitzt der Geschäftsbericht für sie einen etwas geringeren Stellenwert.

²³ Diese Möglichkeit wird auch vom Verfasser der Studie eingeräumt. Vgl. Hank (1999), S. 147.

Die Studie für den britischen Markt von Bartlett / Chandler setzt auf einer Pionierstudie von Lee / Tweedie aus den 1970er Jahren auf und bietet damit ebenfalls die Möglichkeit eines Zeitvergleichs. Im Gegensatz zu Epstein / Pava stellen sie nur relativ geringe Unterschiede im Zeitablauf fest. Es wird deutlich, dass Informationen aus der Finanzpresse für britische Anleger die zentrale Informationsquelle darstellen. Innerhalb des Geschäftsberichts wird dem Brief des Vorstandsvorsitzenden insgesamt am meisten Beachtung geschenkt. Von den Bestandteilen des Jahresabschlusses besitzt die GuV die größte Bedeutung.

In einer weiteren Studie befragt Hodge US-amerikanische Privataktionäre (Mitglieder der „National Association of Investors Corporation“), wie oft – ihrer Meinung nach – Manager kapitalmarktorientierter Unternehmen Gewinne manipulieren. Darüber hinaus sollen die Teilnehmer die Unabhängigkeit von Wirtschaftsprüfern sowie die Relevanz und Verlässlichkeit von testierten Finanzberichten einschätzen. Das Antwortverhalten der Privatanleger ergibt, dass diese im Durchschnitt bei 50 % der veröffentlichten Gewinngrößen von einer Manipulation durch das Management ausgehen. Hinsichtlich der Unabhängigkeit der Wirtschaftsprüfer gehen 34 % davon aus, dass diese im Zeitablauf gesunken ist, während nur 11 % eine Steigerung der Unabhängigkeit von Wirtschaftsprüfern in den letzten fünf Jahren vor der Untersuchung sehen. Ebenso ist die Zahl derjenigen, die glauben, dass die Verlässlichkeit von Finanzberichten in den letzten fünf Jahren abgenommen hat, größer als die Zahl derer, die von einem zwischenzeitlichen Anstieg ausgehen. Lediglich hinsichtlich der Relevanz von Finanzberichten verhält es sich spiegelverkehrt. Diesen scheinbaren Widerspruch, wonach die Verlässlichkeit von Finanzberichten als geringer und gleichzeitig die Relevanz als höher erachtet wird, erklärt Hodge damit, dass Anleger Finanzberichte angesichts ihrer gesunkenen Verlässlichkeit intensiver bzw. kritischer lesen, um die Gültigkeit der berichteten Informationen nachzuprüfen. Dies könnte nach Ansicht des Autors letztlich zu einem Anstieg der wahrgenommenen Relevanz führen.

Hodge / Pronk untersuchen am Beispiel des Philips-Konzerns die Art und Weise, wie Privatinvestoren im Vergleich zu institutionellen Anlegern Online-Quartalsberichte zur Informationsbeschaffung nutzen. Dazu wurden die Besucher beim Abruf des Quartalsberichts befragt, wobei gleichzeitig ihr Online-Verhalten aufgezeichnet wurde. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass Anleger, die bereits Aktionäre sind, den aktuellen Quartalsbericht deutlich früher abrufen als Anleger, die noch nicht in das betrachtete Unternehmen investiert haben. Dabei ist es wenig verwunderlich, dass im direkten Vergleich professionelle Anleger schneller auf die neuen Informationen zugreifen als Privatinvestoren. Bei der Wahl des Formats entscheidet sich ein Großteil der Privataktionäre – im Gegensatz zu den institutionellen Investoren – für die (strukturiere) HTML-Version. Für die hiesige Fragestellung besonders interessant ist schließlich die Feststellung, dass professionelle Anleger stärker den Finanzbericht und damit GuV, Bilanz und Kapitalflussrechnung nutzen als Privataktionäre. Letztere verlassen sich vermehrt auf die (von Wirtschaftsprüfern nicht testierte) „Management Discussion & Analysis“, in welcher die Lage des Unternehmens aus Sicht des Managements zusammengefasst wird.

Anknüpfend an die Beobachtung, dass Privataktionäre dazu tendieren, eher auf gefilterte (MD&A) als auf ungefilterte (Finanzbericht i.e.S.) Berichtsinformationen zuzugreifen, untersuchen Elliott / Hodge / Jackson, inwiefern die Art der verwendeten Informationen Auswirkungen auf den Anlageerfolg hat. Die Autoren kommen zum Ergebnis, dass unerfahrene Privatanleger am Aktienmarkt erfolgreicher agieren, wenn sie verstärkt gefilterte Informationen in ihre Anlageentscheidungen einbeziehen. Dieser Zusammenhang hängt jedoch von der Erfahrung der Anleger ab. Je erfahrener ein Aktionär ist, desto schwächer wird dieser Zusammenhang, bis er sich schließlich ins Gegenteil umkehrt. Demnach sind

erfahrene Anleger erfolgreicher, wenn sie auf ungefilterte Informationen zurückgreifen. Elliott/Hodge/Jackson führen dies darauf zurück, dass Anleger die ungefilterten Informationen aus Bilanz, GuV etc. mit zunehmender Erfahrung besser verstehen und nutzen können. Vor diesem Hintergrund halten die Autoren fest, dass komplexe bzw. umfangreiche Informationen unerfahrene Anleger eher überfordern als unterstützen. Dementsprechend profitiert diese Gruppe von Intermediären, welche im Vorfeld die Unternehmensdaten für sie aussieben bzw. aufbereiten/verdichten.

Die Informationsbeschaffung US-amerikanischer Privatanleger wurde weiterhin in der Studie von Chung untersucht. Die Online-Befragung von ca. 1.000 Privatanlegern kommt zu dem Ergebnis, dass mehr als die Hälfte der Befragungsteilnehmer vor ihrer Investitionsentscheidung nach Daten der technischen Aktienanalyse wie Markttrends und Muster in Markt- und Aktienkursentwicklungen suchen. Auch stellen rund 46 % der befragten Anleger vorab Nachforschungen über unternehmensspezifische Informationen z.B. zur finanziellen Performance an. Die Befragungsergebnisse zeigen außerdem drei klare Favoriten von Informationsquellen. So beziehen 55 % der Befragten Finanzintermediäre in ihre Investitionsentscheidung mit ein. 42 % der Privatanleger beschaffen sich Informationen über ihre Familienmitglieder, Freunde und Arbeitskollegen, gefolgt von Informationen aus der Wirtschafts- und Finanzpresse (42%). Demgegenüber suchen lediglich 12 % der Teilnehmer nach Informationen der Investor Relations-Abteilungen.

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Pennington/Kelton in ihrer Online-Befragung hinsichtlich des Prozesses der Informationsbeschaffung von Privatanlegern. Untersucht wird, welche und wie viele Informationen Anleger berücksichtigen, bevor sie ihre Investitionsentscheidung treffen. Dabei wird die Anzahl der gesuchten Informationselemente anhand der Gesamtzahl an genannten Schlüsselwörtern bei einer offenen Umfrage ermittelt. Von den durchschnittlich 5,32 verwendeten Informationsteilen werden nur 1,05 aus den Geschäftsberichten der Unternehmen entnommen. 48 % der insgesamt 77 Privatanleger geben an, dass sie überhaupt keine finanziellen Informationen für ihre Investitionsentscheidung heranziehen. In der Regel konzentrieren sich die Anleger auf weniger detaillierte Informationen. Weiterhin geben 62 % der Befragten an, dass sie im Rahmen ihrer Informationsbeschaffung auch die Meinungen von Dritten wie bspw. von Finanzintermediären berücksichtigen.

Zu den Studien, die sich den Informationsbedürfnissen europäischer Privatanleger widmen, zählt die Untersuchung von Maditinos/Šević/Theriou. Darin befragen die Autoren griechische Privatanleger und griechische institutionelle Investoren, welche Informationsquellen diese bei ihren Anlageentscheidungen nutzen und als wie erfolgreich sie ihre eigene Performance am Kapitalmarkt beurteilen. Die Befragungsergebnisse zeigen, dass griechische Privataktionäre bei ihren Entscheidungen neben ihrem Instinkt bzw. ihrer Erfahrung vornehmlich öffentlichen Medien vertrauen. Institutionelle Anleger setzen hingegen primär auf Fundamentalanalysen oder zumindest auf eine Mischung aus fundamentalen und technischen Analysen. In den Fällen, in denen Privataktionäre auch zur Fundamentalanalyse greifen, nutzen diese wiederum häufig die gleichen Informationen und Instrumente wie institutionelle Anleger. Dies trifft insbesondere auf das Dividendendiskontierungsmodell, das Kurs-Gewinn-Verhältnis sowie die Kennzahl Ergebnis je Aktie zu. Offenbar führt das Vorgehen der Privatanleger bei der Informationsbeschaffung und Informationsauswertung jedoch oftmals nicht zum gewünschten Erfolg: Befragt nach der eigenen Performance, stufen sich Privataktionäre im Vergleich zu den restlichen Anlegern merklich schlechter ein.

Weitere (Befragungs-)Studien zur Informationsnutzung durch Privatanleger

Die Studie von Cohen/Holder-Webb/Nath/Wood untersucht mit Unterstützung eines Marktforschungsinstituts die Nutzung nicht-finanzieller Informationen der Kategorien Economic Performance, Governance und Corporate Social Responsibility von 750 US-amerikanischen Privataktionären. Zur Frage, welche nicht-finanziellen Informationen den stärksten Einfluss auf die Investitionsentscheidung nehmen, ist im Ergebnis festzuhalten, dass nicht-finanziellen Indikatoren der Kategorie Economic Performance die größte Relevanz beigemessen wird. Im Detail erachteten die Befragten hierbei Ausführungen zu Marktanteilen, Produktinnovationen sowie Kundenzufriedenheit als besonders wichtig. Daneben wird untersucht, über welche Informationsquelle den Befragten nicht-finanzielle Informationen zur Verfügung gestellt werden sollten. Den Präferenzen der Befragungsteilnehmer folgend, sollten Angaben zur Economic Performance entweder durch qualifizierte Dritte (NGO, Rating-Agenturen, etc.) oder über geprüfte Dokumente bereitgestellt werden. Ebenso präferieren 43 % der Befragten die Bereitstellung von Informationen zur Governance des Unternehmens über geprüfte Dokumente. Demgegenüber werden die Erläuterungen zur Corporate Social Responsibility in erster Linie von Dritten erwartet. Die Bereitstellung von Informationen aus den drei im Rahmen der Befragungsstudie differenzierten Bereichen über die Homepage bzw. Internetseiten des Unternehmens schätzt ein Großteil der Befragten als zu selbstgefällig ein.

Weiterhin ist die Studie von Bhattacharya/Hackethal/Kaesler/Loos/Meyer von Interesse. Die Autoren untersuchen mit Unterstützung einer großen deutschen Maklerfirma, wie Privatinvestoren reagieren, wenn ihnen aktiv die Möglichkeit angeboten wird, eine kostenfreie, objektive bzw. unverzerrte Anlageberatung zu erhalten. Befragt wurde eine Zufallsauswahl von 8.195 aktiven Kunden aus dem mehrere hunderttausend Personen umfassenden Gesamtkundenbestand des Unternehmens. Den ausgewählten Personen wurde das Angebot zunächst per E-Mail unterbreitet. Sofern hierauf keine Reaktion erfolgte, wurden diese zusätzlich telefonisch kontaktiert. Hierbei wurde betont, dass die Anlageempfehlungen systemgeneriert werden und die Anlageberatung unabhängig von Emittenten von Finanzprodukten erfolgt. Darüber hinaus wurde betont, dass im Falle der Inanspruchnahme dieses kostenfreien Beratungsangebots auch keine Provisionszahlungen für Handelsaktivitäten anfallen, die auf den generierten Empfehlungen basieren.

Als erstes zentrales Ergebnis der Studie ist festzuhalten, dass nur 385 der 8.195 kontaktierten Personen (rund 5 % der Befragten) und hierbei tendenziell ältere, vermögendere, in Finanzfragen gebildete Männer, die darüber hinaus eine längere Beziehung zu der Maklerfirma unterhalten, die Finanzberatung in Anspruch genommen haben. Zweitens ist festzustellen, dass selbst diejenigen, die Anlageempfehlungen erhielten, diese kaum zur Optimierung des eigenen Portfolios nutzten. Drittens zeigt sich, dass mit hoher Wahrscheinlichkeit gerade diejenigen Privatanleger eine Finanzberatung ablehnen, die diese unter Performancegesichtspunkten am dringendsten benötigen. Auch wenn diese Ergebnisse auf einer Studie basieren, die eine andere Fragestellung adressiert als die vorliegende Untersuchung, sind die Ergebnisse im Kontext der in dieser Befragungsstudie adressierten Fragestellung zum Informationsverhalten von Privataktionären von Bedeutung. Denn auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse ist in Frage zu stellen, warum Privatanleger öffentliche Informationen zum Treffen von Anlageentscheidungen nutzen sollten, wenn sie bereits das Angebot einer normalerweise kostenpflichtigen, im vorliegenden Fall aber kostenlosen, professionellen und auf die persönlichen Anlagepräferenzen ausgerichteten Anlageberatung ablehnen.

Schließlich werden an dieser Stelle, auch wenn es sich hierbei selbst nicht um eine Befragungsstudie handelt, die zentralen Ergebnisse eines umfassenden Literaturüberblicks über die bisherigen Forschungsergebnisse zum Informationsverhalten von Privatanlegern dargestellt. Im Auftrag der European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) untersuchen Cascino et al. eine Vielzahl bisheriger Studien zu den Informationsbedürfnissen sämtlicher Kapitalgeber. Die Autoren gelangen zu dem Erkenntnis, dass Privatanleger nur begrenzte Zeit, Expertise und finanzielle Mittel aufbringen können, um vor ihren Investitionsentscheidungen gezielt Informationen zu sammeln und zu verarbeiten. Daher benötigt gerade diese Anlegergruppe Informationen, die einerseits leicht zugänglich, andererseits aber auch leicht zu verstehen sind. Obwohl sich teilweise die Präferenzreihenfolge der verwendeten Informationsquellen bei den analysierten Studien unterscheidet, zeigt sich im Konsens dennoch, dass es insgesamt vier Hauptinformationsquellen für private Investoren gibt: So berücksichtigen Privatanleger einerseits regelmäßig durch öffentliche Medien und Finanzintermediäre gefilterte Informationen. Andererseits beziehen sie in ihre Entscheidungen Personen des sozialen Umfelds sowie Geschäftsberichte mit ein. Von den Privatanlegern aus den Geschäftsberichten entnommene Informationen sind überwiegend qualitativer Natur oder stammen aus den Hauptrechnungen in Form der Gewinn- und Verlust- bzw. Gesamtergebnisrechnung, der Kapitalflussrechnung sowie der Bilanz. Im Gegensatz zu professionellen Investoren bleiben die sehr komplexen und insofern auch schwer verständlichen Anhangangaben weitgehend unberücksichtigt. Die Forschungsergebnisse zeigen außerdem, dass Privatanleger regelmäßig relevante Informationen übersehen, wenn diese komplex oder schwer verständlich sind. Zusammenfassend kommen die Autoren daher zu dem Ergebnis, dass die Möglichkeit bestünde, durch eine gezielte, auf die Privatanleger adressatengerecht zugeschnittene Informationsumgebung die Effizienz der Kapitalmärkte zu steigern.

Befragungsstudien zu den Dividendenpräferenzen von Privatanlegern

Die Literatur zu verhaltenswissenschaftlichen Befragungsstudien zur Dividendenpräferenz von Privatanlegern fällt vergleichsweise klein aus. Zu den wenigen Studien zählt die Untersuchung von Dong / Robinson / Veld aus dem Jahr 2003, in deren Rahmen 2.723 niederländische Haushalte, die regelmäßig an EDV-gestützten Befragungen teilnehmen, mit einem Fragenkatalog von 32 Fragen konfrontiert wurden. Auf Basis eines Rücklaufs von 555 Fragebögen kommen die Autoren zu dem Ergebnis, dass niederländische Anleger Dividenden präferieren und dass sich ihre Dividendenpräferenz am ehesten durch Signaling-Ansätze erklären lässt. Dividenden werden demnach präferiert, weil Unternehmen, die in der Lage sind, Dividenden zu zahlen, seitens der Privatanleger als weniger riskant und ökonomisch erfolgreicher wahrgenommen werden. Gewisse Anhaltspunkte finden sich auch dafür, dass steuerliche oder handelsbedingte Transaktionskosten die Entscheidung für oder gegen Dividenden beeinflussen.

Maditinos / Šević / Theriou / Tsinani nutzen in ihrer Studie eine modifizierte Version des Fragebogens von Dong / Robinson / Veld, um die Dividendenpräferenz von griechischen Privatanlegern zu untersuchen. Vor dem Hintergrund, dass Ausschüttungsentscheidungen u.a. durch steuerliche Überlegungen beeinflusst werden, stellt der griechische Kapitalmarkt einen interessanten Untersuchungsrahmen dar: In Griechenland unterliegen sowohl Dividendeneinkünfte als auch Kurssteigerungen keiner Besteuerung. Somit sind Maditinos / Šević / Theriou / Tsinani in der Lage, die Dividendenpräferenz losgelöst von steuerlichen Erwägungen zu untersuchen. Dazu wurden 750 Fragebögen an private Anleger verschickt, von denen schließlich 248 in die Untersuchung einbezogen werden konn-

ten (Rücklauf von 33,1 %). Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die befragten Privataktionäre auch unter Ausschluss steuerlicher Aspekte eine starke Präferenz für Dividenden haben. Als Begründung wird angeführt, dass griechische Anleger Aktien nicht primär zur Wertsteigerung, sondern zur Finanzierung ihrer Konsumausgaben aus den laufenden Dividendenzahlungen halten.

Graham/Kumar befassen sich im Rahmen ihrer Untersuchung ebenfalls mit der Dividendenpräferenz von Privatanlegern. Im Gegensatz zu den obigen Studien basiert die Untersuchung jedoch nicht auf einer Befragung. Stattdessen analysieren die Autoren die Portfoliozusammensetzung und das Handelsverhalten von über 60.000 US-amerikanischen Haushalten. Die Ergebnisse verdeutlichen, dass Privatanleger hinsichtlich ihrer Dividendenpräferenz keine homogene Gruppe darstellen. So stellen Graham/Kumar zwar fest, dass Privatanleger im Durchschnitt eher Aktien präferieren, die keine Dividenden zahlen. Bei genauerer Betrachtung offenbart sich jedoch ein differenzierteres Bild: Demnach gibt es eine Gruppe von Privatanlegern, zu denen insbesondere ältere Aktionäre und Anleger mit geringerem Einkommen zählen, die dividendenstarken Aktien den Vorzug geben. Dies liegt nach Ansicht der Autoren daran, dass bei diesen Anlegern steuerliche Aspekte eine geringere und Konsumwünsche eine größere Rolle spielen. Insbesondere der letztgenannte Aspekt stützt somit die Ergebnisse von Maditinos/Šević/Theriou/Tsinani.

Die Studie von Barezai/Rowoldt/Schmidt zu den Dividendenpräferenzen deutscher Privatanleger setzt auf den Daten der beiden in 2007/08 und 2013 durchgeführten Befragungen der Deutsche Post DHL-Anleger auf. Im Rahmen der Studie wird der Zusammenhang zwischen individuellen Charakteristika und den Ausschüttungspräferenzen deutscher Privatanleger analysiert. Die Autoren gelangen zu der Erkenntnis, dass Privatanleger nicht indifferent sind zwischen Dividenden und Kurssteigerungen, wobei zusätzlich ein intertemporaler Anstieg der Dividendenpräferenz festgestellt wird. Darüber hinaus stützen die Ergebnisse etablierte (verhaltenswissenschaftliche) Dividendentheorien: Erstens werden Dividenden insbesondere von Anlegern mit einer stärkeren Risikoaversion bevorzugt. Zweitens beeinflussen Transaktionskosten die Dividendenpräferenz von Privatanlegern. Drittens sind Dividenden für Privatinvestoren relevant, da ihnen eine wichtige Signalfunktion zukommt.

Befragungsstudie zum Stimmrechtsverhalten von Privatanlegern

Zur Stimmrechtsnutzung durch Privatanleger existieren neben den Vorgängerbefragungen der Deutsche Post DHL-Anleger kaum empirische Studien. Entsprechend setzt Schmidt auf den Daten der 2013er Anlegerbefragung auf und untersucht unter Rückgriff auf politikwissenschaftliche Theorien zur Stimmrechtsnutzung, welche Gruppe(n) von Privataktionären ihr Stimmrecht grundsätzlich nutzen. Diesbezüglich gelangt der Autor zu dem Schluss, dass speziell (finanziell) gebildete und ökonomisch versierte sowie erfahrenere Privatanleger ihr Aktionärsstimmrecht zur Abstimmung auf Hauptversammlungen nutzen. Diese Ergebnisse lassen sich mit dem sog. politikwissenschaftlichen Ressourcen-Modell zur Stimmrechtsnutzung erklären, demzufolge bestimmte Eigenschaften bzw. (kognitive) Ressourcen von Privatanlegern negativ mit den Kosten einer informierten Stimmrechtsnutzung korrelieren. Eine stärkere finanzielle und ökonomische Bildung sowie höhere Erfahrung reduzieren demnach die mit einer Stimmrechtsnutzung verbundenen Informationskosten, so dass es für entsprechend „ausgestattete“ Privatanleger wahrscheinlicher ist, dass diese ihr Stimmrecht ausüben.

4 Kurzüberblick über Methodik und Rücklaufcharakteristika der Privatanlegerbefragung

Die Privatanleger der Deutsche Post AG wurden im April 2018 mittels eines zweiseitigen Fragebogens (vgl. Kapitel 8.2) postalisch befragt. Bereits bei der ersten Befragungsstudie wurde bei der konzeptionellen Ausgestaltung des Fragebogens besonderes Augenmerk auf möglichst allgemeinverständliche, eindeutige Formulierungen gelegt. Darüber hinaus wurde dieser sowohl von wissenschaftlicher Seite als auch von Testbefragten ausführlich geprüft. Analog zu den Vorgängerstudien wurden die Befragungsteilnehmer in einem begleitenden Anschreiben (vgl. Kapitel 8.1) explizit darauf hingewiesen, dass die Befragung anonym erfolgt.²⁴

Infolge von Änderungen in der Aktionärsstruktur der Deutsche Post AG ist die Anzahl der befragten Aktionäre gegenüber der 2013er Befragung von 424.699 (2008: 465.321; 2004: ca. 800.000) auf nunmehr 431.272 und damit leicht um knapp 1,5 Prozent angestiegen. Von den angeschriebenen Personen antworteten bis zur letztmaligen Rücklauferfassung am 11.06.2018 insgesamt 32.539 Personen (2013: 46.243; 2008: 44.321; 2004: 88.655), so dass die Rücklaufquote mit rund 7,5 % im Vergleich zu den Vorgängerstudien (2013: 10,9%; 2008: 9,5%; 2004: 11 %) eher gering ausfällt. Da fehler- bzw. lückenhafte Fragebögen nicht in die Auswertung einbezogen werden, umfasst die im Folgenden als Rücklauf bezeichnete Untersuchungsgesamtheit insgesamt 24.817 Fragebögen (2013: 38.127; 2008: 36.499; 2004: 67.539).

Vergleiche mit den demographischen Erkenntnissen zum Aktienbesitz in Deutschland, die im vorliegenden Fall für das Jahr 2017 von NFO Infratest ermittelt wurden, ergeben, dass gut ausgebildete Personen, ältere Personen und Personen mit gehobener Wohnsituation im Rücklauf teilweise stark überrepräsentiert sind. Demgegenüber sind Männer im Rücklauf gegenüber den NFO Infratest-Werten marginal unterrepräsentiert. Die hierdurch aufgezeigte Rücklaufverzerrung wurde wie bereits bei den drei Vorgängeruntersuchungen mittels eines geeigneten Gewichtungsverfahrens eliminiert. Hierzu wurde für die Gewichtung auf die NFO Infratest-Daten des Jahres 2017 zurückgegriffen, wodurch die demographischen Merkmale des gewichteten Rücklaufs (vgl. Tab. A.5.23-26)²⁵ im Wesentlichen denjenigen der NFO Infratest-Studie 2017 entsprechen und die Ergebnisse des Rücklaufs insoweit – gemessen an den zugrunde gelegten demographischen Merkmalen – als repräsentativ für die Grundgesamtheit der deutschen Aktionäre zu bewerten sind. Den nachfolgenden Auswertungen liegen auf volle Prozentzahlen gerundete Werte zugrunde, so dass sich diese aufgrund von Rundungsdifferenzen nicht immer auf volle 100 % addieren.

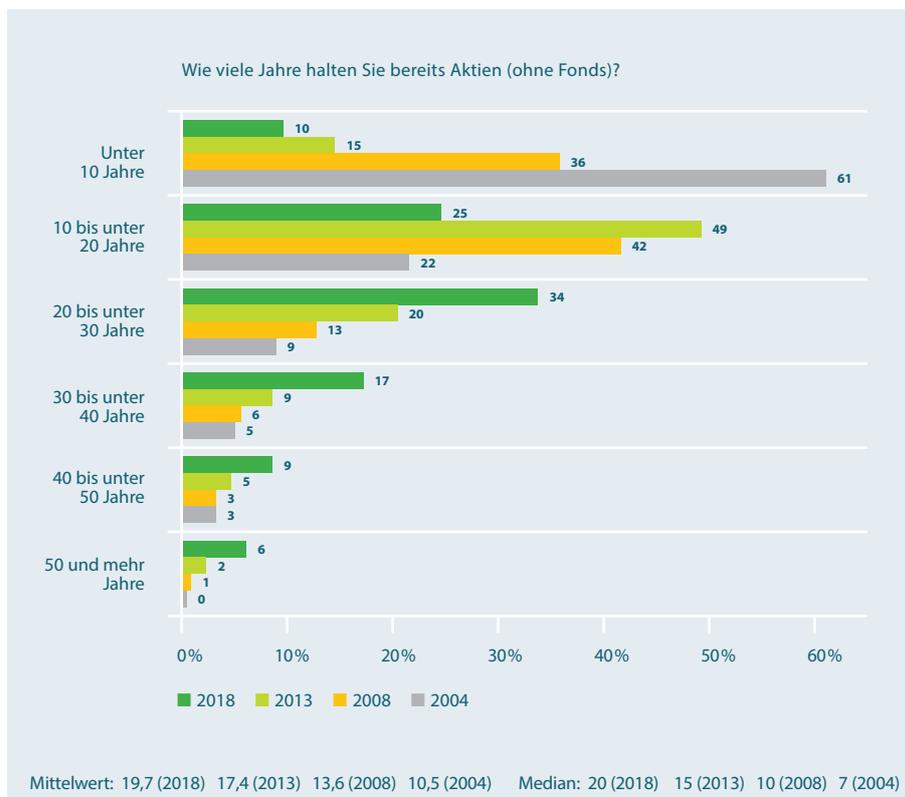
²⁴ Eine detailliertere Schilderung der Befragungsmethodik findet sich in Kapitelabschnitt 8.4.

²⁵ Sämtliche Tabellen, auf die hier und im Folgenden unter der Referenz A.5 sowie A.6 verwiesen wird, sind im Internet unter folgendem Link abrufbar: <https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/statistiken.html>.

Zusätzlich zu den rein demographischen Angaben wurden die Aktionäre zu ihrer Anlageerfahrung, der Größe ihres persönlichen Portfolios, ihrer Anlagestrategie und ihrer Risikobereitschaft befragt. Die Messung der Risikobereitschaft erfolgt analog zur 2013er Befragung über eine einfache Wahldilemma-Frage:²⁶ Die Befragungsteilnehmer sollten demnach angeben, ob sie den Erwerb eines festverzinslichen Wertpapiers mit sicheren Zinsen von 5.000 Euro p.a. oder den Erwerb eines variabel verzinslichen Wertpapiers, bei dem die Verzinsung zustandsabhängig vom Marktzinsniveau abhängt (mit jeweils 33%iger Wahrscheinlichkeit 1.000 Euro p.a., 5.500 Euro p.a. oder 10.000 Euro p.a.), vorziehen würden. Alternativ konnten die Befragten auch angeben, dass sie zwischen beiden Anlagealternativen indifferent sind. Die Antworten dienen als Indikator für die Risikobereitschaft der Befragten, wobei die stärkste Risikoaversion durch die Wahl des festverzinslichen Wertpapiers und die höchste Risikobereitschaft durch die Wahl des variabel verzinslichen Wertpapiers widerspiegelt wird.

In Bezug auf die Anlagestrategie hatten die Befragungsteilnehmer analog zur 2013er Befragung die Bedeutung von vier unterschiedlichen Anlagezielen („Langfristige Vermögensbildung“, „Kurzfristige Gewinne“, „Schutz vor inflationsbedingten Vermögensverlusten“ und „Regelmäßiges Einkommen aus Dividenden/Verkauf“) jeweils auf einer fünfstufigen Likert-Skala (1 = sehr geringe; 5 = sehr hohe) einzuschätzen.

Abb. 3: Erfahrung von Privatanlegern mit der Aktienanlage



²⁶ Vgl. grundlegend Kogan / Wallach (1964) sowie Wärneryd (1996).

Mit Blick auf die Aktienanlageerfahrung zeigen die Ergebnisse (vgl. Abb. 3; Tab. A.5.16), dass sich bezogen auf die Aktionärsstruktur der Deutsche Post DHL Group seit der ersten Befragung in 2004 eine zunehmende Verschiebung in Richtung erfahrenerer Anleger vollzogen hat. Entsprechend ist ein Anstieg des arithmetischen Mittels (Medians) von 10,5 (7) Jahren in 2004 auf inzwischen 19,7 (20) Jahre zu beobachten. Ursächlich hierfür ist die deutliche Abnahme des Anteils derjenigen, die Aktien zwischen zehn und 20 Jahren halten, und die korrespondierende Zunahme in allen darüber liegenden Gruppen. Darüber hinaus ist auch die Verschiebung von der Gruppe derjenigen Anleger auffällig, die zum Befragungszeitpunkt Aktien weniger als 10 Jahre halten. Während der entsprechende Anteil in 2004 noch bei 61 % aller Befragungsteilnehmer lag, ist dieser stetig auf inzwischen nur noch 10 % (-51 Prozentpunkte) gesunken. Die zu beobachtende Entwicklung könnte darauf hindeuten, dass sich eine relative Verschiebung hin zu erfahreneren Anlegern an den Aktienmärkten ergeben hat.

Diese Einschätzung könnte sich auch in den Zahlen zur Diversifikation des Aktiendepots widerspiegeln (vgl. Abb. 4; Tab. A.5.18). Während sich die Zusammensetzung des Portfolios von 2004 auf 2008 kaum geändert hatte, ist der Anteil derjenigen, die Aktien von lediglich einer bis vier Gesellschaften im Depot halten, im Vergleich zur letzten Studie erneut deutlich von 35 % auf 20 % gefallen. Diese Abnahme um 15 Prozentpunkte verteilt sich konsequent auf diejenigen Anleger, die Aktien von mehr als neun verschiedenen Unternehmen im Portfolio halten. Auch ist diese Entwicklung dem Trend des arithmetischen Mittels sowie des Medians zu entnehmen, die seit 2004 stetig zugenommen haben. Gegenüber der letzten Studie sind diese Verteilungsparameter um 3,5 Aktien (arithmetisches Mittel) bzw. 4 Aktien (Median) angestiegen.

Abb. 4 : Diversifikation der Aktiendepots von Privatanlegern



Ebenfalls deutlich zugenommen hat der durchschnittliche Anteil des Vermögens (ohne selbstgenutzte Immobilien), den die Investoren in Aktien angelegt haben (vgl. Abb. 5; Tab. A.5.17). Ursächlich hierfür könnte insbesondere die aktuell andauernde Niedrigzinsphase sein, die dazu geführt hat, dass Anleger ihr Vermögen zunehmend aus risikolosen Anlagen in Aktien umgeschichtet haben. Diesbezüglich ist im Mittel ein deutlicher Anstieg um 7,6 Prozentpunkte von 27% auf 34% zu verzeichnen, wobei erstmalig im Vergleich zu den Vorgängerstudien auch der Median von bis dato konstant 20% auf nunmehr 30% angestiegen ist.

Abb. 5 : In Aktien investierter Vermögensanteil von Privatanlegern

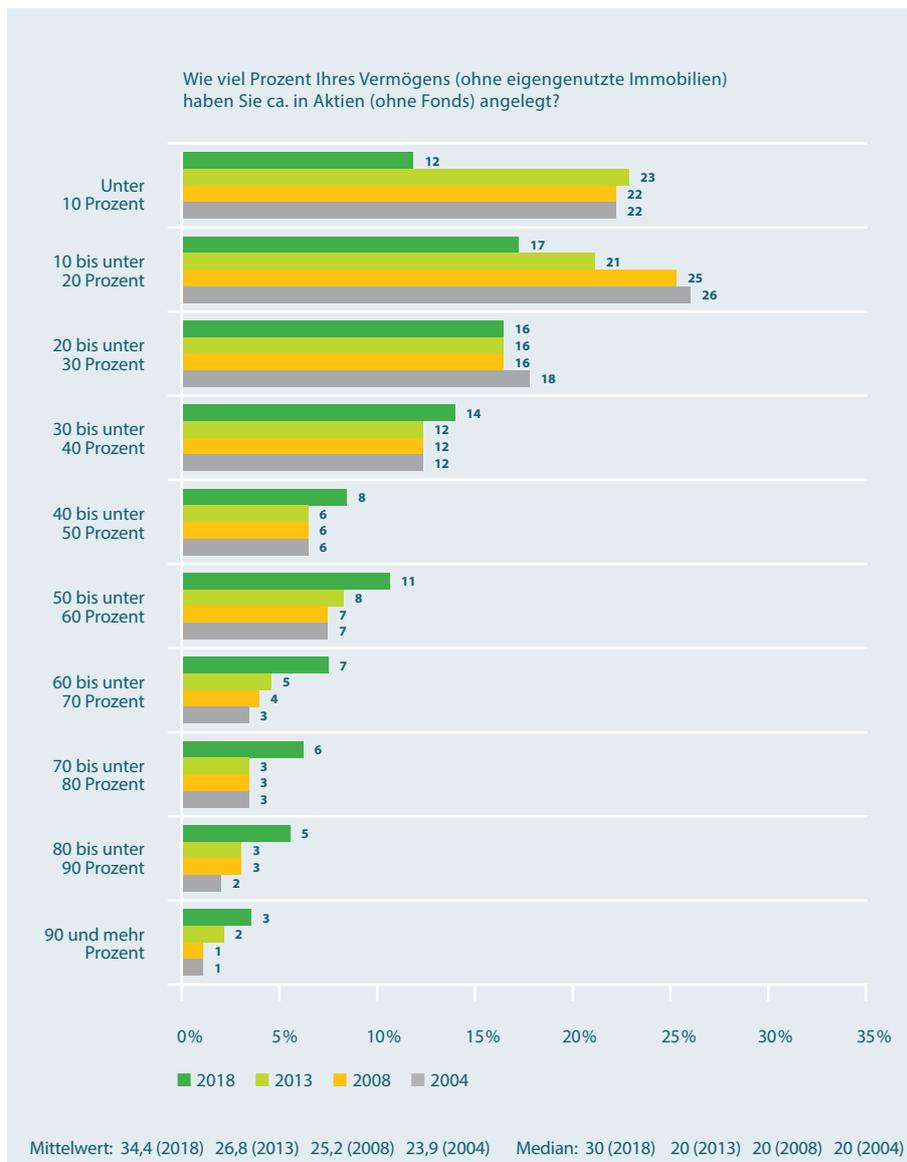
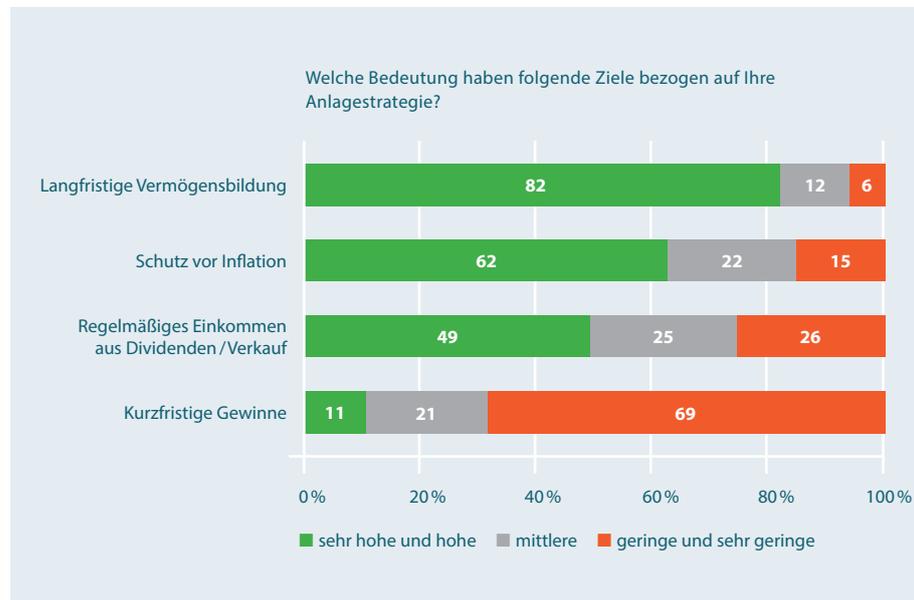


Abb. 6: Bedeutung von Anlagezielen für die Anlagestrategie von Privatanlegern



Die Ergebnisse zu der Frage, welche Bedeutung die vier oben bereits genannten Anlageziele bezogen auf die Anlagestrategie der Privatinvestoren haben, entsprechen denjenigen der 2013er Befragung. So geben 82 % (2013: 81 %) des gewichteten Rücklaufs an, dass für sie speziell der langfristige Vermögensaufbau eine hohe bzw. sehr hohe Bedeutung hat (vgl. Abb. 6; Tab. A.5.19). Hierzu korrespondierend bewerten 62 % (2013: 61 %) der Privatanleger auch den Inflationsschutz als (sehr) wichtiges Motiv ihrer Anlagestrategie.

Kurzfristige Gewinnmitnahmen stellen mit einem Anteil von 11 % analog zu den Ergebnissen der Vorgängerstudien (2013: 12 %; 2008: 4 %; 2004: 7 %) eine untergeordnete Zielsetzung dar. Resümierend stellt die langfristige Vermögensbildung nach wie vor das wichtigste Anlageziel der Privatinvestoren dar, während die Realisation von Spekulationsgewinnen für den deutlich überwiegenden Teil dieser Investorengruppe von nur untergeordneter Bedeutung ist.²⁷

Rund 41 % des gewichteten Rücklaufs würden eine sichere gegenüber einer unsicheren Geldanlage, deren Verzinsung im Vergleich zur risikolosen Anlagealternative höher ausfallen kann, vorziehen (vgl. Tab. A.5.20). Während sich 32 % des gewichteten Rücklaufs für die risikoreichere variable Verzinsung entscheiden würden, sind die verbleibenden 27 % indifferent zwischen den beiden unterschiedlichen Anlagealternativen. Hervorzuheben ist, dass die risikobehaftete Anlagealternative mit einem Anteil von 47 % speziell seitens der erfahrenen Anleger (PROFIS) bevorzugt wird. Es ist daher davon auszugehen, dass tendenziell diese Anlegergruppe bereit ist, höhere Risiken bei der Geldanlage einzugehen.

²⁷ In 2008 (2004) gaben 76 % (76 %) an, dass die langfristige Vermögensbildung am besten ihre Anlagestrategie beschreibt. Bezogen auf die Ziele des regelmäßigen Einkommens aus Dividenden/Veräußerungen betrug der Anteil für die Vorgängerstudien 44 % (2013), 20 % (2008) sowie 17 % (2004). Vgl. auch Ernst/Gassen/Pellens (2005), S. 18, Ernst/Gassen/Pellens (2009), S. 24, sowie Pellens/Schmidt (2013), S. 29.

13 % des gewichteten Rücklaufs sind oder waren Mitarbeiter der Deutsche Post DHL Group (vgl. Tab. A.5.21). Damit liegt dieser Anteil deutlich unter dem im Rahmen der NFO Infratest-Studie 2017 ermittelten Anteil von 26 % der Aktionäre, die (auch) Belegschaftsaktien halten. Bei den Vorläuferuntersuchungen belief sich der Anteil im gewichteten Rücklauf auf 15 % für 2013, 21 % für 2008 sowie 20 % für 2004. Die Gruppe der befragten Anleger, die über eine Ausbildung im wirtschaftlichen Bereich verfügen, liegt für den gewichteten Rücklauf bei 44 % und fällt damit gegenüber der 2013er Befragung um 14 Prozentpunkte höher aus (Anteile 2008: 27 %; 2004: 25 %) (vgl. Tab. A.5.22).

