DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

Auch in Deutschland lässt sich ein Wandel von der traditionellen bankorientierten Finanzierung über Kredite zur angelsächsischen Präferenz des über die Börse beschafften Eigenkapitals feststellen. Die Konkurrenz um anlagefähiges Kapital auf den globalisierten Kapitalmärkten ist jedoch groß.

Thilo Theilen erarbeitet in der vorliegenden Dissertation – die als Band 12 der DIRK Forschungsreihe des Deutscher Investor Relations Verbandes e.V. erscheint – Möglichkeiten und Grenzen der Investor Relations und zeigt auf, wie sich ein Unternehmen um anlagefähiges Kapital bemühen kann. Der Autor bringt erstmals in der Literatur eine Trennung zwischen funktionaler Investor Relations als herkömmliches „Verkündigungsorgan" der Unternehmensleitung und strategischer Investor Relations ins Spiel. Letztere geht vor allem nach innen, indem sie die Kapitalmarktwahrnehmung ins Unternehmen reflektiert und die Interessen der Stakeholder „Investoren" bei der strategischen Planung im Unternehmen deutlich macht. Ein weiterer Nutzen von Thilo Theilens Arbeit ist die Untersuchung, inwieweit das aus der Betriebswirtschaftslehre vertraute Marketing-Instrumentarium zur Unterstützung der Arbeit von Investor Relations beitragen kann.

9 783937 459516

ISBN 978-3-937459-51-6

12

DIRK Forschungsreihe

Investor Marketing

Theilen

GoingPublicMedia AKTIENGESELLSCHAFT

IM DIALOG MIT DEN KAPITALMÄRKTEN

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

Thilo Theilen

Investor Marketing

Eine Aufgabe für Investor Relations?

DIRK Forschungsreihe, Band 12

GoingPublicMedia
AKTIENGESELLSCHAFT

THILO THEILEN

Investor Marketing
Eine Aufgabe für Investor Relations?

IM DIALOG MIT DEN KAPITALMÄRKTEN

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

THILO THEILEN

Investor Marketing
Eine Aufgabe für Investor Relations?

DIRK Forschungsreihe: Band 12

GoingPublicMedia
AKTIENGESELLSCHAFT

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

Thilo Theilen: Investor Marketing – Eine Aufgabe für Investor Relations? – Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., Band 12
Verlag: GoingPublic Media AG, München, 2008
ISBN 978-3-937459-51-6

© 2008, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.,
Baumwall 7, 20459 Hamburg,
Tel. 040-4136396-0, Fax 040-4136396-9, www.dirk.org

Verlag: GoingPublic Media AG, Hofmannstr. 7a, 81379 München,
Tel. 089-2000 339-0, Fax 089-2000 339-39, www.goingpublic.de

Satz: Projektagentur Jürgenliemk, Penzberg
Druck: Johann Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Photokopie, Mikrofilm, CD, Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

1. Auflage Juli 2008
ISBN 978-3-937459-51-6

Links:
Der große GoingPublic-Bookshop
www.goingpublic.de/bookshop

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband
www.dirk.org

Vorwort des Präsidenten des DIRK

Die steigende Komplexität und zunehmende Vernetzung der Kapitalmärkte miteinander lassen den Zugang zu frischem Kapital zu einem entscheidenden Erfolgsfaktor für jedes Unternehmen werden. Die Auswirkungen der Subprimekrise auf die Kapitalmärkte haben in den letzten Monaten gezeigt, wie groß die Konkurrenz um anlagefähiges Kapital ist.

Thilo Theilen erarbeitet in seiner Dissertation „Investor Marketing – eine Aufgabe für Investor Relations?“ Möglichkeiten und Grenzen der Investor Relations und zeigt auf, welche Mittel einem Unternehmen hierfür zur Verfügung stehen. Ausgehend von der den Praktiker wenig überraschenden Erkenntnis, dass Kapitalmärkte nicht rein ökonomischen Gesetzen folgen, setzt sich der Autor mit der Theorie von der Kapitalmarkteffizienz auseinander. Anschließend stellt er die Beziehungen zwischen Unternehmen und verschiedenen Anspruchsgruppen (Stakeholdern), also insbesondere seinen Aktionären, mithilfe der Neuen Institutionenökonomie dar. Dabei wird deutlich, wie vielen potenziellen Spannungsfeldern die Investor Relations-Professionals , aber auch ihre „Kunden“, Analysten, Privatanleger und selbst institutionelle Investoren, ausgesetzt sind.

Der Autor bringt erstmals in der Literatur eine Trennung zwischen funktionaler Investor Relations als herkömmliches „Verkündigungsorgan“ der Unternehmensleitung und strategischer Investor Relations ins Spiel. Letztere ist nicht an die Funktionsbezeichnung Investor Relations oder Investor Marketing geknüpft. Eine Hauptzielrichtung geht nach innen, indem sie die Kapitalmarktwahrnehmung ins Unternehmen reflektiert und die Interessen der Stakeholder „Investoren“ bei der strategischen Planung im Unternehmen deutlich macht. Hier kann und muss Investor Relations in Zukunft stärkeren Einfluss auf die Unternehmensstrategie nehmen. Investor Marketing in diesem Sinne bedeutet also nicht allein Kommunikation von Unternehmensnachrichten, sondern muss in die gesamte Unternehmensplanung integriert sein. Vor einer Unternehmensentscheidung muss bereits geklärt sein, welche Investorengruppen angesprochen werden sollen und welches Profil diese Investoren von einem Aktieninvestment erwarten. Investor Relations ist also nicht nur Sender von Unternehmensnachrichten, sondern auch Übermittler von Botschaften des Kapitalmarktes in das Unternehmen, eine bisher viel zu wenig wahrgenommene Funktion von Investor Relations.

Ein weiterer Nutzen von Thilo Theilens Arbeit ist die Untersuchung, inwieweit das aus der Betriebswirtschaft vertraute Marketing-Instrumentarium zur Unterstützung der Arbeit von Investor Relations beitragen kann. Im klassischen Gütermarketing dient es der Produktausgestaltung und Distribution. Dazu hält es zahlreiche

Marktanalysemethoden bereit. Wie nicht anders zu erwarten, ergeben sich zahlreiche Unterschiede zwischen klassischen Produktmarketing und Investor Marketing, die die Anwendung des herkömmlichen Marketinginstrumentariums zwar einschränken, aber nicht gänzlich ausschließen. So gibt es im Gegensatz zu einem klassischen Produkt auf dem Gütermarkt kein konkretes Leistungsversprechen, das „Produkt“ Aktie ist ein Anteilsschein an einem lebenden Unternehmen, dessen Chancen/Risiko-Bündel sich jeden Tag durch die leistungswirtschaftliche Tätigkeit wandelt. Ebenso fehlt, und das ist ein schwerwiegender Unterschied, in aller Regel eine direkte Absatzbeziehung zwischen dem Unternehmen und seinem Kunden/Aktionär, da Aktien über den Sekundärmarkt „Börse“ gehandelt werden. Auch die Möglichkeit, das Produkt „Aktie“ wesentlich zu variieren und damit verschiedene Zielgruppen anzusprechen, ist außerordentlich eingeschränkt.

Mit gewissen Einschränkungen erweist sich das Marketing-Instrumentarium dennoch als brauchbare Hilfe zur Analyse der Kapitalmarkterwartungen. Es kann Hilfestellung bei der Frage leisten, wie ein Unternehmen an den Kapitalmarkt herantritt und wie es seine Kommunikationspolitik gestaltet. Gerade weil es für das Produkt „Aktie“ so wenig Variationsmöglichkeiten gibt, ist eine auf Gewinn und Erhalt von Vertrauen in der Finanzgemeinde aufgebaute Kommunikationspolitik besonders wichtig. Finanzpolitische Ziele und Kommunikationspolitik bedingen sich also gegenseitig.

Empirisch vergleicht der Autor die Informationsbedürfnisse der drei wesentlichen Anspruchsgruppen an Investor Relations: Analysten, institutionelle Investoren und Privatanleger. Dabei stützt sich seine Analyse im Bereich der Privatanleger auf die wohl größtangelegte Studie zu Privatanleger-Bedürfnissen im deutschsprachigen Raum, die der Autor bei der Deutsche Telekom AG mit einer Grundgesamtheit von 2,7 Millionen Aktionären durchgeführt hat.

Die von Thilo Theilen angefertigte Dissertation stellt eine Synthese aus praktischer Erfahrung und theoretischer Hinterfragung dar und gibt zahlreiche Denkansätze zur Verbesserung der Investor Relations-Arbeit in der täglichen Praxis. Wir freuen uns, durch die Veröffentlichung dieser Arbeit in unserer Forschungsreihe zu weiteren Diskussionen und Forschungen anzuregen.

Hamburg, im Juli 2008

Bernhard Wolf

Präsident des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.

Geleitwort Prof. Dr. Hans Braun

Kapitalgesellschaften trugen entscheidend zur wirtschaftlichen Entwicklung Europas und Nordamerikas im 19. Jahrhundert bei. War die Zahl der Kapitalgeber zunächst recht begrenzt, so ist der Kreis heute wesentlich größer und überschreitet im Allgemeinen nationale Grenzen. Mit der Ausweitung des Kreises der Anleger wuchs auch die Dynamik auf den Kapitalmärkten. Zudem traten neben die Privatanleger institutionelle Anleger, wozu vor allem Banken, Unternehmen und Versicherungen zählen. Für Kapitalgesellschaften kommt es in dieser Situation darauf an, eine gewisse Stabilität in der Aktionärsstruktur zu erreichen. Dadurch sollen nicht zuletzt feindliche Übernahmen verhindert werden. Deren Wahrscheinlichkeit wächst angesichts der Tatsache, dass Finanzmärkte heute globale Märkte darstellen. Dies bedeutet, dass sich Aktiengesellschaften um die Beziehung zu ihren Aktionären kümmern müssen.

Hier kommen Investor Relations ins Spiel. Deren Ziel ist es, schon vorhandene und mögliche neue Anleger im Interesse des Unternehmens zu beeinflussen, das heißt, sie zum Halten vorhandener und zum Kauf zusätzlicher Aktienbestände bzw. zum erstmaligen Erwerb von Aktien des Unternehmens zu bewegen. Es geht also um Investor Marketing. Ein solches Marketing muss einer entscheidenden Tatsache Rechnung tragen: Das Verhalten von Anlegern folgt nicht durchgängig ökonomischer Rationalität. Dass auf dem Aktienmarkt, wie auch auf anderen Märkten, ökonomische Rationalität zwar eine Bezugsgröße darstellt, nicht aber durchgängig handlungsleitend ist, ist für den Sozialwissenschaftler nicht überraschend. Aus sozialwissenschaftlicher Perspektive interessant sind hingegen die Faktoren, welche die ökonomische Rationalität einschränken. In diesem Zusammenhang relevant sind vor allem asymmetrische Informationsbeziehungen sowie die spezifischen Dispositionen und Verhaltensmuster der Akteure. Informationsasymmetrien sind ein zentraler Gegenstand der Informationsökonomie. Tatsächliches Verhalten auf Finanzmärkten wird von der Forschungsrichtung der „Behavioral Finance“ untersucht. Diese beiden theoretischen Ansätze geben denn auch den Bezugsrahmen für die von Thilo Theilen vorgelegte Studie ab. Untersucht wird dabei, wo die Möglichkeiten und Grenzen von Investor Relations liegen, nach welchen Prozessen Anlageentscheidungen und Halteentscheidungen ablaufen und in welcher Weise die Akteure der „Finanzgemeinde“ dabei interagieren.

Die kommunikationspolitischen Ziele von Investor Relations erstrecken sich vor allem auf die Schaffung von Vertrauen, auf die Erhöhung des Bekanntheitsgrades des Unternehmens sowie auf die Beeinflussung der Fremdwahrnehmung. Dabei wird in der Arbeit deutlich, dass Privatanleger und institutionelle Investoren unterschiedliche

Formen der Ansprache erfordern. Während bei Privatanlegern neben sachlichen Informationen durchaus auch emotionale Aspekte eine Rolle spielen und in die Kommunikationsstrategien eingearbeitet werden, muss bei institutionellen Anlegern berücksichtigt werden, dass die Entscheidungen im Allgemeinen sehr viel stärker formalisiert sind. Dies schließt allerdings, wie der Verfasser zeigt, nicht aus, dass auch dort Mechanismen wirksam sind, die nicht dem Prinzip der strikten Rationalität folgen. Für die Bearbeitung des Marktes für Aktien wichtig sind indessen nicht nur die Investoren selbst, sondern auch die Intermediäre, welche den Markt, unabhängig von den Unternehmen, mit Informationen versorgen. Auch diese Gruppe im Hinblick auf ihren Stellenwert im Rahmen von Investor Relations untersucht zu haben, stellt eines der Verdienste der Arbeit von Thilo Theilen dar. Mit seiner Studie leistet er einen gehaltvollen Beitrag zur Erhellung und Analyse der Interaktionen, die zwischen den Akteuren auf dem Markt für das Produkt „Aktie“ ablaufen.

Trier, im April 2008

Prof. Dr. Hans Braun
Universität Trier, Fachbereich Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Vorwort des Autors

Die vorliegende Arbeit ist als Dissertation an der Universität Trier, Fachbereich Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, entstanden. Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hans Braun, der nach Abschluss der Diplomarbeit spontan bereit war, die Betreuung der Promotion zu übernehmen. In zahlreichen Gesprächen über wichtige Weichenstellungen in der Dissertation habe ich viel von seiner Erfahrung profitieren können. Damit hat er maßgeblich zum Erfolg der Arbeit beigetragen. Ganz besonders weiß ich zu schätzen, dass Prof. Braun nicht nur jederzeit kurzfristig für mich da war, sondern auch die Betreuung angenommen hat, obwohl sein Ruhestand schon kurz bevorstand. Vor diesem Verständnis von Forschung und Lehre habe ich große Achtung. Vielen Dank hierfür, Herr Professor Braun!

Mein Dank gilt auch Herrn Prof. Dr. Hellmuth Milde, der sich zur Zweit-Begutachtung bereit erklärt hat. Seine finanzwirtschaftliche Sichtweise hat der Diskussion und der Auseinandersetzung mit dem Thema gut getan.

Ohne die praktische Betreuung und finanzielle Unterstützung durch ein Promotions-Stipendium der Deutsche Telekom AG wäre diese Arbeit nicht entstanden. Erst der Einblick in die praktische Arbeit der Investor Relations hat bei mir das Interesse geweckt, diese doch noch recht junge Disziplin auch theoretisch zu hinterfragen. Dabei möchte ich besonders meiner Betreuerin, Frau Michaela Vieregge, Fachbereichsleiterin bei Investor Relations der Deutschen Telekom, danken. Sie war von der theoretischen Bearbeitungswürdigkeit des Themas überzeugt und hat mir den notwendigen Spielraum gegeben, Daten zu sammeln und Gespräche mit Experten aus der Branche zu organisieren. Ganz besonders wertvoll war für mich ihre Unterstützung bei der Befragung über die „Informationsbedürfnisse von Privatanlegern bei der Deutsche Telekom AG“, der bislang größten Studie im deutschsprachigen Raum mit einer Grundgesamtheit von 2,7 Millionen Aktionären. Frau Vieregge hat mir auch den Rücken in beträchtlichem Umfang freigehalten, als ich schließlich hauptberuflich bei Investor Relations angefangen habe. Viel Unterstützung habe ich meinen Kolleginnen vom Fachbereich Investor Relations 3 zu verdanken, die Verständnis für meine Situation aufgebracht und mich so weit wie möglich geschont haben: Mein Dank gilt insbesondere Stefanie Thate, Elisabeth Kröger und Britta Persson und natürlich dem gesamten Team von IR. Ganz besonders danke ich meinem Kollegen Armin Zimmer, der sich der grafischen Gestaltung aller Abbildungen angenommen hat.

Die Diskussion mit externen Experten hat nicht nur meine Erkenntnisse erweitert, sondern einige ursprüngliche Annahmen korrigiert, die sich sonst vielleicht allzu sehr auf Theorie gestützt hätten. Allen voran möchte ich Herrn Rechtsanwalt Marc Tüngler,

Geschäftsführer des Deutschen Schutzverbandes für Wertpapierbesitz, für die zahlreichen Diskussionen über Privatanleger danken, dessen Erfahrung in diesem Bereich unerschöpflich ist. Auch Herrn Dr. Gerrit Fey vom Deutschen Aktieninstitut danke ich für die Diskussion über die deutsche Aktionärsstruktur.

Herrn James Dougal von der Investmentgesellschaft UBS, London, danke ich für den Einblick in die Zusammenhänge der monetären Entlohnung der Analysten. Gerade dies ist für die Überprüfung der Anreizkompatibilität und zum Verständnis des Wandels in der Branche notwendig, um auch Auswirkungen auf Investor Relations abzuschätzen.

Alle fachliche Unterstützung konnte jedoch nur gedeihen, weil mich meine Eltern Dr. Ernst und Erika Theilen auf meinem bisherigen Weg gefördert und mich in meinen Vorhaben stets bestärkt haben. Sie und meine Schwester Monika haben mir nächtelang bei der Schlusskorrektur geholfen.

Ganz besonders möchte ich meiner lieben Freundin Dr. Alena Bencsik danken, die tagtäglich meine Arbeitsbelastung erlebt und die volle Bandbreite an emotionalen Regungen während der Doktorarbeit live mitbekommen hat. Immer wieder hat sie sich selbst zurückgenommen und mir den Rücken freigehalten, damit ich mein Projekt vorantreiben konnte. Ihr zolle ich dafür hohen Respekt! – Herzlichen Dank!

Thilo Theilen, im Juli 2008

Inhaltsverzeichnis

Vorwort des Präsidenten des DIRK **7**
Geleitwort **9**
Vorwort des Autors **11**
Abbildungsverzeichnis **18**
Abkürzungsverzeichnis **20**

1 Einleitung **23**
1.1 Gang der Untersuchung 24
1.2 Thematische Abgrenzung 24

2 Investor Relations **27**
2.1 Definition von „Investoren“ 27
2.2 Definition von Investor Relations 28
2.3 Information als Wirtschaftsgut 29
2.4 Kommunikation 31
2.5 Überprüfung der Finanzmarkteffizienz 32
2.6 Asymmetrische Informationsverteilung 34
2.6.1 Prinzipal-Agenten-Theorie 35
2.6.2 Adverse Selektion 36
2.6.3 Moralisches Risiko 36
2.6.4 Transaktionskosten 37
2.6.5 Gegenmaßnahmen: Signalling und Screening 37
2.7 Behavioral Finance: Noisetrader und Herdentrieb 38
2.8 Finanzmarktineffizienz als Ausgangslage für Investor Marketing 39

3 Zielsetzung von Investor Relations **41**
3.1 Finanzpolitische Ziele 41
3.1.1 Langfristig maximal faire Aktienbewertung 41
3.1.2 Senkung der Kapitalkosten und der Volatilität 43
3.1.3 Steuerung der Aktionärsstruktur und Aktionärstreue 45
3.1.4 Schutz vor feindlichen Übernahmen 47
3.1.5 Erhaltung von Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten 48
3.1.6 Finanzpolitische Ziele und Entscheidungstheorie 48
3.2 Kommunikationspolitische Ziele 49
3.2.1 Schaffung von Vertrauen und Abbau von Informationsasymmetrien 49
3.2.2 Erhöhung des Bekanntheitsgrades 50
3.2.3 Imageverbesserung 51
3.2.4 Kommunikationspolitische Ziele und Entscheidungstheorie 52