5 Ergebnisse der Privatanlegerbefragung

5.1 ANGEWANDTE AKTIONÄRSTYPOLOGIE

Um das Antwortverhalten der Privatanleger detaillierter analysieren zu können, werden anhand der demographischen Merkmale und Angaben zum Anlageverhalten sowie zur Anlageerfahrung wie bereits bei der 2013er Befragung vier nicht überschneidungsfreie Klassifikationsebenen mit jeweils zwei differenzierten Gruppen gebildet:²⁸

Klassifikationsmerkmal Expertise

- **Profis (PROFIS):** Anleger mit vergleichsweise großem Aktienengagement, fachrelevanter Ausbildung, abgeschlossenem Hochschulstudium / abgeschlossener Promotion und langjähriger Erfahrung (11 % des repräsentativen Rücklaufs).
- **Einsteiger (EINSTEIGER):** Anleger ohne längere Erfahrung mit wenigen Titeln im Portfolio, die aufgrund ihrer Ausbildung keine wirtschaftlichen Fachkenntnisse besitzen (keine einschlägige Ausbildung und keine Hochschulreife; 1,5 % des repräsentativen Rücklaufs).

Die verbleibenden 87,5 % – und damit die überwiegende Mehrheit – der Anleger sind weder als PROFIS noch als EINSTEIGER zu kategorisieren und bilden somit eine heterogene Residualgruppe, die nicht weiter differenziert untersucht wird.

Klassifikationsmerkmal Anlagephilosophie

- **Fundamentale Investoren (FUNDINV):** Anleger, die angeben, dass sie sich bei ihrer Investitionsentscheidung eher an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens orientieren (13 % des repräsentativen Rücklaufs).
- **Technische Investoren (TECHINV):** Anleger, die angeben, dass sie sich bei ihrer Investitionsentscheidung eher an der Kursentwicklung der Aktie orientieren (12 % des repräsentativen Rücklaufs).

Die verbleibenden 75 % der Privatanleger haben folglich entweder angegeben, dass sie ihre Investitionsentscheidungen nicht eigenständig treffen (9 %) oder dass sie sich sowohl an der wirtschaftlichen Entwicklung als auch an der Kursentwicklung orientieren (65 %).

Klassifikationsmerkmal Anlageziel

- **Value Investoren (VALUEINV):** Investoren, die angeben, dass ihr Anlageziel *vorrangig* im langfristigen Vermögensaufbau besteht (69 % des repräsentativen Rücklaufs).

²⁸ Vgl. zu den methodischen Details der Gruppenabgrenzungen Tab. 8.4.1 auf Seite 117.

- **Growth Investoren (GROWTHINV):** Investoren, die angeben, dass ihr Anlageziel *vorrangig* in der kurzfristigen Gewinnerzielung besteht (2 % des repräsentativen Rücklaufs).

Damit verbleiben 29% der Anleger des gewichteten Rücklaufs, die weder der kurzfristigen Gewinnerzielung noch dem langfristigen Vermögensaufbau eine primäre Bedeutung beimessen. Diese werden infolge der Heterogenität dieser Gruppe nicht weiter differenziert analysiert.

Klassifikationsmerkmal Risikobereitschaft

- **Risikoaverse Investoren (RISIKO[-]):** Investoren, die festverzinsliche Wertpapiere mit einer sicheren Verzinsung gegenüber variabel verzinslichen Wertpapieren mit unsicherer Verzinsung, die aber im Erwartungswert höher liegt, bevorzugen (41 % des repräsentativen Rücklaufs).
- **Risikofreudigere Investoren²⁹(RISIKO[+]):** Investoren, die variabel verzinsliche Wertpapiere mit unsicherer Verzinsung gegenüber festverzinslichen Wertpapieren mit einer sicheren Verzinsung, aber im Vergleich zu den unsicheren Zahlungsströmen geringeren Erwartungswert, bevorzugen (32 % des repräsentativen Rücklaufs).

Die verbleibenden 27 % geben in Abgrenzung zu den beiden differenzierten Gruppen Indifferenz zwischen den beiden Alternativen an. Angesichts der weniger eindeutigen Risikokategorisierung wird diese Gruppe daher nicht differenziert analysiert.

Neben den anhand der vier beschriebenen Klassifikationsmerkmale differenzierten Anlegergruppen werden zusätzlich zwei spezielle Anlegerklientele untersucht, von denen erwartet wird, dass sie sich systematisch von den sonstigen Aktionären unterscheiden:

- **Dividendenorientierte Investoren (DIVIDENDINV):** Diese Gruppe umfasst Investoren, die nicht erkennen lassen, dass sie bereit sind, mit ihrem Investment unternehmerisches Risiko zu übernehmen. Dies wird dadurch deutlich, dass sie quartalsweise gegenüber jährlichen Dividenden bevorzugen, eine starke Dividendenpräferenz besitzen und bereit sind, stimmrechtslose Aktien zu erwerben (12 % des repräsentativen Rücklaufs).³⁰
- **Misstrauische Investoren (MISSTINV):** Diese Gruppe umfasst Investoren, die eine äußerst hohe Gefahr darin sehen, dass sich andere Unternehmensbeteiligte auf ihre Kosten bereichern. Nur diejenigen Investoren, die die Bereicherungsgefahr für alle angeführten Stakeholder-Gruppen (Unternehmensleitung, Mehrheitsaktionäre, sonstige Großaktionäre und Banken) als sehr groß erachten, werden in diese Gruppe aufgenommen (4 % des repräsentativen Rücklaufs).

Zudem werden zuletzt als Gruppe SPÄT die nach dem 30.04.2018 eingegangenen Fragebögen erfasst (2 % des repräsentativen Rücklaufs). Da Späteinsendern im Rahmen der Rücklaufanalyse regelmäßig unterstellt wird, in ihrem Beantwortungsverhalten Nicht-Antwortern ähnlich zu sein, können aus der Analyse dieser Gruppe Anhaltspunkte für nicht eliminierte Rücklaufverzerrungen gewonnen werden.

²⁹ Hinsichtlich des hier gewählten Begriffs „risikofreudigere Investoren“ ist zu beachten, dass dieser im vorliegenden Fall nicht mit der theoretischen Definition gleichzusetzen ist, nach der das persönliche Sicherheitsäquivalent eines „risikofreudigen Investors“ größer ist als der Erwartungswert eines unsicheren Zahlungsstroms (vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 292-293). Diese Risikoeinstellung lässt sich konzeptionell nicht aus Frage 20 des Fragebogens ableiten.

³⁰ Im Rahmen der Studien aus 2004 und 2008 wurde diese Gruppe noch als „risikoaverse Investoren“ (RAVERSINV) bezeichnet. Da die Risikoeinstellung der Investoren seit 2013 aber gesondert untersucht wird, wurde die Bezeichnung angepasst.

Die nachfolgenden Ergebnisse werden für die drei Forschungsgebiete *Informationsverhalten*, *Dividendenpräferenz* und *Einstellung zum Stimmrecht* separat dargestellt. An denjenigen Stellen, an denen Auffälligkeiten im Antwortverhalten der hier differenzierten Aktionärsgruppen bestehen, wird jeweils auf entsprechende Unterschiede hingewiesen.

5.2 INFORMATIONSVERHALTEN

5.2.1 Orientierungspunkte der Anlageentscheidung

Wie auch bei den vorangegangenen Befragungen orientiert sich die Mehrheit der deutschen Privataktionäre bei ihrer Anlageentscheidung sowohl an der wirtschaftlichen Unternehmensentwicklung als auch – technisch motiviert – an historischen Kursverläufen (vgl. Abb. 7; Tab. A.5.1).

Abb. 7: Orientierung von Privatanlegern an fundamentalen bzw. technischen Daten



Bei differenzierter Analyse der Privatanlegergruppen fällt auf, dass sich am ehesten EINSTEIGER (22%) und Aktionäre mit dem Ziel der kurzfristigen Gewinnerzielung (GROWTHIN, hier 24%) an der historischen Kursentwicklung orientieren. Im Gesamtbild scheint die technische Aktienanalyse analog zur letzten Anlegerbefragung an Bedeutung verloren zu haben, was sich in einer Abnahme um vier Prozentpunkte gegenüber 2013 widerspiegelt. Diese Entwicklung ist – mit einer Ausnahme – über alle der vorab differenzierten Investorengruppen zu beobachten. Einzig bei den EINSTEIGERN gibt es einen Bedeutungsanstieg der technischen Aktienanalyse, wobei dies potenziell auch darauf zurückzuführen sein könnte, dass im Gegensatz zu den vorangegangenen Studien deutlich weniger EINSTEIGER ihre Anlageentscheidung an Dritte delegieren. So gaben 2013 21% dieser Anlegergruppe an, ihre Anlageentscheidung nicht selbst zu treffen, während dies bei der aktuellen Befragung nur noch auf 7% zutrifft. Diese Entwicklung ist umso bemerkenswerter, als der Anteil der Aktionäre, welche die Kompetenz über die Anlageentscheidung an Dritte

abtreten, für den gewichteten Rücklauf auf einem nahezu konstanten Niveau (9%) geblieben ist. Der Anteil derjenigen, die sich bei ihrer Investitionsentscheidung primär an der wirtschaftlichen Entwicklung und damit an Fundamentaldaten orientieren, ist mit 13% um einen Prozentpunkt gegenüber 2013 gesunken. Während diese Vorgehensweise in den letztmaligen Untersuchungen am weitesten bei den PROFIS verbreitet war, orientiert sich nun die Gruppe der EINSTEIGER mit einem Anteil von 25% am häufigsten an der wirtschaftlichen Entwicklung. Dies ist damit zu begründen, dass die PROFIS sowohl Fundamentaldaten als auch historische Kursentwicklungen stärker bei ihrer Anlageentscheidung berücksichtigen (73%) als die EINSTEIGER (46%; vgl. Tab. A.5.1).

5.2.2 Bedeutung verschiedener Informationsquellen für die Anlageentscheidung

Die Presse ist nach wie vor über alle Privatanlegergruppen hinweg die prominenteste Informationsquelle (vgl. Tab. A.5.2). Dies gilt sowohl hinsichtlich ihrer generellen „Bedeutung“ (vgl. Abb. 8) als auch für die Bereiche „Aktualität“ (vgl. Abb. 9) und „Verständlichkeit“ (vgl. Abb. 10). Jedoch ist bei allen Anlegergruppen ein teilweise erheblicher Rückgang hinsichtlich der Relevanz sämtlicher Informationsquellen gegenüber den Vorgängerstudien festzustellen (vgl. Tab. A.5.2).

Abb. 8: Bedeutung verschiedener Informationsquellen für Privatanleger



Der Geschäftsbericht – mit dem Konzernabschluss als zentralem reguliertem Bestandteil der unternehmerischen Regelpublizität – wird im Vergleich zur Presse weiterhin als weniger bedeutend und vor allem als weniger verständlich angesehen. Lediglich dessen „Vertrauenswürdigkeit“ wird im Vergleich zu den anderen Informationskanälen erstmalig als am höchsten eingestuft (vgl. Abb. 11). Während bei der letztmaligen Befragung die wahrgenommene Bedeutung des Geschäftsberichts erheblich zugenommen hatte, ist der Anteil derjenigen, die diesem eine hohe bzw. sehr hohe Bedeutung beimessen, in der aktuellen Studie um ca. acht Prozentpunkte gesunken. Diese Negativentwicklung zeigt sich besonders bei der Anlegergruppe der technisch orientierten Aktionäre (TECHINV), bei der ein Rückgang um knapp zehn Prozentpunkte festzustellen ist. Weiterhin fällt auf, dass nach wie vor die EINSTEIGER den Geschäftsbericht für erheblich bedeutender halten als die PROFIS (62 % vs. 44 %; vgl. Tab. A.5.2).

Abb. 9: Aktualität verschiedener Informationsquellen für Privatanleger

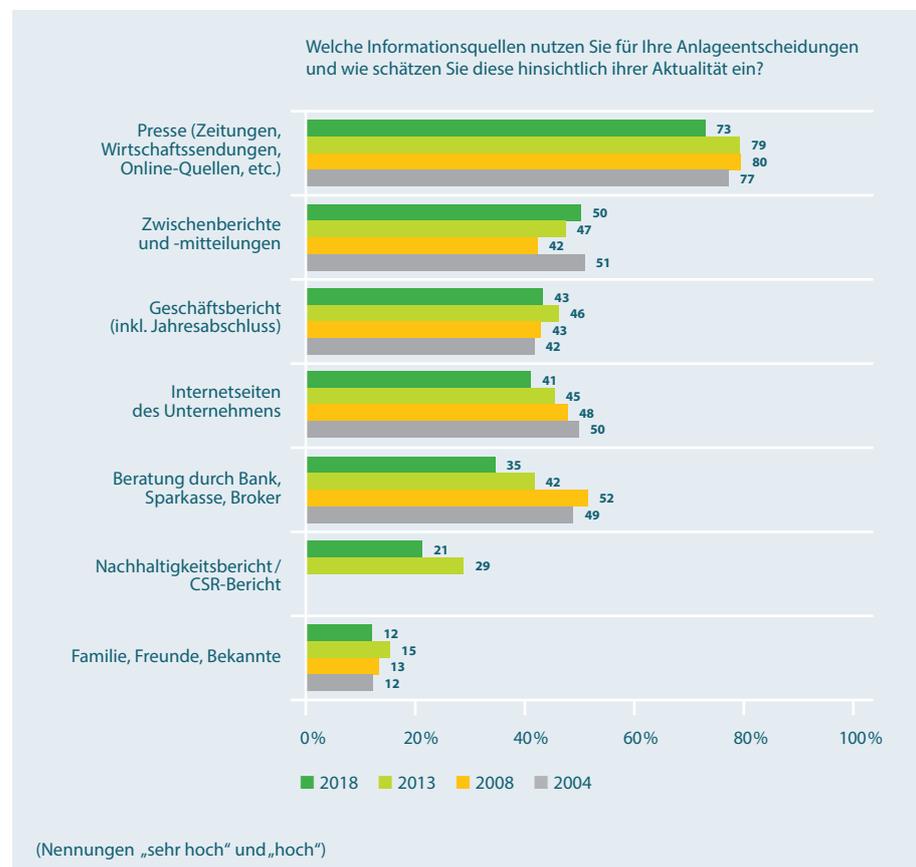


Abb. 10: Verständlichkeit verschiedener Informationsquellen für Privatanleger

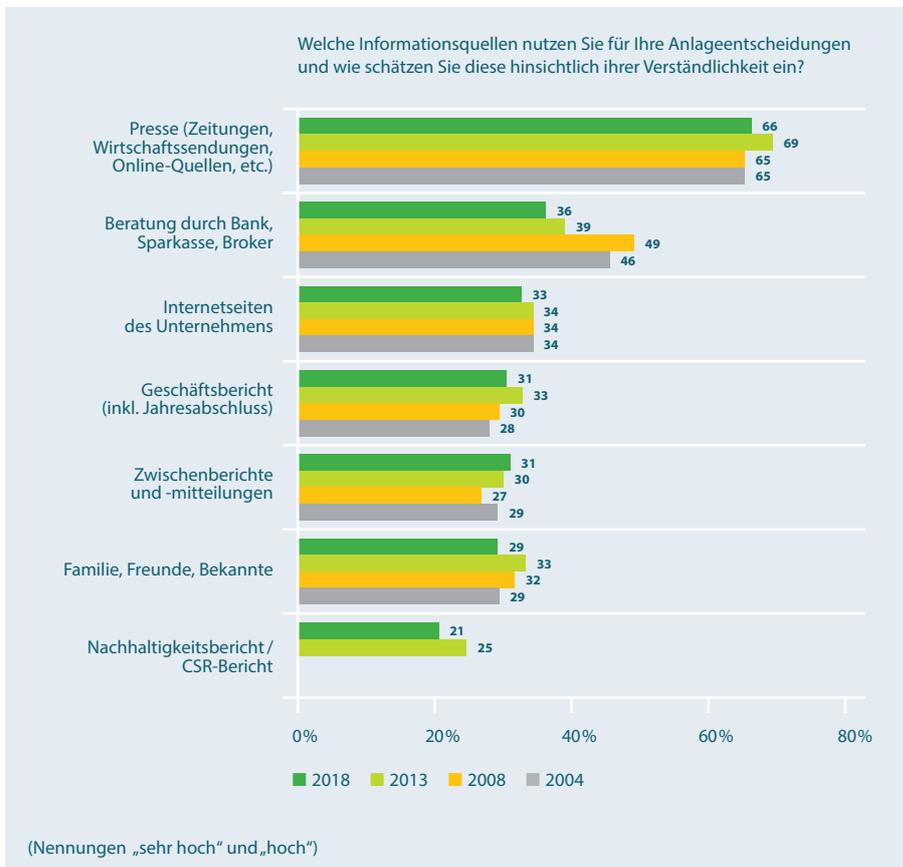
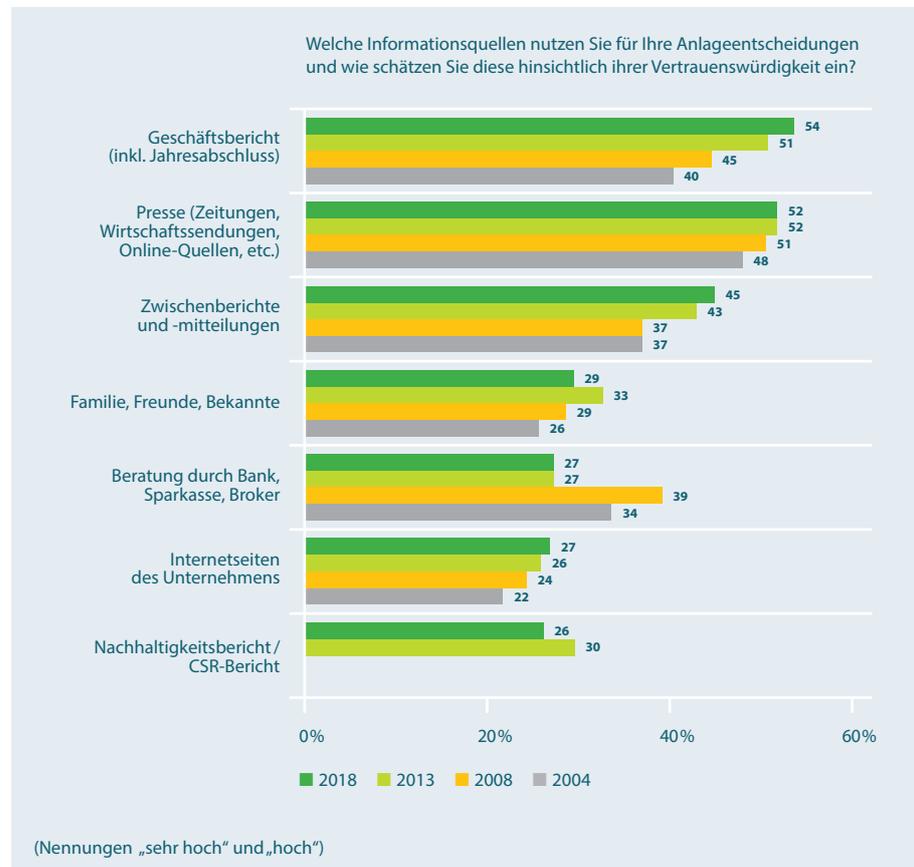


Abb. 11: Vertrauenswürdigkeit verschiedener Informationsquellen für Privatanleger



Analog zum Bedeutungsrückgang wird der Geschäftsbericht von den Befragten ebenfalls als weniger aktuell und weniger verständlich beurteilt. Im Vergleich zu 2013 ist der Anteil derjenigen, die dem Berichtswerk eine (sehr) hohe Aktualität bzw. Verständlichkeit beimessen, leicht um rund drei bzw. zwei Prozentpunkte gesunken. Damit nimmt nun im Durchschnitt weniger als ein Drittel der befragten Privataktionäre den Geschäftsbericht als verständliche Informationsquelle wahr. Interessanterweise ist demgegenüber die Glaubwürdigkeit des Berichtswerks leicht um drei Prozentpunkte gestiegen.

Nach wie vor schenken vor allem die EINSTEIGER dem Geschäftsbericht ein verstärktes Vertrauen. So ist der Anteil derer, welche die Vertrauenswürdigkeit des Berichtswerks als (sehr) hoch beurteilen, in dieser Anlegergruppe von 60% auf 72% gestiegen. Auch wenn bei den PROFIS der entsprechende Anteil ebenfalls gestiegen ist, fällt das Wachstum hier mit nur zwei Prozentpunkten auf 56% deutlich geringer aus. Diese Entwicklungen könnten darauf zurückzuführen sein, dass die großen, gehäuft vor 2004 aufgetretenen Bilanzskandale zunehmend aus dem Bewusstsein der Kapitalmarktteilnehmer verschwunden sind. Darüber hinaus könnte diese Entwicklung aber auch als Anzeichen dafür interpretiert werden, dass die zuletzt auf europäischer und nationaler Ebene ergriffenen regulatorischen Maßnahmen zur Stärkung des Anlegervertrauens in die Berichterstattung ihre gewünschte Wirkung entfalten.

Was die grundsätzliche Bedeutung anbelangt, schnitt die Zwischenberichterstattung (Quartals- und Halbjahresfinanzberichte) im Vergleich zum Geschäftsbericht bereits bei

den vorangegangenen Aktionärsbefragungen schlechter ab, wobei die absolute Differenz in der Bedeutung von Geschäftsbericht und Zwischenmitteilung von knapp zwölf Prozentpunkten im Jahr 2013 auf nunmehr acht Prozentpunkte gesunken ist. Die Zwischenberichterstattung hat über fast alle Anlegergruppen hinweg gegenüber der 2013er Befragung an Bedeutung verloren. Insgesamt ist hierbei ein Rückgang des Anteils derjenigen, die die Bedeutung von Zwischenberichten/-mitteilungen als (sehr) hoch erachten, um rund vier Prozentpunkte auf 37% zu verzeichnen. Selbst die Gruppe der EINSTEIGER, die in der letzten Befragung noch einen erheblichen Bedeutungszuwachs verzeichnete, misst dem/der Zwischenbericht/-mitteilung deutlich weniger Bedeutung bei (2018: 43%; 2013: 50%). Eine mögliche Ursache für diese Entwicklungen könnte in der gesetzlichen Änderung zur Zwischenberichterstattung gesehen werden. So sind Unternehmen, die im Prime Standard notiert sind, seit Ende November 2015 nicht mehr dazu verpflichtet, Quartalsberichte für das erste und dritte Quartal eines Geschäftsjahres zu publizieren. Stattdessen wurde die Mindestpflicht zur Erstellung einer sog. Quartalsmitteilung, die deutlich geringeren Transparenzanforderungen genügen muss, eingeführt. Für Unternehmen des General Standard wurde die Pflicht einer quartalsweisen Berichterstattung sogar vollständig abgeschafft. Vor diesem Hintergrund ist nicht auszuschließen, dass die Bedeutung, die die Anteilseigner der Zwischenmitteilung beimessen, im Vergleich zu derjenigen eines vollständigen Quartalsfinanzberichts geringer ausfällt.

Im Gegensatz zur Entwicklung der „Bedeutung“ der Zwischenberichterstattung/-mitteilung ist festzustellen, dass deren Aktualität, Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit geringfügig höher ausfallen (siehe Abb. 9, 10 und 11). Hierdurch wird die Zwischenmitteilung im Vergleich zum Geschäftsbericht erneut als aktueller und nunmehr als gleichermaßen verständlich eingestuft. Lediglich bei der Vertrauenswürdigkeit rangiert der Geschäftsbericht wie auch in den Vorjahren vor dem/der Zwischenbericht/-mitteilung, was möglicherweise darauf zurückzuführen sein könnte, dass Zwischenberichte keiner Prüfungspflicht durch den Abschlussprüfer unterliegen und de facto überwiegend auch keiner freiwilligen Prüfung unterzogen werden,³¹ während Jahres- bzw. Konzernabschlüsse einer gesetzlichen Prüfungspflicht unterliegen.

Die Bedeutung der Beratung durch Finanzinstitute bzw. Broker hat mit einer Minderung um rund sechs Prozentpunkte im Vergleich zur 2013er Befragung abgenommen. Damit hat sich der Anteil derjenigen, welche die Auskunft von Finanzintermediären als (sehr) bedeutsam ansehen, innerhalb der letzten zehn Jahre mit einer Abnahme um 16 Prozentpunkte (von rund 40% auf 24%) inzwischen fast halbiert. Parallel hierzu ist der Anteil der Privatanleger, die die Aktualität und die Verständlichkeit der Beratung durch Finanzinstitute bzw. Broker als (sehr) hoch einstufen, im Durchschnitt um sieben und drei Prozentpunkte gesunken. Dabei wird der Rückgang bei den einzelnen Beurteilungskriterien maßgeblich durch die Gruppen der EINSTEIGER sowie der dividendenorientierten Investoren (DIVIDENDINV) geprägt. Einzig die Glaubwürdigkeit der Finanzintermediäre stagniert auf einem konstanten Niveau. Zusammenfassend spiegeln diese Ergebnisse wider, dass sich die Finanzbranche bisher nicht von ihrem insbesondere aus der Finanzkrise stammenden Reputationsverlust erholt hat. Dies verwundert indes nur wenig, wenn bedacht wird, dass das Image des Bankensektors auch in den letzten Jahren aufgrund mehrerer Skandale einzelner Institute sowie der hiermit verbundenen Negativpresse – z.B. im Zusammenhang mit Cum-Ex-Geschäften, Zinsmanipulationen sowie Handels- und Geldwäschegegeschäften – erneut gelitten haben dürfte. Darüber hinaus könnte sich hier aber auch die zunehmende Regulierung im Bereich des Verbraucherschutzes negativ ausgewirkt haben,

³¹ Vgl. Gluch/Muschallik/Schmidt (2019), S. 192.

die deutliche Einschränkungen des Umfangs der Bankberatung nach sich gezogen haben dürfte. Auch die wachsende Bedeutung des Online-Banking spielt vermutlich eine Rolle.

Die Bedeutung von Familie, Freunden und Bekannten als Informationsquelle für Anlageentscheidungen wird nach wie vor als am geringsten eingeschätzt. Ein diesbezüglicher Bedeutungsverlust des sozialen Umfelds ist hierbei auch bei der Gruppe der EINSTEIGER, die dieser Informationsquelle in den vergangenen Befragungen regelmäßig noch die im Gruppenvergleich größte Bedeutung beigemessen hatten, zu erkennen. So wird letztere nur noch von 20 % der EINSTEIGER als (sehr) hoch bewertet (-5 Prozentpunkte). Der Anteil derjenigen, welche die Aktualität, Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit des sozialen Umfelds als (sehr) hoch beurteilen, ist im Durchschnitt um drei bis vier Prozentpunkte gesunken. Der größte Vertrauensverlust zeigt sich mit einem Rückgang um 13 Prozentpunkte bei der Gruppe der EINSTEIGER, von denen nur noch 23 % die Glaubwürdigkeit als (sehr) hoch einschätzen, so dass dieser Anteil erstmalig unter demjenigen der PROFIS (30 %) liegt.

Analog zu den Entwicklungen der anderen Informationsquellen messen Privatanleger der Internetseite des Unternehmens weniger Bedeutung und Aktualität bei. So ist der Anteil derjenigen, welche die Bedeutung bzw. Aktualität der Homepage als (sehr) hoch einschätzen, um fünf bzw. vier Prozentpunkte gesunken. Mit Blick auf die verschiedenen Anlegergruppen unterscheiden sich die Veränderungen zwischen den PROFIS und den EINSTEIGERN im Vergleich zur letztmaligen Befragung grundlegend: Während beispielsweise derjenige Anteil erstgenannter, die den Internetseiten von Unternehmen eine (sehr) hohe Bedeutung beimessen, um zehn Prozentpunkte gefallen ist, stieg der entsprechende Anteil in der Gruppe der EINSTEIGER um drei Prozentpunkte. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch bei der Beurteilung der Aktualität. So bescheinigen 44 % (2013: 51 %) der PROFIS der Unternehmenshomepage eine (sehr) hohe Aktualität (-7 Prozentpunkte), während der korrespondierende Anteil aufseiten der EINSTEIGER um 12 Prozentpunkte auf nunmehr 55 % gestiegen ist. Darüber hinaus bleiben die Einschätzungen zur Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit der Homepage des Unternehmens im Durchschnitt auf einem nahezu konstanten Niveau.

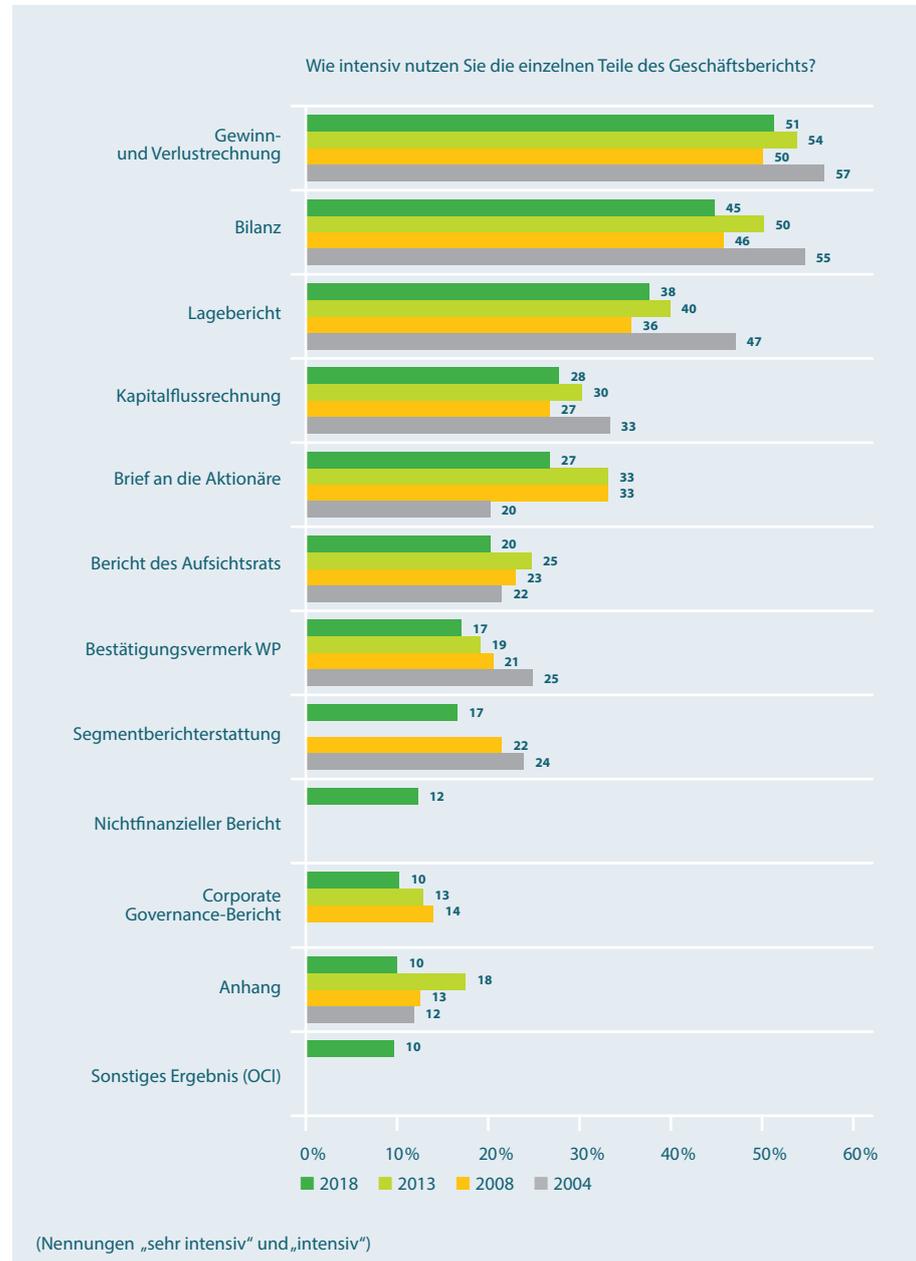
Interessant ist, dass die Bedeutung und Aktualität des Nachhaltigkeitsberichts bzw. des CSR-Reports – trotz der intensiven öffentlichen Diskussion über CSR-Themen der letzten Jahre – im Hinblick auf die Anlageentscheidung von Privatanlegern abgenommen haben. So ist der Anteil derjenigen, die dem Nachhaltigkeitsbericht eine (sehr) hohe Bedeutung bzw. Aktualität beimessen, im Durchschnitt um jeweils acht Prozentpunkte auf 19 % bzw. 21 % gesunken. Ganz erheblich zeigt sich diese negative Veränderung bei der Gruppe der EINSTEIGER, bei denen die Bedeutung gegenüber 2013 um 14 Prozentpunkte und die Aktualität sogar um 18 Prozentpunkte abgenommen haben. Auch die Bewertung der Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit des Nachhaltigkeitsberichts fällt mit drei bis vier Prozentpunkten gegenüber der letztmaligen Befragung schlechter aus.

Zusammenfassend zeigt sich, dass der Nachhaltigkeitsbericht bzw. CSR-Report seitens der Privatanleger im Kontext ihrer Anlageentscheidungen kaum wahrgenommen wird. Die zu beobachtende gesunkene Relevanz ist insbesondere vor dem Hintergrund der nach wie vor anhaltenden medialen Diskussionen hinsichtlich der Veröffentlichung von sozio-ökologischen Aspekten der Geschäftstätigkeit überraschend. Auch sind in den letzten Jahren nachhaltigkeitsorientierte Kapitalanlagen zunehmend in den Fokus der Öffentlichkeit gerückt. Diese Entwicklungen spiegeln sich jedoch nur bedingt in den Ergebnissen der aktuellen Aktionärsbefragung wider.

5.2.3 Nutzungsintensität der einzelnen Bestandteile des Geschäftsberichts

In Bezug auf die Nutzungsintensität der einzelnen Teile des Geschäftsberichts sticht ins Auge, dass – konsistent mit seinem allgemeinen Bedeutungsverlust (Abb. 8) – auch sämtliche Geschäftsberichtsbestandteile weniger intensiv durch Privatanleger genutzt werden (vgl. Abb. 12; Tab. A.5.3). Hiervon ausgehend korrespondieren die Ergebnisse allerdings weitgehend mit denjenigen der 2013er Untersuchung. So präferieren Privatanleger nach wie vor die „klassischen“ Rechenwerke Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), wobei beide Berichtswerke gegenüber 2013 einen leichten Bedeutungsrückgang zu verzeichnen haben. Am intensivsten wird weiterhin die GuV genutzt, wobei deren Nutzungsintensität im Vergleich zu den Ergebnissen der Vorgängerbefragung um zwei Prozentpunkte zurückgegangen ist. Im Unterschied dazu bildet das sog. „Sonstige Ergebnis“ (Other Comprehensive Income, OCI), dessen Relevanz erstmalig untersucht wurde, den aus Sicht der Privatanleger unbedeutendsten Geschäftsberichtsbestandteil. Lediglich 10% der Anteilseigner geben an, das Sonstige Ergebnis intensiv oder sehr intensiv im Rahmen ihrer Anlageentscheidung zu berücksichtigen. Zentrales Problem dieses Ergebnisbestandteils ist hierbei ein bislang fehlendes Erfolgsspaltungskonzept, nach dem konsistent abgegrenzt werden könnte, ob ein Aufwand oder Ertrag in der Gewinn- oder Verlustrechnung oder im „Sonstigen Ergebnis“ auszuweisen wäre. Vielmehr basiert diese Zuordnung derzeit auf rein kasuistischen IFRS-Regelungen, die das IASB fallweise nach eigenem Gutdünken festlegt hat. Angesichts der Tatsache, dass diesem Bestandteil der IFRS-Gesamtergebnisrechnung eine konzeptionelle Zuordnungsregel fehlt und vielen Investoren daher nicht klar ist, wie die im Sonstigen Ergebnis erfassten Aufwendungen und Erträge zu interpretieren sind, ist es kaum verwunderlich, dass sich Investoren nach wie vor auf das ihnen traditionell bekannte GuV-Ergebnis fokussieren.

Abb. 12: Nutzungsintensität verschiedener Bestandteile des Geschäftsberichts durch Privatanleger



Wie die GuV hat auch die Bilanz als zweitwichtigstes Rechenwerk an Bedeutung eingebüßt (-7 Prozentpunkte). Dieser Bedeutungsverlust liegt bezogen auf die differenzierten Privatanlegergruppen, die diese Rechenwerke nicht mehr (sehr) intensiv nutzen, jeweils zwischen einem und zehn Prozentpunkten. Da die Abnahme der Nutzungsintensität bei den PROFIS mit acht Prozentpunkten im Vergleich zu den EINSTEIGERN deutlich stärker ausfällt, nutzen letztere die Bilanz im Durchschnitt erstmalig intensiver als die PROFIS (52 % vs. 48 %). Inwieweit die dargestellte Entwicklung auf die weiterhin zunehmende Komplexität der IFRS-Rechnungslegung zurückzuführen sein könnte, muss hier offen bleiben. Sie

korrespondiert allerdings mit dem in Abb. 8 zu beobachtenden Bedeutungsverlust des Geschäftsberichts (inkl. Jahresabschluss) insgesamt.

Weiterhin ist ernüchternd, dass mit einem – um zwei Prozentpunkte leicht rückgängigen – Anteil von 28 % weniger als ein Drittel der Privatanleger die international sehr beachtete Kapitalflussrechnung nutzt. Vergleicht man die Ergebnisse der PROFIS und der EINSTEIGER miteinander, so fällt auf, dass sich die Nutzungsintensität der beiden Gruppen weitgehend angeglichen hat. Im Kontrast hierzu stehen die Ergebnisse der vorhergehenden Befragungsstudien, denen zufolge die Kapitalflussrechnung deutlich intensiver von den PROFIS genutzt wurde.

Auch die Nutzungsintensität der Segmentberichterstattung fällt im Vergleich zu Bilanz und GuV deutlich geringer aus. Analog zu den Kernrechenwerken ist auch hier ein entsprechender Rückgang über nahezu alle Anlegergruppen zu verzeichnen. Da die Segmentberichterstattung im Rahmen der letztmaligen Untersuchung keinen eigenständig zu beurteilenden Geschäftsberichtsbestandteil bildete, werden hier den aktuellen Ergebnissen diejenigen der 2008er Untersuchung gegenübergestellt. Im Durchschnitt ist der Anteil derjenigen, welche die Segmentberichterstattung (sehr) intensiv nutzen, hiervon ausgehend in den letzten zehn Jahren um rund fünf Prozentpunkte auf 17 % gefallen. Wie bereits 2008 festgestellt wurde, nutzen PROFIS diesen Geschäftsberichtsbestandteil intensiver als die EINSTEIGER (24 % vs. 17 %).

Knapp vor der Bedeutung der Segmentberichterstattung rangiert der Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers mit einem Anteil (sehr) intensiver Nutzer von insgesamt 17 % (2013: 19 %). Dabei zeigt sich der Rückgang der Nutzungsintensität über fast alle Investorengruppen hinweg, wobei mit einer negativen Veränderung um elf Prozentpunkte der stärkste Rückgang bei der Gruppe der EINSTEIGER zu verzeichnen ist. Somit geben nur noch 9 % dieser Anlegergruppe an, den Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers (sehr) intensiv zu lesen. Demgegenüber liegt der Anteil (sehr) intensiver Nutzer in der Gruppe der PROFIS bei 14 % (2013: 17 %). Der zu beobachtende Bedeutungsverlust ist insbesondere vor dem Hintergrund des deutlich erweiterten Inhalts des Bestätigungsvermerks zu würdigen. So hat der Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers bei Unternehmen von öffentlichem Interesse neuerdings zusätzliche Informationen über besonders wichtige Prüfungssachverhalte (sog. Key Audit Matters) zu enthalten. Hierdurch sollen die Qualität der Abschlussprüfung erhöht und für den Kapitalmarkt relevante Informationen veröffentlicht werden. Die aktuellen Ergebnisse zeigen jedoch, dass Privatanleger dem Bestätigungsvermerk trotz der neuen Offenlegungsregelungen zunehmend weniger Bedeutung für ihre Anlageentscheidung beimessen. Vermutlich haben hierbei viele die signifikanten Änderungen in der Berichterstattung des Abschlussprüfers noch gar nicht antizipiert und gehen weiterhin von einem wenig informativen Formeltestat aus, dem kaum für die Anlageentscheidung relevante Informationen zu entnehmen sind; zumindest solange dieses nicht eingeschränkt oder dessen Erteilung sogar verweigert wird.