3.3 Kodifizierung der Kommunikationsgrundsätze 52
3.4 „Relationale Verträge“ als weitere Basis für IR 54
4 Investor Marketing **57**
4.1 Definition und Zielsetzung von Investor Marketing 57
4.2 Aktie als Produkt 59
4.3 Produktspezifika 60
4.3.1 Inhaber eines quotalen Unternehmensanteils 60
4.3.2 Externe und interne Restriktionen 60
4.3.3 Diskreter Absatz 61
4.3.4 Fehlender natürlicher Marktaustritt und Alterung 61
4.3.5 Funktionierender Sekundärmarkt 61
4.3.6 Unlimitierte Auftragsstellen und limitierte Auftragsorte 62
4.3.7 Finanzmittelbeschaffung und Absatz einer Finanzierungsform 62
4.4 Ergebnis: Aktie als Produkt sui generis 62

5 Marktanalyse **65**
5.1 Relevanter Markt und Marktsegmentierung 65
5.2 Analyse der relevanten Wettbewerber 68
5.2.1 Definition der Peer Group 69
5.2.2 Instrumente zur Marktanalyse 70
5.3 Privatanleger und soziokulturelle Einflüsse 71
5.4 Institutionelle Investoren 71
5.4.1 Aktionärsidentifizierung über Aktienregister 75
5.4.2 Shareholder Intelligence Unit 76

6 Marketing-Instrumentarium **79**
6.1 Produktpolitik 79
6.1.1 Produktinnovation 82
6.1.2 Produktvariation 83
6.1.3 Produktdiversifikation 85
6.2 Preispolitik 86
6.2.1 Bezugsbedingungen im Primärmarkt 86
6.2.2 Dividenden 87
6.3 Distributionspolitik 89
6.4 Kommunikationspolitik 91
6.4.1 Unternehmensidentität (Corporate Identity) 92
6.4.2 Equity Story als Kern der Kommunikationspolitik 94

7 Individuelles Kaufverhalten und organisationale Prozesse **97**
7.1 Individuelles Kaufverhalten 98
7.1.1 Aktivierende Vorgänge: Motivtheoretische Ansätze 99
7.1.2 Aktivierende Vorgänge: Einstellungstheoretische Ansätze 100
7.1.3 Kognitiv: Lerntheoretische Ansätze 101
7.1.4 Kognitiv: Risikotheoretische Determinanten 102
7.1.5 Kognitiv: Dissonanztheorie 103

7.2 Entscheidungsprozesse institutioneller Investoren ... 103
7.2.1 Buying Center ... 104
7.2.2 Formalisiertes Verfahren: Anlageausschuss ... 105
7.2.3 Suche nach den tatsächlichen Entscheidungsträgern ... 105

8 Multiplikatorenanalyse ... 109
8.1 Medien ... 109
8.2 Analysten und Anlageberater als Absatzhelfer ... 111

9 Privataktionäre ... 113
9.1 Anlagemotive von Privataktionären ... 114
9.2 Anlegertypologien und -präferenzen ... 116
9.3 Informationsverhalten und -bedürfnisse ... 120
9.4 Empirische Überprüfung ... 120
9.4.1 Aktionärsbefragung der Deutsche Telekom AG ... 121
9.4.2 Befragung der Deutsche Post AG ... 122
9.4.3 Informationsquellen ... 124
9.5 Informationsverarbeitung und Entscheidungsfindung ... 126
9.5.1 Theorie der begrenzten Rationalität und Overconfidence ... 126
9.5.2 Heuristiken ... 127
9.5.3 Elaboration-Likelihood-Modell ... 127
9.6 Unmittelbar nutzbare Behavioral Finance-Phänomene ... 129
9.6.1 Entscheidung für heimische Aktien (home bias) ... 129
9.6.2 Dispositionseffekt und Unterreaktion ... 130

10 Bisherige Betreuungsaktivitäten für Privataktionäre ... 133
10.1 Hauptversammlung ... 134
10.2 Aktionärsbrief (Newsletter) ... 136
10.3 Call-Center ... 136
10.4 Geschäftsbericht/Quartalsbericht ... 138
10.5 Anleger-Messen ... 140
10.6 Internet ... 141
10.7 Aktionärs- und Kundenbindung, ein bisher ungenutztes Potenzial ... 142
10.8 Schlussfolgerungen für die Betreuung der Privataktionäre ... 144

11 Analysten für wichtige Informationsmediare ... 145
11.1 Aufgabenstellung von Analysten ... 145
11.2 Motive und Anreize der Sellside-Analysten ... 147
11.3 Vorgehensweise bei der Unternehmensbetreuung (Coverage) ... 150
11.4 Bewertungsmodelle ... 151
11.4.1 Absolute Bewertungsverfahren ... 152
11.4.2 Relative Bewertungsverfahren ... 153
11.4.3 Inhaltliche Informationsbedürfnisse für die Bewertungsmodelle ... 155
11.4.4 Informationskanäle und -quellen ... 157
11.5 Behavioral Finance: Herdentrieb ... 159

12 Bisherige IR-Betreuungsinstrumente für Analysten ... 161
12.1 Analystenkonferenzen ... 161
12.2 Erwartungsmanagement (Guidance) ... 162
12.3 Consensus Forecast und deren Kommentierung ... 164

13 Institutionelle Investoren ... 167
13.1 Investmentstile ... 170
13.2 Informationsverhalten institutioneller Investoren ... 171
13.2.1 Informationsbedürfnisse institutioneller Investoren ... 172
13.2.2 Informationsquellen institutioneller Investoren ... 174
13.2.3 Entscheidungsfindung ... 175
13.3 Bisherige Betreuungsmaßnahmen ... 176
13.3.1 „Roadshows“ und Einzelgespräche („One-on-Ones“) ... 176
13.3.2 Investorenkonferenzen/Investorentage ... 179

14 Zusammenfassung und Ausblick ... 181

Literaturverzeichnis ... 185

Anhang: Fragebogen Deutsche Telekom AG 2005 ... 205

Zum Autor ... 207

DIRK-Profil ... 208
CIRO-Profil ... 210

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Interne Informationsgewinnung durch IR 29
Abbildung 2: Informationsökonomisches Dreieck 30
Abbildung 3: Zielsetzung von IR 42
Abbildung 4: Struktur der Kommunikationsgrundsätze nach DVFA 54
Abbildung 5: Asset Allocation 67
Abbildung 6: Aktienvorteilsmatrix 71
Abbildung 7: Aktionärsstruktur in Deutschland 71
Abbildung 8: Geldvermögensstruktur privater Haushalte 72
Abbildung 9: Investor Marketing Instrumente im Überblick 79
Abbildung 10: Anforderungen an Unternehmen im General-, Prime- und Entry Standard 84
Abbildung 11: Zielhierarchie des Marketings 91
Abbildung 12: One Voice Policy 93
Abbildung 13: Kriterien wertorientierter Berichterstattung 95
Abbildung 14: Idealtypische Abgrenzung privater und institutioneller Investoren 97
Abbildung 15: SOR Modelle 98
Abbildung 16: Maslow'sche Bedürfnishierarchie 99
Abbildung 17: Zusammenwirken Buyside-Sellside 107
Abbildung 18: AIDA-Modell 112
Abbildung 19: Erfahrung mit der Aktienanlage 117
Abbildung 20: Diversifikation von Privatanlegern 117
Abbildung 21: Abbildung Altersvergleich DAI/Post/Telekom 118
Abbildung 22: Präferenz von Dividende zu Kurssteigerung 119
Abbildung 23: Steuerliche Erwägungen in der Präferenz für Dividende oder Kurssteigerung 120
Abbildung 24: Informationshäufigkeit über die Deutsche Telekom AG 121
Abbildung 25: Informationsinteresse über die Deutsche Telekom AG 122
Abbildung 26: Nutzungsintensität der Bestandteile des Geschäftsberichtes . . . 123
Abbildung 27: Informationsquellen Aktionäre Deutsche Post AG 124
Abbildung 28: Informationsquellen Aktionäre Deutsche Telekom AG 125
Abbildung 29: Kommunikationsinstrumente 133
Abbildung 30: Häufigste Anfragen von institutionellen/privaten Investoren . . . 141
Abbildung 31: Funktionelle Einordnung von Analysten 145
Abbildung 32: Präferierte Bewertungsverfahren von Analysten 154
Abbildung 33: Bedeutung von nicht-finanziellen Faktoren für Analysten 157
Abbildung 34: Präferierte Informationsquellen Analysten 158
Abbildung 35: Gesamtvolumen Investmentfonds, Anzahl Fonds, Mittelaufkommen 167

Abbildung 36: Auftraggeber für Spezialfonds bei der dbi Dresdner Allianz Global Investors 168
Abbildung 37: Thomson Shareholder Identification 172
Abbildung 38: Wichtigkeit von qualitativen Faktoren für institutionelle Investoren 173
Abbildung 39: Wichtigkeit von finanziellen Kenngrößen für institutionelle Investoren 173
Abbildung 40: Präferenzen in den Informationsquellen von institutionellen Investoren 174