Der durchschnittliche Bedeutungsrückgang des Lageberichts beträgt zwei Prozentpunkte. Mit einem Anteil (sehr) intensiver Nutzer von 38 % rangiert dieser in der Reihenfolge der meistgenutzten Geschäftsberichtsbestandteile damit weiterhin hinter der GuV und der Bilanz, aber deutlich vor der Kapitalflussrechnung, auf dem dritten Rang. Werden die differenzierten Privatanlegergruppen betrachtet, fällt auf, dass der Lagebericht nach wie vor von der Gruppe der PROFIS am intensivsten genutzt wird, wobei der korrespondierende Anteil der (sehr) intensiven Nutzer gegenüber 2013 um rund neun Prozentpunkte auf 44 % gesunken ist.

In der aktuellen Untersuchung wurden die Teilnehmer erstmalig zur Nutzungsintensität des nichtfinanziellen Berichts befragt.³² Mit einem Anteil (sehr) intensiver Nutzer von 12 % scheint dieser bei der Anlageentscheidung der Privatinvestoren jedoch eine stark untergeordnete Rolle zu spielen. Während 14 % der PROFIS den nichtfinanziellen Bericht (sehr) intensiv lesen, liegt der Anteil bei der Gruppe der EINSTEIGER bei nur 8 %. Knapp ein Drittel aller Befragten gibt an, den nichtfinanziellen Bericht im Rahmen ihrer Investitionsentscheidung nicht zu berücksichtigen. Die geringe Nutzungsintensität des nichtfinanziellen Berichts ist insbesondere vor dem Hintergrund der aus der sog. „CSR-Richtlinie“ resultierenden Neuerungen in der Nachhaltigkeitsberichterstattung interessant: Einerseits ist es möglich, dass die Privatanleger aufgrund der Tatsache, dass die neuen Regelungen erst seit 2017 verpflichtend anzuwenden sind und darüber hinaus drei unterschiedliche Berichtsformate existieren, mit dieser neuen Berichtsform noch nicht hinreichend vertraut sind. Andererseits könnten die Investoren – wie die aktuell geführte „Information Overload“-Debatte verdeutlicht – durch die stetig zunehmende Informationsflut überfordert sein.

Während in der 2008er und der 2013er Untersuchung der Brief an die Aktionäre intensiver als die Kapitalflussrechnung genutzt wurde, liegt er bei der diesjährigen Befragung leicht abgeschlagen auf dem fünften Rang. Hierfür verantwortlich ist der signifikante Rückgang des Anteils derjenigen, welche den Brief an die Aktionäre (sehr) intensiv nutzen, um sieben Prozentpunkte auf 26 %. Der größte Bedeutungsrückgang ist mit zehn Prozentpunkten bei den Profis festzustellen. Dem steht ein Anstieg in der Gruppe der EINSTEIGER um 16 Prozentpunkte auf 45 % gegenüber, so dass dieser Wert erstmalig deutlich über demjenigen der PROFIS (22 %) liegt.

Zu den Geschäftsberichtsbestandteilen, die von EINSTEIGERN intensiver genutzt werden als von PROFIS, zählt weiterhin der Bericht des Aufsichtsrats. Während dieser nur von 15 % (-6 Prozentpunkte gegenüber 2013) der Profis (sehr) intensiv gelesen wird, fällt der entsprechende Anteil bei den EINSTEIGERN mit 33 % gegenüber 2013 um neun Prozentpunkte höher aus. Offenbar spricht der verdichtende Charakter sowohl des Briefs an die Aktionäre als auch des Berichts des Aufsichtsrats vor allem EINSTEIGER an.

Angesichts der dem Grunde nach zentralen Bedeutung, die dem Anhang zum besseren Verständnis der Rechenwerke zukommt, erscheint es nach wie vor bedenklich, dass diesen nur 10 % der Privatanleger (sehr) intensiv nutzen (-7 Prozentpunkte). Der zu beobachtende Bedeutungsverlust könnte hierbei darauf zurückzuführen sein, dass die Segmentberichterstattung in der 2013er Untersuchung erstmalig als impliziter Anhangbestandteil aufgeführt wurde. Werden die aktuellen Befragungsergebnisse mit denjenigen der 2004er sowie 2008er Befragungen verglichen, bleibt die Bedeutung des Anhangs auf nahezu konstantem Niveau. Auffällig ist nach wie vor die sehr geringe Anhangsnutzung durch die EINSTEIGER, deren (sehr) intensiver Nutzeranteil auf inzwischen nur noch 4 % gefallen ist. Gleichzeitig geben 48 % dieser Investorengruppe an, die Anhangangaben gar nicht bei ihrer Anlageentscheidung zu berücksichtigen. Eine mögliche Ursache hierfür kann darin gesehen werden, dass der Anhang aufgrund seiner enormen Komplexität speziell für weniger versierte Aktionäre kaum nachvollziehbar und insoweit nicht verwertbar ist.

³² Die Befragung geht implizit davon aus, dass unter dem nichtfinanziellen Bericht auch die alternativ im Lagebericht offenzulegende nichtfinanzielle Erklärung zu subsumieren ist. Eine solche nichtfinanzielle Erklärung kann wiederum als gesonderter Abschnitt oder vollständig integriert, d.h. an verschiedenen Stellen, innerhalb des Lageberichts offengelegt werden. Da der Lagebericht vorliegend als eigenständiges Berichtsinstrument abgefragt wird, wurde darauf verzichtet, die Privatanleger zusätzlich nach einer im Lagebericht enthaltenen nichtfinanziellen Erklärung zu befragen. Stattdessen wurde begrifflich auf den gesonderten nichtfinanziellen Bericht abgestellt.

Mit einem Anteil von 10 % wird dem Corporate Governance-Bericht die gleiche Bedeutung wie dem Anhang zuteil. Damit ist die Nutzungsintensität dieses Berichtsbestandteils gegenüber der 2013er Untersuchung im Durchschnitt um drei Prozentpunkte gesunken. Der stärkste Bedeutungsrückgang zeigt sich bei der Gruppe der **EINSTEIGER**, bei denen der Anteil um sieben Prozentpunkte auf 8 % gesunken ist. Das bei allen Anlegergruppen sehr schwach ausgeprägte Interesse an dem Corporate Governance-Bericht lässt sich letztlich wohl damit begründen, dass Fragen der Corporate Governance bei Anlageentscheidungen von Privatinvestoren im Regelfall nur eine sehr untergeordnete Rolle spielen.

Die Untersuchung des Antwortverhaltens der restlichen Anlegergruppen bestätigt weitgehend die Ergebnisse der drei Vorgängerstudien. So geht – wie bereits dargestellt – aus den Antworten zur Frage nach den primären Informationsquellen bereits hervor, dass der Geschäftsbericht für technisch orientierte Investoren (**TECHINV**) bei ihrer Anlageentscheidung kaum relevant ist. Dementsprechend wird auch der Großteil der einzelnen Geschäftsberichtsbestandteile von dieser Aktionärsgruppe am wenigsten beachtet. Lediglich dem Brief an die Aktionäre, dem Anhang sowie dem Bestätigungsvermerk wird von einer anderen Gruppe eine noch geringere Bedeutung beigemessen. Während in den vorausgehenden Befragungen die Nutzung der Geschäftsberichtsbestandteile durch die technischen Investoren weitgehend mit derjenigen der kurzfristig orientierten Privatanleger (**GROWTHINV**) übereinstimmt, ist bei letzteren die Nutzungsintensität deutlich angestiegen. Damit sind die Unterschiede zwischen Investoren mit dem Ziel der kurzfristigen Gewinnerzielung und allen anderen Anlegergruppen einerseits sowie speziell mit langfristig orientierten Aktionären (**VALUEINV**) andererseits weitgehend nivelliert. Einzig die klassischen Geschäftsberichtsbestandteile Bilanz, GuV und Lagebericht werden nach wie vor intensiver von langfristig orientierten Anlegern genutzt.

Nach wie vor lesen risikofreudigere Anleger (**RISIKO[+]**) speziell die klassischen Geschäftsberichtsbestandteile Bilanz, GuV, Kapitalflussrechnung und Lagebericht deutlich intensiver als die risikoaversen Aktionäre (**RISIKO[-]**). Eine mögliche Ursache hierfür ist, dass sich insbesondere die Gruppe der risikofreudigeren Investoren und der **PROFIS** überschneiden. So sind es – wie bereits dargestellt – gerade letztere, die den genannten Geschäftsberichtsbestandteilen eine überproportional hohe Bedeutung beimessen.

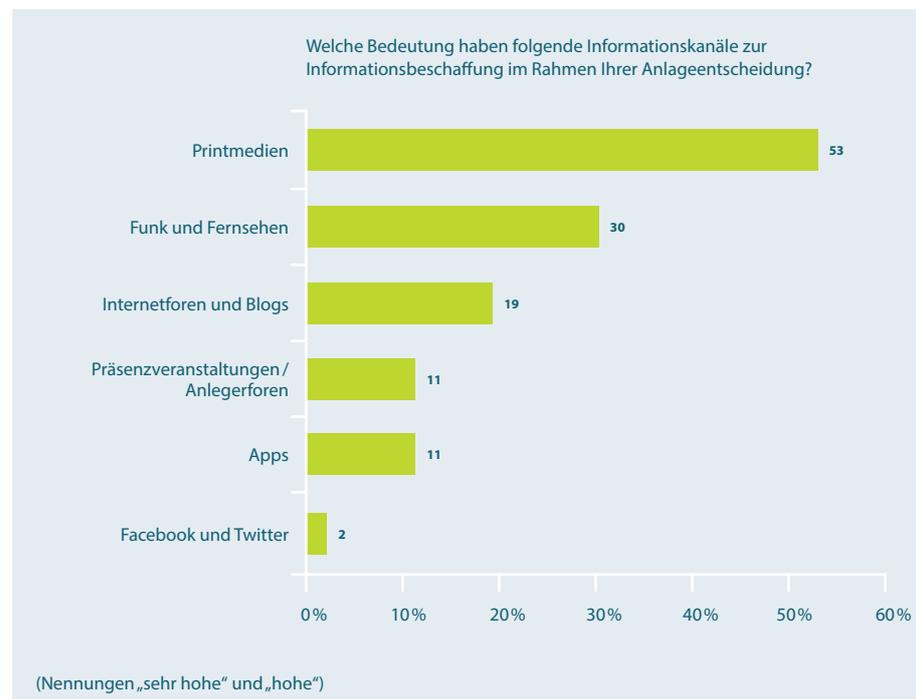
5.2.4 Nutzung von Print- und Onlinemedien sowie Bedeutung digitaler Informationen

In Bezug auf die Frage, welche Bedeutung Privatanleger verschiedenen Informationskanälen für ihre Informationsbeschaffung beimessen, zeigen die Ergebnisse, dass Printmedien (Zeitungen und Zeitschriften) die größte Relevanz haben (vgl. Abb. 13, Tab. A.5.4). So sind diese im Gesamtbild für 53 % der Privataktionäre von (sehr) großer Bedeutung. Funk und Fernsehen stellen mit einem durchschnittlichen Anteil von 30 % den zweitbedeutendsten Informationskanal dar. Weiterhin sehen insgesamt 19 % der Befragten Onlinemedien in Form von Internetforen und Blogs als (sehr) bedeutend an. Etwas abgefallen sind mit einem Anteil von jeweils 11 % Apps und Präsenzveranstaltungen bzw. Anlegerforen. Die geringste Bedeutung messen Privatanleger indes Facebook und Twitter bei (2 %).

Die Ergebnisse verdeutlichen, dass Social Media – trotz ihrer immensen Verbreitung im Alltag – noch keine zentrale Rolle für die Anlageentscheidungen der privaten Investoren zukommt. Relativierend kann jedoch argumentiert werden, dass diesen Informationskanal vor allem jüngere Menschen nutzen, deren Anteil an der Grundgesamtheit deutscher

Privatanleger und insoweit auch im gewichteten Rücklauf vergleichsweise gering ausfällt. Eine entsprechende Indikation findet sich bei der Analyse der differenzierten Anlegergruppen: Insbesondere zwischen den PROFIS und den EINSTEIGERN lassen sich deutliche Unterschiede hinsichtlich der favorisierten Informationskanäle feststellen. Während 62 % der erfahrenen (PROFIS) – und damit grundsätzlich auch älteren – Aktionäre den Printmedien eine (sehr) hohe Relevanz beimessen, sind es nur 38 % aufseiten der Unerfahreneren (EINSTEIGER). Demgegenüber überwiegt der Anteil der EINSTEIGER deutlich bei den sonstigen Informationskanälen: 36% dieser Anlegergruppe messen Funk und Fernsehen eine (sehr) hohe Bedeutung für ihre Anlageentscheidung bei, während der Anteil bei den PROFIS bei 23 % liegt. Die größten Bedeutungsunterschiede zeigen sich bei den Informationskanälen „Apps“ (EINSTEIGER: 27 %; PROFIS: 11 %) sowie „Facebook und Twitter“ (EINSTEIGER: 16 %; PROFIS: 1 %). Auch im Vergleich zu allen anderen Anlegergruppen haben die oben genannten Informationskanäle für die EINSTEIGER die größte Relevanz. Während also die Gruppe der PROFIS und damit die tendenziell älteren Privatinvestoren nach wie vor den „klassischen“ Informationskanal „Printmedien“ nutzt, zeichnet die Informationsbeschaffung aufseiten der EINSTEIGER und insoweit der eher jüngeren Privatanleger ein abweichendes Bild. Die Befragungsergebnisse weisen demnach darauf hin, dass den Social Media – analog zum heutigen Alltag vieler junger Menschen – auch bei wirtschaftlichen Entscheidungen künftig eine (zunehmend) wichtige(re) Rolle zukommen könnte.

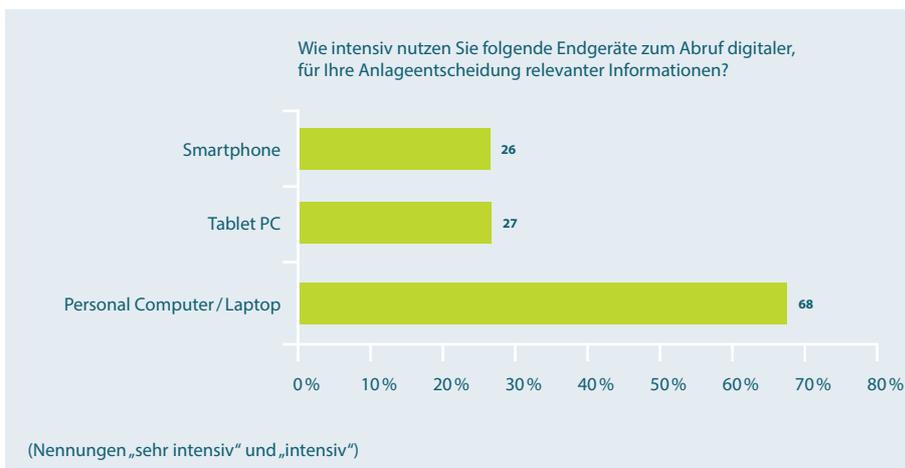
Abb. 13: Bedeutung verschiedener Informationskanäle für Privatanleger



Weiterhin wurde im Rahmen der aktuellen Befragung erstmalig die Nutzungsintensität verschiedener Endgeräte zum Abruf digitaler, für die Anlageentscheidung relevanter Informationen analysiert. Wenig überraschend wird diesbezüglich dem Personal Computer (PC) bzw. Laptop die mit Abstand größte Relevanz beimessen. So geben 68 % der Befragten an, digitale Informationen regelmäßig mit einem Computer abzurufen (vgl. Abb. 14, Tab. A.5.5). Bei Analyse der differenzierten Anlegergruppen fällt auf, dass die PRO-

FIS mit einem Anteil von 78 % häufiger einen PC /Laptop nutzen als EINSTEIGER (68 %). Weitere Nutzungsunterschiede zeigen sich beim Vergleich der Anlegergruppe mit dem Ziel der langfristigen Vermögensbildung (VALUEINV) mit den kurzfristig orientierten Investoren (GROWTHINV). Während 70 % der langfristig investierten Aktionäre angeben, mit einem Computer regelmäßig digitale Informationen abzurufen, liegt der entsprechende Anteil bei der letztgenannten Gruppe bei 81 %.

Abb. 14: Nutzungsintensität verschiedener Endgeräte zum Abruf digitaler Informationen durch Privatanleger

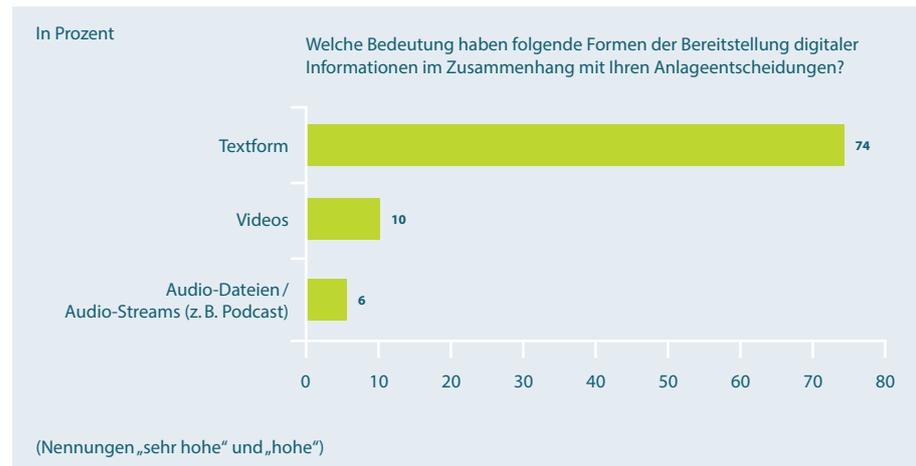


Mit einem Anteil von 27 % nutzen Privatanleger Tablet PCs als Endgerät zum Abruf digitaler Informationen nahezu ebenso häufig wie Smartphones (26 %). Hierbei unterscheidet sich das Nutzungsverhalten des Smartphones deutlich zwischen den Gruppen der PROFIS und der EINSTEIGER: Während lediglich ein Drittel ersterer angibt, über das Smartphone digitale Informationen abzurufen, liegt der Anteil bei der Gruppe der EINSTEIGER deutlich höher bei 61 %. Wie bei der Frage nach der Bedeutung verschiedener Informationskanäle findet sich auch hier eine Indikation dafür, dass tendenziell jüngere Investoren (EINSTEIGER) das im heutigen Lebensalltag ständig mitgeführte Smartphone konsequenterweise auch im Rahmen des Informationsabrufs bei Anlageentscheidungen verwenden.

Die Ergebnisse zur Frage nach der präferierten Form der Bereitstellung digitaler Informationen zeigen, dass der Textform die größte Bedeutung beigemessen wird. Insgesamt geben 74 % des gewichteten Rücklaufs an, diese Art der Informationsbereitstellung zu bevorzugen (vgl. Abb. 15; Tab. A.5.6). Bei den PROFIS liegt der Anteil sogar bei 85 %. Im Unterschied hierzu messen EINSTEIGER der Bereitstellung digitaler Informationen in audiovisueller Form im Vergleich zu allen anderen Privatanlegergruppen die größte Bedeutung bei. Während der Anteil derjenigen, bei denen Videos (sehr) relevant für ihre Anlageentscheidung sind, im Regelfall zwischen 7 % und 15 % rangiert, liegt der entsprechende Wert für die Gruppe der EINSTEIGER bei 34 %. Auch bei Audio-Dateien, wie z.B. Podcasts, zeigt sich ein ähnliches Bild. So geben im Durchschnitt 6 % aller befragten Privatanleger an, diesem Medium eine (sehr) hohe Bedeutung beizumessen, während der korrespondierende Anteil aufseiten der EINSTEIGER immerhin 15 % beträgt. Es ist allerdings zu berücksichtigen, dass das Angebot dieser Art medialer Informationen derzeit noch – im Vergleich zur Textform – sehr gering ist, so dass die Schriftform für Investoren in Ermangelung eines entsprechend vielfältigen und qualifizierten Angebots audiovisueller Informationen (bislang)

zwangsläufig die höchste Bedeutung einnehmen muss. Gleichwohl deuten die Ergebnisse zur Nutzungsintensität der verschiedenen Endgeräte bei der Gruppe der EINSTIEGER darauf hin, dass die Bereitstellung digitaler Informationen in Form von Videos und Audio-Dateien in der Zukunft wesentlich bedeutsamer werden könnte.

Abb. 15: Bedeutung verschiedener Formen der Bereitstellung digitaler Informationen für Privatanleger

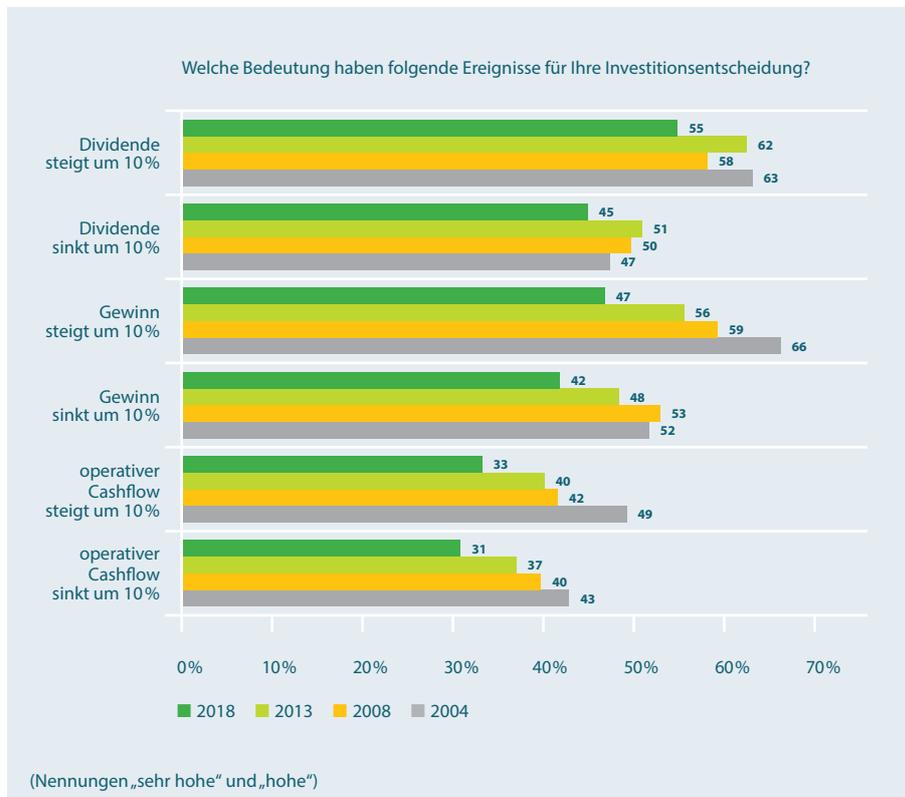


5.2.5 Bedeutung der Änderungen von Gewinn, Dividende und Cashflow

Bei der Frage, ob Änderungen des Gewinns, der Dividende oder des operativen Cashflow³³ für die Anlageentscheidung gleichbedeutend sind und ob ein Anstieg oder eine Abnahme dieser Erfolgsgrößen relevanter ist, kamen die Privatinvestoren 2004 noch über alle Anlegergruppen hinweg zu einer eindeutigen Reihenfolge: Gewinnveränderungen wurde die höchste Relevanz beigemessen, gefolgt von Dividenden- und Cashflowänderungen. Jedoch wurden diese Ergebnisse bereits in der Untersuchung aus dem Jahr 2008 relativiert, und auch in der 2013er Studie zeigte sich einerseits ein eindeutiger Bedeutungszuwachs von Dividendenänderungen sowie andererseits eine Bedeutungsabnahme von Gewinn- und Cashflowänderungen (vgl. Abb. 16; Tab. A.5.7).

³³ In den bisherigen Untersuchungen wurden die Anleger nicht nach der Veränderung des Erfolgsindikators „operativer Cashflow“ gefragt, sondern allgemeiner nach derjenigen des „Cashflow“.

Abb. 16: Bedeutung von Gewinn-, Cashflow- und Dividendenänderungen für Privatanleger



Auch die aktuelle Befragung zeigt, dass Dividendenänderungen für die Anlageentscheidung der Privatanleger im Durchschnitt die größte Relevanz haben, gefolgt von Gewinn- und Cashflowänderungen. Allerdings haben Veränderungen der drei verschiedenen Performanceindikatoren – analog zu den verschiedenen Informationsquellen (Abb. 8) sowie den einzelnen Geschäftsberichtsbestandteilen – im Zeitvergleich mit den Vorgängeruntersuchungen an Bedeutung verloren. Dass Dividendenänderungen für viele Privatanleger am bedeutsamsten sind, ist insoweit wenig verwunderlich, als die Dividende einen unmittelbaren Bestandteil der Aktienrendite (Total Shareholder Return, TSR) ausmacht. Da der deutlich überwiegende Teil der Privatanleger Aktien mit einer langfristig ausgerichteten Anlagestrategie hält, sind zwischenzeitliche Rückflüsse in Form von Dividenden für diese insoweit besonders wichtig.

Im Gesamtbild messen 58% der befragten Anteilseigner *Dividendenerhöhungen* eine (sehr) hohe Bedeutung für die eigene Anlageentscheidung bei, während es mit Blick auf Gewinn- und Cashflow erhöhungen 47% bzw. 33% sind. Gegenüber der 2013er Studie hat die Bedeutung eines 10%igen Anstiegs der drei Erfolgsgrößen zwischen sieben und neun Prozentpunkte – je nach betrachtetem Erfolgsindikator – abgenommen. Bei entsprechenden Dividenden-, Gewinn- und Cashflowminderungen zeigt sich ein analoges Bild auf insgesamt leicht niedrigerem Niveau. So ist der Anteil der Investoren, welche Dividendenminderungen eine (sehr) hohe Bedeutung für die eigene Anlageentscheidung beimessen, gegenüber 2013 um sechs Prozentpunkte auf 45% gesunken. Die korrespondierenden Anteile mit Bezug zum Gewinn und zum betrieblichen Cashflow sind um sieben respektive sechs Prozentpunkte auf 42% bzw. 31% gefallen.

Hinsichtlich der verschiedenen Anlegergruppen sind Abweichungen im Antwortverhalten gegenüber der 2013er Befragung insbesondere bei der Gruppe der EINSTEIGER zu finden. So spielen die Veränderungen jeder Erfolgsgröße für diese Investoren eine nunmehr deutlich geringere Rolle (Rückgänge um 12 bis 29 Prozentpunkte).³⁴ Auch die Bedeutungsreihenfolge hat sich gegenüber der letztmaligen Befragung verändert. Wie auch 2013 messen die EINSTEIGER einer Dividendenerhöhung mit einem Anteil von 52 % die höchste Relevanz bei, nun jedoch nicht mehr gefolgt von einem Gewinnanstieg (36 %), sondern von einer Dividendenminderung (38 %). Damit haben Dividendenänderungen in der aktuellen Befragung, unabhängig von dem Vorzeichen der Entwicklung, für EINSTEIGER die größte Bedeutung. Im Unterschied dazu rangieren bei den PROFIS nach wie vor ein Dividenden- bzw. Gewinnanstieg an erster bzw. zweiter Stelle (Anteile von 54 % respektive 50 %). Bei den auf eine kurzfristige Gewinnerzielung ausgerichteten Aktionären (GROWTHINV) handelt es sich weiterhin um die einzige Gruppe, die Gewinnänderungen (Gewinnerhöhungen: 69 %; Gewinnminderungen: 55 %) die höchste Bedeutung für ihre Anlageentscheidung beimisst. Schließlich ist bei sämtlichen Investorengruppen der Anteil derjenigen, welche die Bedeutung negativer Entwicklungen des betrieblichen Cashflow als (sehr) hoch einstufen, am geringsten und schwankt zwischen 21 % bei den technischen Aktionären (TECHINV) und 36 % bei den PROFIS.

In der Gesamtbetrachtung ist der durchschnittliche Bedeutungsverlust aller drei Erfolgsindikatoren für die Anlageentscheidung, mit Ausnahme von zwei Investorengruppen, auf Ebene aller Privatanleger festzustellen. Im Gesamtbild wird steigenden Größen grundsätzlich mehr Bedeutung beigemessen als fallenden. Dies wurde bereits in den Vorgängeruntersuchungen festgestellt, wobei der diesbezügliche Niveauunterschied in der 2004er Studie noch deutlich höher ausfiel als 2008. Bei der 2013er Befragung fiel die unterschiedliche Gewichtung von guten und schlechten Nachrichten wieder stärker aus, ohne jedoch das hohe Niveau von 2004 zu erreichen. Die aktuellen Ergebnisse zeigen in diesem Zusammenhang, dass im Durchschnitt der Bedeutungsunterschied zwischen positiven und negativen Informationen gegenüber 2013 leicht rückgängig ist. Bei näherer Betrachtung fällt auf, dass bei zwei Investorengruppen dieser Bedeutungsunterschied angestiegen ist: Einerseits misst die Gruppe der EINSTEIGER steigenden Gewinnen sowie steigenden betrieblichen Cashflows mehr Relevanz als negativen Veränderungen der jeweiligen Erfolgsgröße bei. Andererseits zeigt sich bei den kurzfristig orientierten Aktionären (GROWTHINV) eine deutliche Zunahme des Bedeutungsunterschieds zwischen positiven und negativen Informationen bezüglich der Erfolgsindikatoren „Gewinn“ und „Dividende“.

Für die nach wie vor bestehende Ungleichgewichtung von guten und schlechten Informationen spricht die sog. verhaltenswissenschaftliche Argumentation:³⁵ Menschen treffen aktive Entscheidungen (z.B. Aktien kaufen/verkaufen) bewusster als passive Entscheidungen (z.B. Aktien halten). Außerdem werden einmal getroffene Entscheidungen nur zögerlich revidiert. Daher werden Informationen, die bereits getroffene Entscheidungen in Frage stellen (negative Informationen bei gehaltenen Aktien), tendenziell ausgeblendet. Somit spricht aus verhaltenswissenschaftlicher Sicht einiges dafür, dass

³⁴ Es ist nicht auszuschließen, dass dieses Ergebnis damit zusammenhängt, dass in der aktuellen Befragung die Anzahl der als EINSTEIGER klassifizierten Privatanleger bei nur 82 Personen liegt und insoweit gegenüber 2013 (287 Personen) deutlich geringer ausfällt.

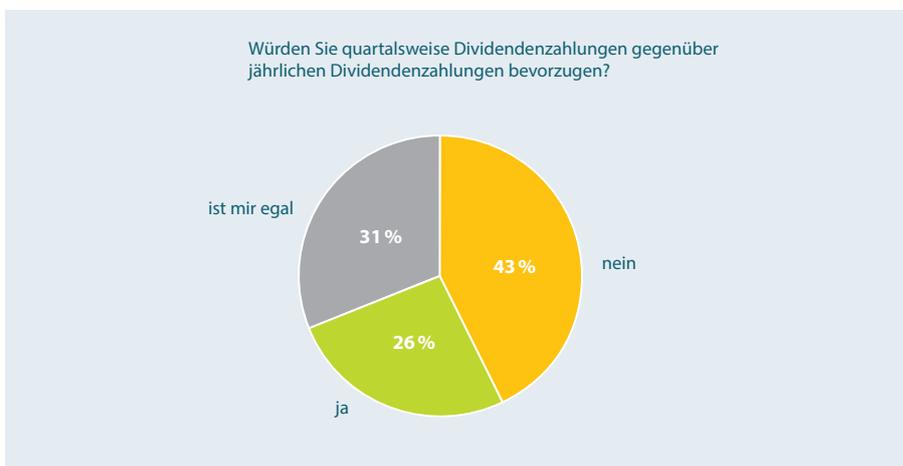
³⁵ Ein weiterer möglicher Erklärungsansatz ist, dass Gewinne empirisch nachhaltiger sind als Verluste, welche eher einen einmaligen Charakter haben. Jedoch ist hierbei zu betonen, dass die befragten Anleger gebeten wurden, ihre Antworten möglichst allgemeingültig zu geben, und dass nicht nach der Entscheidungsrelevanz eines Verlusts, sondern einer Gewinnsenkung gefragt wurde.

Menschen eher auf Basis von guten als von schlechten Nachrichten handeln. Dies würde – wie es auf Basis der vorliegenden Daten für alle Erfolgsindikatoren zu beobachten ist – erwarten lassen, dass die Anleger, ungeachtet der betrachteten Größe, positive Informationen stärker gewichten als negative.³⁶

5.3 AUSSCHÜTTUNG

Im zweiten Inhaltsabschnitt des Fragebogens wurden analog zu den Vorgängerbefragungen verschiedene Aspekte zur Dividendenpräferenz erhoben. Erstmals in die Untersuchung aufgenommen wurde die Frage, ob die Anleger eine Gewinnbeteiligung in Form von quartalsweisen Dividendenzahlungen gegenüber jährlichen Dividendenzahlungen präferieren. Im Gesamtbild bevorzugen 26 % der Befragungsteilnehmer Quartalsdividenden gegenüber Jahresdividenden, während der Anteil derjenigen, welche eine höhere Ausschüttungsfrequenz ablehnen, bei 43 % liegt (vgl. Abb. 17). Deutliche Unterschiede zeigen sich bei der Analyse der differenzierten Anlegergruppen: Während das Antwortverhalten der PROFIS weitgehend mit demjenigen des Durchschnittsanlegers übereinstimmt, präferieren EINSTEIGER mit 45 % quartalsweise Dividendenausschüttungen (vgl. Tab. A.5.8). Demgegenüber äußern lediglich 26 % der EINSTEIGER keine Präferenz für Quartalsdividenden. Auch bei der Gruppe der kurzfristig orientierten Investoren (GROWTHINV) überwiegt mit 35 % der Anteil derjenigen, welche häufigere Ausschüttungen favorisieren. Demgegenüber stehen 33 % dieser Privatanlegergruppe der höheren Ausschüttungsfrequenz ablehnend gegenüber.

Abb. 17: Bevorzugung quartalsweiser gegenüber jährlichen Dividendenzahlungen durch Privatanleger



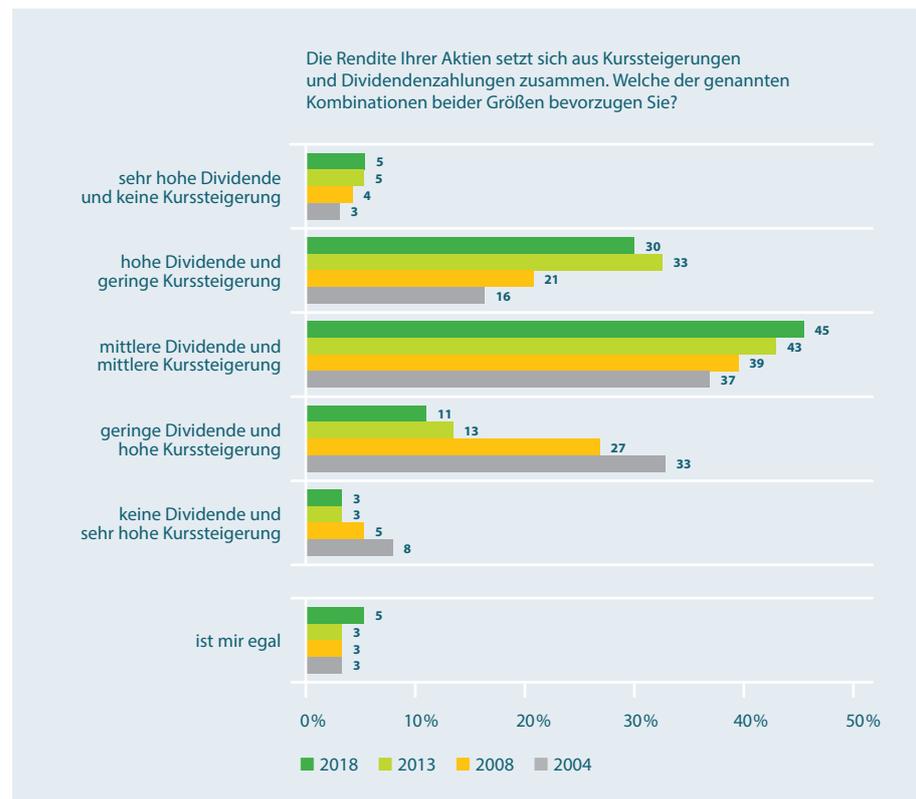
Auffällig ist außerdem, dass der Anteil derjenigen Privatanleger, die hinsichtlich der Frequenz von Dividendenzahlungen indifferent sind, über alle Anlegergruppen hinweg zwischen 27 % und 32 % rangiert. Interessant ist dies insbesondere vor dem Hintergrund der anhaltenden öffentlichen Diskussionen darüber, ob die Gewinnausschüttung in Deutschland, welche einmal pro Jahr erfolgt, auf unterjährig Dividendenausschüttungen – wie

³⁶ Vgl. grundlegend zur verhaltenswissenschaftlichen Finanzierungstheorie *Barberis / Thaler* (2002).

z.B. in den USA und Großbritannien üblich – ausgeweitet werden sollte.³⁷ So soll durch einen kontinuierlicheren Zahlungsfluss die Attraktivität der Aktienanlage erhöht und somit die deutsche Aktienkultur gestärkt werden. Zurzeit werden Dividenden in Deutschland nach den Hauptversammlungen, welche bei den DAX-Konzernen überwiegend im April oder Mai des Folgejahres stattfinden, ausgeschüttet. Die Ergebnisse der Anlegerbefragung zeigen diesbezüglich, dass im Gesamtbild die Mehrheit der Privatinvestoren – im Unterschied zu anderslautenden Studienergebnissen³⁸ – weiterhin diese Form der Gewinnausschüttung bevorzugt.

Ausgehend von der theoretischen Grundannahme, dass Kurssteigerungen und Dividendenzahlungen unter bestimmten Bedingungen substituierbar sind, wurden die Anleger anschließend zu ihrer Dividendenpräferenz befragt. Neben einer fünfstufigen Likert-Skala (keine Dividende / sehr hohe Kurssteigerung bis sehr hohe Dividende / keine Kurssteigerung) bestand weiterhin die Antwortmöglichkeit „ist mir egal“ für Aktionäre, welche Dividenden und Kurssteigerungen als perfekte Substitute ansehen.

Abb. 18: Bedeutung von Dividenden und Kurssteigerungen aus Sicht von Privatanlegern



Wie auch bei den bisherigen Anlegerbefragungen bleibt als primäres Ergebnis festzuhalten: Privatinvestoren sind nicht indifferent zwischen Dividenden und Kurssteigerungen (vgl. Abb. 18; Tab. A.5.9).³⁹ So beurteilen lediglich 5% des gewichteten Rücklaufs Dividenden und Kurssteigerungen als perfekte Substitute. Stattdessen bevorzugten die Aktionäre

³⁷ Vgl. o.V. (2017).

³⁸ Vgl. Kleine/Krautbauer (2014).

³⁹ Vgl. so auch Strzyz (2013), S. 237-245.

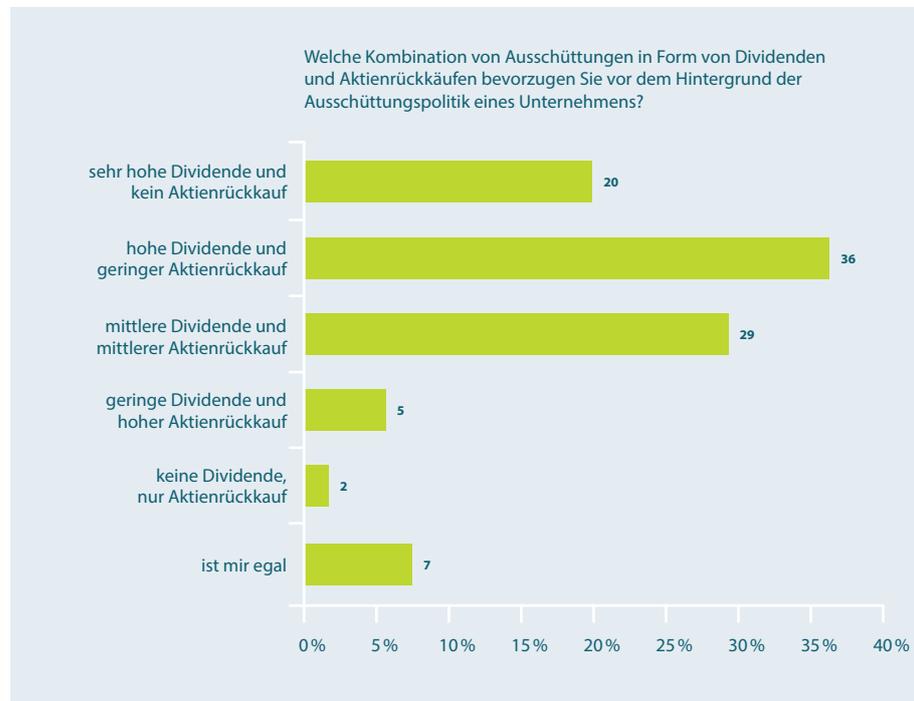
mehrheitlich (45 %) ein ausgewogenes Verhältnis von Dividenden und Kurssteigerungen. Während sich aus den Befragungen in 2004 und 2008 noch eine Präferenz für Kurssteigerungen ableiten ließ, haben sich seitdem deutliche Verschiebungen zugunsten eines Verhältnisses von höheren Dividenden und geringeren Kurssteigerungen ergeben. So liegt der Anteil derjenigen Anleger, welche sich (sehr) hohe Dividenden zu Lasten von Kurssteigerungen wünschen, bei 35 %, während der korrespondierende Anteil der Befürworter von Kurssteigerungen 14 % beträgt.

Interessanterweise sind die vorausgehend beschriebenen Präferenzen bei sämtlichen Anlegergruppen zu beobachten. Mit einem Anteil von 31 % präferieren erstmalig auch die auf kurzfristige Gewinnerzielung ausgerichteten Aktionäre (GROWTHINV) mehrheitlich ein ausgewogenes Verhältnis von Dividenden und Kurssteigerungen, wobei seitens der verbleibenden Investoren dieser Privatanlegergruppe weiterhin Kurssteigerungen gegenüber Dividenden bevorzugt werden. So bleibt der Anteil der kurzfristig orientierten Investoren, welche sehr hohe bzw. hohe Kurssteigerungen und gar keine bzw. geringe Dividenden favorisieren, mit 46 % im Vergleich zu 2013 konstant. Im Unterschied dazu wünschen sich dividendenorientierte Investoren mit einem Anteil von insgesamt 51 % insbesondere (sehr) hohe Dividenden. Jedoch ist auch hier die Tendenz in Richtung einer Ausgeglichenheit von Dividenden und Kurssteigerungen festzustellen. So ist dieser Anteil bei den dividendenorientierten Aktionären gegenüber 2013 um zwölf Prozentpunkte auf 49 % angestiegen.

Eine höhere Präferenz für Kurssteigerungen wäre – wie bei kurzfristig orientierten Anlegern – auch bei der Gruppe der technischen Investoren (TECHINV) zu erwarten. Insbesondere diese Privatanleger zeichnen sich dadurch aus, dass sie sich bei ihren Anlageentscheidungen eher an Kursentwicklungen orientieren. Diese Erwartung wird indes nicht bestätigt. So stehen einem Anteil von nur 20 % (2013: 25 %) der technischen Aktionäre, welche Kurssteigerungen bevorzugen, 39 % (2013: 36 %) gegenüber, die sich für (sehr) hohe Dividenden aussprechen. Demnach zeigt sich analog zum Gesamtbild eine Verschiebung in Richtung hoher Dividenden und geringer Kurssteigerungen. Wie auch bei der 2013er Befragung decken sich die vorliegenden Ergebnisse damit dem Grunde nach auch mit der Frage zur Bedeutung von Gewinn-, Cashflow- und Dividendenänderungen (vgl. Kap. 5.2.5): Nicht nur die Relevanz von Dividendenerhöhungen bzw. -herabsetzungen hat für die Anlageentscheidung der Privatanleger zugenommen, sondern insbesondere auch die allgemeine Bedeutung von Dividenden als Teil ihrer Aktienrendite (Total Shareholder Return, TSR). Eine potenzielle Erklärung für diese über alle Anlagergruppen hinweg zu beobachtende Entwicklung könnte im aktuellen Niedrigzinsumfeld begründet liegen, in dem sich Privatanleger konstante Zahlungsrückflüsse wünschen, die in der Vergangenheit insbesondere aus (risikolosen bzw. -armen) Festgeldanlagen resultierten. Da diese aufgrund des Niedrigzinsniveaus der letzten Jahre aber nur sehr gering ausfielen und höhere Rückflüsse auch aktuell nicht zu erwarten sind, könnte dies zu einer gestiegenen Dividendenpräferenz der Privatanleger geführt haben.

In einem nächsten Schritt wurden die Privataktionäre zusätzlich gefragt, ob sie Ausschüttungen in Form von Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufen bevorzugen. Die Fragestellung beruht auf der Grundannahme, dass es für Investoren weitestgehend keinen Unterschied machen sollte, ob ein Unternehmen Kapital an seine Aktionäre über Gewinnausschüttungen oder Aktienrückkäufe zurückfließen lässt. Analog zur vorangegangenen Frage basieren die Antwortmöglichkeiten auf einer fünfstufigen Likert-Skala (keine Dividende/nur Aktienrückkauf bis sehr hohe Dividende/kein Aktienrückkauf) sowie der Angabe „ist mir egal“ für diejenigen Investoren, die indifferent zwischen beiden Ausschüttungsformen sind.

Abb. 19: Bedeutung von Dividenden und Aktienrückkäufen für Privatanleger



Im Gesamtbild zeigt sich, dass Privatanleger mehrheitlich Dividendenzahlungen gegenüber Aktienrückkäufen präferieren (vgl. Abb. 19; Tab. A.5.10). Demnach bevorzugen 56 % des gewichteten Rücklaufs sehr hohe bzw. hohe Dividenden bei gleichzeitig keinen bzw. nur geringen Aktienrückkäufen. Diesem Anteil stehen 7 % der Befragungsteilnehmer gegenüber, die Aktienrückkaufprogramme gegenüber Dividendenzahlungen vorziehen. 29 % wünschen sich ein tendenziell ausgewogenes Verhältnis zwischen beiden Ausschüttungsformen. Lediglich 7 % der Anteilseigner sehen Dividenden und Aktienrückkäufe als perfekte Substitute an.

Insgesamt ergibt sich über alle Anlegergruppen hinweg ein verhältnismäßig homogenes Bild: Der Anteil derjenigen, die Ausschüttungen in Form von Dividenden befürworten, übersteigt den Anteil derjenigen, die sich für Aktienrückkäufe aussprechen. Einzig bei den an kurzfristigen Gewinnen interessierten Anlegern (GROWTHINV) fällt die Präferenz für Dividenden im Vergleich zu allen anderen Investorengruppen mit 41 % am geringsten und die Präferenz für Aktienrückkäufe mit 23 % erwartungsgemäß am höchsten aus. Beim Vergleich von PROFIS mit EINSTEIGERN fällt auf, dass der deutlich überwiegende Teil ersterer mit einem Anteil von 65 % eine Kapitalrückführung in Form von Dividendenzahlungen bevorzugt (EINSTEIGER: 47 %). Im Unterschied dazu präferieren EINSTEIGER mehrheitlich ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Dividenden und Aktienrückkäufen (43 %). Bei der Gruppe der PROFIS fällt der entsprechende Anteil mit 24 % deutlich geringer aus.

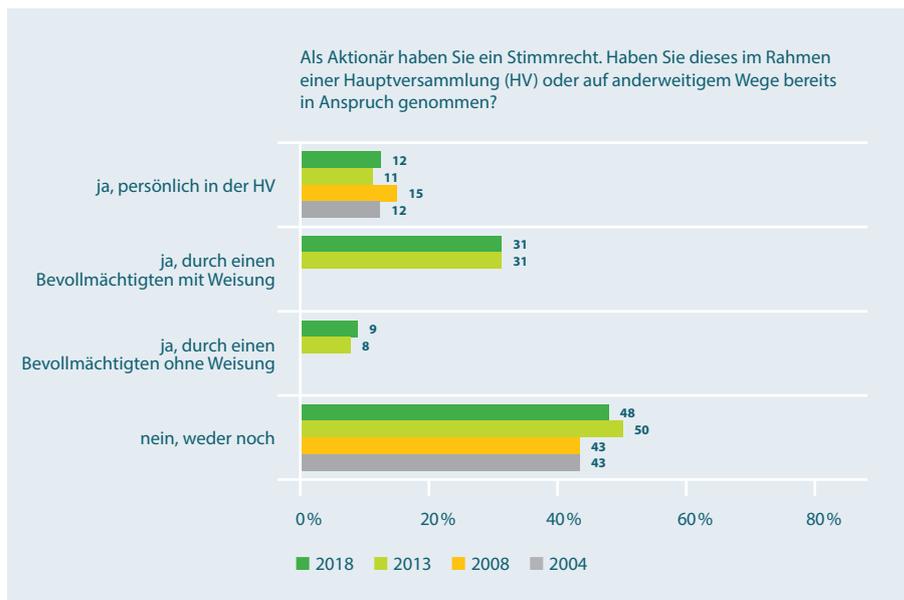
Im Gruppenvergleich werden Liquiditätszuflüsse in Form von Dividendenzahlungen seitens der an einer langfristigen Vermögensbildung orientierten Investoren (VALUEINV) am stärksten befürwortet. So geben 71 % der Anleger dieser Gruppe an, (sehr) hohe Dividenden zu Lasten von Aktienrückkäufen zu bevorzugen. Dies ist für Aktionäre mit einem eher langfristigen Anlagehorizont wenig verwunderlich, da sie ihren investierten Kapitalstock

gerade nicht vermindern möchten. So entsprechen Ausschüttungen in Form von Aktienrückkäufen bei Andienung der Anteile an das rückkaufende Unternehmen ökonomisch betrachtet am Aktienmarkt realisierten Kursgewinnen. Da – wie vorausgehend bereits dargestellt – ein Großteil der befragten Privatinvestoren Dividenden gegenüber Kursgewinnen vorzieht, sollte dies im Grunde auch für das Verhältnis zwischen Dividenden und Aktienrückkäufen gelten.

5.4 AKTIONÄRSSTIMMRECHT

Zuletzt wurden die Privatanleger nach der Nutzung sowie Bedeutung ihres Aktionärsstimmrechts befragt. Hierbei sollten die Privatinvestoren zunächst angeben, ob sie ihr Stimmrecht als Aktionär innerhalb der letzten zwei Jahre persönlich oder durch Stimmrechtsübertragung (mit oder ohne Weisung) genutzt haben (vgl. Abb. 20; Tab. A.5.11). Im Gegensatz zu den Vorgängerstudien wurde im Rahmen der vorliegenden Untersuchung nicht mehr danach gefragt, ob eine *persönliche* Inanspruchnahme des Stimmrechts oder eine Übertragung desselben auf einen Bevollmächtigten für die Zukunft *geplant* ist.

Abb. 20: Inanspruchnahme des Aktionärsstimmrechts durch Privatanleger



In der Gesamtbetrachtung zeigt sich, dass der Anteil der Anleger, welche ihr Stimmrecht innerhalb der vergangenen zwei Jahre persönlich auf einer Hauptversammlung ausgeübt haben, mit durchschnittlich 12% gegenüber 2013 (11%) nahezu konstant geblieben ist. Ebenfalls weitgehend konstant geblieben ist der Anteil derjenigen, die ihr Stimmrecht auf einen Bevollmächtigten übertragen haben (31% auf einen Bevollmächtigten mit Weisung; 9% auf einen Bevollmächtigten ohne Weisung). Auch wenn der Anteil derjenigen, die ihr Stimmrecht nach eigenen Angaben in den letzten zwei Jahren weder selbst genutzt noch auf einen Bevollmächtigten übertragen haben, gegenüber der 2013er Befragung um zwei Prozentpunkte auf 48% gesunken ist, nutzt nach wie vor rund die Hälfte der Privatanleger ihr Stimmrecht nicht. Insbesondere angesichts der vom Gesetzgeber vorgesehenen Stärkung des Aktionärsherrschaftsrechts ist dieser Tatbestand – nach wie vor – kritisch zu sehen.

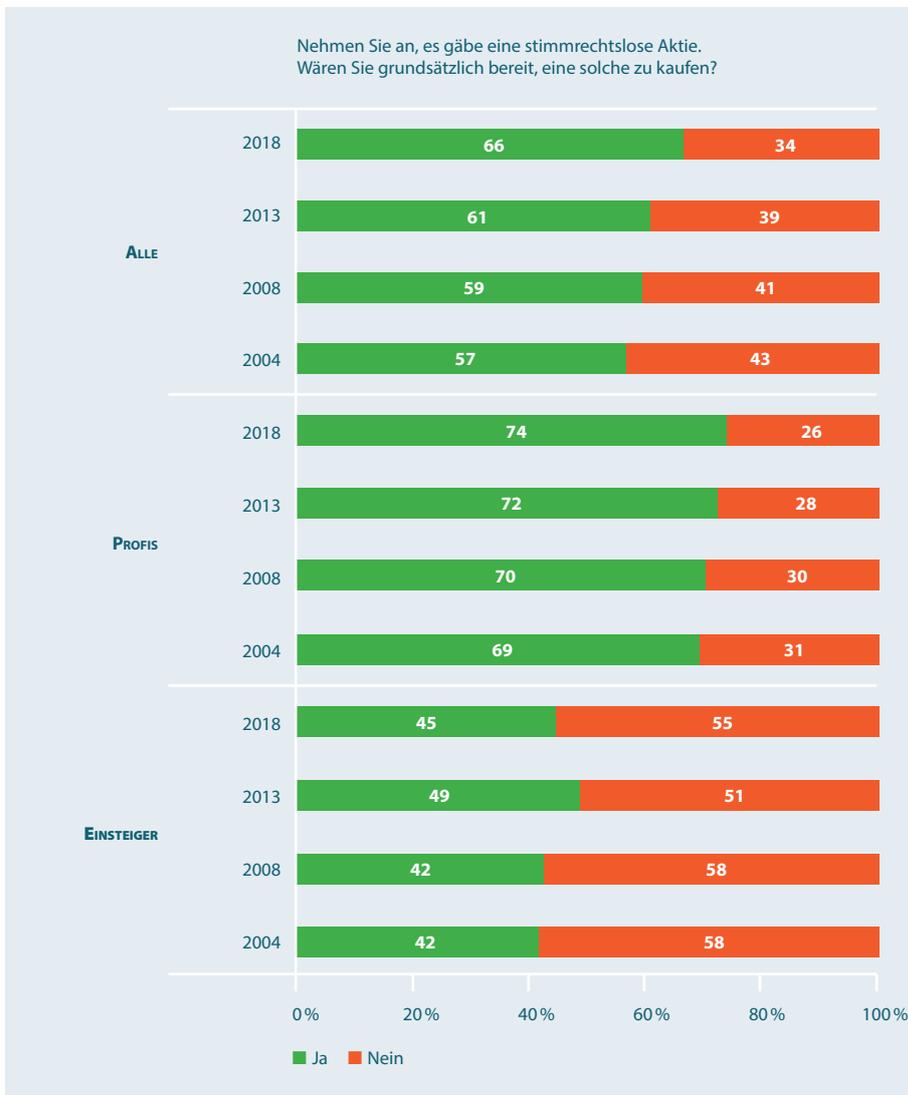
Bei näherer Betrachtung der einzelnen Anlegergruppen zeigen sich die größten Unterschiede zur letztmaligen Befragung bei der Gruppe der EINSTEIGER. So ist hier der Anteil der persönlichen Stimmrechtsnutzer um elf Prozentpunkte auf 19 % und damit auf den höchsten Wert über alle Privatanlegergruppen hinweg angestiegen. Um vier Prozentpunkte auf insgesamt 24 % ist der Anteil derjenigen EINSTEIGER gestiegen, die ihr Stimmrecht auf einen Bevollmächtigten übertragen haben. Demgegenüber geben nur noch 57 % an, ihr Aktionärsstimmrecht weder selbst genutzt noch übertragen zu haben, was einem Rückgang um 15 Prozentpunkte entspricht.

Nach wie vor fällt der prozentuale Anteil der Aktionäre, die ihr Stimmrecht selbst nutzen oder dieses auf einen Bevollmächtigten übertragen, in der Gruppe der PROFIS mit 60 % (18 % + 42 %) am höchsten und bei den EINSTEIGERN mit 43 % im Gruppenvergleich am geringsten aus. Schließlich ist festzuhalten, dass Privatanleger – wie bereits in den Vorjahren – ihr Stimmrecht deutlich lieber auf einen Bevollmächtigten übertragen, als dieses persönlich zu nutzen. Angesichts der zu beobachtenden geringen Hauptversammlungspräsenzen deutscher börsennotierter Unternehmen überraschen die vorliegenden Erkenntnisse nur wenig.⁴⁰

Weiterhin wurden die Privataktionäre danach gefragt, ob sie bereit wären, stimmrechtslose Aktien zu erwerben. Gruppenübergreifend hat die Bereitschaft zum Erwerb stimmrechtsloser Aktien im Zeitablauf zugenommen, jedoch zeigt sich analog zu den drei vorangegangenen Untersuchungen ein differenziertes Bild auf Ebene der unterschiedlichen Anlegergruppen.

⁴⁰ Vgl. hierzu die entsprechenden Statistiken für die DAX-Unternehmen (abrufbar unter: http://www.barkowconsulting.com/wp-content/uploads/2018/05/HV_2018_Infographic.png; Stand: 17.04.2019), sowie zusätzlich die Historie für die MDAX-, SDAX- und TecDAX-Unternehmen (abrufbar unter: <https://sdk.org/veroeffentlichungen/statistiken/>; Stand: 17.04.2019).

Abb. 21: Bereitschaft von Privatanlegern zum Kauf stimmrechtsloser Aktien



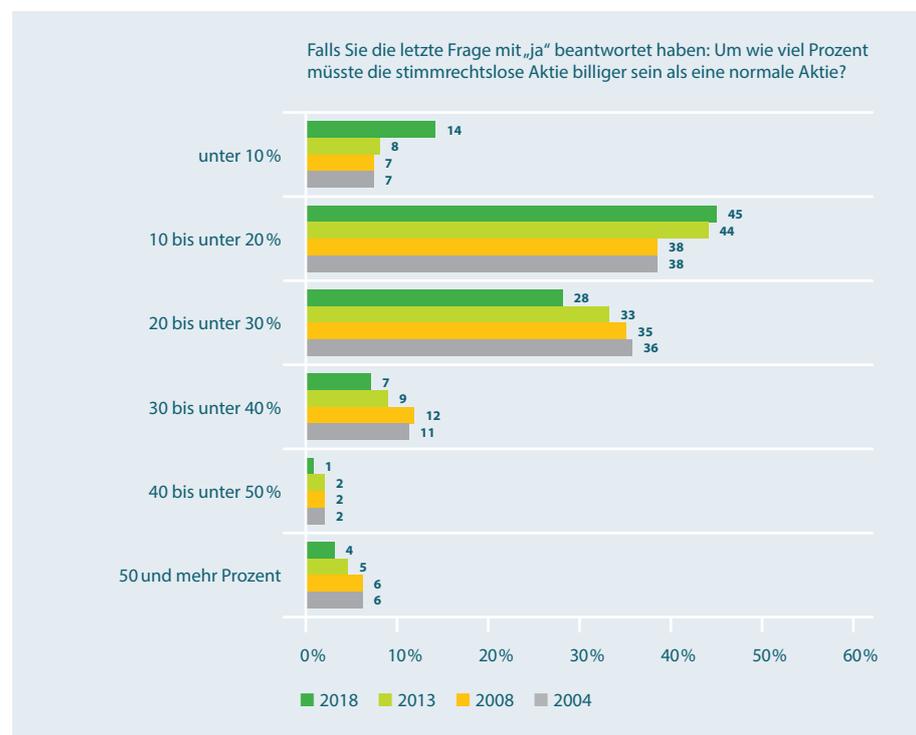
In der Gruppe der PROFIS findet sich mit 74% der höchste Anteil von Privatanlegern, die dem Kauf stimmrechtsloser Aktien positiv gegenüberstehen (vgl. Abb. 21; Tab. A.5.12). Gegenüber 2013 ist der Anteil damit um zwei Prozentpunkte angestiegen. Währenddessen bilden die EINSTEIGER die einzige Gruppe, bei welcher die Bereitschaft zum Erwerb stimmrechtsloser Aktien abgenommen hat (-4 Prozentpunkte). Auch liegt der Anteil mit 45% im Vergleich zu sämtlichen Anlegergruppen auf dem niedrigsten Niveau. Weiterhin sind auf kurzfristige Gewinnerzielung abzielende Investoren (GROWTHINV) ebenso wie technisch orientierte Anleger (TECHINV) – wenig überraschend – überproportional häufig bereit, stimmrechtslose Aktien zu erwerben.

Speziell misstrauische Investoren (MISSTINV) wollen mit einem Gruppenanteil von rund 43% nicht auf ihr Stimmrecht verzichten. Dies überrascht insofern kaum, als Stimmrechte für diese Gruppe dem Grunde nach die einzige Möglichkeit bieten, aktiv bzw. kontrollierend auf die Unternehmenspolitik Einfluss zu nehmen. Gleichwohl ist vor dem Hintergrund von

Kosten-Nutzen-Erwägungen hinsichtlich der Stimmrechtsnutzung durch Kleinanleger ebenfalls wenig verwunderlich, dass nach wie vor selbst ein hoher Anteil der misstrauischen Anleger das Stimmrecht in der Vergangenheit nicht ausgeübt hat (50 %).

Diejenigen Anleger, die grundsätzlich bereit sind, ihr Stimmrecht zu veräußern, wurden anschließend gebeten, einen prozentualen Anteil des Marktwerts einer stimmberechtigten Aktie zu beziffern, den sie für ihr Stimmrecht in etwa verlangen würden (vgl. Abb. 22, Tab. A.5.13). Nach wie vor sieht sich ein Großteil der Investoren – hierbei insbesondere der EINSTEIGER (77 %) – nicht imstande, diese Frage zu beantworten.

Abb. 22: Wert des Stimmrechts aus Sicht von Privatanlegern



Auf der Basis von 41 % (2013: 35 %) der Antworten des gewichteten Rücklaufs ergibt sich eine recht breit gestreute Verteilung, deren Mittelwert im Vergleich zur 2013er Befragung mit 17 % marginal um einen Prozentpunkt gesunken ist (vgl. Abb. 22). Der Median verbleibt mit 15 % auf einem konstanten Niveau.⁴¹ Ursächlich hierfür ist zum einen, dass der Anteil derjenigen, die dem Stimmrecht einen Wert von bis zu 10 % des Wertes einer normalen Stammaktie beimessen, im Durchschnitt zugenommen hat (2013: 8 %; 2018: 14 %). Zum anderen ist im Vergleich zu 2013 der Anteil der Privatanleger, welche dem Stimmrecht einen Wert von mehr als 20 % des Wertes einer normalen Stammaktie beimessen, um knapp sechs Prozentpunkte auf 40 % gesunken.

⁴¹ Dies deckt sich auch mit inzwischen älteren empirischen Ergebnissen für die Preisdifferenz zwischen deutschen Stamm- und Vorzugsaktien. Vgl. *Daske/Ehrhardt* (2002), S. 191, die für den Zeitraum 1956 bis 1998 eine Differenz von 17,2 % und für den Zeitraum 1988 bis 1998 eine Differenz von 21,8 % messen.

Mit Blick auf die Entwicklungen bei den einzelnen Anlegergruppen zeigt sich ein heterogenes Bild. So ist der Mittelwert der Verteilung gegenüber 2013 bei den pessimistischen (MISSSTINV) sowie kurzfristig orientierten Investoren (GROWTHINV) um drei bzw. vier Prozentpunkte auf 24% respektive 20% gestiegen. Demgegenüber zeigt sich bei den EINSTEIGERN eine deutliche Verschiebung (+32 Prozentpunkte) zur Kategorie derjenigen Investoren, deren Werteinschätzung zwischen 0 und 20% liegt. Mit einem Mittelwert in Höhe von 13% (2013: 18%) misst diese Gruppe dem Stimmrecht damit den geringsten Wert bei.

Darüber hinaus wurden die Privatanleger danach gefragt, wie sich ihrer Ansicht nach die Existenz eines Mehrheitsaktionärs einerseits auf die Werthaltigkeit des Stimmrechts und andererseits den Wert der Aktie auswirkt. Aus theoretischer Sicht sollte der Wert des Stimmrechts bei Vorhandensein eines Mehrheitsaktionärs deutlich sinken, da es in dieser Konstellation regelmäßig nicht möglich sein dürfte, über das Stimmrecht Einfluss auf die Unternehmenspolitik zu nehmen. Ein positiver Einfluss auf den Stimmrechtswert könnte indes ergeben, wenn der Mehrheitsaktionär beabsichtigt oder sogar dazu verpflichtet ist, seinen Stimmrechtsanteil künftig weiter auszubauen und daher weitere Aktien erwerben muss/möchte. Insgesamt ist allerdings eher davon auszugehen, dass sich die Existenz von Mehrheitsaktionären negativ auf die Werthaltigkeit von Stimmrechten auswirken sollte.

Weniger eindeutig ist hingegen die Argumentation in Bezug auf den Wert der Aktie insgesamt: Neben obigen Ausführungen zum Stimmrecht ist hierbei zu berücksichtigen, welche Rolle der Mehrheitsaktionär für die Unternehmensführung und -kontrolle insgesamt spielt. So ist es einerseits denkbar, dass sich Mehrheitsaktionäre durch ihre Rechte und Befugnisse auf Kosten der Minderheitsaktionäre bereichern (sog. entrenchment effect). Andererseits ist es möglich, dass Mehrheitsaktionäre ihre Kontrollmöglichkeiten im Gleichklang mit den Interessen aller Anteilseigner und damit auch zum Wohle der Minderheitsgesellschafter und Kleinanleger ausüben (sog. incentive effect). Letztere könnten in diesem Fall als Trittbrettfahrer den Nutzen aus den Handlungen des Mehrheitsaktionärs ziehen, ohne jedoch die korrespondierenden (Überwachungs-)Kosten zu tragen.

Gemäß dem Antwortverhalten der Privatanleger erwarten diese nach wie vor deutlich negative Auswirkungen eines Mehrheitsaktionärs auf den Stimmrechtswert (vgl. Abb. 23; Tab. A.5.14). So hat sich der Anteil derjenigen, welche einen (sehr) negativen Einfluss auf den Wert des Stimmrechts erwarten, im Zeitablauf nur geringfügig von 84% auf nunmehr 87% erhöht und bleibt insoweit durchgehend auf einem sehr hohen Niveau. Auch mit Blick auf die verschiedenen Anlegergruppen lassen sich, bis auf eine Ausnahme, keine großen Veränderungen gegenüber 2013 feststellen. Einzig in der Gruppe der EINSTEIGER hat die Einschätzung eines (sehr) negativen Einflusses auf den Stimmrechtswert deutlich um insgesamt 16 Prozentpunkte auf 86% zugenommen. Im Unterschied dazu rangiert der Anteil derjenigen, die durch die Existenz eines Mehrheitsaktionärs einen (sehr) positiven Einfluss auf den Wert des Stimmrechts erwarten, über alle Anlegergruppen hinweg zwischen 3% und 6%.

Abb. 23: Einschätzung von Privatanlegern zum Einfluss eines Mehrheitsaktionärs auf den Wert des Stimmrechts und der Aktie



In Bezug auf die Bedeutung von Mehrheitsaktionären für den Aktienwert hat sich das Bild gegenüber 2013 kaum verändert. Die Zunahme des Anteils derjenigen, die einen (sehr) negativen Einfluss auf den Aktienwert sehen, um zwei Prozentpunkte ist in dieser Form nicht bei allen Investorengruppen zu beobachten. Während dieser Anteil bei den kurzfristig orientierten Anlegern (GROWTHINV) um sechs Prozentpunkte gestiegen ist, verzeichnet die Gruppe der EINSTEIGER eine deutliche Abnahme um 15 Prozentpunkte. Stattdessen zeigt sich bei letzteren eine deutliche Verschiebung in die Kategorie derjenigen, die keine Auswirkungen auf den Aktienwert konstatieren (2018: 45 %, 2013: 28 %). Indes beurteilen erwartungsgemäß und konsistent zu den Ergebnissen aus 2013 die misstrauischen Anleger (MISSTINV) die Existenz eines Mehrheitsaktionärs am negativsten. So liegt der korrespondierende Gruppenanteil mit 70 % um 21 Prozentpunkte über dem Durchschnittswert des gewichteten Rücklaufs.

Insgesamt stützen die aktuellen Befragungsergebnisse eher die oben beschriebene „Bereicherungsthese“, da einem Anteil von 49 %, die den Einfluss des Mehrheitsaktionärs hinsichtlich des Aktienwertes als (sehr) negativ erachten, lediglich 25 % gegenüberstehen, die dessen Einfluss als (sehr) positiv beurteilen. Am positivsten wird die Rolle des Mehrheitsaktionärs von den PROFIS und dividendenorientierten Investoren (DIVIDENDINV) gesehen, bei denen der vorausgehend genannte Anteil bei 32 % bzw. 33 % liegt.

Abschließend wurden die Privataktionäre gefragt, inwiefern sie sich durch andere Stakeholder des Unternehmens in ihrer Vermögensposition bedroht sehen (vgl. Abb. 24; Tab. A.5.15). Es zeigt sich, dass Privatanleger den vier differenzierten Stakeholder-Gruppen generell nur ein geringes Vertrauen entgegenbringen. So liegt der Anteil derjenigen, welche die Wahrscheinlichkeit, dass sich mindestens eine der vier Stakeholder-Gruppen auf ihre Kosten bereichert, als (sehr) hoch einschätzen, generell bei über 40 %. Hierbei fällt die Angst vor einer „Ausbeutung“ durch Mehrheitsaktionäre mit durchschnittlich 54 % (2013: 52 %) nach wie vor am größten aus. Abgesehen von einer Ausnahme unterscheiden sich die Einschätzungen generell nur gering von den 2013er Befragungsergebnissen. Lediglich der Anteil derjenigen, welche die Wahrscheinlichkeit einer Bereicherung seitens der Banken als (sehr) hoch ansehen, ist in der Zwischenzeit um acht Prozentpunkte auf nunmehr 49 % gesunken.

Abb. 24: Angst von Privatanlegern vor einer Bereicherung anderer Stakeholder-Gruppen auf ihre Kosten



Eine differenzierte Analyse zeigt, dass der Anteilsrückgang bei den Banken insbesondere durch die Gruppen der kurzfristig (*GROWTHINV*) sowie der dividendenorientierten Aktionäre (*DIVIDENDINV*) getrieben wird. Hier sind im Zeitablauf Abnahmen um elf bzw. zwölf Prozentpunkte festzustellen.

Eine weitere deutliche prozentuale Abnahme zeigt sich erneut aufseiten der dividendenorientierten Investoren (*DIVIDENDINV*). So ist der korrespondierende Gruppenanteil derjenigen, die die Wahrscheinlichkeit als (sehr) hoch einschätzen, dass sich andere Großaktionäre auf ihre Kosten bereichern, um 13 Prozentpunkte auf 31 % gesunken.

Während *PROFIS* das größte Risiko im eigennütigen Verhalten aufseiten der Mehrheitsaktionäre vermuten (50%), nennen die *EINSTEIGER* vor allem Banken als potenzielle Gefahrenquelle (60%). Auch unterscheidet sich erwartungsgemäß das Antwortverhalten zwischen den risikoaversen (*Risiko[-]*) und den risikofreudigeren Anlegern (*Risiko[+]*) systematisch voneinander. So fällt die Befürchtung, dass sich die vier verschiedenen Stakeholder-Gruppen auf Kosten der Privataktionäre bereichern, bei den risikoaversen Investoren jeweils um vier bis elf Prozentpunkte höher aus als bei den risikofreudigeren Anlegern. Auffällig ist außerdem, dass speziell die technisch orientierten Investoren (*TECHINV*) verhältnismäßig hohe Befürchtungen hinsichtlich einer Bereicherung anderer Stakeholder hegen. Hier liegt der Anteil der Anleger, welche die diesbezügliche Wahrscheinlichkeit als (sehr) hoch einstufen, unabhängig von der jeweils betrachteten Stakeholder-Gruppe regelmäßig über allen anderen Gruppenanteilen.

5.5 STABILITÄTSTESTS

Um zu untersuchen, inwieweit die präsentierten Ergebnisse von speziellen Privataktionärsgruppen getrieben werden, die bislang bei den differenzierten Aktionärstypologien nicht erfasst wurden, werden diese Gruppen nachfolgend separiert und anschließend dem durchschnittlichen Antwortverhalten gegenübergestellt.

In einem ersten Test werden die Antworten solcher Privatanleger analysiert, die angeben, dass sie Mitarbeiter der Deutsche Post DHL Group waren oder sind. Dies betrifft insgesamt 2.244 Antwortende und damit 9 % des hier insgesamt ausgewerteten Datensatzes. Die größten Unterschiede im Vergleich zum gesamten Untersuchungssample hinsichtlich der verschiedenen Anlegergruppen ergeben sich bei den risikoaversen Investoren (RISIKO[-]), den PROFIS und den Dividendeninvestoren (DIVIDENDINV). Demnach sind rund 50 % der Belegschaftsaktionäre der Gruppe der risikoaversen Anleger zuzuordnen, was einem Plus gegenüber dem Untersuchungssample von acht Prozentpunkten entspricht. Demgegenüber fallen die Anteile in den Gruppen der PROFIS sowie der DIVIDENDINV bei den Belegschaftsaktionären um rund acht bzw. sieben Prozentpunkte geringer aus. Durch die separate Analyse der Belegschaftsaktionäre ändern sich die in den Vorkapiteln präsentierten Ergebnisse zwar geringfügig, ohne hierdurch jedoch die zentralen Aussagen und Ergebnisse der Studie zu verändern. Darüber hinaus ist unter Zugrundelegung des Stabilitätstests nicht davon auszugehen, dass sich die Belegschaftsaktionäre von anderen demographisch ähnlichen Investoren systematisch unterscheiden.

In einem zweiten Robustheitstest werden die Antworten derjenigen Aktionäre betrachtet, die bei Frage 1 angeben, dass sie ihre Aktienanlageentscheidungen nicht selbst treffen, sondern Dritten überlassen. Dies betrifft insgesamt 1.577 Beobachtungen, von denen 54 % der VALUEINV-Gruppe zuzuordnen sind. Bezogen auf den gesamten gewichteten Rücklauf entspricht dies einem Minus von 14 Prozentpunkten. Weitere Unterschiede im Vergleich zum gesamten Untersuchungssample zeigen sich bei der Risikoeinstellung. So liegt der Anteil derjenigen passiven Investoren, die der Gruppe der risikoaversen Anleger (RISIKO[-]) zuzuordnen sind, mit 49 % um acht Prozentpunkte über dem entsprechenden Anteil des gewichteten Rücklaufs. Demgegenüber fällt der Anteil der risikofreudigeren Anleger (RISIKO[+]) bei den passiven Investoren um rund 12 % geringer aus. Da die Fragen zum Informationsverhalten von der Aktionärsgruppe, die ihre Anlageentscheidungen nicht autark treffen, nicht zu beantworten waren, ist lediglich die Robustheit der Ergebnisse zu den Fragen zur Ausschüttung und zu den Stimmrechten zu untersuchen. Die Abgrenzung dieser Gruppe hat, bis auf eine Ausnahme, keinen wesentlichen Einfluss auf die zentralen Erkenntnisse. Einzig bei der Frage nach der Inanspruchnahme des Stimmrechts findet sich hier ein deutlich abweichendes Antwortverhalten. So fällt der Anteil derjenigen, die ihr Stimmrecht in den letzten zwei Jahren persönlich im Zuge einer Hauptversammlungsteilnahme genutzt haben, gegenüber der Gesamtheit um 69 % geringer aus. Da sich die betrachtete Gruppe bereits durch ihr passives Verhalten bei der Anlageentscheidung auszeichnet, ist die geringe Inanspruchnahme des Stimmrechts kaum überraschend.

Im Rahmen des letzten Robustheitstests werden schließlich alle Antworten solcher Aktionäre analysiert, die laut eigener Angabe nur Aktien eines einzigen Unternehmens halten. Von den insgesamt 922 betroffenen Beobachtungen sind gleichzeitig 489 Datensätze (53 %) den Belegschaftsaktionären zuzuordnen. Die größten Unterschiede im Vergleich zum gesamten Untersuchungssample hinsichtlich der verschiedenen Anlegergruppen ergeben sich bei den risikoaversen (RISIKO[-]) sowie pessimistischen Investoren (MISSTINV). So sind 57 % der Privatanleger, die nur Aktien eines Unternehmens halten, risikoavers, was einem Plus gegenüber dem Untersuchungssample von 17 Prozentpunkten entspricht.

Auch fällt der Anteil der pessimistischen Anleger im Vergleich zum gesamten Untersuchungssample mit rund 8% mehr als doppelt so hoch aus. Aufgrund dieser im Vergleich zur Untersuchungsgesamtheit abweichenden Zusammensetzung der Anlegergruppen zeigen sich zum einen leichte Unterschiede hinsichtlich des Informationsverhaltens. So lesen Aktionäre eines einzigen Unternehmens den Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers mit einem Anteil von 23% (im Vergleich zu 17%) intensiver. Eine mögliche Ursache hierfür ist, dass sich insbesondere risikoaverse und pessimistische Investoren durch diesen (unabhängigen) Geschäftsberichtsbestandteil über mögliche Risiken des Unternehmens informieren. Zum anderen messen Aktionäre, die nur Aktien eines Unternehmens halten, dem Stimmrecht eine überproportional große Bedeutung bei: 53% dieser Anleger wären nicht bereit, stimmrechtslose Aktien zu kaufen, was einem Plus gegenüber dem gewichteten Rücklauf von 19 Prozentpunkten entspricht. Damit einhergehend würden die Aktionäre, die bereit sind, ihr Stimmrecht zu veräußern, einen größeren prozentualen Anteil des Marktwerts der Aktie für ihr Stimmrecht verlangen. Dies überrascht wenig, da das Stimmrecht insbesondere pessimistischen Investoren, welche hier überproportional vertreten sind, die einzige Möglichkeit bietet, kontrollierend auf die Unternehmenspolitik Einfluss zu nehmen. Schließlich zeigt sich eine deutlich größere Bereicherung Angst gegenüber sämtlichen Stakeholder-Gruppen. So fällt der Anteil derjenigen, welche die Wahrscheinlichkeit als (sehr) hoch einschätzen, dass sich andere Stakeholder auf ihre Kosten bereichern, im Vergleich zum gesamten gewichteten Rücklauf regelmäßig um 10 Prozentpunkte höher aus.

Es ist abschließend festzuhalten, dass die durchgeführten Stabilitätstests die in den vorausgehenden Kapiteln präsentierten Ergebnisse erwartungsgemäß zwar beeinflussen. An den zentralen Aussagen und Erkenntnissen der Studie ändert sich aber auch durch die Robustheitstests nichts. Allenfalls fallen leichte Niveauunterschiede bzw. Verschiebungen innerhalb der Verteilungen auf, die aber angesichts der im Verhältnis zum gesamten gewichteten Rücklauf kleinen Gruppengrößen keinen Einfluss auf die getroffenen Gesamtaussagen implizieren. Ökonomisch bedeutende Beeinflussungen der Ergebnisse durch Aktionärsgruppen, die im Rücklauf gegenüber der Grundgesamtheit unter Umständen überrepräsentiert sein könnten, lassen sich insoweit nicht feststellen, so dass die Ergebnisse dieser Untersuchung als robust zu beurteilen sind.