Abkürzungsverzeichnis

ADR	American Depositary Receipt
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AT&T	American Telephone and Telegraphe Corporation
Bafin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BF	Behavioral Finance
BGBl.	Bundesgesetzblatt
bspw.	beispielsweise
BVI	Bundesverband Deutscher Investmentgesellschaften
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CeBIT	Centrum der Büro- und Informationstechnik (Messe)
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CRM	Customer Relation Management
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
dbi	Dresdner Bank Investment Management Kapitalanlagegesellschaft mbH
DCF	Discounted Cash Flow
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband e. V. (ehemals Kreis)
DRIP	Dividend Reinvestment Program
DVFA	Deutsche Vereinigung für Asset Management und Finanzanalyse
EBIT	Earnings before Interest
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ETF	Exchange Traded Funds
EVA	Enterprise Value Added
f.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	fortfolgende
GARP	Growth At a Reasonable Price
GEX	German Entrepreneural Index

ggf.	gegebenenfalls
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HV	Hauptversammlung
I/B/E/S	International Brokers Estimates System
IAM	Internationale Anlegermesse
ID	Identity
IFRS	International Financial Reporting Standards
inkl.	inklusive
IPO	Initial Public Offering
IR	Investor Relations
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KCF	Kurs/Cash Flow
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KWG	Kreditwesengesetz
MDAX	Midcap-Index der Deutschen Börse
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NIÖ	Neue Institutionenökonomie
NIRI	National Investor Relations Institute
No	Number
o.J.	ohne Jahr
o.S.	ohne Seite
o.V.	ohne Verfasser
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
pdf	Portable Document Format
PEG	Price Earnings Growth
PwC	PricewaterhouseCoopers
REIT	Real Estate Investment Trade
ROCE	Return on Capital Employed
S.	Seite
s.S.	siehe Seite
SEC	Security and Exchange Commission

SID	Shareholder Identification
SMS	Short Message Service
sog.	sogenannte
S-O-R	Stimuli Organism Response
Sp.	Spalte
SR	Stimuli Response
SRI	Socially Responsible Investment
SWOT	Strengths, Weaknesses/Opportunities, Threads
TSD	Tausend
u. U.	unter Umständen
u.a.	unter anderen
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
vwd	Vereinigte Wirtschaftsdienste
z.B.	zum Beispiel

1 Einleitung

„New Economy" war Ende des letzten Jahrtausends die kaum hinterfragte Erklärung für Rekordaktienkurse an der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq und an inzwischen wieder eingestellten Neuen Märkten in Europa. In Deutschland wurde mit der Platzierung der Aktien der Deutsche Telekom AG an die Zeit der Volksaktien, die mit der Teilprivatisierung der Volkswagenwerk AG begonnen hatte, angeknüpft.

Inzwischen haben zahlreiche Aktionäre viel Geld verloren und sich vom „Aktiensparen" als Anlageform getrennt. Das wirft für Anleger und Unternehmen existenzielle Fragen auf: Werden Kapitalmärkte von rationalen Entscheidungen bestimmt, wie es die Effiziente Markthypothese (Efficient Market Hypothesis) der neoklassischen Kapitalmarkttheorie verficht und sich dabei auf die Informationseffizienz aller Veröffentlichungen, die sich in den Kursen widerspiegeln, beruft?[1] Oder ist die Aussage des ungarisch-amerikanischen Spekulanten und Publizisten André Kostolany[2] zutreffend, die Börse bestehe zu 90 % aus Psychologie? Die Erkenntnisse der Forscher, die sich mit Behavioral Finance, dem jüngsten Zweig der Finanzwissenschaft, befassen, deuten jedenfalls darauf hin, dass die Börsen nicht nur von dem rational handelnden „homo oeconomicus" bestimmt werden.

Banken und Analysten als Mitglieder der Finanzgemeinde (synonym auch Financial Community), einem Sammelbegriff für Investoren, Analysten, Ratingagenturen, Wissenschaft und Presse,[3] stürzten nach Bilanzskandalen in USA und Europa in eine Vertrauenskrise. Ihnen wird vorgeworfen, mit ihren Analysen übertriebene Erwartungen geweckt und die Aktienspekulationsblase mitverursacht zu haben. In der breiten Öffentlichkeit ist ein latentes Misstrauen gegen Aktienanlagen und Analysten entstanden, das dazu geführt hat, „dass heute alles und jedes zunächst kritisch hinterfragt wird."[4]

Andererseits erfüllen Börsen eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion bei der Ressourcenallokation. Zur Kapitalbeschaffung steht einem Unternehmen – neben der Innenfinanzierung aus eigener Kraft – der Kapitalmarkt zur Verfügung, über den Eigen- und Fremdkapital beschafft wird. Auch in Deutschland lässt sich ein Wandel von der traditionellen bankorientierten Finanzierung über Kredite zur angelsächsischen Präferenz des über die Börse beschafften Eigenkapitals feststellen.[5] Neben der klassischen Funktion der Finanzierung dienen Aktien zur Honorierung der Mitarbeiter, insbesondere des Managements. Schließlich haben sie Bedeutung als Akquisitionswährung erlangt, wenn ein Unternehmen sich an einem anderen beteiligen oder dieses übernehmen will.

Immer noch gelten deutsche Unternehmen im internationalen Vergleich – auf ihre Ertragsaussichten und die daraus abgeleitete Marktkapitalisierung bezogen – als günstig bewertet. Das veranlasst Finanzinvestoren immer häufiger, selbst bei großen DAX-Unternehmen eine Übernahme anzustreben. Erstes Aufsehen erregendes Beispiel einer zunächst als feindliche Übernahme wahrgenommenen Fusion war der Kauf der traditionsreichen Düsseldorfer Mannesmann AG durch das Kommunikationsunternehmen Vodafone zu einem Preis von 180 Milliarden Euro. Vor dem Beginn der Übernahme-

1) Vgl. Fama, Eugene F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, S. 383.
2) Kostolany, André (2001): Der große Kostolany, Börsenseminar – Börsenpsychologie, Die besten Geldgeschichten, S. 253.
3) Vgl. Prengel, Melanie (2003): Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die IR-Arbeit, S. 18.
4) Vgl. Eberhard, Peter/Scherler, Patrik (2003): Vom Umgang mit schlechten Nachrichten, S. IR 17.
5) Vgl. Rometsch, Paul (2000): Strategische Alternativen für das Provisionsgeschäft von Kreditinstituten, S. 11.

kampagne war das Unternehmen noch mit nur 100 Milliarden Euro bewertet worden. Der damalige Vorstandsvorsitzende Klaus Esser meinte: „Wir haben unsere Fortschritte nicht genügend laut verkündet. Wir waren zu stark der deutschen Tradition verhaftet und zurückhaltend, unseren Wert und unsere Wertsteigerungen zu kommunizieren.“[6]
Die vorliegende Arbeit will untersuchen, ob und wie Investor Relations operativ und funktional dazu beitragen kann, die Verbindung zwischen dem Unternehmen und Investoren zu stärken bzw. zu erhalten, um damit einen „fairen Aktienwert“ zu erreichen.

1.1 Gang der Untersuchung

Zunächst soll erläutert werden, welche Ziele ein Unternehmen verfolgt, wenn es Investoren zum Kauf oder Halten seiner Aktien zu veranlassen sucht. Meist bedient es sich hierzu einer eigenen Organisationseinheit, allgemein als Investor Relations (IR) bezeichnet. Hier gilt es zu klären, ob IR imstande ist, diese Ziele eigenständig zu verfolgen oder dazu das Engagement des Unternehmens als Gesamteinheit erforderlich ist. Dann wäre das Arbeitsgebiet der klassischen IR in eine allgemeine integrierte Kommunikationspolitik des Unternehmens zu erweitern.
Weiter sind Aspekte des Kapitalmarktes zu betrachten: Wie effizient sind Kapitalmärkte, und werden Investitionsentscheidungen auch nach anderen als rationalen Gesichtspunkten gefällt? Kann auf das klassische Marketing für Güter und Dienstleistungen und sein Instrumentarium zurückgegriffen werden? Wie stellt sich der relevante Markt für den Absatz der eigenen Aktien dar?
Aus Investorensicht wird dargestellt, welche Typologie bei privaten und institutionellen Investoren anzutreffen ist. Welche Gründe und Motive gibt es für Investoren, sich im Wertpapiergeschäft zu engagieren? Wie laufen die Entscheidungsprozesse, und welchen Einfluss haben Multiplikatoren? Welche Anforderungen stellen sie an das Kommunikationsverhalten des Unternehmens, werden diese von den Unternehmen erfüllt? Hierzu werden einige aus der Praxis ausgewählte empirische Befunde aus jüngster Zeit, nämlich die breit angelegten Befragungen der Deutsche Post AG und der Deutsche Telekom AG, ausgewertet. Kasuistisch muss auf Erkenntnisse der Informationsökonomie und der Behavioral Finance als psychologischem Zweig der Finanzwissenschaft zur Erklärung beschränkter Rationalität auf den Kapitalmärkten[7] zurückgegriffen werden. Forschungsergebnisse aus den angrenzenden Sozialwissenschaften werden dann einbezogen, wenn sie Auswirkungen auf die Kapitalmärkte und die Arbeit von IR haben. Sie werden jeweils dort dargestellt, wo sie den größten Einfluss auf Investoren oder Multiplikatoren haben. Im jeweiligen Zusammenhang sollen einige aus Theorie und Empirie hergeleitete Handlungsempfehlungen für die Arbeit von Investor Relations gegeben werden.

1.2 Thematische Abgrenzung

Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit ist vornehmlich die Anwendbarkeit der Marketinginstrumente bei der Akquisition von privaten und institutionellen Investoren sowie die Kommunikation mit der Finanzgemeinde (Financial Community). Im

6) Zitiert nach Simon, Hermann et al. (2002): Investor Marketing, S. 118.

7) Vgl. Breuer, Wolfgang/Hartmann, Nora (2003): Unternehmensfinanzierung und beschränkte Rationalität, Das Beispiel optimaler Dividendenpolitik, S. 1.