6 Ergebnisse der Befragung institutioneller Investoren

6.1 KURZÜBERBLICK ÜBER BEFRAGUNGSMETHODIK UND RÜCKLAUFCHARAKTERISTIKA

Wie bei den Vorgängerstudien wurde eine flankierende Befragung institutioneller Anleger durchgeführt. Im Wege einer Online-Befragung wurden insgesamt 2.007 institutionelle Investoren befragt, für welche die Deutsche Post DHL Group über gültige Kontaktdaten bzw. E-Mail-Adressen verfügte. Hierzu wurden diese institutionellen Investoren per E-Mail im Namen des Finanzvorstands der Deutsche Post DHL Group, Frau Melanie Kreis, unter Zusendung eines individuellen Links angeschrieben, über den sie auf den Online-Fragebogen zugreifen konnten. Der Rücklauf lag nach zwei Nachfassaktionen bei insgesamt 54 Fragebögen (2,7 %). Im Vergleich zum Jahr 2013 hat sich die Rücklaufquote folglich um 2,3 Prozentpunkte verringert, wobei der absolute Rücklauf nach wie vor auf einem mit anderen Befragungsstudien von institutionellen Anlegern vergleichbaren Niveau liegt.⁴²

Neben der verzögerten Rücksendegruppe SPÄT (16 Fragebögen), die diejenigen Antworten enthält, die nach der am 18.04.2018 erfolgten Nachfassaktion per E-Mail eingingen, wird zusätzlich zu dem gesamten auswertbaren Rücklauf (ALLE (53 Fragebögen)) eine weitere Gruppe (ANGLO) separat analysiert. Hierzu wurden Investoren identifiziert, die entweder ihr Tätigkeitsgebiet oder den Zentralsitz ihres Unternehmens in Großbritannien, den Niederlanden oder in den USA haben. Diese Gruppe umfasst vorliegend 22 Personen. Insgesamt wird also deutlich, dass die hier präsentierten Ergebnisse infolge der sehr geringen Rücklaufquote auf kleinen Gruppengrößen beruhen. Vor diesem Hintergrund sind die nachfolgenden Ergebnisse *sehr vorsichtig* zu interpretieren.⁴³

Bei der aktuellen Befragungsstudie wurden – analog zur 2013er und 2004er Befragung – die von der Deutsche Post DHL Group als institutionell klassifizierten Investoren befragt, für die gleichzeitig die erforderlichen Kontaktdaten vorlagen. Gleichwohl müssen diese Investoren bzw. deren Unternehmen nicht zwingend auch Aktien an der Deutsche Post AG halten. So geben 13 institutionelle Investoren des Rücklaufs an, dass ihr Unternehmen keine Aktien der Deutsche Post AG halte, während 12 Befragungsteilnehmer (23 %) hierzu keine Aussage treffen (vgl. Tab. A.6.20).

⁴² Schulz (1999) als weitere einschlägige Studie für den deutschen Markt stützt sich auf ein Sample von 80 auswertbaren Fragebögen. Eine Studie von Ferber und von Nitzsch zur Bedeutung von Vertrauen für institutionelle Investoren fußt auf einem Rücklauf von 45 Fragebögen. Vgl. Ferber/von Nitzsch (2004), S. 819. Weitere Informationen zur Befragungsmethodik finden sich in Kapitelabschnitt 8.4.

⁴³ Die geringen Gruppengrößen reduzieren die Stärke der im Anhang wiedergegebenen Teststatistiken deutlich. Signifikante Unterschiede zwischen den Gruppen können also gerade auch wegen der geringen Gruppenstärke als Beleg für die nachfolgenden Ergebnisse angesehen werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn parametrische und nicht-parametrische Testverfahren in die gleiche Richtung weisen.

6.2 INFORMATIONSVERHALTEN

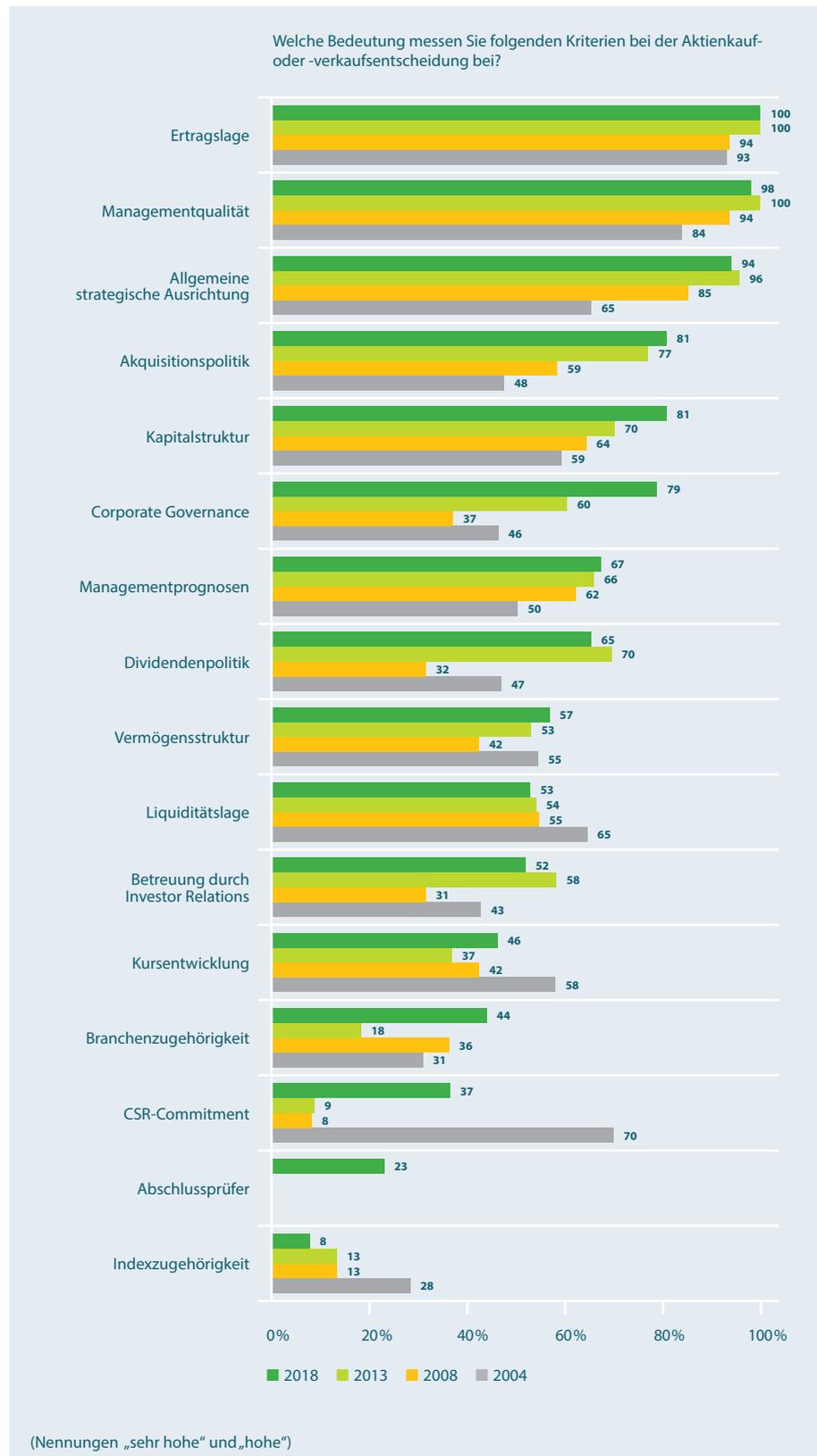
Wie bei den Vorgängerstudien sollten die befragten institutionellen Investoren bei der ersten Frage angeben, welche Relevanz sie bestimmten Anlagekriterien bzw. Orientierungsgrößen für ihre Anlageentscheidung beimessen. Die höchste Bedeutung für die Investitionsentscheidung dieser Anleger haben nach wie vor die wahrgenommene Managementqualität sowie die Ertragslage (vgl. Abb. 25; Tab. A.6.1).⁴⁴ Entsprechend beurteilen alle Befragungsteilnehmer diese beiden Kriterien hinsichtlich der Relevanz für ihre Investitionsentscheidungen als „sehr hoch“ (jeweils mehr als 75 %) oder „hoch“. Neben der allgemeinen strategischen Ausrichtung sind darüber hinaus – wie bereits 2013 – die Kapitalstruktur, die Akquisitionspolitik sowie Managementprognosen für institutionelle Anleger von großer Bedeutung.⁴⁵ Hierneben fällt allerdings der erhebliche Bedeutungszuwachs der Corporate Governance von Unternehmen auf. Diesem Aspekt, der 2013 noch auf dem achten von 16 Plätzen rangierte und nunmehr hinter der Kapitalstruktur den sechsten Rang belegt, messen 79 % (+19 Prozentpunkte) der Befragten eine (sehr) hohe Bedeutung für die Anlageentscheidung bei. Wie wichtig eine gute Corporate Governance aus Unternehmens- und Investorensicht ist, zeigt hierbei nicht zuletzt der Abgasskandal in der deutschen Automobilindustrie.

Der stärkste Bedeutungsanstieg (+28 Prozentpunkte) ist allerdings beim Corporate Social Responsibility (CSR)-Commitment von Unternehmen festzustellen, dem seitens der Institutionellen bei den letzten beiden Befragungswellen noch die insgesamt geringste Relevanz beigemessen wurde. Diese Entwicklung verwundert indes kaum, wenn die in den letzten Jahren stetig zunehmende Präsenz des Nachhaltigkeitsthemas in Politik, Wirtschaft und Öffentlichkeit berücksichtigt wird.

⁴⁴ Dies deckt sich mit den Ergebnissen einer von PwC durchgeführten Analystenbefragung, wonach Analysten ebenfalls primär an der Performance und damit an der Ertragslage eines Unternehmens interessiert sind. Die Bilanz spielt in diesem Kontext eine nur untergeordnete Rolle. Vgl. *PriceWaterhouseCoopers* (2007), S. 5.

⁴⁵ Vgl. zur Bedeutung von Managementprognosen für die Analystenschätzungen *Pellens/Lehmann* (2012).

Abb. 25: Orientierungsgrößen institutioneller Anleger für ihre Anlageentscheidung



Deutlich zugenommen hat gegenüber der Vorgängerstudie auch die Bedeutung der Branchenzugehörigkeit, die zwar nur auf Platz 13 von 16 liegt, aber mit einem Plus von knapp 26 Prozentpunkten für nunmehr 44 % der Befragungsteilnehmer (sehr) bedeutsam ist.

Eine wesentliche Bedeutungsabnahme ist bezüglich der hier betrachteten Kriterien, die institutionelle Anleger bei ihrer Anlageentscheidung berücksichtigen, grundsätzlich nicht zu beobachten. Einzig die Relevanz der Indexzugehörigkeit sowie die Betreuung durch Investor Relations haben mehr als 5 Prozentpunkte gegenüber der 2013er Befragung eingebüßt. Interessant ist darüber hinaus, dass die Befragungsteilnehmer dem Abschlussprüfer – trotz der umfangreichen Neuregulierungen durch die EU-Verordnung zur Abschlussprüfung von Unternehmen von öffentlichem Interesse und die geänderte Abschlussprüferrichtlinie – eine verhältnismäßig geringe Wertschätzung mit Blick auf das Treffen von Anlageentscheidungen entgegenbringen. Da nur 23 % der Befragungsteilnehmer die Bedeutung des Prüfers als (sehr) hoch einstufen, findet sich dieser Aspekt lediglich auf dem vorletzten Rang der 16 vorgegebenen Orientierungsgrößen wieder. Abschließend ist zu beobachten, dass die Dividendenpolitik – wie auch schon bei der 2013er Befragung – für die institutionellen Anleger wichtiger ist als die Aktienkursentwicklung, obwohl die Bedeutung letzterer gegenüber der Vorgängerstudie um 9 Prozentpunkte auf 46 % angestiegen ist. Als potenzieller Grund für die nach wie vor hohe Bedeutung der Dividendenpolitik lassen sich die in Verbindung mit der Niedrigzinspolitik verbundenen Kapitalmarktentwicklungen der letzten Jahre anführen. So ist davon auszugehen, dass ein Ende dieser Zinspolitik einen erheblichen, nicht zuletzt liquiditätsbedingten, negativen Einfluss auf die Entwicklung der Aktienmärkte haben wird. In Antizipation entsprechender künftiger Entwicklungen und der hiermit potenziell einhergehenden Kursvolatilitäten kann es daher sinnvoll sein, die hiermit verbundene Unsicherheit durch einen stärkeren Fokus auf die Dividendenpolitik/-entwicklung von Unternehmen und die korrespondierende Auswahl dividendenstarker Aktientitel zu verringern. Darüber hinaus ist nicht auszuschließen, dass Unternehmen über die Dividendenentwicklung und -kontinuität ein Signal über die künftige Unternehmensentwicklung an den Markt geben (signaling). Dividendensteigerungen würden in einer solchen Interpretation ein nachhaltiges Unternehmenswachstum widerspiegeln. Auch vor diesem Hintergrund könnten sich die institutionellen Investoren im Rahmen ihrer Anlageentscheidung auf die Dividendenpolitik fokussieren, um hierüber interne Informationen über die künftige Unternehmens- und damit Kursentwicklung zu antizipieren.

Dass schließlich auch die Akquisitionspolitik von anhaltend hoher Bedeutung für die Institutionellen ist, verwundert angesichts der Marktentwicklungen der letzten Jahre ebenfalls wenig. Die Relevanz des externen Unternehmenswachstums und die fortschreitenden Konsolidierungstendenzen auf vielen Märkten bedingen ein anhaltend hohes Niveau an M&A-Transaktionen. Hierdurch sollen Synergien, Wachstum und Wachstumsoptionen generiert werden, die sich dann in der Zukunft nach erfolgreicher Integration in höheren Zahlungsmittelrückflüssen niederschlagen sollten. Entsprechend bleibt die Akquisitionspolitik für die Kursentwicklung und damit aus Investorensicht hochgradig relevant.

Werden die Ansichten angloamerikanischer Institutioneller (ANGLO) mit denjenigen der anderen Befragungsteilnehmer verglichen, so zeigt sich, dass für erstere insbesondere Managementprognosen (55 %), die Betreuung durch Investor Relations (41 %) sowie die Kursentwicklung (36 %) eine geringere Bedeutung für die eigene Anlageentscheidung haben. Etwas stärker gewichtet werden demgegenüber die Kapitalstruktur und die Akquisitionspolitik, die mit einem Wert von jeweils 86 % aufseiten der Angloamerikaner rund 6 Prozentpunkte über dem Durchschnittswert des gesamten Rücklaufs liegen.

In einem zweiten Schritt wurden die institutionellen Investoren analog zu den Privatanlegern danach befragt, wie sie verschiedene Informationsquellen hinsichtlich ihrer „Bedeutung“ für die eigene Anlageentscheidung sowie hinsichtlich ihrer „Aktualität“, „Verständlichkeit“ und „Vertrauenswürdigkeit“ einschätzen. Die Ergebnisse verdeutlichen, dass dem direkten Kontakt zum Management nach wie vor die höchste Bedeutung beigemessen wird, auch wenn der Anteil derjenigen, welche die Relevanz dieser Informationsquelle als (sehr) hoch einstufen, gegenüber der 2013er Befragung um rund 9 Prozentpunkte auf 83 % gesunken ist (vgl. Abb. 26; Tab. A.6.2). Diese Einschätzung korrespondiert mit der vorausgehend bereits dargestellten Einstufung der Managementqualität als besonders bedeutsames Kriterium für das Treffen von Anlageentscheidungen. Denn um die Managementqualität besser einschätzen zu können, erscheint vor allem der direkte Kontakt zur Unternehmensleitung unabdingbar.

Auffallend ist die Bedeutungsabnahme der im Rahmen der Regelpublizität von Unternehmen zu veröffentlichenden Berichtsinstrumente in Form sowohl des Geschäftsberichts (-5 Prozentpunkte) als auch von Quartalsberichten und -mitteilungen (-12 Prozentpunkte), so dass sich keine dieser Informationsquellen mehr unter den Top 3 findet. Diese Beobachtung trifft indes nicht auf die angloamerikanischen Institutionellen zu. Diese messen dem Geschäftsbericht sowie der unterjährigen Berichterstattung im Vergleich zum Durchschnitt des gesamten Rücklaufs eine deutlich höhere Bedeutung bei (Geschäftsbericht: 77%; Quartalsberichte und -mitteilungen: 76%). Entsprechend liegen diese Informationsquellen aufseiten der Angloamerikaner gleichauf mit Kontaktmaßnahmen zur Kapitalmarktkommunikation (Investorenmeetings, Analystenkonferenzen und Roadshows), die ebenfalls 77 % der Angloamerikaner als (sehr) bedeutsam erachten. Im Unterschied hierzu spielt der direkte Kontakt zu den Investor Relations bei dieser Anlegergruppe eine geringere Rolle (68 % erachten dessen Bedeutung als (sehr) hoch). Wie die vorliegenden Ergebnisse aufzeigen, scheinen angloamerikanische institutionelle Investoren im Vergleich zu den anderen Investoren nach wie vor ein anderes Informationsverhalten an den Tag zu legen.

Über die Antwort auf die Frage, warum gerade die unterjährige Regelberichterstattung von Unternehmen aufseiten der Nicht-Angloamerikaner stark an Bedeutung verloren hat, lässt sich hier nur spekulieren. Denkbar wäre beispielsweise, dass das neue – gegenüber Quartalsfinanzberichten deutlich abgespeckte – Berichtsformat in Form der sog. Quartalsmitteilung hierfür verantwortlich ist. So dürfen Quartalsmitteilungen seit Ende November 2015 als vollwertige Alternative zum standardisierten Quartalsfinanzbericht durch die im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelisteten Unternehmen veröffentlicht werden.⁴⁶ An dieses „neue“ Berichtsformat sind hierbei im Vergleich zum Quartalsfinanzbericht weit weniger strikte und umfangreiche Berichtsanforderungen geknüpft, so dass Quartalsmitteilungen gegenüber Quartalsfinanzberichten im Regelfall weniger standardisiert, deutlich kürzer und weniger komplex ausfallen.⁴⁷ Sofern mit diesen unternehmensindividuell festzulegenden Kürzungen aus Sicht der Investoren gleichermaßen ein Verlust relevanter Berichtsinhalte verbunden wäre, könnte dieser Tatbestand die abnehmende Bedeutung der quartalsweisen Regelpublizität für die Anlageentscheidungen institutioneller Investoren erklären.

Am stärksten an Bedeutung verloren haben die Internetseiten des Unternehmens als Informationsquelle. Hier hat der Anteil derjenigen, welche diesen eine (sehr) hohe Relevanz

⁴⁶ Unternehmen des General Standard haben demgegenüber bezogen auf das erste und dritte Quartal eines Geschäftsjahres keine Berichtspflichten mehr.

⁴⁷ Vgl. Gluch/Muschallik/Schmidt (2019).

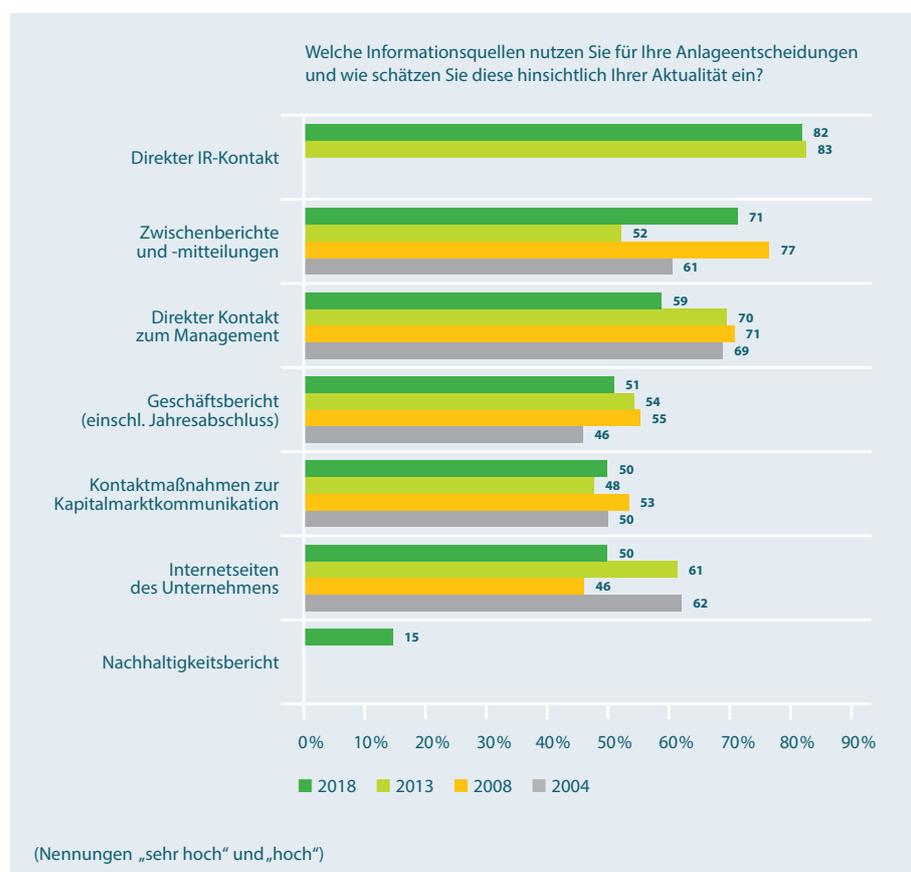
bescheinigen, um knapp 12 Prozentpunkte auf 44 % abgenommen. In der Rangfolge der bedeutsamsten Informationsquellen findet sich hinter den Internetseiten nur noch – aber weit abgeschlagen – der Nachhaltigkeitsbericht, der von lediglich 20 % der Befragten – sowohl im Gesamtdurchschnitt als auch aufseiten der angloamerikanischen Institutionellen – als bedeutsam erachtet wird.

Abb. 26: Bedeutung verschiedener Informationsquellen für institutionelle Anleger



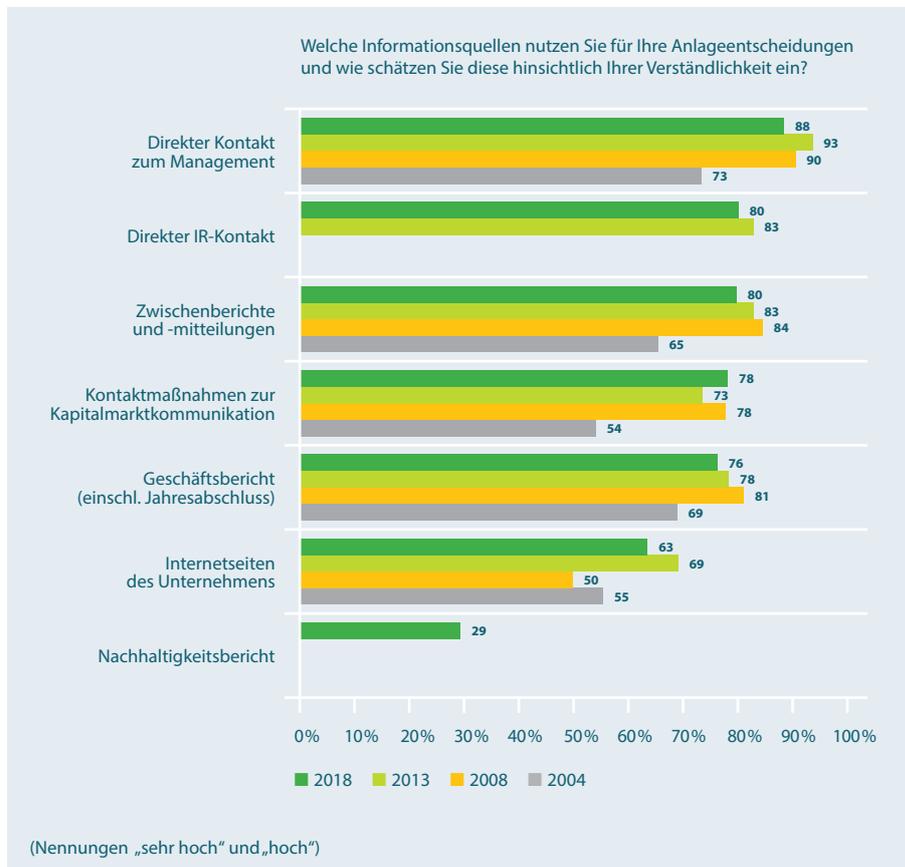
Die Einschätzungen der institutionellen Investoren zur Aktualität der verschiedenen Informationsquellen zeigt Abb. 27 (vgl. Tab. A.6.2). Hiernach wird dem direkten Investor Relations-Kontakt sowie Quartalsfinanzberichten und -mitteilungen die höchste Aktualität zugesprochen, wobei speziell hinsichtlich der quartalsweisen Berichterstattung gegenüber der 2013er Befragung ein erheblicher Zuwachs von 19 Prozentpunkten zu verzeichnen ist. In Kontrast hierzu ist der Anteil derjenigen, welche die Aktualität des direkten Kontakts zum Management sowie der Internetseiten des Unternehmens als (sehr) hoch einschätzen, um jeweils rund 11 Prozentpunkte gegenüber 2013 gesunken.

Abb. 27: Aktualität verschiedener Informationsquellen aus Sicht institutioneller Anleger



Die Verständlichkeit der verschiedenen Informationsquellen wird seitens der institutionellen Anleger in den meisten Fällen mehrheitlich als (sehr) hoch bewertet (vgl. Abb. 28; Tab. A.6.2).

Abb. 28: Verständlichkeit verschiedener Informationsquellen aus Sicht institutioneller Anleger

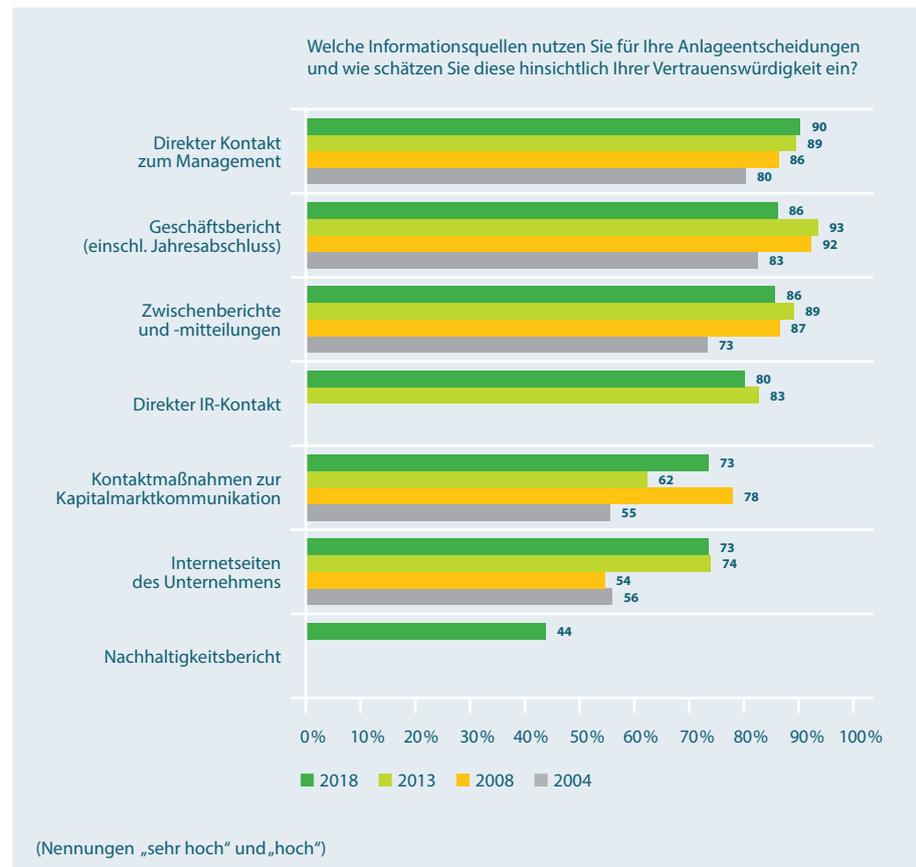


Im Vergleich zur 2013er Befragung liegen diese Einschätzungen auf einem weitgehend konstanten Niveau, auch wenn sämtliche Informationsquellen – abgesehen von den Kontaktmaßnahmen zur Kapitalmarktkommunikation – im Zeitvergleich als etwas weniger verständlich eingestuft werden. Hiervon ausgehend sticht allerdings der Nachhaltigkeitsbericht besonders hervor, da er im Vergleich zu allen anderen Quellen als deutlich unverständlicher eingestuft wird.

Hinsichtlich der Vertrauenswürdigkeit der verschiedenen Informationsquellen wird der direkte Kontakt zum Management besonders wertgeschätzt (88%). Im Unterschied zu den Vorgängerstudien, in denen regelmäßig dem Geschäftsbericht die höchste Vertrauenswürdigkeit beigemessen wurde, kehrt sich die Reihenfolge diesmal um. Geschäftsberichte sowie Quartalsfinanzberichte und -mitteilungen werden durch die Institutionellen als gleichermaßen vertrauenswürdig eingestuft, liegen aber mit jeweils 86% unter dem Niveau der Vorgängerstudien (vgl. Abb. 29; Tab. A.6.2). Die identische Einschätzung dieser Berichtsinstrumente ist insoweit interessant, als weder Quartalsfinanzberichte noch die Quartalsmitteilung – im Gegensatz zum Konzernabschluss und Konzernlagebericht – einer gesetzlichen Prüfungspflicht unterliegen. Während die Möglichkeit zur Prüfung von Quartalsfinanzberichten in praxi kaum in Anspruch genommen wird, können Quartalsmitteilungen aufgrund von diesbezüglich fehlenden Prüfungsstandards keiner Prüfung unterzogen werden.

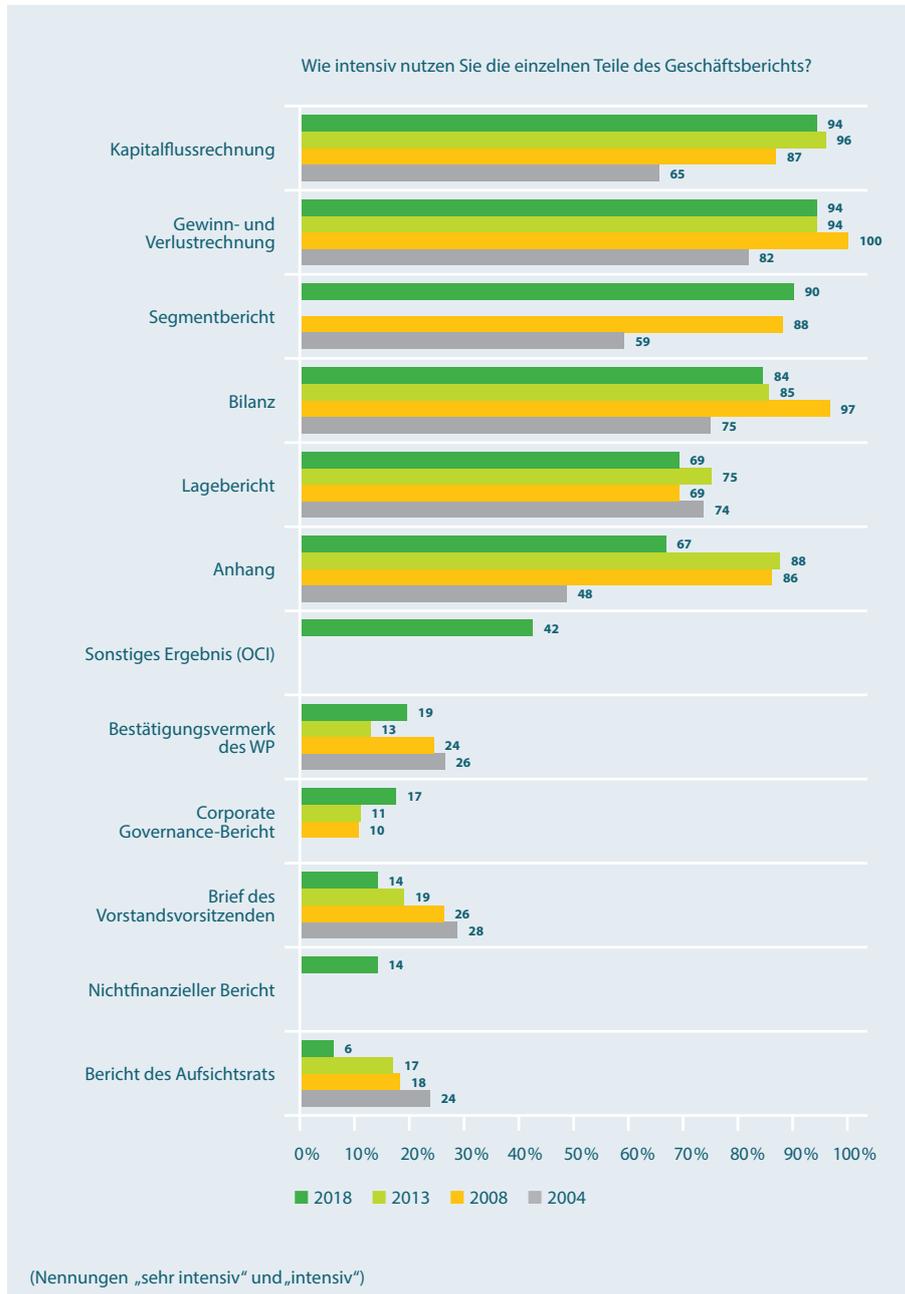
Auffällig ist schließlich, dass dem Nachhaltigkeitsbericht, der nicht selten wie eine Werbebroschüre von Unternehmen anmutet, eher wenig Vertrauen entgegengebracht wird. Nur 44 % der Befragungsteilnehmer schätzen dessen Vertrauenswürdigkeit als (sehr) hoch ein.

Abb. 29: Vertrauenswürdigkeit verschiedener Informationsquellen aus Sicht institutioneller Anleger



Hinsichtlich der Nutzungsintensität der einzelnen Teile des Geschäftsberichts zeigt sich ein im Vergleich zur 2013er Studie ähnliches Bild (vgl. Abb. 30; Tab. A.6.3): Kapitalflussrechnung (94 %, Rang 1), Gewinn- und Verlustrechnung (94 %, Rang 2), Bilanz (84 %, Rang 4) und Lagebericht (69 %, Rang 5) belegen in dieser Reihenfolge die gleichen Plätze wie bereits in der Vorgängerstudie.

Abb. 30: Nutzungsintensität verschiedener Bestandteile des Geschäftsberichts durch institutionelle Anleger



Dass der Segmentbericht von 90% der institutionellen Befragungsteilnehmer (sehr) intensiv genutzt wird und hierdurch Rang 3 belegt, ist kompatibel mit den Ergebnissen der 2008er und der 2013er Befragung. Während die Nutzungsintensität von Anhang und Segmentbericht in der aktuellen Befragung wieder zwei separate Aspekte darstellen, wurden diese in der 2013er Befragung noch in einem Geschäftsberichtsbestandteil (Anhang inkl. Segmentbericht) zusammengefasst. Dass der Anhang im Rahmen der aktuellen Untersuchung vom dritten auf den sechsten Rang hinter den Lagebericht zurück-

fällt, lässt demnach vermuten, dass bei der Vorgängeruntersuchung wohl der Segmentbericht den wesentlichen Treiber der hohen Nutzungsintensität des Anhangs (88 %) darstellte.

Werden die angloamerikanischen Institutionellen mit dem Durchschnitt des Gesamtrücklaufs der institutionellen Anleger verglichen, so fallen zwei Aspekte ins Auge: Zum einen wird die Kapitalflussrechnung seitens aller an der Befragung teilnehmenden Angloamerikaner (sehr) intensiv genutzt. Zum anderen nutzen diese den Anhang im Vergleich zum Gesamtdurchschnitt deutlich intensiver (82 %), so dass hier dieser rangtechnisch vor dem Lagebericht (67 %) liegt. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass der Lagebericht hinsichtlich seines Inhalts, Umfangs und der einschlägigen Regulierungen ein speziell „deutsches“ Berichtsinstrument darstellt, dem in angloamerikanischen Ländern keine derart große Aufmerksamkeit wie in Deutschland gewidmet wird. Gleichwohl überrascht die vergleichsweise geringe Nutzungsintensität des Lageberichts (Gesamtdurchschnitt: 69 %; Angloamerikaner: 67 %), wenn bedacht wird, dass hierin Ausführungen zu den Chancen und Risiken des künftigen Geschäftsverlaufs sowie Prognosen zur finanziellen Entwicklung zu finden sind.

Die nach wie vor geringe – wenn auch gegenüber 2013 um rund 7 Prozentpunkte gestiegene – Nutzungsintensität des Bestätigungsvermerks des Abschlussprüfers mag zunächst überraschen, wenn bedacht wird, dass sich dieser über die neu eingeführte KAM-Berichterstattung deutlich stärker an den Informationsanforderungen der Investoren orientieren soll. Gleichwohl scheint der hiermit verbundene, vermeintliche Informationsmehrwert noch nicht durch die Investoren genutzt zu werden.

Deutlich stärker beachten institutionelle Investoren demgegenüber das „Sonstige Ergebnis“ (Other Comprehensive Income, OCI), das unmittelbar an das in der GuV ermittelte IFRS-Jahresergebnis (Net Income) anschließt und in Summe mit diesem das sog. Periodengesamtergebnis bildet. In Ermangelung eines konsistenten Erfolgsspaltungskonzepts und einer hiermit verbunden rein kazuistischen Zuordnung von Aufwendungen und Erträgen zur GuV oder zum „Sonstigen Ergebnis“ fällt die Interpretation dieser Saldogröße vielen Investoren und Analysten aber dennoch schwer, so dass sie sich bei ihren Analysen schwerpunktmäßig auf das ihnen traditionell bekannte GuV-Ergebnis konzentrieren.

Mit Blick auf den Corporate Governance-Bericht sticht die sehr geringe Nutzungsintensität vor dem Hintergrund ins Auge, dass rund 80 % der institutionellen Anleger angeben, der Corporate Governance für ihre Anlageentscheidung eine (sehr) hohe Bedeutung beizumessen (Abb. 25). Dies lässt sich potenziell dadurch erklären, dass die institutionellen Anleger Fragen zur Corporate Governance wohl eher im direkten Kontakt mit dem Unternehmen und Management klären und dem Corporate Governance-Bericht im Weiteren daher keine besondere Beachtung mehr schenken.

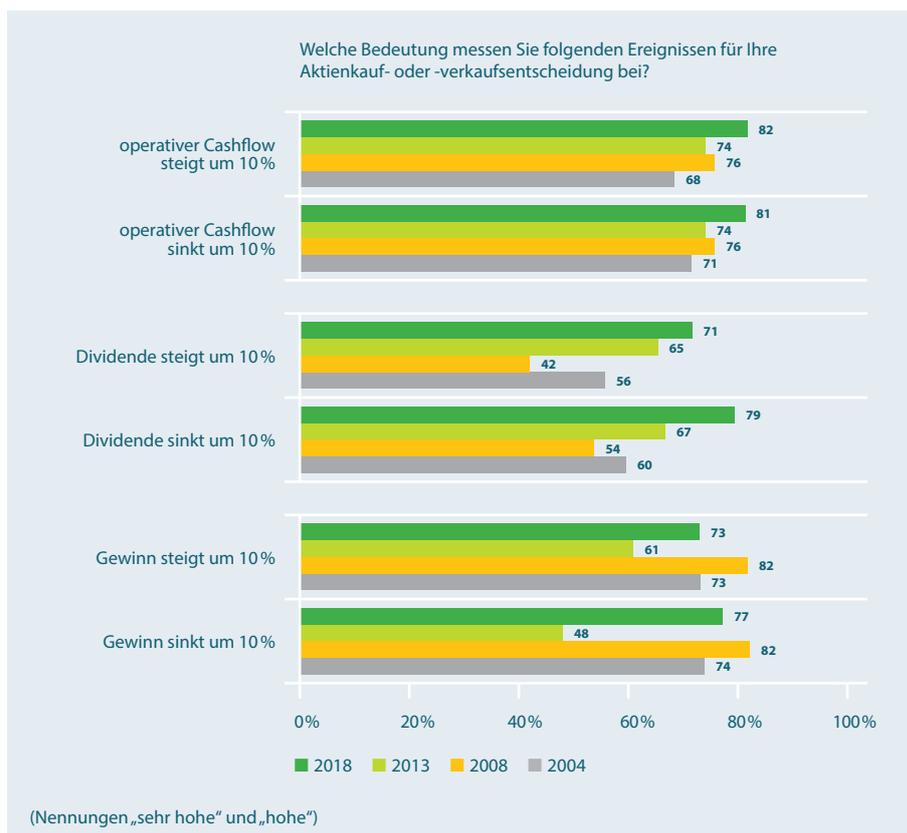
Abschließend ist festzustellen, dass die geringe Nutzungsintensität des nichtfinanziellen Berichts (14 %) konsistent zum Antwortverhalten auf die Frage nach der Bedeutung des Nachhaltigkeitsberichts ausfällt.

Zusammenfassend untermauern die vorliegenden Ergebnisse zur Nutzungsintensität der verschiedenen Geschäftsberichtsbestandteile die Ergebnisse der Vorgängerstudien: Die zentralen Rechenwerke des IFRS-Abschlusses werden nach wie vor am intensivsten von den institutionellen Investoren genutzt. Die Nutzungsintensität fällt hierbei im Vergleich zur Gruppe der privaten Investoren, die beispielsweise mit dem Anhang und dem „Sons-

tigen Ergebnis“ kaum etwas anzufangen wissen, erheblich höher aus. Insbesondere auch die – für das Verständnis der unternehmerischen Geschäftstätigkeit – so wichtige Segmentberichterstattung wird durch die Privatinvestoren kaum beachtet, während diese aufseiten der Institutionellen von ganz zentraler Bedeutung ist. Dies überrascht indes kaum, wenn bedacht wird, dass institutionelle Investoren große Unternehmen konzeptionell anknüpfend an den einzelnen Geschäftsbereichen bzw. Segmenten als Summe ihrer Teile bewerten. Diese Art der Bewertung erfordert allerdings erhebliche Methoden- und Marktkenntnisse, welche nicht-professionelle Privatanleger in aller Regel gerade nicht haben.

Hinsichtlich der Frage, welche Relevanz die institutionellen Investoren der Veränderung – d.h. einer 10%igen Erhöhung oder Minderung – des Gewinns, der Dividende und des operativen Cashflow beimessen, ergibt sich das in Abb. 31 dargestellte Bild (vgl. auch Tab. A.6.4):

Abb. 31: Bedeutung von Gewinn-, Cashflow- und Dividendenänderungen für institutionelle Anleger

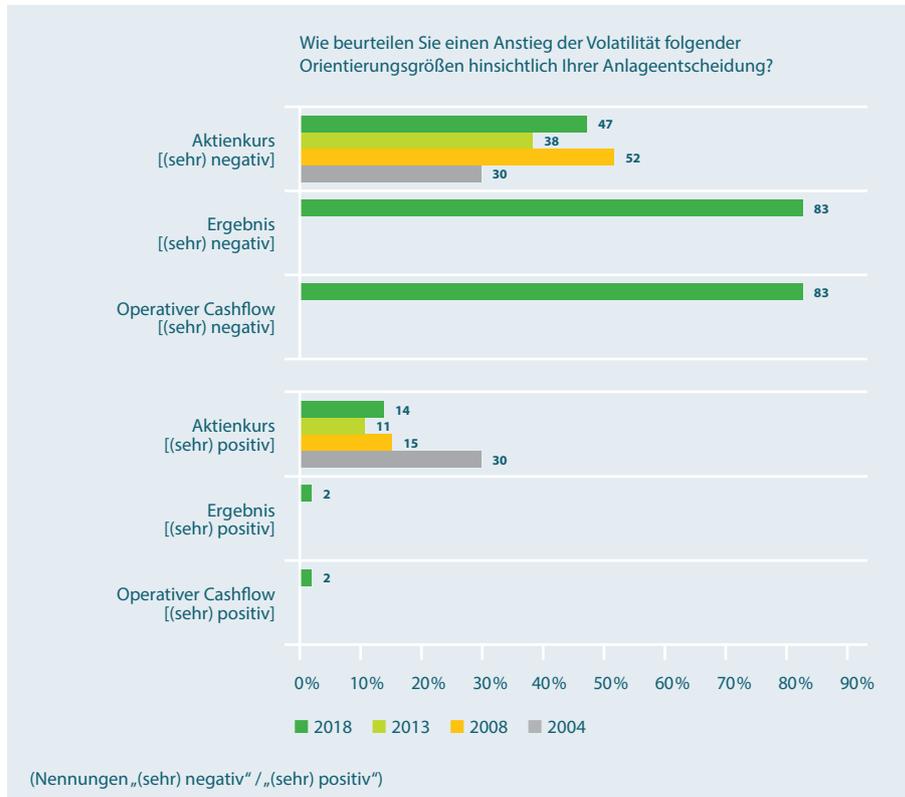


Gegenüber der 2013er Befragung haben die Veränderungen aller drei Orientierungsgrößen an Bedeutung hinzugewonnen. Insbesondere spielen Gewinnminderungen wieder eine deutlich größere Rolle für die Anlageentscheidung als noch in der Vorgängerstudie (+29 Prozentpunkte). Interessant ist darüber hinaus, dass operativen Cashflowänderungen nach wie vor die höchste Bedeutung beigemessen wird, wobei sowohl Steigerungen als auch Senkungen – wie bereits 2013 – als nahezu gleichbedeutend beurteilt werden.

Im Unterschied zur operativen Cashflowentwicklung werden Steigerungen und Senkungen sowohl des Gewinns als auch der Dividende asymmetrisch gewichtet, wobei Minderungen für die Befragungsteilnehmer eine etwas höhere Bedeutung für die eigene Anlageentscheidung aufweisen als Steigerungen. Darüber hinaus sticht in diesem Zusammenhang neben dem starken absoluten Bedeutungszuwachs von Gewinnminderungen derjenige von Dividendensenkungen (+12 Prozentpunkte) heraus, der gemessen am 2008er Niveau sogar 25 Prozentpunkte beträgt. Dieser Tatbestand könnte mutmaßlich darauf zurückzuführen sein, dass Unternehmen das Dividendenniveau an den längerfristigen bzw. nachhaltig zu erwartenden Gewinntrend eines Unternehmens anpassen. Insoweit könnte das Dividendenniveau im Sinne der Signaling-Theorie als Signal verstanden werden, welches Manager nutzen können, um hiermit private Informationen über die künftige – vom Unternehmen prognostizierte – Unternehmensentwicklung an den Markt weiterzugeben. Vor diesem Hintergrund wäre zu erwarten, dass Unternehmen das Bestreben haben, das Dividendenniveau der Vorjahre zumindest konstant zu halten, da eine Dividendensenkung auf eine nachhaltig schlechtere wirtschaftliche Entwicklung hindeuten würde. Dies wiederum antizipierend würden Investoren speziell auf Dividendensenkungen schauen, wodurch sich erklären ließe, warum die institutionellen Investoren Dividendenminderungen eine höhere Bedeutung beimessen als Dividendensteigerungen. Gleichwohl bleibt an dieser Stelle offen, warum im Unterschied zu den Vorgängerstudien nunmehr auch Gewinneinbrüche eine höhere Bedeutung haben als Gewinnsteigerungen (Differenz: 6 Prozentpunkte). Gegebenenfalls wird hier antizipiert, dass Unternehmen tendenziell versuchen werden, bilanzpolitische Maßnahmen zu ergreifen, um wesentliche Gewinneinbrüche oder Verluste zu vermeiden. Sollte eine solche bilanzpolitisch motivierte Vermeidung allerdings nicht möglich sein, so könnte auch dies darauf hindeuten, dass sich die wirtschaftliche Lage des Unternehmens nicht unerheblich verschlechtert hat.

Werden schließlich die Antworten der angloamerikanischen Investoren separat betrachtet, so zeigt sich konsistent zur hohen Nutzungsintensität der Cashflowrechnung, dass diese Investorengruppe operativen Cashflowänderungen eine deutlich höhere Relevanz für die eigene Anlageentscheidung beimisst als Dividenden- oder Gewinnänderungen. So geben 90% (85%) der Angloamerikaner an, dass operative Cashflowsteigerungen (Cashflowminderungen) für sie von hoher oder sehr hoher Bedeutung sind.

Abb. 32: Beurteilung der Volatilität von Aktienkurs, Ergebnis und operativem Cashflow durch institutionelle Anleger



Zuletzt wurden die institutionellen Investoren in Bezug auf ihr Informationsverhalten danach gefragt, wie sie einen Anstieg der Volatilität des Aktienkurses, des Periodenergebnisses (Net Income) sowie des operativen Cashflow vor dem Hintergrund ihrer Anlageentscheidung einschätzen. Die Ergebnisse verdeutlichen, dass eine erhöhte Volatilität, insbesondere des Ergebnisses sowie des operativen Cashflow, äußerst negativ beurteilt wird (vgl. Abb. 32; Tab. A.6.5). So stehen jeweils 83% der Institutionellen, die Schwankungen des Ergebnisses und des Cashflow als (sehr) negativ beurteilen, nur jeweils 2% gegenüber, die entsprechende Schwankungen (sehr) positiv bewerten. In Kontrast hierzu stehen ein Anteil von 47% der Befragungsteilnehmer (+9 Prozentpunkte gegenüber 2013), die eine erhöhte Aktienkursvolatilität als (sehr) negativ einschätzen, 14% (+3 Prozentpunkte) gegenüber, die diese als (sehr) positiv erachten. Hiervon ausgehend zeigt sich zwar in Übereinstimmung mit bestehenden wissenschaftlichen Erkenntnissen zur Risikoeinschätzung durch Investoren, dass eine höhere Volatilität – sowohl nach oben als auch nach unten – mit einem höheren Risiko gleichgesetzt wird. Die hiermit verbundenen Gewinnchancen werden demnach schwächer gewichtet als die Verlustrisiken. Fraglich ist allerdings, worauf die erheblichen Unterschiede zwischen den Einschätzungen zur Aktienkursvolatilität auf der einen und zur Cashflow- und Ergebnisvolatilität auf der anderen Seite zurückzuführen sein könnten. Eine Erklärung für die diesbezüglich asymmetrische Einschätzung könnte darin bestehen, dass kurzfristige Aktienkursschwankungen oftmals nicht fundamental zu begründen sein dürften, sondern auf vielfältige Faktoren wie Marktliquidität, Marktstimmungen, Handelssysteme bis hin zu marktpsychologischen Irrationalitäten zurückzuführen sein können. So fließen in Aktienkurse regelmäßig viele

Faktoren ein, die nicht unmittelbar vom betreffenden Unternehmen zu verantworten und zu beeinflussen sind. Eine hierdurch induzierte erhöhte Aktienkursvolatilität kann daher nicht zwangsläufig mit einem erhöhten Risiko bzw. einer risikoreicheren Wirtschaftslage des Unternehmens gleichgesetzt werden. Umgekehrt bleiben die aus dem externen Rechnungswesen abgeleiteten Zahlen (Gewinn, Cashflow) von solchen Faktoren unbeeinträchtigt, so dass hier eine erhöhte Volatilität mit einem risikoreicheren und weniger nachhaltigen Geschäft gleichgesetzt werden könnte.

6.3 AUSSCHÜTTUNG

Hinsichtlich ihrer Ausschüttungspräferenzen wurden die institutionellen Anleger analog zu den Privatanlegern gefragt, ob sie grundsätzlich quartalsweise oder jährliche Dividendenzahlungen bevorzugen würden. Abb. 33 verdeutlicht, dass rund die Hälfte der Befragungsteilnehmer (angloamerikanische Institutionelle: 65%) diesbezüglich indifferent ist. Seitens der nicht indifferenten angloamerikanischen und nicht-angloamerikanischen Investoren werden allerdings quartalsweise Dividendenzahlungen mehrheitlich jährlichen Dividenden vorgezogen. (vgl. Tab. A.6.6).

Abb. 33: Bevorzugung quartalsweiser oder jährlicher Dividendenzahlungen durch institutionelle Anleger

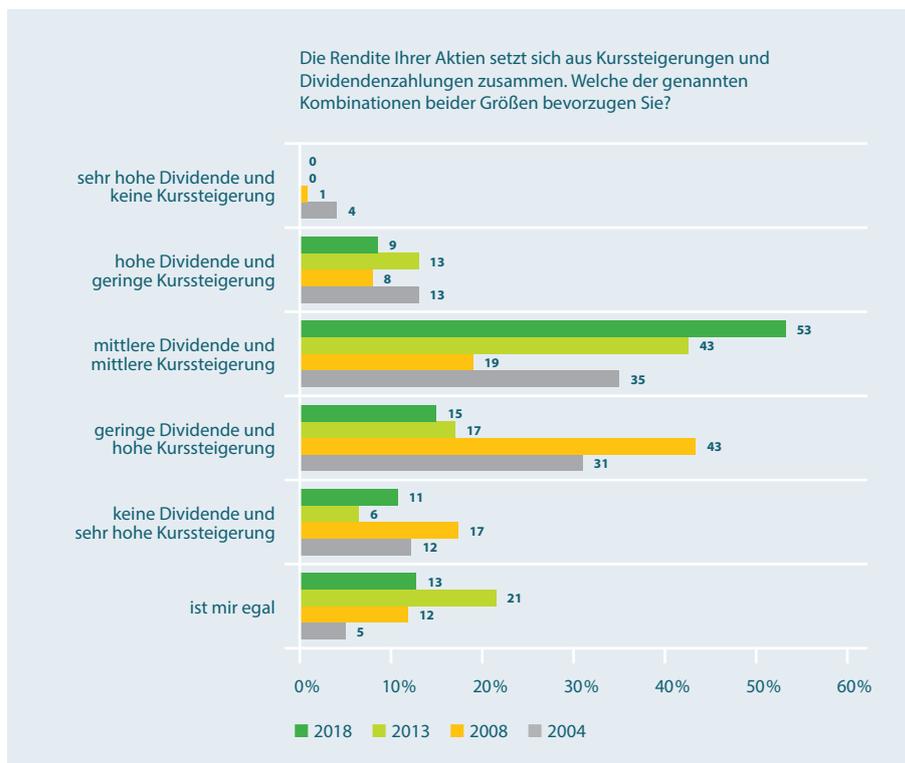


Wie auch in den Vorgängerstudien wurden die institutionellen Investoren nach dem ihrer Meinung nach idealen Verhältnis zwischen Dividendenzahlungen und Kurssteigerungen gefragt (Abb. 34). Diesbezüglich wird inzwischen mehrheitlich ein ausgewogenes Verhältnis bevorzugt (53%; +10 Prozentpunkte). Gleichzeitig ist der Anteil derjenigen, die hinsichtlich der konkreten Zusammensetzung der Aktienrendite indifferent sind, gegenüber 2013 um acht Prozentpunkte auf 13% zurückgegangen (vgl. Abb. 34; Tab. A.6.7). Eine solche Indifferenz korrespondiert mit dem investitionstheoretischen Grundgedanken, dass sich ausgeschüttete Dividenden in gleicher Höhe mindernd auf den Aktienkurs auswirken müssten. Bei Anlage einbehaltener (thesaurierter) Mittel zum Kapitalkostensatz des thesaurierenden Unternehmens ergäbe sich infolge der Kapitalwertneutralität der Wiederanlage der gleiche Vermögenseffekt für den Anleger wie im Falle einer

sofortigen Dividendenausschüttung. Insofern lässt sich unter investitionstheoretischen Gesichtspunkten durchaus begründen, dass immerhin noch 13 % der institutionellen Investoren der Kombination von Dividenden und Kurssteigerungen indifferent gegenüberstehen.

Eine sehr hohe Dividende bei gleichzeitig keinen Kurssteigerungen wird – wie bereits 2013 – von keinem der an der Befragung teilnehmenden institutionellen Investoren präferiert. Interessanterweise äußern die angloamerikanischen Investoren zusätzlich ebenfalls keine Präferenz für hohe Dividenden bei geringen Kurssteigerungen (-9 Prozentpunkte). Entsprechend scheinen Kurssteigerungen aus Sicht der Angloamerikaner, aber auch aufseiten der nicht-angloamerikanischen Institutionellen, eine besondere Bedeutung zu haben. Gleichwohl verwundert dieses Ergebnis aus Sicht dieser Investorengruppe wenig, wenn bedacht wird, dass Kurssteigerungen letztlich die Erwartungen der künftigen Unternehmensentwicklung widerspiegeln, während Dividenden in Deutschland de jure am Gewinn (Jahresüberschuss) des abgelaufenen Geschäftsjahres anknüpfen. Würde der Aktienkurs dauerhaft konstant bleiben, so würde das aus investitionstheoretischer Sicht bedeuten, dass – bei einem gleichbleibenden Zinsniveau – auch die erwarteten, dem Unternehmen entziehbaren Cashflows über die Zeit konstant bleiben müssten. Dies könnte die Assoziation eines stagnierenden, nicht wachsenden und nicht wertgenerierenden Unternehmens hervorrufen, die aus Investorenperspektive eher unerwünscht sein dürfte.

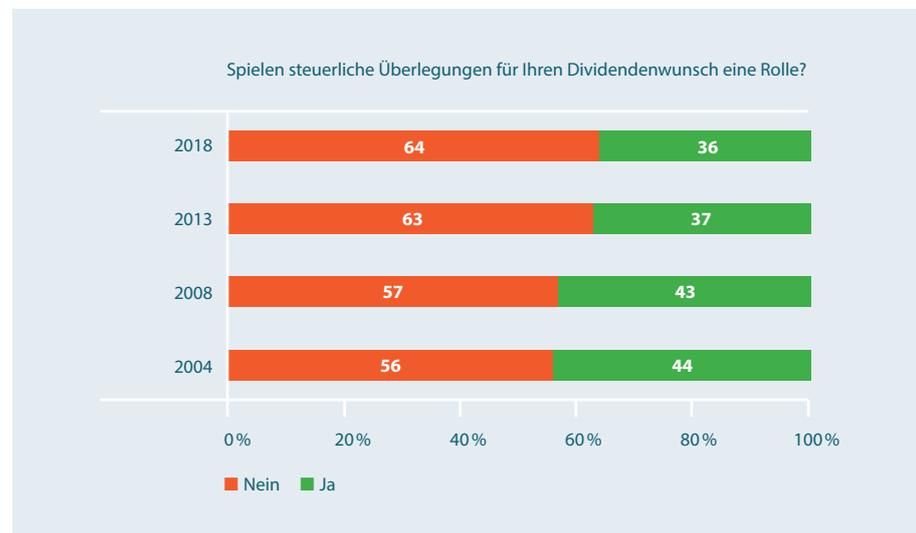
Abb. 34: Bedeutung von Dividenden und Kurssteigerungen aus Sicht institutioneller Anleger



Alternativ ist nicht auszuschließen, dass die Ausschüttungspräferenzen der Institutionellen auch durch steuerliche Aspekte beeinflusst werden. Zwar werden in Deutschland sowohl Dividenden als auch realisierte Kursgewinne (Veräußerungsgewinne) mit einem pauscha-

len Abgeltungssteuersatz von 25 % gleichartig besteuert. In anderen Ländern unterliegen Kursgewinne und Dividenden aber nicht zwangsläufig einer gleichen Besteuerung, so wie dies z.B. – bis zur 2009 erfolgten Einführung des pauschalen Abgeltungssteuersystems – in Deutschland in Bezug auf die steuerbefreite Vereinnahmung von Veräußerungsgewinnen aus Aktien und Fonds nach einer Spekulationsfrist von 12 Monaten der Fall war. Daher ist grundsätzlich nicht auszuschließen, dass die Dividendenpräferenz international agierender Institutioneller wesentlich durch steuerliche Überlegungen beeinflusst wird. Konkret danach befragt, geben nach wie vor knapp zwei Drittel (64%; +1 Prozentpunkt) der Befragungsteilnehmer an, dass sich steuerliche Überlegungen nicht auf ihren Dividendenwunsch auswirken (vgl. Abb. 35; Tab. A.6.8). Im Unterschied zu diesem Gesamtdurchschnitt sind es aufseiten der angloamerikanischen Institutionellen sogar 88 % (+20 Prozentpunkte), die diese Sichtweise vertreten.

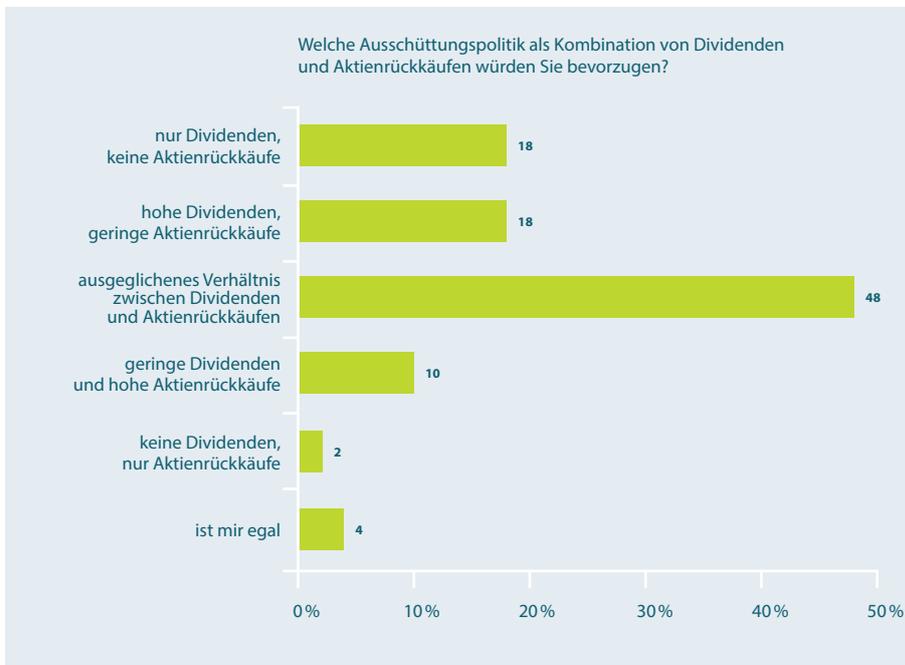
Abb. 35: Steuerliche Überlegungen hinsichtlich des Dividendenwunsches institutioneller Anleger



Zuletzt wurden die institutionellen Investoren im Zusammenhang mit ihren Ausschüttungspräferenzen danach gefragt, welche Kombination von Dividenden und Aktienrückkäufen sie bevorzugen (vgl. Abb. 36; Tab. A.6.9). Während nur 4% der Antwortenden indifferent zwischen beiden Ausschüttungsformen sind, präferiert mit 48% rund die Hälfte der Investoren ein ausgeglichenes Verhältnis zwischen Dividenden und Aktienrückkäufen. Dieses Ergebnis ist kompatibel mit der mehrheitlichen Investorenpräferenz für ein ebenfalls ausgewogenes Verhältnis zwischen Dividenden und Kurssteigerungen, wenn bedacht wird, dass Aktienrückkäufe regelmäßig mit Kurssteigerungen verbunden sein dürften: Nimmt ein Anteilseigner an einem Aktienrückkaufprogramm nicht teil und hält demnach die Aktien des rückkaufenden Unternehmens im Portfolio, verteilen sich fortan die künftig durch das Unternehmen erwirtschafteten Gewinne bzw. Cashflows auf weniger Aktien. Bei durch den Aktienrückkauf unbeeinflussten Zukunftsaussichten hinsichtlich der wirtschaftlichen Unternehmensentwicklung würden sich demnach unveränderte Zahlungsrückflüsse auf weniger Aktien verteilen, so dass ein entsprechender Anstieg des Aktienkurses zu Kursgewinnen führen müsste. Mit rund 47% ist die Bevorzugung eines ausgeglichenen Verhältnisses zwischen beiden Ausschüttungsformen auch bei den angloamerikanischen Institutionellen festzustellen. Im Unterschied zum Gesamtdurchschnitt präferiert aller-

dings keiner der zu dieser Gruppe gehörenden Befragungsteilnehmer eines der Extrema in Form der ausschließlichen Bevorzugung von Dividenden oder von Aktienrückkäufen.

Abb. 36: Bevorzugung von Dividenden oder Aktienrückkäufen durch institutionelle Anleger



6.4 AKTIONÄRSSTIMMRECHT

Im Fragenblock zur Relevanz und zur Ausübung des Aktionärsstimmrechts wurde zunächst erhoben, ob institutionelle Anleger hinsichtlich der Ausübung der ihnen zustehenden Aktionärsstimmrechte unabhängig von Institutionen agieren, die – wie beispielsweise ISS, Glass Lewis oder IVOX – eine Stimmrechtsberatung zu den einzelnen Tagesordnungspunkten auf den Hauptversammlungen anbieten. Es fällt auf, dass zu dieser Frage – mit rund 32 % der Befragungsteilnehmer – ein hoher Anteil keine Angabe macht (vgl. Tab. A.6.10). Im Unterschied zur 2013er Befragung geben nunmehr aber zumindest 8 % der Antwortenden an, dass konkrete Empfehlungen von Institutionen, die Stimmrechtsberatungsdienste anbieten, streng beobachtet werden (vgl. Abb. 37). Die verbleibenden 92 % verteilen sich – ebenfalls abweichend von der Vorgängerstudie – mit 44 % (Empfehlungen bleiben vollkommen unberücksichtigt) und 47 % (Empfehlungen werden zur Kenntnis genommen) fast gleichmäßig auf die beiden verbleibenden Antwortmöglichkeiten.

Werden hiervon ausgehend ausschließlich die angloamerikanischen institutionellen Investoren betrachtet, so zeigen sich erneut Abweichungen zum Gesamtdurchschnitt: Kein Befragungsteilnehmer dieser Investorengruppe gibt an, dass Empfehlungen von Proxy-Beratungsdienstleistern zur Stimmrechtsausübung streng beobachtet werden. Darüber hinaus fällt hier der Anteil derjenigen, deren Unternehmen eigenständig – aber

unter zur Kenntnisnahme der Empfehlungen von Proxy-Beratungsdienstleistern – über die Stimmrechtabgabe entscheiden, mit 67 % um 19 Prozentpunkte höher aus.

Abb. 37: Inanspruchnahme des Aktionärsstimmrechts durch institutionelle Anleger

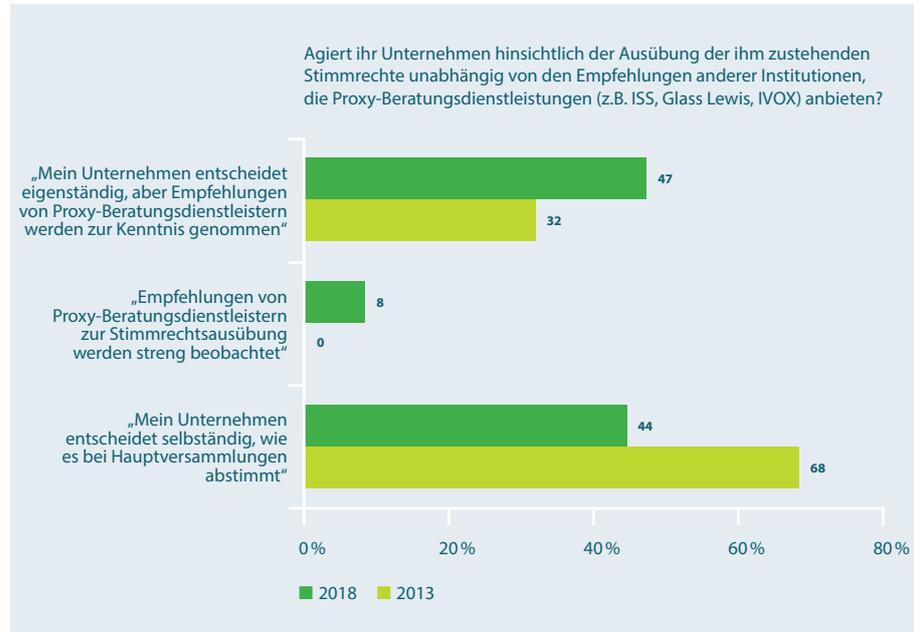
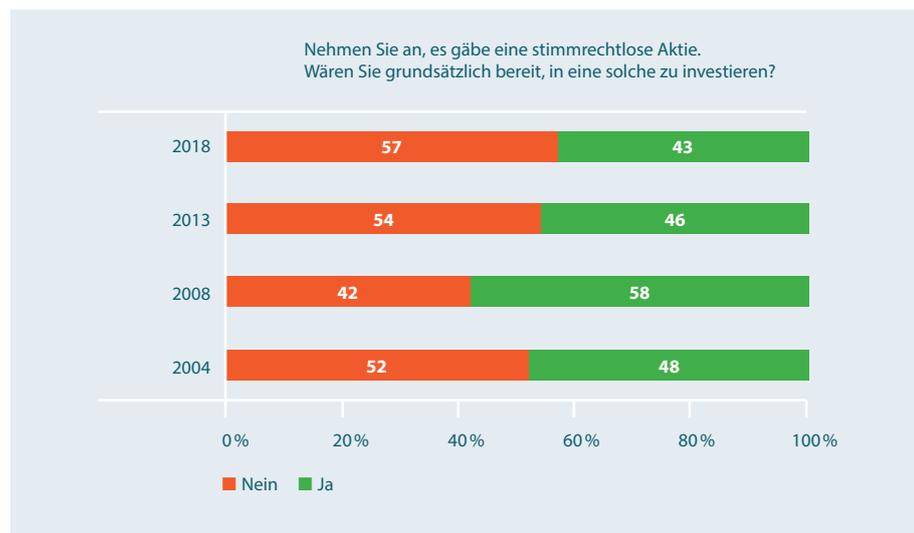


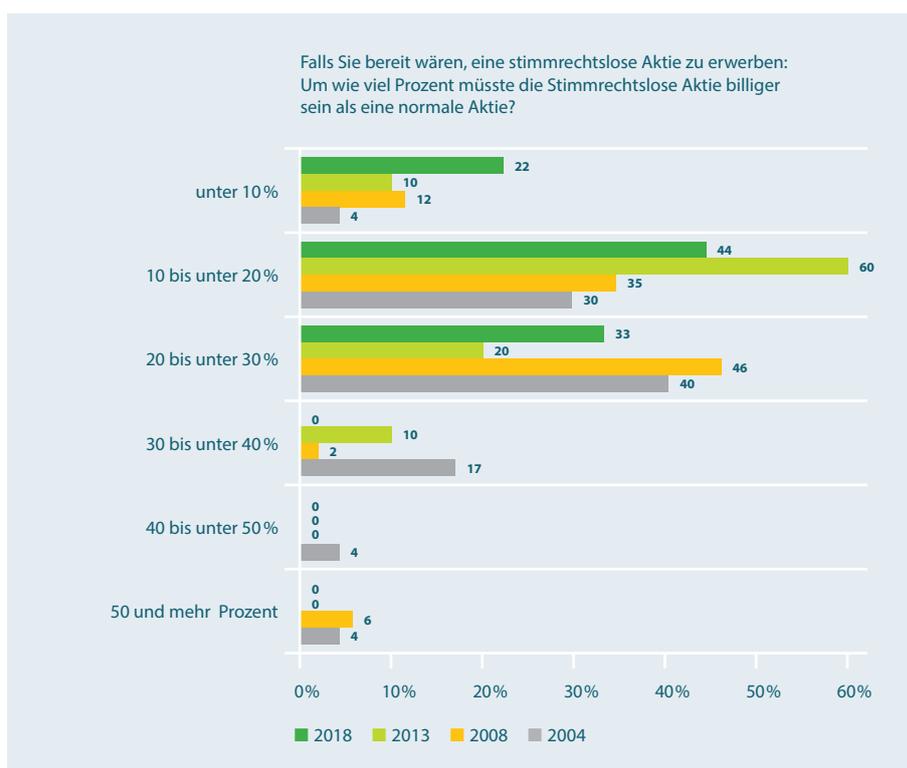
Abb. 38: Bereitschaft institutioneller Anleger zum Erwerb stimmrechtsloser Aktien



Auch bei der Frage, ob die institutionellen Anleger bereit wären, stimmrechtslose Aktien zu erwerben, weicht die entsprechende Sub-Gruppe angloamerikanischer Investoren in ihrem Antwortverhalten vom Gesamtdurchschnitt ab (vgl. Abb. 38; Tab. A.6.11). Wie bereits bei der 2013er Befragung schließt die Mehrheit (57 %) der 42 Personen, welche die Frage beantwor-

tet haben, aus, in stimmrechtslose Aktien zu investieren. Der korrespondierende Anteil angloamerikanischer Investoren liegt erneut höher bei insgesamt 71 %. Hiervon ausgehend hat der Aufschlag, der nach Ansicht der Institutionellen bei stimmberechtigten Aktien gegenüber stimmrechtlosen Aktien zu zahlen wäre, im Vergleich zur 2013er Befragung marginal von im Mittel 14 % (Median: 10 %) auf 14,3 % (Median: 15 %) zugenommen (vgl. Abb. 39; Tab. A.6.12). Allerdings haben lediglich neun (2013: zehn) Anleger auf diese Frage geantwortet, so dass die Aussagekraft der entsprechenden Ergebnisse sehr begrenzt ist.

Abb. 39: Preisabschlag für stimmrechtslose Aktien aus Sicht institutioneller Anleger



Die Rolle von Mehrheitsaktionären, die an einem Unternehmen einen Stimmrechtsanteil von mehr als 50 % halten, wird hinsichtlich ihres Einflusses auf den Wert des Stimmrechts sowie den Wert der Aktie gegenüber der 2013er Befragung deutlich kritischer gesehen (vgl. Abb. 40; Tab. A.6.13). So hat sich der Anteil derjenigen, die einen mindestens negativen Einfluss auf den Wert des Stimmrechts bzw. Wert der Aktie sehen, um 20 bzw. 12 Prozentpunkte gegenüber der Vorgängerstudie erhöht. Während sich die angloamerikanischen Institutionellen hierbei mit einem Anteil von 95 % hinsichtlich der Einschätzung zum Wert des Stimmrechts kaum vom Gesamtdurchschnitt (98 %) unterscheiden, gilt dies nicht in Bezug auf den Wert der Aktie. Hier stehen einem Anteil von 67 % des Gesamtrücklaufs 83 % der Angloamerikaner gegenüber, welche die Wirkung eines Mehrheitsaktionärs als (sehr) negativ beurteilen. Die Ergebnisse verdeutlichen, dass die Skepsis gegenüber Mehrheitsaktionären im Zeitvergleich sowohl in Bezug auf den Aktienwert als auch hinsichtlich des Stimmrechts deutlich zugenommen hat.

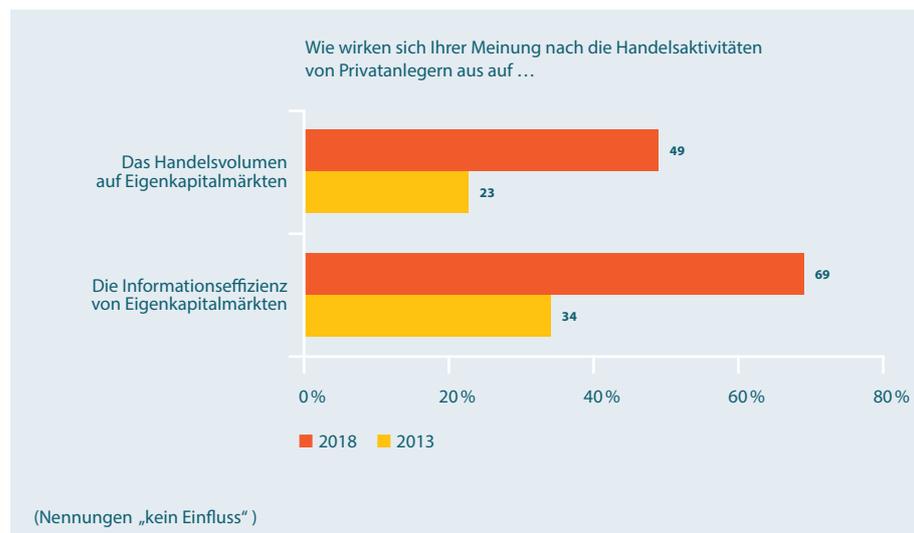
Abb. 40: Wirkung von Mehrheitsaktionären aus Sicht institutioneller Anleger



6.5 FUNKTIONSFÄHIGKEIT DES KAPITALMARKTS UND KAPITALMARKTREGULIERUNG

Wie bereits 2013 wurden die institutionellen Investoren danach gefragt, wie sie den Einfluss von Privatanlegern sowohl auf die Informationseffizienz als auch auf das Handelsvolumen auf Kapitalmärkten einschätzen.

Abb. 41: Einfluss von Privatanlegern aus Sicht institutioneller Anleger



Im Unterschied zur Vorgängerstudie geht die Mehrheit der institutionellen Anleger (69%) davon aus, dass Privatanleger keinen Einfluss auf die Informationseffizienz von Eigenkapitalmärkten haben (vgl. Abb. 41; Tab. A.6.14). Mit Blick auf das Handelsvolumen reduziert sich dieser Anteil auf rund die Hälfte (49%) der Befragungsteilnehmer. Dieses Ergebnis widerspricht im Grunde Erkenntnissen der empirischen Kapitalmarktforschung, nach denen Privatanlegern eine wichtige Liquiditätsbereitstellungsfunktion auf den Kapitalmärkten zukommt. Kompatibel mit dieser Sichtweise glauben allerdings ebenfalls 48% der institutionellen Investoren, dass Privatanleger einen zumindest leicht positiven Einfluss auf das Handelsvolumen auf Eigenkapitalmärkten ausüben (vgl. Tab. A.6.14). Einen starken Einfluss konstatiert demgegenüber kein einziger Befragungsteilnehmer. Dies gilt gleichermaßen auch hinsichtlich der Informationseffizienz von Eigenkapitalmärkten, wobei hier in Summe 31% der Investoren zumindest einen leichten Einfluss (leicht negativer Einfluss: 12%; leicht positiver Einfluss: 19%) unterstellen.

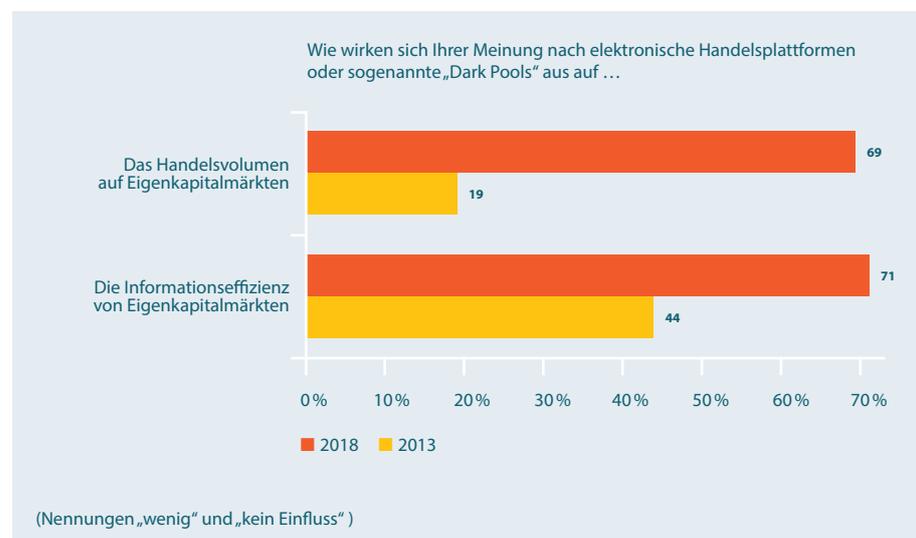
Das zu beobachtende Auseinanderfallen der Einschätzungen zum Handelsvolumen und zur Informationseffizienz ist in jedem Fall erwähnenswert. So wäre dem Grunde nach zu erwarten, dass mit einem „leichten“ Einfluss der Privatinvestoren auf das Handelsvolumen auf Eigenkapitalmärkten (hier 48%) auch ein „leichter“ Einfluss auf die Informationseffizienz dieser Märkte (31%) verbunden sein sollte. Hierneben fällt auf, dass mehr Institutionelle einen positiven als einen negativen Einfluss der Privatanleger auf die Informationseffizienz von Eigenkapitalmärkten konstatieren. Ein negativer Einfluss wäre hierbei anzunehmen, wenn Privatanleger den wahren Wert von Eigenkapitaltiteln nur unzutreffend einschätzen (könnten), z.B. weil ihre Handelsaktivitäten nicht auf Informationen beruhen, die eine fundamentaltheoretisch „korrekte“ Preisbildung von Finanztiteln fördern. Beispielsweise könnten (Des)Investitionsentscheidungen eher durch psychologische Faktoren als durch aktuell verfügbare, relevante Informationen begründet werden. Durch die hiermit verbundenen Verzerrungen könnte die Informationseffizienz auf den Eigenkapitalmärkten beeinträchtigt werden, so dass die beobachtbaren Marktpreise nicht alle aktuellen, öffentlich verfügbaren und bewertungsrelevanten Informationen korrekt widerspiegeln. In letzter Konsequenz dieses Handelns müssten dann speziell die „uninformierten“ Privatanleger, die ihre Anlageentscheidungen auf Grundlage einer unzulänglichen Informationsbasis treffen, längerfristig zu den „Verlierern“ am Kapitalmarkt gehören, da sie Wertpapiere tendenziell zu teuer kaufen und zu billig verkaufen.