Vordergrund stehen bereits börsengehandelte deutsche Unternehmen, also nicht Erstplatzierungen (Initial Public Offerings – IPOs). Im Speziellen wird dies für die Eigenkapital-Seite (Equity-IR) und deren Zielgruppen, nicht für die Fremdkapital-Seite (Creditor-Relations) überprüft. Literatur über Beispiele aus angloamerikanischen Kapitalmärkten muss gelegentlich herangezogen werden, weil IR dort seinen Ursprung hat[8] und entsprechend länger als in Kontinentaleuropa Forschungsgegenstand ist.
Auf eine ausführliche Darstellung der rechtlich-politischen Rahmenbedingungen wird verzichtet. Zum einen wirkt sich dieses weite Umfeld unmittelbar auf Unternehmen aus (Erweiterung der Europäischen Union, Rechtsprechung amerikanischer Gerichte zur Produzentenhaftpflicht oder deutsche Steuergesetzgebung, um nur eine Bandbreite aufzuzeigen), andererseits ist es aber, wie die Beispiele zeigen, kaum eingrenzbar und muss von jedem Unternehmen individuell in seine Planung einbezogen werden.

8) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Investor Relations“, S. 444f.

2 Investor Relations

An der Börse stehen sich nach einem IPO oder einer Kapitalerhöhung Käufer und Verkäufer gegenüber. Das Unternehmen selbst verkauft keine Aktien. Hat sich ein Verkäufer entschlossen, seine Papiere zu verkaufen, soll der Markt durch vorhergegangene IR-Maßnahmen so aufnahmebereit sein, dass eine stete Nachfrage nach den Papieren besteht. Insofern handelt IR in einem Spannungsfeld zwischen Unternehmen, derzeitigem Eigentümer und Kaufinteressenten. Investor Relations hat wegen dieser Mittlerstellung nicht nur die eigentlichen Investoren, hier die Eigenkapitalgeber für das Unternehmen, sondern darüber hinaus Informationsintermediäre wie Journalisten und Analysten anzusprechen.

2.1 Definition von „Investoren"

Betriebswirtschaftlich ist Ausgangspunkt des Investors die „Investition", die als „die Verwendung von finanziellen Mitteln zur Beschaffung von Sachvermögen, immateriellem Vermögen oder Finanzvermögen (Maschinen, Vorräte, Patente, Lizenzen, Wertpapiere, Beteiligungen)" definiert wird.[9] „Investieren" bzw. „desinvestieren" ist ein Prozess laufender Bindung und Wiederfreisetzung finanzieller Mittel.[10] Damit wird umgangssprachlich „Geld anlegen" und „investieren" gleichgesetzt, ohne dass es auf das Motiv ankommt. Der Terminus „Investor" wird auf jedermann für jede Transaktion an der Börse angewandt.
Die Finanztheorie verwendet „Investoren" als Oberbegriff, unabhängig davon, ob sie Privataktionär oder institutioneller Anleger sind. Sie erwarten eine Rendite, verstanden als Gesamterfolg einer Geld- oder Kapitalanlage,[11] auf ihr eingesetztes Kapital, entweder als Rückfluss aus dem Halten einer Kapitalanlage und aus ihr resultierenden Dividenden oder dem Verkauf des Wertpapiers. Daraus lassen sich zwei grundlegend verschiedene Investorentypen als Extreme ableiten, der Anleger als Daueraktionär und der Spekulant.[12]
Diese Unterscheidung wird bei dem amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler und Begründer der wertorientierten Aktienanalyse (Value investors), Graham, am deutlichsten. Er bezeichnet als „Investition" eine sorgsam abgewogene Aktion, die den Kapitalerhalt und einen angemessenen Gewinn verspricht.[13] Selbst Graham gesteht aber zu, dass jedem Aktienbesitz fast immer ein spekulativer Faktor innewohnt, den er so klein wie möglich halten will.[14]
Anleger halten Aktien auf Dauer oder zumindest auf längere Zeit. Der amerikanische Investor Buffett, ein Schüler Grahams, geht noch einen Schritt weiter und betrachtet die Aktionäre der von ihm geführten Holding Berkshire Hathaway als mitbesitzende Partner des Unternehmens, als Miteigentümer auf Dauer. Ähnlich wertet er den Aktienbesitz seines Unternehmens an anderen Unternehmen als langjährige Beteiligungen, die von kurzfristigen Schwankungen der Aktienkurse unabhängig sind, ähnlich dem Miteigentum an Immobilien.[15] Der Spekulant – in der extremsten Form der Tageshändler (Daytrader) –

9) Wöhe, Günter (1990): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 748.
10) Vgl. Wöhe, Günter (1990): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 750.
11) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort Rendite, S. 671.
12) Vgl. Spremann, Klaus (o.J.): Finanzanalyse und Unternehmensbewertung, Analyse-Techniken, S. 5f.
13) Vgl. Graham, Benjamin (1997): The Intelligent Investor, S. 1.
14) Vgl. Graham, Benjamin (1997): The Intelligent Investor, S. 3.

investiert, um bald wieder zu einem möglichst höheren Kurs verkaufen zu können.[16] Auf den Kapitalmärkten sind Daueranleger selten anzutreffen. Mit dem Aktienbesitz ist auch die Option verbunden, sich nicht als dauerhafter Miteigentümer des Unternehmens zu betrachten, sondern Titel auch wieder verkaufen zu können. Davon machen Privataktionäre ebenso wie institutionelle Investoren Gebrauch, wie die hohen Börsenumsätze beweisen.

2.2 Definition von Investor Relations

Erstmals wurde der Begriff Investor Relations von dem amerikanischen Unternehmen General Electric geprägt, als dieses 1953 ein Kommunikationsprogramm zur Anwerbung neuer Privataktionäre startete.[17] In der deutschen Literatur taucht der Begriff erst 14 Jahre später auf, so dass das Jahr 1967 als Ursprung der deutschen IR-Tätigkeit gilt. Von einer Verbreitung kann man allerdings erst in den 80er, vielleicht auch erst in den 90er Jahren sprechen.[18] Nach einer Studie aus dem Jahr 1994 hatten nur 10 % der deutschen Unternehmen eine eigene IR-Abteilung.[19] IR als Institution hat sich erst mit dem Börsengang der Deutsche Telekom AG als Volksaktie und dem feindlichen Übernahmeangebot der britischen Telekommunikationsfirma Vodafone an die deutsche Mannesmann AG etabliert.[20]
Viele parallel existierende Definitionen, die zwar in weiten Teilen übereinstimmen, deuten darauf hin, dass es bis jetzt keinen Konsens über Ziele und Inhalte von IR gibt.[21] Im Vergleich zu anderen Disziplinen ist auch die wissenschaftliche Begleitung dieses Themas eingeschränkt.[22]
Im Folgenden sollen zwei Definitionen von IR exemplarisch aufgezeigt werden:
Nach Streuer wird „IR verstanden als die zielgerichtete, systematische und kontinuierliche, vornehmlich kapitalmarktorientierte Finanzkommunikation mit aktuellen und potenziellen Anteilseignern (Equity-IR) sowie entsprechenden Meinungsbildnern (z.B. Finanzanalysten, Ratingagenturen, Anlageberater) über das vergangene, laufende und zukünftig erwartete Geschäft des Unternehmens unter Berücksichtigung der Branchenzugehörigkeit und der gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge.“[23]
IR und Finanzkommunikation werden also synonym verwendet. Dieser IR-Begriff wird auch von der Interessenvertretung der IR-Mitarbeiter vertreten, indem sie IR als „eine zentrale Unternehmensfunktion, die als Informations- und Kommunikationsschnittstelle zwischen den Kapitalmärkten (Analysten und Investoren) und der Unternehmensführung agiert“,[24] bezeichnet.
Andererseits ist eine Tendenz erkennbar, den Begriff IR auf den Bereich „Finanz- und Aktienmarketing“ zu erweitern, wobei Parallelen zwischen der Aktie und dem Produkt beim herkömmlichen Produktmarketing gesehen werden.[25] Das kommt erstmals besonders deutlich in der Definition vom National Investor Relations Institute (NIRI), dem amerikanischen Investor Relations Verband, zum Ausdruck:

15) Vgl. Cunningham, Lawrence A. (2006): Die Essays von Warren Buffett, S. 48.
16) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Spekulation“, S. 731.
17) Vgl. Streuer, Olaf (2004): IR – Begriff, Historie und Entwicklungsperspektiven, S. 5.
18) Vgl. Braun, Lucy (2003): Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt, S. 26.
19) Vgl. Streuer, Olaf (2004): IR – Begriff, Historie und Entwicklungsperspektiven, S. 9.
20) Vgl. Specht, Dirk et al. (2001): Investor Relations und Shareholder Value am Neuen Markt, S. 6.
21) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 7.
22) Vgl. Ahlers, Sabine (2000): Die organisatorische Einbindung von IR in das Unternehmen, S. 29.
23) Vgl. Streuer, Olaf (2004): IR – Begriff, Historie und Entwicklungsperspektiven, S. 6.
24) DIRK (o.J.): Über uns, Knowledge/Service, Stichwort „Investor Relations“, o. S.
25) Vgl. Allen, Donald (2004): Fundamentals of IR, S. 12.

„IR is a strategic management responsibility that integrates finance, communication, marketing and securities law compliance to enable the most effective two-way communication between a company, the financial community, and other constituencies, which ultimately contributes to a company's securities achieving fair valuation.“[26]
Diese Definitionen lassen erkennen, dass zwischen IR als allumfassender, das Management einbeziehenden Funktion, und der IR-Organisation, verstanden als operative Arbeitseinheit in einem Unternehmen, unterschieden werden muss.
Beide Aufgabenbeschreibungen beinhalten zwar einen herkömmlichen Kernbereich von IR, nämlich die Kommunikation verlässlicher Informationen über die vergangene und künftige Entwicklung des Unternehmens an segmentierte Ziel- oder Anspruchsgruppen (Stakeholder), d.h. an Aktionäre, Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, Öffentlichkeit, Politik und Verwaltung.[27] Nach amerikanischer Auffassung erschöpft sich IR nicht darin. Vielmehr wird auf die strategische Managementverantwortung für eine faire Unternehmensbewertung verwiesen, die u.a. die Unternehmensbereiche Kommunikation, Finanzen und Marketing integriert und nicht nur mit der Finanzgemeinde (financial community), sondern auch mit anderen Anspruchsberechtigten (constituencies oder Stakeholder) kommuniziert. Diese Trennung wird in der vorliegenden Arbeit weiterverfolgt und auf ihre Berechtigung geprüft.
Wegen des gemeinsamen Kerninhalts ist zunächst zu klären, was unter „Information“, „Kommunikation“ und „Marketing“ verstanden wird und warum „Information“ für die Entwicklung eines Unternehmenswertes und einer Aktie so wichtig ist.

2.3 Information als Wirtschaftsgut

„Information“ ist eine Ressource im Sinne der Informationsökonomie[28] und damit ein immer wichtiger werdendes Wirtschaftsgut.[29] Sie wird im Idealfall effektiv, d.h. auf ein

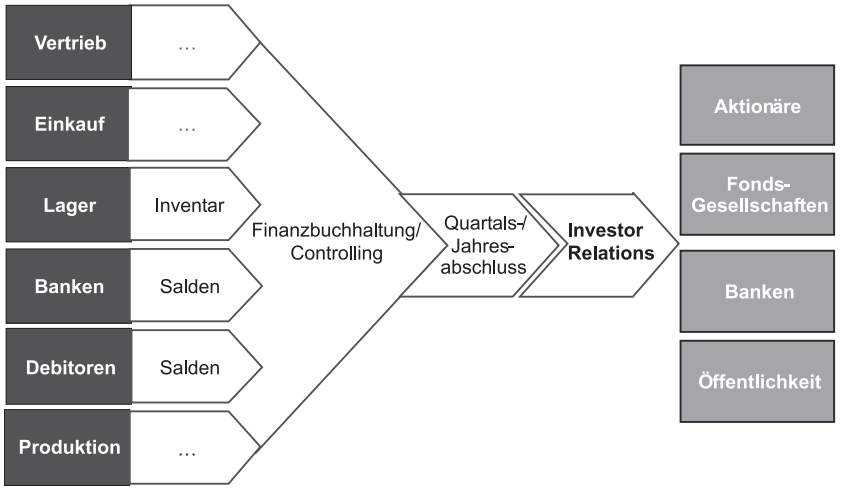


Abbildung 1: *Interne Informationsgewinnung durch IR*[30]

26) National Investor Relations Institute (NIRI) (2004): Mission and Goals, o. S.
27) Vgl. Meier-Pfister, Martin/Thommen, Andreas (2002): Erfolgsfaktor Investor Relations, Finanzglossar: Stakeholder, S. 235.
28) Vgl. Gemünden, Hans Georg (1993): Information: Bedarf, Analyse und Verhalten, S. 1227.
29) Vgl. Thommen, Jean-Paul/Achleitner, Ann-Kristin (2003): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 35.
30) Vgl. Hanft, Spephan/Walleyo, Samy (2002): Abhängigkeit des IR-Managers von validen Zahlen, S. 17.

Ziel gerichtet, und effizient, also wirtschaftlich, eingesetzt.[31] Einzelne Daten führen zu Informationen, wenn Marktteilnehmer sie in einen bestimmten Kontext stellen und mit ihrem Erfahrungswissen verknüpfen.[32] Welche Vielzahl an Daten IR allein aus dem betrieblichen Zahlenwerk zu Informationen verarbeiten muss, veranschaulicht die Abbildung oben (s. ***Abbildung 1***, Seite 29).
Behavioral Finance (BF) hat darauf aufmerksam gemacht, dass die Wahrnehmung einer Information davon abhängt, in welchen Bezugsrahmen sie gestellt wird (Framing).[33] Der Framing-Effekt tritt auf, wenn ein an sich eindeutiger Sachverhalt durch eine unterschiedliche Präsentation zu einer anderen Entscheidung führt.[34] Tversky/Kahneman haben nachgewiesen, dass das aus der Medizin geläufige Beispiel der Auswahl von Therapievarianten je nach Darstellung der Todesrate oder der Überlebenschancen (Survival frame vs. Mortality frame) auch auf risikobehaftete Entscheidungen bei der Kapitalanlage analog angewandt werden kann.[35]
Informationen über das Unternehmen und seine Aktie sind als immaterielles Wirtschaftsgut zu verstehen.[36] Sie befriedigen ein Bedürfnis nach Nachrichten, stiften einen Nutzen für Anlageentscheidungen und sind ohne physische Substanz. Die Informationsökonomie unterscheidet zwischen Such-, Erfahrungs- und Vertrauensgütern. Da die Qualität von Informationen teilweise weder vor noch nach der Transaktion abschätzbar bzw. überprüfbar ist, kann von einem Vertrauensgut im Sinn des informationsökonomischen Dreiecks ausgegangen werden.[38]

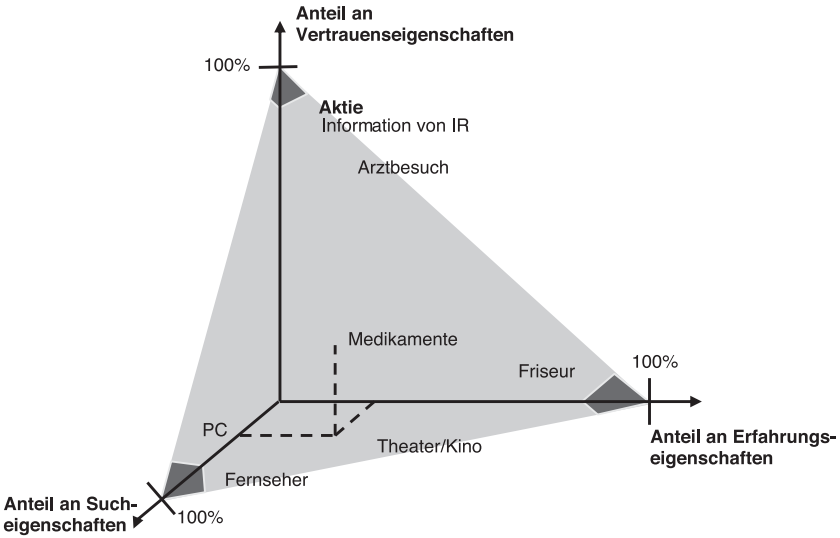


Abbildung 2: *Informationsökonomisches Dreieck*[39]

31) Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, Bd. F – K (1997), Stichwort „Information", S. 1869.
32) Vgl. Cortés, Alfons (2004): Mit Behavioral Finance unterwegs, S. 5.
33) Vgl. Leise, Sonja (2004): How Behavioral Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, S. 44.
34) Vgl. Goldberg, Joachim/von Nitzsch, Rüdiger (1999): Behavioral Finance, S. 90.
35) Vgl. Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1986): Rational Choice and the Framing of Decisions, S. 254f.
36) Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, Bd. F – K (1997), Stichwort „immaterielles Wirtschaftsgut", S. 1865.
37) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 65.
38) Vgl. Weiber, Rolf (1996): Was ist Marketing?, S. 71; Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 65.

Ein Erfahrungsgut liegt vor, wenn der Käufer das Wirtschaftsgut nur nach dem Kauf beurteilen kann, weil die Qualität entweder erst nach dem Erwerb eingeschätzt werden kann oder erst dann bestimmte subjektive Erfahrungen hinsichtlich des Gebrauchs oder Verbrauchs eines Produktes vorliegen.[39] Wenn schon vor dem Kauf/Transaktion die Qualität vollständig beurteilt werden kann, handelt es sich um ein Suchgut. (s. ***Abbildung 2***, S. 30)
Der Nutzen des Wirtschaftsguts Information ist qualitätsabhängig. Die Qualität eines Arguments hängt von zwei Faktoren ab: Bedeutung und Stärke. Ein Argument ist dann bedeutend, wenn es eine Eigenschaft beschreibt, welche große Auswirkungen auf den Erfolg und damit auf die Aktie des Unternehmens haben kann. Die Stärke eines Arguments wird von der Glaubwürdigkeit der Informationsquelle d.h. von deren Kompetenz und Interessengebundenheit und der Greifbarkeit der Aussage bzw. des Senders bestimmt. So wird ein hoher Unternehmensrepräsentant authentischer und damit sein Argument „stärker" sein als das eines Pressesprechers oder IR-Mitarbeiters. Quantitative Fakten werden gegenüber qualitativen Umschreibungen bevorzugt, da sie weniger Raum für Interpretationen haben und einfacher nachprüfbar sind.[40] Die Rezeption bei den Informationsverarbeitenden wird von zahlreichen psychologischen Faktoren bestimmt, auf die im Verlauf der Arbeit noch eingegangen wird.[41]
Von Informationen sind „Gerüchte" zu unterscheiden, sie sind vermeintliche Nachrichten ohne bekannte Quelle. Je weniger überprüfbar sie sind, desto wertvoller sind sie. In jedem Fall wirken sie sich stark auf den Kapitalmärkten aus.[42] Fohrmann[43] bezeichnet das Gerücht als die Kommunikationsform des Marktes. Werden Gerüchte ignoriert, besteht die Gefahr des Zuspätkommens, d.h. das Risiko, sich auf ein Gerücht zu verlassen, muss eingegangen werden, da es teilweise aus strategischen Gründen gestreut wird.