Neben dem Einfluss der Privatanleger sollten die befragten Institutionellen auch die Bedeutung von elektronischen Handelsplattformen/*Dark Pools*⁴⁸ für die Informationseffizienz sowie für das Handelsvolumen auf Eigenkapitalmärkten einschätzen. Die entsprechenden Ergebnisse zeigen ein sehr gemischtes Bild: Während 29% (6%) von keinem Einfluss auf die Informationseffizienz (das Handelsvolumen) auf Eigenkapitalmärkten ausgehen, erwarten insgesamt 42% (64%) einen leichten und 29% (31%) einen starken Einfluss (vgl. Abb. 42; Tab. A.6.15). Werden die Ergebnisse weitergehend nach einem positiven oder negativen Einfluss differenziert, so zeigt sich, dass bezogen auf die Informationseffizienz mit 53% der überwiegende Teil der Befragungsteilnehmer negative Auswirkungen konstatiert. Gleichwohl ist dieses Ergebnis wenig überraschend, wenn bedacht wird, dass bei Handelsplattformen in der Ausgestaltung von *Dark Pools* der Mangel an Transparenz gegen eine informationseffiziente „faire“ Preisbildung spricht. Dennoch unterstellen immerhin 18% der Institutionellen, dass die Informationseffizienz über diese Handelsplattformen positiv beeinflusst wird.

⁴⁸ Als *Dark Pools* werden Handelsplattformen für den anonymen Handel mit Finanzinstrumenten bezeichnet, d.h. Marktteilnehmer haben keine Transparenz über die Kauf- oder Verkaufsoorders anderer Marktteilnehmer.

Bei Betrachtung des erwarteten Einflusses von elektronischen Handelsplattformen/Dark Pools auf das Handelsvolumen auf Eigenkapitalmärkten ergibt sich eine weitgehend ausgeglichene Verteilung. Während hier 50 % positive Auswirkungen sehen, gehen rund 44 % von einem negativen Einfluss aus. Nur ca. 6 % erwarten, dass die zusätzliche Möglichkeit, Handelsaktivitäten über elektronische Handelsplattformen/Dark Pools abzuwickeln, das Handelsvolumen nicht beeinflusst. Abschließend ist festzuhalten, dass keine wesentlichen Unterschiede in den Ansichten zwischen angloamerikanischen Investoren und dem Durchschnitt des Gesamtrücklaufs bestehen.

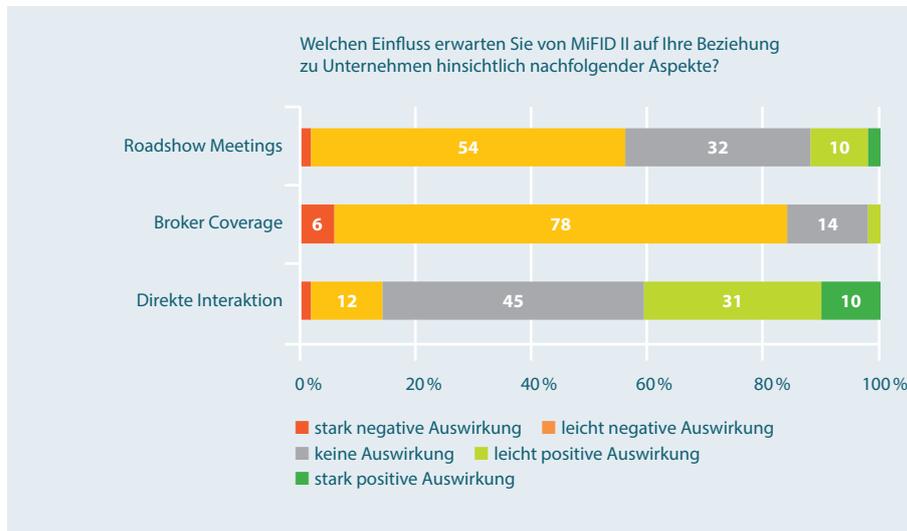
Abb. 42: Einfluss von elektronischen Handelsplattformen bzw. „Dark Pools“ aus Sicht institutioneller Anleger



Zuletzt wurden die institutionellen Anleger danach gefragt, welche Bedeutung sie den neuen Regulierungen durch MiFID II in Bezug auf ihre Beziehung zu Unternehmen hinsichtlich folgender drei Aspekte beimessen: Roadshow Meetings, Broker Coverage sowie die direkte Interaktion mit Unternehmen. Diese erstmalig gestellte Frage zielt speziell auf die regulatorischen Änderungen hinsichtlich der Bereitstellung von Research-Dienstleistungen (Analysen, Corporate Access, Organisation von Roadshows etc.) ab, von denen nicht nur Banken und Investoren als Anbieter oder Nachfrager solcher Dienstleistungen betroffen sein dürften, sondern auch – insbesondere kleinere – börsennotierte Unternehmen. Ursächlich hierfür ist, dass Research-Dienstleistungen nach MiFID II für Investoren grundsätzlich kostenpflichtig sind, wodurch diese künftig wohl gezielter auswählen werden, für welche Unternehmen nach wie vor Research (kostenpflichtig) angefordert wird. Demnach entfaltet MiFID II unmittelbare Auswirkungen auf Angebot und Nachfrage nach für die Anlageentscheidung relevanten Informationen, so dass auch Emittenten die hiermit verbundenen Auswirkungen z.B. auf ihre Analysten-Coverage untersuchen und bei Bedarf entsprechende Maßnahmen ergreifen, um die erforderliche Aufmerksamkeit am Kapitalmarkt zu erhalten und sich hierüber finanzieren zu können.⁴⁹

⁴⁹ Vgl. hierzu ausführlich *Deutsche Börse AG* (2017).

Abb. 43: Bedeutung von MiFID II aus Sicht institutioneller Anleger



Die Befragungsergebnisse verdeutlichen, dass institutionelle Investoren positive Auswirkungen durch MiFID II nur in Bezug auf die direkte Unternehmensinteraktion erwarten (vgl. Abb. 43; Tab. A.6.16). Dies betrifft hier 41 % der Antwortenden, wobei 45 % von keinem Effekt ausgehen. Die positive Erwartungshaltung sollte einerseits darauf zurückzuführen sein, dass sich die durch Emittenten finanzierten Research-Angebote infolge von MiFID II erhöhen, so dass hiermit unmittelbar ein stärkerer Kontakt zu den betroffenen Unternehmen verbunden wäre. Andererseits ist nicht auszuschließen, dass Unternehmen künftig vermehrt den direkten Kontakt zu den Investoren suchen, um diesen die Vorteile des eigenen Geschäftsmodells darzulegen.⁵⁰

Umgekehrt verhält es sich bei den Roadshow Meetings und in besonderem Ausmaß bei der Broker Coverage. In Bezug auf letztere sind es rund 84 % der Befragungsteilnehmer, die negative Auswirkungen aufgrund einer sinkenden Anzahl an Analysten, die ein Unternehmen betreuen und Research bereitstellen, prognostizieren. Hinsichtlich Roadshow Meetings sind es immerhin noch 56 %, denen wiederum ein Anteil von 32 % gegenübersteht, der keine diesbezüglichen Auswirkungen prognostiziert. Die (negative) Erwartungshaltung hinsichtlich eingeschränkter Roadshow-Möglichkeiten korrespondiert hierbei mit dem Argument, dass Investoren Unternehmen künftig stärker in Bezug auf die Kontaktaufnahme selektieren werden.⁵¹

Abschließend ist hervorzuheben, dass Unterschiede zwischen anglo- und nicht-anglo-amerikanischen Institutionellen lediglich dahingehend bestehen, dass erstere in Bezug auf alle vorausgehend genannten Aspekte häufiger von keinen Auswirkungen ausgehen. Hiervon abgesehen treffen die dargestellten Ergebnisse aber auch auf diese Sub-Gruppe der institutionellen Investoren zu.

⁵⁰ Vgl. Deutsche Börse AG (2017), S. 7.

⁵¹ Vgl. Deutsche Börse AG (2017), S. 11.

7 Literatur

Anderson, Ray H. und Marc Epstein (1996): The Usefulness of Corporate Annual Reports to Shareholders in Australia, New Zealand, and the United States: An International Comparison. Greenwich, CT et al.

Barberis, Nicolas und Richard Thaler (2002): A Survey of Behavioral Finance. Handbook of the Economics of Finance, Amsterdam, S. 1054-1116.

Barekzai, Omar, Maximilian Rowoldt und André Schmidt (2016): German retail investor's payout preferences – Insights from two large surveys. Die Betriebswirtschaft 76: S. 275-302.

Bartlett, Susan A. und Roy A. Chandler (1997): The Corporate Report and the Private Shareholder: Lee and Tweedie Twenty Years on. British Accounting Review 29: S. 245-261.

Bhattacharya, Utpal, Andreas Hackethal, Simon Kaesler, Benjamin Loos und Steffen Meyer (2012): Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study. The Review of Financial Studies 25: S. 975-1032.

Bonse, Andreas (2004): Informationsgehalt von Konzernabschlüssen nach HGB, IAS und US-GAAP: Eine empirische Untersuchung aus Sicht der Eigenkapitalgeber. Frankfurt am Main et al.

Cascino, Stefano, Mark Clatworthy, Beatriz García Osma, Joachim Gassen, Shahed Imam und Thomas Jeanjean (2013): The Use of Information by Capital Providers: Academic Literature Review. Abrufbar unter: <https://www.efrag.org> (Stand: 16.11.2018).

Chung, Christine (2017-2018): The Devil You Know: A Survey Examining How Retail Investors Seek Out and Use Financial Information and Investment Advice. Review of Banking and Financial Law 37: S. 653-755.

Cohen, Jeffrey, Lori Holder-Webb, Leda Nath und David Wood (2011): Retail Investors' Perceptions of the Decision-Usefulness of Economic Performance, Governance and Corporate Social Responsibility Disclosures. Behavioral Research in Accounting 23: S. 109-129.

Daske, Stefan und Olaf Ehrhardt (2002): Kursunterschiede und Renditen deutscher Stamm- und Vorzugsaktien. Financial Markets and Portfolio Management 16: S. 179-207.

Deutsches Aktieninstitut (2018): Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2017. Abrufbar unter: <https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/statistiken.html?d=543> (Stand: 11.04.2019).

Deutsches Aktieninstitut (2019): Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2018. Abrufbar unter: <https://www.dai.de> (Stand: 11.04.2019).

Deutsche Börse AG (2017): Die Auswirkungen von MiFID II auf die Verfügbarkeit von Research, Frankfurt am Main. Abrufbar unter: <https://www.dvfa.de> (Stand: 17.04.2019).

Dong, Ming, Chris Robinson und Chris Veld (2005): Why Individual Investors want Dividends. *Journal of Corporate Finance* 12: S. 121-158.

Elliott, Brooke, Frank Hodge und Kevin Jackson (2008): The Association between Non-professional Investors' Information Choices and Their Portfolio Returns: The Importance of Investing Experience. *Contemporary Accounting Research* 25: S. 473-498.

Epstein, Marc und Marc Pava (1993): The Shareholder's Use of Corporate Annual Reports. Greenwich, CT et al.

Ernst, Edgar, Joachim Gassen und Bernhard Pellens (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre: Eine Befragung privater und institutioneller Anleger zu Informationsverhalten, Dividendenpräferenz und Wahrnehmung von Stimmrechten. *Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 29*, hrsg. von v. Rosen, Frankfurt am Main.

Ernst, Edgar, Joachim Gassen und Bernhard Pellens (2009): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre: Eine Befragung von privaten und institutionellen Anlegern zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Wahrnehmung von Stimmrechten. *Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 42*, hrsg. von v. Rosen, Frankfurt am Main.

EY (2018): Wem gehört der DAX? – Analyse der Aktionärsstruktur der DAX-Unternehmen 2017. Abrufbar unter: <https://www.ey.com> (Stand: 17.04.2019).

Ferber, Marco und Rüdiger von Nitzsch (2004): Die Bedeutung von Vertrauen bei Investor Relations. *Finanzbetrieb* 6: S. 818-824.

Fülbier, Rolf Uwe und Hendrik Rupertus (2018): Information Overload – Wo stehen wir, was tut sich und welche Handlungsempfehlungen ergeben sich?. *Audit Committee Quarterly* IV / 2018: S. 88-90.

Gluch, Niklas, Marco Muschallik und André Schmidt (2019): Entwicklung der quartalsweisen Berichterstattungspraxis – Empirische Analyse der Prime Standard-Unternehmen. *Zeitschrift für Internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung* 19: S. 183-193.

Graham, John und Alok Kumar (2006): Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors. *Journal of Finance* 61: S. 1305-1336.

Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären: Zur Gestaltung von Investor Relations. Frankfurt am Main et al.

Hodge, Frank (2003): Investors' Perception of Earnings Quality, Auditor Independence, and the Usefulness of Audited Financial Information. *Accounting Horizons* 17: S. 37-48.

Hodge, Frank und Maarten Pronk (2006): The Impact of Expertise and Investment Familiarity on Investors' Use of Online Financial Report Information. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 21: S. 267-292.

Iannacchione, Vincent G., Jennifer G. Milne und Ralph E. Folsom (1991): Response Probability Weight Adjustments using Logistic Regression. *Proceedings of the Survey Research Methods Section, American Statistical Association*.

Jödicke, Dirk und Ralf Jödicke (2018): Finaler Standardentwurf der ESMA zum einheitlichen elektronischen Berichtsformat (ESEF). Der Betrieb 71: S. 713-720.

Kleine, Jens und Matthias Krautbauer (2014): Quartalsdividende: Chance zur Steigerung der Aktienkultur und Stärkung der Beteiligung der Bevölkerung am Produktivkapital? Abrufbar unter: <http://www.steinbeis-research.de> (Stand: 15.01.2019).

Kogan, Nathan und Michael A. Wallach (1964): Risk-Taking: A Study in Cognition and Personality. New York.

Little, Roderick J. (1986): Survey nonresponse adjustments. International Statistical Review 54: S. 139-157.

Little, Roderick J. und Sonya Vartivarian (2003): On weighting the rates in non-response weights. Statistics in Medicine 22: S. 1589-1599.

Maditinos, Dimitrios, Željko Šević und Nikolaos Theriou (2007): Investors' behaviour in the Athen Stock Exchange (ASE). Studies in Economics and Finance 24: S. 32-50.

Maditinos, Dimitrios, Željko Šević, Nikolaos Theriou und Alexandra Tsinani (2007): Individual investor's perceptions towards dividends: the case of Greece. International Journal of Monetary Economics and Finance 1: S. 18-30.

o.V. (2017): Alle drei Monate Dividende – sollten DAX-Konzerne von den USA lernen? Abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de> (Stand: 15.01.2019).

Pennington, Robin und Andrea Kelton (2016): How much is Enough? An Investigation of Nonprofessional Investors Information Search and Stopping Rule Use. International Journal of Accounting Information Systems 21: S. 47-62.

Pellens, Bernhard (2007): Editorial: Qualität statt Quantität in der Berichterstattung. Die Betriebswirtschaft 67: S. 497-499.

Pellens, Bernhard und André Schmidt (2013): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre: Eine Befragung privater und institutioneller Anleger zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Wahrnehmung von Stimmrechten. Studien des Deutschen Aktieninstituts, hrsg. von Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt am Main.

Pellens, Bernhard, André Schmidt und Denisa Lleshaj (2019): Kein Geld für Umweltsünder. Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), Nr. 71 vom 25. März 2019, S. 16.

Pellens, Bernhard und Kai Lehmann (2012): Managementprognosen und Analystenschätzungen – Eine deskriptive Analyse auf Basis der HDAX-Unternehmen. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 64: S. 873-892.

.....
PriceWaterhouseCoopers (2007): Measuring Assets and Liabilities – Investment Professionals' Views. Abrufbar unter: <https://www.pwc.com> (Stand: 17.04.2019).

Rezmer, Anke, Michael Maisch und Ingo Narat (2019): Kapital entdeckt Klima. Handelsblatt, Nr. 76 vom 17. April 2019, S. 4-5.

Schmidt, André (2017): Determinants of Corporate Voting – Evidence from a Large Survey of German Retail Investors. Schmalenbach Business Review 18: S. 71-103.

Schmidt, Reinhard H. und Eva Terberger (1997): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie. 4. Aufl., Wiesbaden.

Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing: Eine empirische Erhebung zu den Informationsbedürfnissen deutscher institutioneller Investoren und Analysten. Sternfels.

Strzyz, Adam (2013): Determinanten der Dividendenpräferenz deutscher Privatanleger – Eine empirische Analyse. Frankfurt am Main (zugl. Dissertation, Ruhr-Universität Bochum, Mai 2012).

Wärneryd, Karl-Erik (1996): Risk attitudes and risky behavior. Journal of Economic Psychology 17: S. 749-770.

Zerfaß, Ansgar, Kristin Köhler, Patrick Kiss, Stefanie Adler, Michael Haker, Christin Müller, Richard Ratter und Anne Raulf (2012): Anlegerstudie 2012: Informationsanforderungen von Privatanlegern und Perspektiven für Investor Relations. Abrufbar unter: <https://www.dirk.org> (Stand: 17.04.2019).

8 Anhang

8.1 ANSCHREIBEN PRIVATANLEGER



Deutsche Post AG - Postfach 5444 - 37568 Einbeck

Herrn
Max Mustermann
Musterweg 3
12345 Musterhausen

Bonn, im März 2018

Unterstützen Sie die Wissenschaft!

Sehr geehrter Herr Mustermann,

in Zusammenarbeit mit der Ruhr-Universität Bochum führen wir erneut eine fundierte Aktionärsbefragung durch, um mehr über die Interessen von Aktionären zu erfahren. Ende 2003, 2007 und zu Jahresbeginn 2013 hatten wir bereits drei sehr erfolgreiche Umfragen zu dem gleichen Themenblock initiiert, die viele wichtige Erkenntnisse für Politik, Wissenschaft und auch Unternehmen hervorgebracht haben.

Die Ergebnisse der Befragungen werden erneut ausschließlich der Wissenschaft zur Verfügung gestellt. Mit den gewonnenen Informationen über die Aktionärsbedürfnisse und -interessen kann die Wissenschaft den Gesetzgeber bei der Verabschiedung von Gesetzen, mit denen das Vertrauen in die Aktie verbessert werden soll, beraten.

Der beigefügte Fragebogen soll Ihnen die Gelegenheit geben, uns Ihre Meinung zur Attraktivität der Aktie als Instrument der Vermögensanlage mitzuteilen. Da es bei der Befragung darum geht, Ihre Bedürfnisse und Interessen als Aktionär im Allgemeinen und nicht als Aktionär der Deutsche Post AG im Speziellen zu erheben, sollten Sie Ihre Antworten bitte vor diesem Hintergrund geben!

Der nur zweiseitige Fragebogen, dessen Ausfüllen nicht mehr als 20 Minuten Ihrer Zeit beanspruchen sollte, ist vollständig anonymisiert. Die Aussagen dienen ausschließlich statistischen Zwecken und lassen keinerlei Rückschluss auf Ihre Person zu. Bitte antworten Sie entsprechend Ihrem tatsächlichen Verhalten als Aktionär. Wenn Sie zu einer Frage keine bestimmte Meinung haben, dann geben Sie bitte „Nicht beurteilbar“ an. Selbstverständlich steht es Ihnen jederzeit frei, Fragen unbeantwortet zu lassen.

Wir bitten Sie herzlich darum, den beiliegenden Fragebogen ausgefüllt **bis zum 30 April 2018** im diesem Schreiben beigefügten, adressierten Freiumschlag zurückzusenden. Die Informationen aus dieser Befragung werden dringend zur Steigerung der Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland für Aktionäre benötigt. Dies gilt insbesondere aufgrund des Tatbestands, dass viele deutsche Privatanleger die Anlageform „Aktie“ trotz der inzwischen lang andauernden Niedrigzinsphase nach wie vor meiden. Die Befragungsergebnisse werden wir nach Abschluss der Auswertungen wieder auf unseren Internetseiten veröffentlichen.

Mit freundlichen Grüßen

Melanie Kreis
Finanzvorstand

2 Anlagen

Anschreiben für Privatanleger

8.2 FRAGEBOGEN FÜR PRIVATANLEGER



PROF. DR. BERNHARD PELLEN

Deutsche Post DHL Group

Bitte füllen Sie den Fragebogen mit blauem oder schwarzem Stift aus. Tragen Sie hierzu bitte in die vorgegebenen Felder jeweils diejenige Ziffer ein, die am besten Ihrer Meinung entspricht.

Fragen zu Ihren Informationswünschen

1 Wenn Sie überlegen, Aktien zu kaufen oder zu verkaufen, orientieren Sie sich eher an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens oder an der Kursentwicklung der Aktie?
 1: an der wirtschaftlichen Entwicklung; 2: an der Kursentwicklung; 3: an beidem;
 4: ich treffe meine Anlageentscheidung nicht selber, sondern vertraue ausschließlich jemand anderem.
 Wenn Sie mit 4 geantwortet haben, machen Sie bitte mit Frage 8 weiter, sonst mit Frage 2.

2 Welche Informationsquellen nutzen Sie für Ihre Aktienkauf- oder -verkaufsentscheidungen und wie beurteilen Sie diese?
 Bitte beurteilen Sie die Quellen bitte hinsichtlich Bedeutung, Aktualität, Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit:
 1 = sehr gering; 2 = gering; 3 = mittelmäßig; 4 = hoch; 5 = sehr hoch; 9 = nicht beurteilbar.

| | Bedeutung | Aktualität | Verständlichkeit | Vertrauenswürdigkeit |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Presse (Zeitungen, Zeitschriften, Wirtschafts-sendungen, Online-Quellen) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Familie, Freunde, Bekannte | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Beratung durch Bank, Sparkasse, Broker | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Geschäftsbericht (einschl. Jahresabschluss) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Zwischenberichte und -mittellungen | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Nachhaltigkeitsbericht / Corporate Social Responsibility Report (CSR-Bericht) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Internetseiten des Unternehmens | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

3 Wie intensiv nutzen Sie die einzelnen Teile des Geschäftsberichts?
 1 = gar nicht; 2 = kaum; 3 = mittelmäßig; 4 = intensiv; 5 = sehr intensiv; 9 = nicht beurteilbar.

| | | | | | |
|------------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------|--|--------------------------|
| Brief an die Aktionäre | <input type="checkbox"/> | Nichtfinanzieller Bericht | <input type="checkbox"/> | Sonstiges Ergebnis (Other Comprehensive Income, OCI) | <input type="checkbox"/> |
| Bericht des Aufsichtsrats | <input type="checkbox"/> | Bilanz | <input type="checkbox"/> | Segmentberichterstattung | <input type="checkbox"/> |
| Corporate Governance-Bericht | <input type="checkbox"/> | Kapitalflussrechnung | <input type="checkbox"/> | Anhang | <input type="checkbox"/> |
| Lagebericht | <input type="checkbox"/> | Gewinn- und Verlustrechnung | <input type="checkbox"/> | Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers | <input type="checkbox"/> |

4 Welche Bedeutung haben folgende Informationskanäle zur Informationsbeschaffung im Rahmen Ihrer Anlageentscheidungen?
 1 = sehr geringe; 2 = geringe; 3 = mittlere; 4 = hohe; 5 = sehr hohe; 9 = nicht beurteilbar.

| | | | | | |
|--|--------------------------|--------------------|--------------------------|---------------------------------------|--------------------------|
| Printmedien (Zeitungen, Zeitschriften) | <input type="checkbox"/> | Funk und Fernsehen | <input type="checkbox"/> | Internetforen und Blogs | <input type="checkbox"/> |
| Facebook und Twitter | <input type="checkbox"/> | Apps | <input type="checkbox"/> | Präsenzveranstaltungen / Anlegerforen | <input type="checkbox"/> |

5 Wie intensiv nutzen Sie folgende Endgeräte zum Abruf digitaler für Ihre Anlageentscheidung relevanter Informationen?
 1 = gar nicht; 2 = kaum; 3 = mittelmäßig; 4 = intensiv; 5 = sehr intensiv; 9 = nicht beurteilbar.

| | | | | | |
|-------------------------------|--------------------------|-----------|--------------------------|------------|--------------------------|
| Personal Computer (PC)/Laptop | <input type="checkbox"/> | Tablet PC | <input type="checkbox"/> | Smartphone | <input type="checkbox"/> |
|-------------------------------|--------------------------|-----------|--------------------------|------------|--------------------------|

6 Welche Bedeutung haben folgende Formen der Bereitstellung digitaler Informationen im Zusammenhang mit Ihren Anlageentscheidungen?
 1 = sehr geringe; 2 = geringe; 3 = mittlere; 4 = hohe; 5 = sehr hohe; 9 = nicht beurteilbar.

| | | | | | |
|----------|--------------------------|--------|--------------------------|--|--------------------------|
| Textform | <input type="checkbox"/> | Videos | <input type="checkbox"/> | Audio-Dateien /Audio-Streams (z.B. Podcasts) | <input type="checkbox"/> |
|----------|--------------------------|--------|--------------------------|--|--------------------------|

7 Welche Bedeutung messen Sie dem Eintreten eines der folgenden Ereignisse für Ihre Aktienkauf- oder -verkaufsentscheidung bei?
 1 = sehr geringe; 2 = geringe; 3 = mittlere; 4 = hohe; 5 = sehr hohe; 9 = nicht beurteilbar.

| | | | |
|---------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------|--------------------------|
| Gewinn steigt um 10 % | <input type="checkbox"/> | Gewinn sinkt um 10 % | <input type="checkbox"/> |
| Dividende steigt um 10 % | <input type="checkbox"/> | Dividende sinkt um 10 % | <input type="checkbox"/> |
| Betrieblicher Cashflow steigt um 10 % | <input type="checkbox"/> | Betrieblicher Cashflow sinkt um 10 % | <input type="checkbox"/> |

Fragen zu Ihrem Dividendenwunsch

8 Würden Sie quartalsweise Dividendenzahlungen gegenüber jährlichen Dividendenzahlungen bevorzugen?
 1 = ja; 2 = nein; 3 = ist mir egal

bitte wenden

Vorderseite Fragebogen für Privatanleger

| | | |
|-----------------------------------|---|--|
| 9 | Die Rendite Ihrer Aktien setzt sich aus Kurssteigerungen und Dividendenzahlungen zusammen. Welche der genannten Kombinationen beider Größen bevorzugen Sie? 1 = keine Dividende und sehr hohe Kurssteigerung; 2 = geringe Dividende und hohe Kurssteigerung; 3 = mittlere Dividende und mittlere Kurssteigerung; 4 = hohe Dividende und geringe Kurssteigerung; 5 = sehr hohe Dividende und keine Kurssteigerung; 6 = ist mir egal; 9 = nicht beurteilbar. | <input type="checkbox"/> |
| 10 | Welche Kombination von Ausschüttungen in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen bevorzugen Sie vor dem Hintergrund der Ausschüttungspolitik eines Unternehmens? 1 = keine Dividende, nur Aktienrückkauf; 2 = geringe Dividende und hoher Aktienrückkauf; 3 = mittlere Dividende und mittlerer Aktienrückkauf; 4 = hohe Dividende und geringer Aktienrückkauf; 5 = sehr hohe Dividende und kein Aktienrückkauf; 6 = ist mir egal; 9 = nicht beurteilbar. | <input type="checkbox"/> |
| Fragen zu Ihrem Stimmrecht | | |
| 11 | Als Aktionär haben Sie ein Stimmrecht. Haben Sie dieses persönlich im Rahmen einer Hauptversammlung (HV) oder auf anderweitigem Wege während der letzten zwei Jahre in Anspruch genommen? 1 = ja, persönlich in der HV; 2 = ja, durch einen Bevollmächtigten mit Weisung (z. B. Bank oder Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft); 3 = ja, durch einen Bevollmächtigten ohne Weisung (z. B. Aktionärsvereinigungen); 4 = nein, weder noch. | <input type="checkbox"/> |
| 12 | Nehmen Sie an, es gäbe eine stimmrechtslose Aktie. Wären Sie grundsätzlich bereit, eine solche zu kaufen? 1 = ja; 2 = nein; 9 = nicht beurteilbar. | <input type="checkbox"/> |
| 13 | Falls Sie die letzte Frage mit ja beantwortet haben, um wie viel Prozent müsste die stimmrechtslose Aktie günstiger sein als eine normale Aktie? Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld die Prozentzahl ein. Falls Sie keine Vorstellung haben, lassen Sie das Feld bitte einfach frei. | <input type="text"/> % |
| 14 | Angenommen, ein Mehrheitsaktionär hält mehr als 50 % der Stimmrechte. Wie wirkt sich generell das Vorhandensein solcher Mehrheitsaktionäre Ihrer Meinung nach auf die folgenden Werte aus? 1 = sehr negativ; 2 = negativ; 3 = gar nicht; 4 = positiv; 5 = sehr positiv; 9 = nicht beurteilbar. | |
| | Wert Ihres Stimmrechts <input type="text"/> | Wert Ihrer Aktie insgesamt <input type="text"/> |
| 15 | Wie hoch schätzen Sie die Wahrscheinlichkeit, dass sich folgende Parteien auf Ihre Kosten bereichern? 1 = sehr gering; 2 = gering; 3 = mittel; 4 = hoch; 5 = sehr hoch; 9 = nicht beurteilbar. | |
| | Unternehmensleitung <input type="text"/> | Sonstige Großaktionäre <input type="text"/> |
| | Mehrheitsaktionär (Anteilsquote > 50 %) <input type="text"/> | Banken <input type="text"/> |
| Fragen zu Ihrer Person | | |
| 16 | Wie viele Jahre halten Sie bereits Aktien (ohne Fonds)? Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld die Dauer in Jahren ein. | <input type="text"/> |
| 17 | Wie viel Prozent Ihres Vermögens (ohne eigengenutzte Immobilien) haben Sie ca. in Aktien (ohne Fonds) angelegt? Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld den Prozentsatz ein. | <input type="text"/> % |
| 18 | Von wie vielen unterschiedlichen Unternehmen halten Sie Aktien (ohne Fonds)? Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld die Anzahl der Unternehmen ein. | <input type="text"/> |
| 19 | Welche Bedeutung haben folgende Anlageziele bezogen auf Ihre Anlagestrategie? 1 = sehr geringe; 2 = geringe; 3 = mittlere; 4 = hohe; 5 = sehr hohe; 9 = nicht beurteilbar. | |
| | Langfristige Vermögensbildung <input type="text"/> | Kurzfristige Gewinne <input type="text"/> |
| | Schutz vor inflationsbedingten Vermögensverlusten <input type="text"/> | Regelmäßiges Einkommen aus Dividenden/Verkauf <input type="text"/> |
| 20 | Welche der beiden folgenden Anlagealternativen würden Sie wählen, wenn Sie neben einem fixen Jahreseinkommen von 45.000 € je nach Anlagealternative zusätzlich folgende Erträge aus Kapitalvermögen erzielen könnten? Alternative A: Erwerb festverzinslicher Wertpapiere, die sichere Zinsen in Höhe von 5.000 € pro Jahr garantieren. Alternative B: Erwerb variabel verzinslicher Wertpapiere, die in Abhängigkeit von der Marktzinsentwicklung jeweils mit gleich hoher Wahrscheinlichkeit von 33,33 % zu jährlichen Zinszahlungen in Höhe von 1.000 €, 5.500 € oder 10.000 € führen. 1 = Alternative A; 2 = Alternative B; 3 = indifferent zwischen Alternative A und Alternative B. | <input type="checkbox"/> |
| 21 | Sind oder waren Sie Mitarbeiter der Deutsche Post DHL Group? 1 = ja, bin ich; 2 = ja, war ich; 3 = nein. | <input type="checkbox"/> |
| 22 | Haben Sie eine Ausbildung und/oder ein Studium mit wirtschaftlichem Schwerpunkt absolviert? 1 = ja, eine Ausbildung; 2 = ja, ein Studium; 3 = ja, eine Ausbildung und ein Studium; 4 = nein, weder noch. | <input type="checkbox"/> |
| 23 | Welcher ist Ihr höchster Bildungsabschluss? 1 = abgeschlossene Promotion; 2 = abgeschlossenes (Fach-)Hochschulstudium; 3 = (Fach-)Hochschulstudium (laufend oder ohne Abschluss); 4 = Fachoberschulreife/Abitur; 5 = Realschulabschluss/Mittlere Reife; 6 = Hauptschule/Volksschule; 7 = ohne Abschluss. | <input type="checkbox"/> |
| 24 | Welches Geschlecht haben Sie? 1 = weiblich; 2 = männlich. | <input type="checkbox"/> |
| 25 | Wie alt sind Sie? Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld Ihr Lebensalter in Jahren ein. | <input type="text"/> |
| 26 | Wo wohnen Sie? Geben Sie hierzu bitte das Kfz-Zeichen Ihres Wohnortes ein. | <input type="text"/> |
| 27 | Wie ist Ihre Wohnsituation? 1 = Eigentum, freistehendes Haus; 2 = Eigentum, Reihenhäuser oder Doppelhaushälfte; 3 = Eigentumswohnung; 4 = gemietetes Haus; 5 = gemietete Wohnung; 6 = wohne bei meinen Eltern. | <input type="checkbox"/> |

Herzlichen Dank!

Rückseite Fragebogen für Privatanleger

8.3 FRAGEN AN DIE INSTITUTIONELLEN INVESTOREN (ONLINE-BEFRAGUNG)

|  | |  | | | |
|---|--------------------------|--|--------------------------|----------------------------------|--------------------------|
| <p>Welcome to our online survey!</p> <p>Thank you very much that you are participating in this online survey concerning the information needs and distribution preferences of institutional investors, as well as their assessment of the importance and value of voting rights.</p> | | | | | |
| <p>Questions about your Information requirements</p> | | | | | |
| <p>1 What level of importance would you assign to each of the following criteria when making investment decisions? 1 = very low; 2 = low; 3 = moderate; 4 = high; 5 = very high; 9 = N/A.</p> | | | | | |
| Financial results | <input type="checkbox"/> | Management quality | <input type="checkbox"/> | | |
| Cash position | <input type="checkbox"/> | Management forecasts | <input type="checkbox"/> | | |
| Asset structure | <input type="checkbox"/> | Support by Investor Relations | <input type="checkbox"/> | | |
| Capital structure | <input type="checkbox"/> | General strategy | <input type="checkbox"/> | | |
| External auditor / audit firm | <input type="checkbox"/> | Corporate governance | <input type="checkbox"/> | | |
| Dividend policy | <input type="checkbox"/> | Acquisition strategy | <input type="checkbox"/> | | |
| Share price development | <input type="checkbox"/> | Index membership | <input type="checkbox"/> | | |
| Industrial sector | <input type="checkbox"/> | Corporate Social Responsibility (CSR) commitment | <input type="checkbox"/> | | |
| <p>2 Which sources of information do you use when making investment decisions and how do you assess them? Please assess the following sources in terms of relevance, timeliness, understandability and reliability: 1 = very low; 2 = low; 3 = moderate; 4 = high; 5 = very high; 9 = N/A.</p> | | | | | |
| | Relevance | Timeliness | Understandability | Reliability | |
| Direct management contact | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | |
| Annual report (including financial statements) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | |
| Interim report and statements | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | |
| Sustainability Report | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | |
| Capital market events | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | |
| Direct IR contact | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | |
| Corporate website | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | |
| <p>3 How intensively do you use the individual components of the annual report? 1 = not at all; 2 = superficially; 3 = moderately; 4 = intensively; 5 = very intensively; 9 = N/A.</p> | | | | | |
| Letter to the shareholders | <input type="checkbox"/> | Non-financial Report | <input type="checkbox"/> | Other Comprehensive Income (OCI) | <input type="checkbox"/> |
| Report by the Supervisory Board | <input type="checkbox"/> | Balance sheet | <input type="checkbox"/> | Segment Report | <input type="checkbox"/> |
| Corporate Governance Report | <input type="checkbox"/> | Cash flow statement | <input type="checkbox"/> | Notes | <input type="checkbox"/> |
| Management Report | <input type="checkbox"/> | Statement of Profit and Loss | <input type="checkbox"/> | Auditor's Report | <input type="checkbox"/> |
| <p>4 What level of importance would you assign to each of the following events when making investment decisions? 1 = very low; 2 = low; 3 = moderate; 4 = high; 5 = very high; 9 = N/A.</p> | | | | | |
| Net Income up by 10 % | <input type="checkbox"/> | Net Income down by 10 % | <input type="checkbox"/> | | |
| Dividend up by 10 % | <input type="checkbox"/> | Dividend down by 10 % | <input type="checkbox"/> | | |
| Operating cash flow up by 10 % | <input type="checkbox"/> | Operating cash flow down by 10 % | <input type="checkbox"/> | | |
| <p>5 When making investment decisions, how do you rate increasing volatility in the following: 1 = very negative; 2 = negative; 3 = neutral; 4 = positive; 5 = very positive; 9 = N/A</p> | | | | | |
| Share Price | <input type="checkbox"/> | Net Income | <input type="checkbox"/> | Operating cash flow | <input type="checkbox"/> |
| <p>Questions about distribution policy</p> | | | | | |
| <p>6 Would you prefer quarterly dividend payments or annual dividend payments? 1 = quarterly dividend payments; 2 = annual dividend payments; 3 = don't care</p> | | | | | |
| | | | <input type="checkbox"/> | | |

| | | | |
|--|---|---|--|
| 7 | The returns on shares are made up of the sum of share price increases and dividend payments. Which of the following combinations of the two amounts would you prefer? 1 = no dividend and very large increase in share price; 2 = low dividend and large increase in share price; 3 = moderate dividend and moderate increase in share price; 4 = high dividend and low increase in share price; 5 = very high dividend and no increase in share price; 6 = don't care; 9 = N/A. | <input type="checkbox"/> | |
| 8 | Do tax considerations play a role in your preferred dividend policy? 1 = yes; 2 = no. | <input type="checkbox"/> | |
| 9 | Concerning a firm's payout policy, which combination of distributions in the form of share buy-backs and dividend payments would you prefer? 1 = no dividends and only share buy-backs; 2 = low dividends and large share buy-backs; 3 = balanced dividends and share buy-backs; 4 = high dividends and low share buy-backs; 5 = only dividends and no share buy-backs; 6 = don't care; 9 = N/A. | <input type="checkbox"/> | |
| Questions about your controlling rights | | | |
| 10 | Concerning the exercise of your company's voting rights, does your company act independently from the voting recommendation of other institutions which provide proxy advisory services (e.g. ISS, Glass Lewis, IVOX)? 1 = My company decides generally on its own how to vote on AGM topics; 2 = Voting recommendations of proxy advisory services are usually strictly observed; 3 = My company takes its own decision, but voting recommendations of proxy advisory firms are considered; 9 = N/A. | <input type="checkbox"/> | |
| 11 | Assuming non-voting shares were available, would you in principle be willing to buy them? 1 = yes; 2 = no; 9 = N/A. | <input type="checkbox"/> | |
| 12 | If you answered "yes" to the last question, how much cheaper than normal shares would the non-voting shares have to be? If you do not know, simply leave the field blank. | <input type="text"/> % | |
| 13 | Assuming a majority shareholder held more than 50 % of voting rights, what effect do you think the presence of such majority shareholders would have on the following values? 1 = very negative; 2 = negative; 3 = none at all; 4 = positive; 5 = very positive; 9 = N/A. | | |
| | The value of your voting rights <input type="checkbox"/> | The value of your shares in general <input type="checkbox"/> | |
| Questions about capital markets and regulation | | | |
| 14 | In your opinion, how do retail investors' trading activities influence the following? 1 = strong negative influence; 2 = some negative influence; 3 = no influence; 4 = some positive influence; 5 = strong positive influence 9 = N/A. | | |
| | The information efficiency of equity markets <input type="checkbox"/> | The trading volume of equity markets <input type="checkbox"/> | |
| 15 | In your opinion, how do electronic trading platforms or "dark pools" influence the following? 1 = strong negative influence; 2 = some negative influence; 3 = no influence; 4 = some positive influence; 5 = strong positive influence 9 = N/A. | | |
| | The information efficiency of equity markets <input type="checkbox"/> | The trading volume of equity markets <input type="checkbox"/> | |
| 16 | How do you expect MiFID II to change your relationship to companies regarding the following aspects? 1 = strong negative impact; 2 = some negative impact; 3 = no impact; 4 = some positive impact; 5 = strong positive impact; 9 = N/A. | | |
| | Direct interaction <input type="checkbox"/> | Broker coverage <input type="checkbox"/> | Roadshow meetings <input type="checkbox"/> |
| Personal details and questions about your company | | | |
| 17 | Which of the following best characterizes your company? 1 = Securities trading; 2 = Asset management/fund management company; 3 = Investment bank; 4 = Insurance company; 9 = none of the above. | <input type="checkbox"/> | |
| 18 | Which of the following best describes your position within your company? 1 = Chairman/President/CEO/CFO; 2 = Managing Director; 3 = Operating Director; 4 = Investment/Fund Manager; 5 = Research/Analyst; 9 = none of the above. | <input type="checkbox"/> | |
| 19 | How much involvement do you have in making investment decisions? 1 = I make decisions on behalf of my company; 2 = I make decisions on behalf of our customers; 3 = I make recommendations in reports and analyses; 4 = combination of 1, 2 and/or 3; 9 = none of the above. | <input type="checkbox"/> | |
| 20 | Does your company currently hold shares in Deutsche Post DHL? 1 = yes; 2 = no; 9 = prefer not to disclose. | <input type="checkbox"/> | |
| 21 | What is the amount of funds under management of your company (in million €)? Please enter the amount in million € in the field opposite. | <input type="text"/> | |
| 22 | Please enter the automobile country code of the country where your company is domiciled (for United States please type in "USA", for Canada "CDN"). | <input type="text"/> | |
| 23 | Please enter the automobile country code of the country where you regularly work (for United States please type in "USA", for Canada "CDN"). | <input type="text"/> | |
| Thank you very much! | | | |

8.4 DETAILS ZUR BEFRAGUNGSMETHODIK

Im Folgenden werden zunächst nähere Informationen zur Befragungsmethodik und zur Identifikation des Rücklaufs gegeben. Anschließend werden Informationen zu den Auswertungstabellen, auf die innerhalb der Darstellungen zu den Befragungsergebnissen (Kapitel 5 und 6) regelmäßig verwiesen wird und die im Internet unter nachfolgendem Link verfügbar sind, präsentiert:

<https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/Studien.html>

Die Gliederungspunkte 8.4.1 bis 8.4.4 konzentrieren sich im Wesentlichen auf die Privatanlegerbefragung. In Abschnitt 8.4.5 wird auf die Durchführung der Befragung der institutionellen Investoren eingegangen. In Abschnitt 8.4.6 werden die im online zur Verfügung stehenden Tabellenwerk enthaltenen Daten erläutert.