2.4 Kommunikation

IR kommuniziert Finanzinformationen an die Finanzgemeinde, zu deren Grundgesamtheit in Deutschland 151.000 Personen gehören.[44] Das Marketing versteht unter „Kommunikation – die Übermittlung von Informationen und Bedeutungsinhalten zum Zwecke der Steuerung von Meinungen, Einstellungen, Erwartungen und Verhaltensweisen gemäß spezifischer Zielsetzungen".[45]
Das traditionelle Kommunikationsmodell geht auf die sog. Laswell-Formel (1946) zurück: „Wer sagt was zu wem über welchen Kanal/welches Medium mit welchem Effekt?"[46] und ist linear auf den Transport vom Sender zum Empfänger ausgerichtet (Shannon/Weaver-Modell).[47] Dieses Modell beschreibt auch heute noch die Funktion von Massenkommunikationsmitteln, wird also überall dort angewandt, wo Menschen linear mit Nachrichten versorgt werden sollen. In den letzten Jahren hat sich Kommunikation tech-

39) In Anlehnung an: Weiber, Rolf (1996): Was ist Marketing?, S. 3.
40) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 107.
41) Vgl. Bittner, Thomas (1996): Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, S. 64.
42) Vgl. Priddat, Bilger (2006): Fama: Die Kommunikation der Gerüchte, Abstracts, Märkte und Gerüchte, o. S.
43) Vgl. Fohrmann, Jürgen (2006): Das Internet ist eine riesige Schleuder, S. W 1.
44) Vgl. Fritsch, Harald (2006): Vorwort gwp media-marketing, S. 5.
45) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S.329; vgl. Keller, Rudi (2006): Unternehmenskommunikation und Vertrauen, S. 4 und 8.
46) Vgl. Hanft, Anke (2004): Lerntheoretische Grundlagen I, Kommunikationstheoretische Ansätze, S. 2; vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 83.
47) Vgl. Keller, Rudi (2006): Unternehmenskommunikation und Vertrauen, S. 4.

nologisch bedingt erheblich verändert. Unternehmen stehen bis zu 50 Medienkanäle zur Verfügung, um ihre Kunden zu erreichen.[48]
Eine Nachricht sollte klar und eindeutig formuliert und über einen „sauberen" Kanal mit möglichst wenigen Störverlusten an den Empfänger herangeführt werden.[49] Kommunikation kann außer durch Massenkommunikation auch von Person zu Person erfolgen, was über technische Kommunikationsmittel oder von Angesicht zu Angesicht möglich ist. Das Internet führt zu interaktiven Mischformen.
Kommunikation kann wie jede Handlung symptomisch interpretiert werden: Der Informationsempfänger registriert nicht nur, „was" (Kommunikation im engeren Sinn), sondern auch „wie" kommuniziert wird (Kommunikation im weiteren Sinn). In der Unternehmenskommunikation sind damit die Merkmale Kompetenz und Vertrauenswürdigkeit besonders angesprochen.[50] Diese erweiterte Kommunikation wird noch um die Person des „Kommunikators" ergänzt werden müssen.
Die moderne Nachrichtentechnik stellt auf den Austausch von Informationen als Kommunikationsobjekte zwischen Kommunikationssubjekten (meist Kommunikator und Rezipient genannt) unter Verwendung von Kommunikationsmitteln ab.[51] Die Kommunikationssubjekte (Mitglieder der Finanzgemeinde) sind die Sender bzw. Empfänger der Kommunikationsobjekte, die Kommunikationsmittel die „Instrumente."[52] Mit den „Botschaften" von IR soll die Finanzgemeinde beeinflusst werden. Als „Verstärker" sind die Multiplikatoren zwischengeschaltet, die ihre Informationen nicht nur von IR beziehen.
Bevor ein Unternehmen eine gezielte Kommunikationspolitik erwägt, ist die Vorfrage zu klären, ob Kapitalmärkte durch Informationen überhaupt beeinflusst werden können, was in der Finanzwissenschaft nach wie vor umstritten ist.

2.5 Überprüfung der Finanzmarkteffizienz

Die neoklassische Theorie geht bei Kapitalmärkten von perfekten Gleichgewichtsmärkten mit rational handelnden Teilnehmern aus,[53] die gleiche Erwartungen hegen und deren Aktionen nicht durch Transaktionskosten belastet werden. Der sog. „homo oeconomicus" ist ein fiktives Wesen, das dem englischen Philosophen und Ökonomen John Stuart Mill zugeschrieben wird. Mill forderte von der Wirtschaftstheorie, einen menschlichen Entscheider zu Grunde zu legen, dem zwei Eigenschaften zugesprochen werden: ein unermüdliches Streben nach Besitzmehrung und die Fähigkeit, unter mehreren Alternativen die erfolgversprechendste auszuwählen.[54] Auf diesem Axiom basiert auch die von Fama (1970) entwickelte Markteffizienzhypothese (Efficient Market Hypotheses):
„In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is….investors can choose among the securities….under the assumption that security prices at any time „fully reflect" all available information. A market in which prices always „fully reflect" all available information is called "efficient"."[55]
Danach kann es keine Anlagemethode geben, die den Markt oder die Bewertung eines

48) Vgl. Schulz, Klaus Peter (2006): Wir nennen das Schwarmintelligenz, S. 16.
49) Vgl. Hanft, Anke (2004): Lerntheoretische Grundlagen I, Kommunikationstheoretische Ansätze, S. 4.
50) Vgl. Keller, Rudi (2006): Unternehmenskommunikation und Vertrauen, S. 13.
51) Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon (1997), Stichwort „Kommunikation", Bd. F – K, S. 2169.
52) Vgl. Roselieb, Frank (2004): Frühwarnsysteme in der Krisenkommunikation, S. 8.
53) Vgl. Hauser, Mark Jason (2003): Möglichkeiten, Risiken und Grenzen der Investor Relations, S. 69.
54) Vgl. von Ghyczy, Tihamér (2004): Die Geburt des homo oeconomicus, o. S.
55) Vgl. Fama, Eugene F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, S. 383.

Unternehmens, ausgedrückt in der Marktkapitalisierung (ausstehende Aktien x Kurs), übertrifft, Überrenditen können nicht erwirtschaftet werden.[56] Der zukünftige Kurs folgt der Random-Walk-Theory,[57] neue Informationen sind zufallsabhängig. Da sie sofort in die Preise einfließen, sind neue Preisbildungen ebenfalls zufallsbedingt.[58]
Das entscheidende Charakteristikum der Effizienten Markthypothese ist die Annahme vollkommener Information nicht nur über Unternehmen, sondern auch Märkte, Politik, Wirtschaft und Soziales. Dabei ist gleichgültig, ob es sich nur um Gerüchte oder um wahre Informationen handelt und wie die Informationen von den Marktteilnehmern aufgenommen werden.[59] Neue Informationen schlagen sich sofort vollständig in den Kursen nieder. Diese völlige, in der Realität nicht vorzufindende Informationseffizienz wird inzwischen relativiert, indem zwischen schwacher, halbstrenger und strenger Informationseffizienz unterschieden wird.

- Nach der strengen Informations-Effizienz spiegeln Kurse alle Informationen (öffentliche und nichtöffentliche – einschließlich Insiderwissen) wider und befinden sich in einem permanenten Gleichgewicht. Informationen sind folglich ein öffentliches Gut,[60] von dem keiner ausgeschlossen werden kann und in dessen Verwendung es keine Rivalität gibt.[61] Diese Theorie macht fakultative IR, d.h. Publizität über die gesetzliche Pflicht hinaus, wirkungslos,[62] sie kann lediglich als idealtypische Benchmark dienen.[63]
- Die halbstrenge Informations-Effizienz geht davon aus, dass Kurse alle publizierten Informationen beinhalten, aber leicht zeitverzögert reagieren.[64] Sie ist die theoretische Basis für Arbitrageure und Daytrader, die die kurze Zeitspanne zwischen dem Veröffentlichen einer Nachricht durch Nachrichtenagenturen und der Kursreaktion an der Börse versuchen auszunutzen. Die halbstrenge Version ist in der Literatur am häufigsten untersucht worden.[65]
- Nach der schwachen Informations-Effizienz beinhalten Kurse alle Informationen, die auf Grund der historischen Kursentwicklung vorhanden sind (schwache Informationseffizienz). Allerdings ist es möglich, dass einige Informationen sich noch nicht umfassend verbreitet haben oder einige Investoren und Analysten öffentliche Informationen zutreffender als andere interpretieren.[66] Schwache Informationseffizienz liegt bei der technischen Analyse vor, weil die Kurse die Informationen aus historischen Kursverläufen widerspiegeln, die wiederum auf historischen Fakten und historischen Annahmen über die Zukunft bestehen.[67]

Die strengen axiomatischen Modellannahmen der neoklassischen Kapitalmarkttheorie – neben vollkommener Information u.a. das Fehlen von Transaktionskosten[68] – begründen starke Bedenken gegen die Effiziente Markthypothese.[69] Hinzu kommt, dass tatsächliches Verhalten an den Märkten schwierig zu deuten ist. Der Kurszusammenbruch an der amerikanischen Börse im Jahr 1987 kann mit geänderten Fundamentaldaten nicht be-