8.4.1 Bestimmung der Befragungsgesamtheit

Die relevante Grundgesamtheit der Privatanlegerbefragung ist die Population aller natürlichen Personen mit Wohnsitz in Deutschland, die zum Befragungszeitpunkt direkt Aktien hielten (Direktaktionäre).⁵² Laut den Ergebnissen einer im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts durchgeführten Studie der NFO Infratest⁵³ hielten im Jahr 2017 ca. 7,7 % der deutschen Bevölkerung im Alter von über 14 Jahren und damit rund 5 Millionen Menschen ein „direktes“ Aktieninvestment. 7,2 Millionen Anleger waren Inhaber von Aktienfondsanteilen bzw. Anteilen an gemischten Fonds. Diese 2017er Zahlen zur Grundgesamtheit deutscher Aktionäre wurden – mangels zum Auswertungszeitpunkt aktuellerer Daten – auch für die vorliegende 2018er Befragungswelle unterstellt. Im Rahmen des Vergleichs der Ergebnisse der aktuellen mit den vorangegangenen Befragungsstudien ist insofern zu berücksichtigen, dass Ergebnisunterschiede unter anderem auf eine Änderung der Grundgesamtheit im Zeitablauf zurückzuführen sein könnten.

Eine Befragung der kompletten Grundgesamtheit von 5 Millionen Menschen scheidet bereits daran, dass keine Liste aller deutschen Privataktionäre verfügbar ist. Als gangbare Alternative hierzu wurden daher im Rahmen dieser Studie erneut sämtliche Aktionäre der Deutsche Post AG befragt. Da die Deutsche Post DHL Group eine der größten deutschen Publikumsgesellschaften mit insgesamt rund 431.000 (2013: 425.000; 2008: 450.000; 2004: 800.000) Privatanlegern darstellt, ist sichergestellt, dass mit rund 8,6 % eine wesentliche Teilmenge der Grundgesamtheit deutscher Privataktionäre befragt wurde. Neben der Eigenschaft einer großen Publikumsgesellschaft sprechen die Existenz von Namensaktien sowie auf der Hand liegende Kostenvorteile bei der postalischen Befragungsdurchführung für die Wahl der Deutsche Post DHL Group als Projektpartner. Da davon auszugehen ist, dass sich die Aktionäre der Deutsche Post DHL Group systematisch von der deutschen Aktionärsgrundgesamtheit unterscheiden, wird im Rahmen der vorliegenden Studie das weiter unten erläuterte Verfahren der repräsentativen Gewichtung angewendet, um diese unvermeidbare Stichprobenverzerrung zu reduzieren.

⁵² Theoretisch ist auch die Gruppe der Nicht-Aktionäre interessant. Hier wären vor allem die Gründe zu eruieren, die zu einer Ablehnung der Anlageform Aktie führen.

⁵³ Vgl. hierzu *Deutsches Aktieninstitut* (2018), Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2017, Frankfurt a.M. (abrufbar unter: <https://www.dai.de>, Stand: 17.04.2019).

8.4.2 Konzeption des Fragebogens

Neben der Gefahr einer nicht-repräsentativen Stichprobe besteht bei schriftlichen Befragungsstudien insbesondere das Risiko der sog. Rücklaufverzerrung (non-response bias), die aus der nicht zufälligen Nicht-Beantwortung des Fragebogens resultiert. Um die Rücklaufverzerrung möglichst gering zu halten,

- wurde der Umfang des an die Privatanleger versandten Fragebogens erneut auf eine Doppelseite und – hierdurch bedingt – auf 27 Fragen limitiert;
- wurden die Fragen möglichst neutral formuliert, um manipulative Elemente weitgehend auszuschließen;
- wurden die Fragen möglichst einfach formuliert, um zu verhindern, dass nur überdurchschnittlich gut informierte Anleger den Fragebogen beantworten (können). Auch wenn dies dazu führt, dass spezielle Fragen, wie z.B. zu konkreten Bilanzierungsmethoden, vor diesem Hintergrund nicht gestellt werden konnten, überwiegt der Vorteil, einen möglichst breiten Teil der Untersuchungsgesamtheit mit dem Fragebogen zu erreichen.

Ungeachtet der geschilderten Maßnahmen weist der Fragebogen aber nach wie vor kein geringes Anspruchsniveau auf. Daher ist auch bei dieser vierten Befragungsstudie neben einer Stichprobenverzerrung eine Rücklaufverzerrung nicht auszuschließen.

Korrespondierend zu den Forschungsfragen gliedert sich der Fragebogen analog zu den drei Vorgängerstudien in drei Hauptteile und einen demographischen Teil. Die Fragen des demographischen Teils wurden bewusst so gestellt, dass kein Rückgriff auf die Person der einzelnen Befragungsteilnehmer möglich ist, so dass vor diesem Hintergrund aber auch keine nachvollziehbaren Zeitreihendaten für einzelne Befragungsteilnehmer identifiziert und im Zeitablauf ausgewertet werden können. Angesichts der großen Untersuchungsgesamtheit scheidet halboffene Fragen aus, da verbale Antworten prohibitiv hohe Auswertungskosten verursachen. Demzufolge werden mit dem Fragebogen nur stellvertretende Zahlen(kürzel) erhoben.

Der Großteil der Fragen fordert die ordinale Bewertung von bestimmten Untersuchungsmerkmalen. Hierfür findet überwiegend eine gleichgerichtete fünfstufige Likert-Skala mit den Werten 1 bis 5 Anwendung, die es der antwortenden Person ermöglicht, auch Indifferenz zu zeigen. Bei allen Fragen bestand die explizite Möglichkeit, über die Angabe des Zahlencodes „9“ eine Antwort als „nicht beurteilbar“ zu klassifizieren. Zudem wurde im Anschreiben betont, dass die Möglichkeit besteht, einzelne Fragen unbeantwortet zu lassen. Darüber hinaus wurden die Anteilseigner darum gebeten, die Fragen nicht aus ihrer speziellen Sicht als Aktionär der Deutsche Post DHL Group, sondern aus ihrer allgemeinen, d.h. nicht unternehmensspezifischen, Aktionärsperspektive zu beantworten. Schließlich wurde in dem Anschreiben explizit versichert, dass der Fragebogen rein wissenschaftlichen Zwecken dient und aus den Daten keine Rückschlüsse auf die Person des jeweiligen Befragungsteilnehmers gezogen werden können.

Im Rahmen der nunmehr vierten Befragungswelle wurde der im Zuge der dritten Welle verwendete Fragebogen möglichst beibehalten, um die Ergebnisse der vorangegangenen Studien mit denen der neuen Studie konsistent vergleichen zu können. Um zusätzliche oder auch differenziertere Informationen zu neuen oder bestehenden Fragstellun-

gen erhalten zu können, wurde der Fragebogen aber auch modifiziert, wobei hiervon folgende Sachverhalte betroffen sind:

- Gegenüber den Vorgängeruntersuchungen wurde bei allen Fragen, deren Antworten auf einer fünfstufigen Likert-Skala basieren, der inhaltliche Aussagegehalt der Werte getauscht. War in den Vorgängerstudien z.B. mit einem Wert von 1 noch die Aussage verbunden „sehr hoch“, „sehr intensiv“ oder „sehr positiv“ und mit einem Wert von 5 entsprechend „sehr gering“, „gar nicht“ oder „sehr negativ“, so ist mit einem Wert von 1 in der vorliegenden Studie der zuletzt aufgeführte Informationsgehalt verbunden, während eine 5 nunmehr mit „sehr hoch“, „sehr intensiv“ oder „sehr positiv“ zu interpretieren ist. Diese formale Änderung führt dazu, dass die ausschließlich im ergänzenden Tabellenwerk (Anhänge A.5 und A.6) enthaltenen Mittelwerte und Mediane nicht unmittelbar mit den korrespondierenden Werten der Vorgängerstudien verglichen werden können. Eine unmittelbare Vergleichbarkeit lässt sich allerdings herstellen, indem der auf Grundlage der aktuellen Befragungsergebnisse bestimmte Mittelwert bzw. Median von der Zahl 6 subtrahiert wird.
- In Frage 2 wurden die *Social Media* als in der Vorgängerstudie genannte Informationsquelle entfernt, da diese über die neu eingefügte Frage 4 nunmehr gesondert hinsichtlich ihrer Bedeutung als Informationskanal zur Informationsbeschaffung untersucht wird. Darüber hinaus wurde die Informationsquelle *Zeitungen, Zeitschriften, Wirtschaftssendungen im Fernsehen und Internet* durch die neue Bezeichnung *Presse (Zeitungen, Zeitschriften, Wirtschaftssendungen, Online-Quellen)* ersetzt.
- Bei Frage 3 wurden im Unterschied zur letzten Befragung folgende Teile neu hinzugefügt: *Nichtfinanzieller Bericht, Sonstiges Ergebnis (Other Comprehensive Income, OCI)*. Hierneben werden die Nutzungsintensitäten der Berichtselemente *Anhang* und *Segmentberichterstattung* – wie bereits in der 2008er Befragung – getrennt voneinander untersucht. Demgegenüber wurde die *Eigenkapitalentwicklungsrechnung* als Abschlussbestandteil im Vergleich zu den Vorgängerstudien entfernt.
- Die Fragen zur Relevanz spezifischer Informationskanäle (Frage 4), zur Nutzungsintensität bestimmter Endgeräte zum Abruf digitaler Medien (Frage 5) sowie zur Bedeutung spezifischer Bereitstellungsformen digitaler Informationen (Frage 6) wurden – jeweils mit Bezug zur Bedeutung für die Anlageentscheidung des Befragten – neu in den Fragebogen aufgenommen.
- Entfernt wurden gegenüber der Vorgängerstudie die Fragen zur Relevanz steuerlicher Überlegungen für den Dividendenwunsch der Privatanleger sowie zur Ausschüttungsbemessungskompetenz von Vorstand und Aufsichtsrat. Darüber hinaus wurde Frage 10 gegenüber der Vorgängerstudie angepasst, indem nunmehr nicht mehr danach gefragt wird, wie die Anleger Ausschüttungen durch Aktienrückkäufe im Verhältnis zu Dividendenzahlungen beurteilen, sondern – analog zu Frage 9 – welche Kombination von Dividenden und Aktienrückkäufen sie bevorzugen.

- Bei Frage 22 zum Abschluss einer Ausbildung und / oder eines wirtschaftlichen Studiums wurden die Antwortmöglichkeiten gegenüber den Vorgängerstudien von zwei (*ja; nein*) auf vier (*ja, eine Ausbildung; ja, ein Studium; ja, beides; nein, keins von beidem*) erhöht. Frage 23 nach dem höchsten Bildungsabschluss des Befragten wurde um die Antwortmöglichkeit *abgeschlossene Promotion* ergänzt. Schließlich wurde die Frage nach dem KFZ-Kennzeichen des Wohnortes des Befragten analog zur 2008er-Befragung wieder mit in den Fragebogen aufgenommen.

8.4.3 Durchführung der Befragung

Bereits die Entwicklung des 2004 verwendeten Fragebogens durchlief einen zweistufigen Pretest: Zunächst wurde der Fragebogen von wissenschaftlichen Fachvertretern aus dem Bereich der Ökonomie und der empirischen Sozialforschung auf interne Validität geprüft. Der hieraus resultierende Fragebogen wurde in einem zweiten formalen Pretest von 22 Probanden bearbeitet, die der Grundgesamtheit, aber nicht der Untersuchungsgesamtheit angehörten. Neben inhaltlichen Anmerkungen wurden die Probanden auch darum gebeten, ihren Zeitaufwand zu protokollieren. Aus diesen Angaben wurde eine Bearbeitungszeit von nicht mehr als 20 Minuten ermittelt, die etwa dem 95 %-Perzentil der Angaben der Pretester entsprach. Da der für die aktuelle Befragung verwendete Fragebogen nach wie vor in großen Teilen – sowohl hinsichtlich des Inhalts als auch des Umfangs – mit der 2004er Fassung übereinstimmt, ist davon auszugehen, dass die vorausgehenden Einschätzungen nach wie vor auch auf den 2018er Fragebogen übertragbar sind.

Die schriftliche Befragung der Privatanleger startete am 06. April 2018. Die doppelseitigen Fragebögen wurden zusammen mit dem Anschreiben und einem frankierten Rückantwortumschlag an die Privatadressen der Anleger versendet. Die rückläufigen Fragebögen wurden direkt durch einen externen Datendienstleister gesammelt und eingescannt, wobei die Daten – im Unterschied zu den drei Vorgängerstudien – unter Einsatz einer optischen Datenerfassungssoftware unmittelbar in eine Excel-Tabelle eingelesen wurden. Die optische Einlesung des Fragebogenrücklaufs wurde schließlich mit Datum 11. Juni 2018 beendet.

8.4.4 Rücklaufcharakteristika und Repräsentativität

Von den am 06. April 2018 insgesamt 431.272 angeschriebenen Privatanlegern antworteten bis zum 11. Juni 2018 insgesamt 32.539 Personen, was einer Rücklaufquote von 7,5 % entspricht. Nach Eliminierung von teilausgefüllten und fehlerhaften Fragebögen verbleiben insgesamt 24.817 innerhalb dieser Untersuchung auszuwertende Fragebögen, was 5,7 % der Untersuchungsgesamtheit entspricht (vgl. Tab. 8.4.1).

Tab. 8.4.1: Rücklauf Privatanleger

| Gruppe | Beschreibung | N | ungew. % | gew. % |
|-------------|---|--------|----------|--------|
| RÜCKLAUF | Gesamter Rücklauf | 32.539 | | |
| | – fehlende/falsche Angaben im demographischen Block | 3.258 | | |
| | – zu viele nicht ausgefüllte Fragen und/oder Fehler | 4.464 | | |
| ALLE | = Hier ausgewertete Fragebögen | 24.817 | 100,0 | 100,0 |
| PROFIS | Mindestens 5 Jahre Anlageerfahrung (Frage 16), mindestens 10 Aktien im Portfolio (Frage 18), Studium oder Ausbildung mit wirtschaftlichem Schwerpunkt (Frage 22) und abgeschlossenes (Fach-) Hochschulstudium/Promotion (Frage 23) | 4.287 | 17,3 | 10,8 |
| EINSTEIGER | Weniger als 5 Jahre Anlageerfahrung (Frage 16), weniger als 10 Aktien im Portfolio (Frage 18), kein Studium oder keine Ausbildung mit wirtschaftlichem Schwerpunkt (Frage 22) und kein höherer Abschluss als Realchulabschluss/Mittlere Reife (Frage 23) | 82 | 0,3 | 1,5 |
| FUNDINV | Orientiert sich bei seiner Anlageentscheidung eher an der wirtschaftlichen Unternehmensentwicklung (Frage 1) | 3.170 | 12,7 | 12,8 |
| TECHINV | Orientiert sich bei seiner Anlageentscheidung eher an der Aktienkursentwicklung (Frage 1) | 2.598 | 10,4 | 11,4 |
| VALUEINV | Langfristige Vermögensbildung als wichtigstes Ziel der Anlagestrategie: Einstufung der Bedeutung von „Langfristige Vermögensbildung“ als sehr hoch oder hoch und als wichtiger im Vergleich zur kurzfristigen Gewinnerzielungsabsicht sowie als wichtiger oder gleich wichtig im Vergleich zu den beiden verbleibenden potenziellen Anlagezielen (Frage 19) | 16.975 | 68,4 | 68,5 |
| GROWTHINV | Kurzfristige Gewinnerzielung als wichtigstes Ziel der Anlagestrategie: Einstufung der Bedeutung von „Kurzfristige Gewinne“ als „sehr hoch“ oder „hoch“ und als wichtiger im Vergleich zu den anderen drei potenziellen Anlagezielen (Frage 19) | 461 | 1,8 | 2,1 |
| DIVIDENDINV | Fordert zumindest mittlere Dividende (Frage 9), bevorzugt quartalsweise gegenüber jährlichen Dividendenzahlungen (Frage 8) und ist bereit, stimmrechtslose Aktien zu erwerben (Frage 12) | 2.794 | 11,3 | 11,8 |
| MISSTINV | Schätzt Wahrscheinlichkeit der Bereicherung bezüglich aller Stakeholder als sehr groß ein (Frage 15) | 841 | 3,3 | 3,7 |
| RISIKO[–] | Bevorzugt Anlagealternative 1, d.h. festverzinsliche Wertpapiere mit sicheren Zinszahlungen von 5.000 € p.a. (Frage 20) | 9.776 | 39,4 | 40,7 |
| RISIKO[+] | Bevorzugt Anlagealternative 2, d.h. von der Marktzinsentwicklung abhängige, variabel verzinsliche Wertpapiere, die mit jeweils 33,3%iger Wahrscheinlichkeit zu jährlichen Zinszahlungen von 1.000 €, 5.500 € oder 10.000 € führen (Frage 20) | 7.844 | 31,6 | 31,9 |
| SPÄT | Eingang des Fragebogens nach dem 30.04.2018 | 558 | 2,2 | 2,4 |

Um mögliche Verzerrungen, die aus der Auswahl der Untersuchungsgesamtheit und aus der Rücklaufverzerrung resultieren können, zu reduzieren und um sicherzustellen, dass die Antworten der ausgewerteten Fragebögen möglichst repräsentativ für die Grundgesamtheit der deutschen Privatanleger sind, werden die Beobachtungen so gewichtet, dass der gewichtete Rücklauf den verfügbaren demographischen Ergebnissen der für das Jahr 2017 im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts von NFO Infratest durchgeführten Untersuchung entspricht. Als demographische Gewichtungsmerkmale dienen hierbei erneut

das Alter, das Geschlecht, die Schulausbildung und die Wohnsituation der Privatanleger.⁵⁴ Hierfür wird zunächst ein Datensatz im Umfang der Untersuchungsgesamtheit generiert, der neben den demographischen Angaben des Rücklaufs simulierte Nicht-Rücklauf-Beobachtungen mit zufällig kombinierten Merkmalen enthält, so dass die Verteilungsparameter dieser modellierten Untersuchungsgesamtheit den verfügbaren Verteilungsparametern der NFO Infratest-Studie entsprechen. Auf Basis einer Logit-Regression, die für die modellierte Untersuchungsgesamtheit die Wahrscheinlichkeit der Fragebogenrücksendung schätzt, ergibt sich dann, dass gut ausgebildete Personen, ältere Personen und Personen mit gehobener Wohnsituation im Rücklauf (teilweise stark) überrepräsentiert sind. Demgegenüber sind Männer im Rücklauf gegenüber den NFO Infratest-Werten marginal unterrepräsentiert. Personengruppen, die im Rücklauf der Befragung überrepräsentiert sind, werden somit im Rahmen der Auswertung geringer gewichtet, während im Rücklauf unterrepräsentierte Gruppen (z.B. junge, unerfahrene Anleger) stärker gewichtet werden. Die Gewichtung erfolgt, indem der Kehrwert der auf Basis der Logit-Regression geschätzten Antwortwahrscheinlichkeit (Nicht-Antwortwahrscheinlichkeit) als Gewichtungsfaktor der jeweiligen Beobachtung des Rücklaufs (Nicht-Rücklaufs) verwendet wird. Mit diesen Gewichten wird dann die gleiche Logit-Regression nochmals geschätzt. Die alten Gewichte werden anschließend durch die aus der neuen Regression resultierenden Wahrscheinlichkeiten geteilt. Mit diesen modifizierten Gewichten wird wiederum eine neue Logit-Regression geschätzt. Dieses Verfahren wird solange fortgesetzt, bis die Logit-Regression keinen Erklärungsgehalt mehr besitzt. Hierfür waren im Rahmen der vorliegenden Untersuchung vier Regressionsläufe notwendig. Die durch dieses Verfahren ermittelten Gewichte gleichen den Rücklauf den demographischen Angaben der 2017er NFO Infratest-Studie weitgehend an.⁵⁵

8.4.5 Vergleichsstudie Institutionelle Investoren

Der Online-Fragebogen für die institutionellen Investoren orientiert sich im nicht-demographischen Bereich eng an dem Fragebogen der Privatanleger, um einen möglichst weitgehenden Vergleich der Ergebnisse zu ermöglichen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass auch der institutionelle Fragebogen bereits 2004 einem zweistufigen Pretest unterzogen wurde.

Befragt wurden im vorliegenden Fall 2.007 institutionelle Investoren, für die der Deutsche Post DHL Group gültige Kontaktdaten bzw. E-Mail-Adressen zur Verfügung standen. Der Rücklauf lag nach zweimaligem Nachfassen per E-Mail bei insgesamt 54 online ausgefüllten Fragebögen und damit bei 2,7 %. Im Vergleich zum Jahr 2013 hat sich der Rücklauf somit – wie auch schon in 2008 – deutlich um drei Prozentpunkte (gegenüber 2008: -8 Prozentpunkte) reduziert. Damit korrespondiert der absolute Rücklauf erneut mit demjenigen anderer Befragungsstudien von institutionellen Anlegern.⁵⁶

Neben der verzögerten Rücksendegruppe SPÄT (16 Fragebögen), welche diejenigen Antworten enthält, die nach dem Datum (18.04.2018) der ersten von zwei E-Mail-Nachfassaktionen eingingen, wird zusätzlich zu dem gesamten auswertbaren Rücklauf (Alle (53 Frage-

⁵⁴ Da für das Merkmal *Wohnsituation* erneut keine aktuelleren Daten für die Grundgesamtheit der deutschen Privatanleger vorlagen, wurde approximativ unterstellt, dass diese im Vergleich zu den drei Vorgängerstudien unverändert geblieben sind. Entsprechend wurde für das hier verwendete Gewichtungsverfahren auf die aus der 2004er Studie stammenden Daten zur Wohnsituation zurückgegriffen, die bereits im Rahmen aller drei vorausgehenden Aktionärsbefragungen herangezogen wurden.

⁵⁵ Vgl. hierzu grundlegend Little (1986), zum Iterationsverfahren *Iannacchione/Milne/Folsom* (1991) und vor einem breiteren Hintergrund diskutierend *Little/Vartivarian* (2003).

⁵⁶ *Schulz* (1999) als weitere einschlägige Studie für den deutschen Markt stützt sich auf ein Sample von 80 auswertbaren Fragebögen. Eine Studie von *Ferber* zur Bedeutung von Vertrauen für institutionelle Investoren fußt auf einem Rücklauf von 45 Fragebögen. Vgl. *Ferber/von Nitzsch* (2004), S. 819.

bögen)) die Gruppe **ANGLO** separat analysiert. Hierzu werden alle Investoren, die bei Frage 23 des im Anhang unter Abschnitt 8.3 angefügten Fragebogens angegeben haben, dass ihr Tätigkeitsgebiet in Großbritannien, den USA oder den Niederlanden liegt, dieser Gruppe zugeordnet (22 Fragebögen).⁵⁷

Der Fragebogen der Institutionellen wurde im Vergleich zur 2013er Befragung bei fünf Fragen inhaltlich angepasst und um zwei neue Fragen erweitert. Gleichzeitig wurden im Vergleich zum 2013er Fragebogen zwei Fragen gestrichen.

Die inhaltlichen Änderungen bzw. Erweiterungen des aktuellen Fragebogens betreffen einerseits die Fragen zur Relevanz verschiedener Kriterien im Kontext der Anlageentscheidung (Frage 1), zur Nutzung verschiedener Informationsquellen für das Treffen von Anlageentscheidungen (Frage 2) sowie zur Nutzungsintensität einzelner Bestandteile des Geschäftsberichts (Frage 3). Bei diesen Fragen wurden einzelne Antwortmöglichkeiten gestrichen (Frage 1: *Internationalisierung der Absatzmärkte*; Frage 3: *Eigenkapitalveränderungsrechnung*) sowie neue hinzugefügt (bei Frage 1: *Externer Abschlussprüfer / Prüfungsgesellschaft*; bei Frage 2: *Nachhaltigkeitsbericht*; bei Frage 3: *Nichtfinanzieller Bericht, Sonstiges Ergebnis (OCI), Segmentbericht*), wobei innerhalb der folgenden Auswertungen an entsprechender Stelle kurz auf die konkreten Abweichungen hingewiesen wird. Hierneben wurden Fragen 5 und 9 gegenüber der 2013er Befragung inhaltlich angepasst. Bei Frage 5 wird nunmehr nicht nur nach der Bedeutung der Volatilität des Aktienkurses für die Anlageentscheidung gefragt, sondern auch nach derjenigen des Periodenergebnisses (Net Income) sowie des operativen Cashflow. Frage 9 zur Anlegerpräferenz hinsichtlich Ausschüttungen in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen wurde in der Antwortsystematik an die ähnlich gestellte Frage 7 angeglichen, so dass eine unmittelbare Vergleichbarkeit zu den Vorgängerstudien hier nicht gegeben ist.

Erweitert wurde der aktuelle Fragebogen schließlich um die Fragen 6 und 16 (vgl. Kapitel 8.3). Frage 6 zur Bevorzugung jährlich oder quartalsweise gezahlter Dividenden wurde analog zu Frage 8 des Privatanlegerfragebogens neu aufgenommen. Frage 16 betrifft demgegenüber das Paket neuer Kapitalmarktregulierungen, die sich aus der Überarbeitung der 2007 verabschiedeten Richtlinie für Märkte für Finanzinstrumente (2004/39/EG) ergeben haben und unter dem allgemein gebräuchlichen Kürzel MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) zusammengefasst werden. Die entsprechende Richtlinie (2014/65/EU) sowie die dazugehörige Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR) Verordnung (EU) Nr. 600/2014) sind am 03.01.2018 in Kraft getreten. Hiervon ausgehend wurden die institutionellen Investoren danach gefragt, welche Auswirkungen sie aus den Neuregulierungen durch MiFID II auf ihre Beziehung zu Unternehmen hinsichtlich folgender drei Aspekte erwarten: direkter Austausch, Broker Coverage und Roadshow Meetings.

Diese Frage sowie Fragen 14 und 15 lassen sich zwar nicht unmittelbar einem der drei bereits bei den Privatinvestoren differenzierten Themenkomplexe zuordnen. Allerdings

⁵⁷ Wie in den Vorgängerstudien wurden die institutionellen Investoren erneut darum gebeten, ihr Unternehmen und ihre Tätigkeit in eine der in den Fragen 17-19 explizit angegebenen Kategorien einzuordnen (vgl. Tab. A.6.17-19) und Angaben zur ihrem geographischen Tätigkeitsgebiet zu machen (Fragen 22 und 23). Sofern die korrespondierenden Angaben vollständig gemacht wurden, werden diese Fragebögen der Gruppe **KOMPLETT** (47 Fragebögen) zugeordnet. In den Vorgängeruntersuchungen wurden hiervon ausgehend die Gruppen **ALLE** und **KOMPLETT** auf signifikante Unterschiede hin untersucht, da im Grunde nur für die Gruppe **KOMPLETT** tatsächlich sichergestellt ist, dass es sich um institutionelle Investoren im engeren Sinne handelt. In der vorliegenden Untersuchung weichen beide Gruppengrößen aber nur um 6 Beobachtungen voneinander ab, so dass aufgrund dieser nur geringen Gruppengrößenunterschiede im weiteren Studienverlauf keine Tests auf signifikante Abweichungen des Antwortverhaltens zwischen diesen beiden Gruppen vorgenommen werden.

lässt sich ein mittelbarer Bezug herstellen, da diese drei Fragen im Zusammenhang mit dem Informationsverhalten der institutionellen Anleger sowie mit der Einschätzung und Bedeutung von Aktienkurs- und Aktienmarktentwicklungen stehen, die sich auf die Präferenz für Kursgewinne und die Bedeutung der Aktienkursvolatilität für die eigene Anlageentscheidung auswirken (können).

Da keine demographischen oder sonstigen detaillierten Kenntnisse über die Zusammensetzung der Grundgesamtheit bestehen, kann eine Verzerrung des Rücklaufs für die institutionellen Investoren nicht ermittelt werden. Allerdings wird untersucht, ob sich der Rücklauf, der bis zum Zeitpunkt der ersten Nachfassaktion am 18.04.2018 einging, von demjenigen, der nach der ersten Nachfassaktion einging (Gruppe SPÄT), unterscheidet (vgl. Tab. 8.4.2). Bestehen zwischen diesen beiden Gruppen signifikante Unterschiede im Antwortverhalten, kann dies als Indiz für eine Rücklaufverzerrung angesehen werden, da davon ausgegangen wird, dass späte Befragungsteilnehmer nicht-antwortenden Personen systematisch ähnlicher sind als frühe Rücksender.

Tab. 8.4.2: Rücklauf institutionelle Investoren

| Gruppe | Beschreibung | N | in % |
|----------|--|----|-------|
| RÜCKLAUF | Alle bearbeiteten Online-Fragebögen | 54 | |
| | – zu viele nicht ausgefüllte Fragen | 1 | |
| ALLE | = alle auswertbaren Online-Fragebögen | 53 | 100,0 |
| KOMPLETT | Vollständige Angaben zur Tätigkeit und dem Unternehmen, keine Klassifikation als „keins von alledem“ bei einer der Fragen zum Unternehmen und Tätigkeitsgebiet | 47 | 88,7 |
| ANGLO | Tätigkeitsgebiet liegt in GB, USA oder den Niederlanden | 22 | 41,5 |
| SPÄT | Eingang des Fragebogens nach der E-Mail Nachfassaktion vom 18.04.2018 | 16 | 30,2 |

Aufgrund fehlender demographischer Daten für die Grundgesamtheit aller institutioneller Investoren findet eine Gewichtung des Rücklaufs im Gegensatz zur Privatanlegerbefragung nicht statt. Somit ist – wie auch in den Vorgängerstudien – die Korrektur einer potentiellen Stichprobenverzerrung hier nicht möglich.

8.4.6 Informationen zum Tabellenwerk

Zu jeder Frage der an die Privatanleger und die institutionellen Investoren gerichteten Fragebögen existieren – neben den im Ergebnisteil präsentierten Abbildungen – Tabellen mit umfassenden deskriptiven Statistiken, auf die innerhalb des Texts regelmäßig verwiesen wird. Diese Ergebnistabellen sind im Internet unter folgendem Link abrufbar:

<https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/Studien.html>

Die Tabellen beinhalten für jede Frage separat das Antwortverhalten der Privatanleger (Tab. A.5.1-A.5.26) und der institutionellen Investoren (Tab. A.6.1-A.6.21). Hierbei wird differenziert zwischen der Gesamtheit des auswertbaren Rücklaufs und den in der Untersuchung differenzierten Gruppen. Zum direkten Vergleich werden die Ergebnisse der 2004er, 2008er und 2013er Befragungswellen – soweit möglich – im normalen Schriftsatz dargestellt, während die Angaben für die aktuelle 2018er Befragung in Fettdruck präsentiert werden. Die Prozentangaben in der Antwortkategorie „Keine Angabe“ umfassen nicht beantwortete Fragen sowie, wo vorhanden, die Antwortalternative „nicht beantwortbar“ und beziehen sich immer auf die gesamte Gruppenstärke. Die Prozentangaben für die anderen

Antwortkategorien beziehen sich jeweils auf die Gesamtheit der nicht auf die „Keine Angabe“-Kategorie entfallenden Antworten und summieren sich somit jeweils auf 100%. Die Zahlenwerte entsprechen den im Fragebogen erhobenen Angaben. Die einzelnen Antwortmöglichkeiten sind jeweils (ordinal) nach Zahlenwerten gereiht. So entspricht in Tab. A.5.1 „eher an der wirtschaftlichen Tätigkeit“ einer 1, „eher an der Kursentwicklung“ einer 2 und so fort.

Zusätzlich zu den Antwortkategorien werden, soweit es sich um ordinal oder kardinal skalierte Antwortmöglichkeiten handelt, folgende Statistiken angegeben:

- Mittelwert: Gibt das arithmetische Mittel für die jeweilige Gruppe an.
- Median: Gibt den Median für die jeweilige Gruppe an.
- T-Test: Ist das Ergebnis eines einfachen t-Tests auf Mittelwertgleichheit. In Klammern findet sich die zweiseitige Irrtumswahrscheinlichkeit, dass der Mittelwert der Gruppe nicht vom Mittelwert der Vergleichsgruppe abweicht.
- Wilcoxon Z-Wert: Ist das Ergebnis des nicht-parametrischen einfachen Rangplatztests nach Wilcoxon. Im Gegensatz zum t-Test beruht der Wilcoxon-Test nicht auf einer Normalverteilungsannahme. Auch hier ist die zweiseitige Irrtumswahrscheinlichkeit in Klammern angegeben. Streng genommen lässt sich ein Rangplatztest nicht für gewichtete Daten berechnen. Deswegen wird im Rahmen der Auswertung des gewichteten Rücklaufs der Privatinvestoren ein Näherungsverfahren verwendet, das bei mehreren Beobachtungen mit gleichem Rangplatz und unterschiedlichen Gewichten einen gewichteten mittleren Rangplatz über alle Beobachtungen ermittelt.
- Chi-Quadrat: Dieser Wert ist die Teststatistik auf Verteilungsgleichheit von zwei Gruppen mit kategorialen Merkmalen. Da die einzelnen Gruppengrößen im Rücklauf der institutionellen Investoren teilweise sehr gering sind, ist die Verlässlichkeit des Chi-Quadrat-Tests für diese Untersuchung teilweise beschränkt.

Mit Blick auf die Auswertung des Rücklaufs der institutionellen Investoren ist hinsichtlich der vorausgehend aufgeführten Signifikanztests zu betonen, dass die Gruppengrößen in Einzelfällen derart klein sind, dass sich bestimmte Testwerte nicht ermitteln lassen bzw. keine entsprechenden Stichprobenumfänge verfügbar sind, um valide Ergebnisse zu erhalten.

Für die Gruppentests werden folgende Privatanlegergruppen miteinander verglichen: PROFIS mit EINSTEIGER, FUNDINV mit TECHINV, VALUEINV einerseits mit GROWTHINV und andererseits mit DIVIDENDINV, RISIKO[-] mit RISIKO[+], MISSTINV sowie SPÄT jeweils mit den sonstigen Beobachtungen von ALLE. Im Tabellenwerk zur Befragung der institutionellen Investoren werden die Gruppen SPÄT sowie ANGLO jeweils mit den sonstigen Beobachtungen der Gruppe ALLE verglichen bzw. auf signifikante Unterschiede getestet. Der Eintrag „NA“ in einer Tabellenzelle macht deutlich, dass eine Teststatistik nicht berechnet wurde, da die betroffenen Gruppen anhand der zu testenden Merkmale klassifiziert wurden.

Deutsches Aktieninstitut



Seit 1953 vertritt das Deutsche Aktieninstitut e.V. die Interessen der kapitalmarktorientierten Unternehmen, Banken, Börsen und Investoren. Unsere Mitglieder repräsentieren 85 Prozent der Marktkapitalisierung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Im engen Dialog mit der Politik arbeiten wir konstruktiv an der Entwicklung von Kapitalmärkten und deren Rahmenbedingungen. Unser Ziel ist zudem, die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument in Deutschland zu fördern. Zu unseren Kernthemen zählen die Kapitalaufnahme über Primärmärkte, der Handel von Wertpapieren und die Rechte und Pflichten von Vorständen, Aufsichtsräten und Aktionären. Wir führen zudem die Geschäftsstelle der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex. Von der Rhein-Main-Metropole Frankfurt aus stehen wir in regelmäßigem fachlichen Austausch mit unseren Mitgliedern und bringen ihre Positionen über unser Hauptstadtbüro in Berlin und unser EU-Verbindungsbüro in Brüssel in die Gesetzgebungsprozesse ein. Nähere Informationen zum Deutschen Aktieninstitut finden Sie unter www.dai.de.



FAKULTÄT FÜR WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFT
Lehrstuhl für Internationale Unternehmensrechnung
PROF. DR. BERNHARD PELLENS

Der Lehrstuhl für Internationale Unternehmensrechnung (IUR) zählt mit seinen 300 bis 350 Studenten zu einem der größten an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft der Ruhr-Universität Bochum. In der Lehre werden Veranstaltungen zur nationalen handelsrechtlichen Rechnungslegung sowie zur internationalen (Konzern)Rechnungslegung nach IFRS, zur Unternehmensanalyse aus Eigen- und Fremdkapitalgebersicht, zu Fragen der Corporate Governance sowie zu M&A-Prozessen angeboten. Neben der Lehrtätigkeit verfolgen Prof. Pellens und sein derzeit aus 10 Wissenschaftlichen Mitarbeiter(inne)n bestehendes Team vielfältige Forschungsfragen in den Bereichen Rechnungswesen, Corporate Governance, Controlling und internationale Kapitalmärkte. Hierbei werden unterschiedliche Forschungsmethoden angewendet, wie z.B. normative, rechtsvergleichende und rechtsnahe Forschungsansätze sowie qualitative, verhaltenswissenschaftlich-empirische und kapitalmarkt-empirische Methoden. Nähere Informationen zum Lehrstuhl finden Sie unter www.iur.rub.de.

Deutsche Post DHL Group

Deutsche Post DHL Group ist der weltweit führende Anbieter für Logistik und Briefkommunikation. Der Konzern verbindet Menschen und Märkte und ermöglicht den globalen Handel. Er verfolgt die strategischen Ziele, weltweit erste Wahl für Kunden, Arbeitnehmer und Investoren zu sein. Mit verantwortungsvollem unternehmerischen Handeln sowie dem Engagement für Gesellschaft und Umwelt leistet der Konzern einen positiven Beitrag für die Welt. Bis 2050 strebt Deutsche Post DHL Group die Null-Emissionen-Logistik an. Der Konzern vereint zwei starke Marken: Deutsche Post ist Europas führender Postdienstleister, DHL bietet ein umfangreiches Serviceportfolio aus internationalem Expressversand, Frachttransport, Supply-Chain-Management und E-Commerce-Lösungen. Deutsche Post DHL Group beschäftigt rund 550.000 Mitarbeiter in über 220 Ländern und Territorien der Welt. Im Jahr 2018 erzielte der Konzern einen Umsatz von mehr als 61 Milliarden Euro.

Die Post für Deutschland. The Logistics company for the world.

Weitere Informationen unter www.dpdl.de.



Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband ist der größte europäische Fachverband für die Verbindung von Unternehmen und Kapitalmärkten. Wir geben Investor Relations (IR) eine Stimme und repräsentieren rund 90% des börsennotierten Kapitals in Deutschland. Als unabhängiger Kompetenzträger optimieren wir den Dialog zwischen Emittenten, Kapitalgebern sowie den relevanten Intermediären und setzen hierfür professionelle Qualitätsstandards. Unsere Mitglieder erhalten von uns fachliche Unterstützung und praxisnahes Wissen sowie Zugang zu Netzwerken und IR-Professionals aus aller Welt. Zugleich fördern wir den Berufsstand der Investor Relations und bieten umfangreiche Aus- und Weiterbildungsmöglichkeiten in enger Zusammenarbeit mit Wissenschaft und Forschung. Nähere Informationen zum DIRK finden Sie unter www.dirk.org.