56) Vgl. Labhart, Peter/Volkart, Rudolf (2005): Investor Relations als Wertsteigerungsmanagement, S. 171.
57) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Kapitalmarkteffizienz", S. 463f.
58) Vgl. Malkiel, Burton G. (2003): The Efficient Market Hypotheses and Its Critics, S. 59.
59) Vgl. Heakal, Reem (2004): What is Market Efficiency?, S. 1.
60) Vgl. Klodt, Henning (2003): Die Neue Ökonomie, Umbruch und Aufbruch, o. S.
61) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 1267.
62) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 55; vgl. Hauser, Mark Jason (2003): Möglichkeiten, Risiken und Grenzen der Investor Relations, S. 72.
63) Vgl. Hauser, Mark Jason (2003): Möglichkeiten, Risiken und Grenzen der Investor Relations, S. 71.
64) Vgl. Mathesius, Jörn (2003): Wertmanagement durch Equity Carve-out, eine empirische Studie, S. 86.
65) Vgl. Russel, Philip S./Torbey, Violet M. (2002): The Efficient Market Hypothesis on Trial, A Survey, S. 3.
66) Vgl. Jones, Steven L./Netter, Jeffry M. (o.J.): Efficient Capital Markets, S. 2.
67) Vgl. Bittner, Thomas (1996): Die Wirkungen von IR-Maßnahmen auf Finanzanalysten, S. 34.
68) Vgl. Mathesius, Jörn (2003): Wertmanagement durch Equity Carve-out, eine empirische Studie, S. 83.
69) Vgl. Shleifer, Andrei (2000): Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance, S. 175.

gründet werden.[70] Auch Volatilität und hohes Handelsvolumen ohne neue unternehmensrelevante Daten,[71] aktiv gemanagte Investmentfonds[72] und die Existenz von Finanz- und Informationsintermediären[73] lassen sich mit der neoklassischen Theorie nicht erklären. Die in der Praxis oft vorzufindende Gleichsetzung zwischen „gutem Unternehmen" mit starker Marke und „gutem Investment" müsste ebenfalls scheitern, da alle Zukunftsperspektiven adäquat im Kurs berücksichtigt sind. Die Praxis zeigt ein konträres Bild, was Anderson/Smith im Zeitraum zwischen 1983 und 2004 bei den „am meisten bewunderten" Unternehmen aus der Fortune ermittelt haben. Gute Unternehmen können Überrenditen erwirtschaften.[74]
Es lässt sich somit feststellen, dass Finanzmarkteffizienz nur abgeschwächt und als Mischform zwischen der schwachen und der halbstrengen Form der Markteffizienz i.S. von Fama vorliegt, weil Unterschiede in der Informationstiefe der am Kapitalmarkt Beteiligten vorliegen. Nachrichten werden unterschiedlich schnell verbreitet und verarbeitet. Selbst bei gleichem Informationsstand können Investoren unterschiedliche Schlussfolgerungen ziehen und konträre Anlageentscheidungen treffen,[75] wenn sie Fakten anders beurteilen.[76] Das führt zu Kursbewegungen an den Börsen, die mit neuen Fundamentaldaten nicht begründet werden können.
Behavioral Finance bezeichnet solche Ausschläge als Über- oder Unterreaktion (over-/underreaction). Schlechte Nachrichten verbreiten sich rasch,[77] was zu Kurseinbrüchen führt (Überreaktion). Als Nachrichten von Panikverkäufen während der amerikanischen Börsenkrise von 1987 bekannt wurden, führte das zu Kettenreaktionen, Kurse brachen ein, obwohl sich Fundamentaldaten nicht verändert hatten.[78]
Verbessern sich Gewinnaussichten, kann die Informationsverarbeitung in den Kapitalmärkten länger dauern. Alte Einstellungen und Verhaltensweisen werden nur träge revidiert (Unterreaktion). Werden diese Informationen schließlich doch wahrgenommen, steigen Kurse über einen längeren Zeitraum, weil mit einem Anhalten der positiven Tendenz gerechnet wird (Überreaktion, Overreaction). Wird dieser Optimismus durch neue Informationen widerlegt, folgen lange Seitwärts- oder Abwärtsbewegungen. Langfristige Zyklen in den betroffenen Aktien,[79] zu beobachten z.B. bei vielen Blue Chips, sind die Folge.
Zu der unterschiedlich schnellen Informationsverbreitung treten Informationsasymmetrien hinzu: Das Unternehmen hat regelmäßig mehr Informationen als der Investor.

2.6 Asymmetrische Informationsverteilung

Unter asymmetrischer Information soll zunächst ein allgemeiner und wertneutraler Begriff, mit dem Informationsprobleme analysiert werden,[80] verstanden werden. Die Ursachen für asymmetrische Informationen sind vielfältig. Für IR als Informationsabsender ist bereits auf den komplexen Informationsgewinnungsprozess hingewiesen worden, der die Aggregation von Daten zu konsistenten Informationen erschwert.
Die Finanztheorie beschäftigt sich seit einigen Jahrzehnten zunehmend mit der Frage, welche Mechanismen bei der Informationsaufnahme wirken und wie die Informationseffizienz gesteigert werden kann. Die „neue Institutionenökonomie" greift diese Problematik auf und bietet erste Erklärungsansätze. Das aus der Neoklassik bekannte Eigeninteresse des rationalen homo oeconomicus wird um die Erkenntnis ergänzt, dass Entscheider zuweilen ihre Interessen mit List und Tücke durchsetzen (Opportunismus) und die Aufnahme und Verarbeitung mit Aufwand, sog. Transaktionskosten, verbunden ist.[81] Das gilt für viele Beziehungen zwischen Aktionären und Unternehmen, Informationsintermediären sowie den verschiedenen Stakeholdern innerhalb des Unternehmens.

2.6.1 Prinzipal-Agenten-Theorie

Mit Hilfe der Prinzipal-Agenten-Theorie werden zahlreiche Zielkonflikte und Probleme erfasst, die aus der unterschiedlichen Informationstiefe von Eigentümern (Aktionäre) und der Unternehmensleitung (Management) bei Aktiengesellschaften entstehen.[82]
Als Prinzipal wird angesehen, wer die größten Informationsdefizite aufweist und vom Verhalten des anderen am meisten abhängig ist.[83] Investoren und Informationsintermediären kommt idealtypisch die Rolle des Prinzipals zu, dem Management und IR die des Agenten. Der Prinzipal (Investor) als Auftraggeber des Agenten (Management) erwartet, dass sie stets nach bestem Wissen und Gewissen die Ziele des Prinzipals verfolgen. Er kann die Arbeit seiner Agenten allerdings nur lückenhaft überprüfen, was zum einen daran liegt, dass er über geringere Informationen über das Unternehmen und den täglichen Ablauf verfügt. Zum anderen kann es ggf. sogar an einer bewussten Fehlinformation des Managements liegen, was jegliche Überprüfung erschwert.[84]
Grundannahme ist, dass der Agent mit seinem Handeln das Wohlergehen des Prinzipals mit beeinflusst.[85] Jeder Partner verfolgt andererseits eigene Interessen, was zu Konflikten und opportunistischem Verhalten führen kann. Ein rationaler Entscheider wird Opportunismus und Maximierung der Nutzenfunktion bei seinen Partnern in seine eigene Entscheidung einbeziehen müssen.[86] Opportunistisches Verhalten kann vor (hidden information/hidden intention), während und/oder nach einer Interaktion (hidden action/moralisches Risiko) auftreten.[87] Im Gegensatz zu von Eigentümern geführten Unternehmen gibt es in Aktiengesellschaften, deren Management Angestellte der Gesellschaft sind, eher Anreize für Opportunismus.
Mitarbeiter und Management werden oft teilweise mit Aktienboni ihres eigenen Unternehmens vergütet, Firmenakquisitionen mit Aktien bezahlt. Empire building (Machtausbau durch Fusionen) wirkt sich auf eine höhere Bezahlung des Managements aus, durch Vergünstigungen jeder Art entstehen produktivitätsunabhängige Renten, die von außen kaum kontrolliert werden können.[88] Diese Erscheinungen werden von der

70) Vgl. Jones, Steven L./Netter, Jeffry M. (o.J.): Efficient Capital Markets, S. 6.
71) Vgl. Thaler, Richard H. (1983): Related Disciplines, S. 14; Russel, Philip S./Torbey, Violet M. (2002): The Efficient Market Hypothesis on Trial, S. 7;
72) Vgl. Weber, Martin (1999): Behavioral Finance, S. 5.
73) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 44.
74) Vgl. Anderson, Jeff/Smith, Gary (2006): A Great Company can be a great Investment, S. 86.
75) Vgl. Piwinger, Manfred (2005): Investor Relations als Inszenierungs- und Kommunikationsstrategie, S. 5.
76) Vgl. Bienek, Heiko (2004): Beurteilung von Unternehmen aus Sicht eines Portfolio-Managers/Analysten, S. 432.
77) Vgl. Subramanian, Devika et al. (1997): Ants and Reinforcement Learning: A Case Study in Routing Dynamic Networks, S. 7.
78) Vgl. Barberis, Nicholas et al. (1998): A model of investor sentiment, S. 333.
79) Vgl. Weber, Martin et al. (1999): Behavioral Finance, S. 12.
80) Vgl. Feess, Eberhard (2000): Mikroökonomie, S. 579.
81) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 74; vgl. Grüninger, Stephan (2001): Vertrauensmanagement. Kooperation, Moral und Governance, S. 51.
82) Vgl. Prengel, Melanie (2003): Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die IR-Arbeit, S. 12.
83) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 74.
84) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 43.
85) Vgl. Vossmann, Frank/Weber, Martin (1999): Der Dispositionseffekt. Vom merkwürdigen Charme der Verlierer, S. 14.
86) Vgl. Mittendorf, Thomas/Plöger, Andre (2003): Einbettung von Merger und Akquisition in wirtschaftstheoretische Erklärungsansätze, S. 11f.
87) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 75.
88) Vgl. Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G. (1999): Neue Institutionenökonomik, S. 198.

Managementlehre als Hybris- und Pfründenhypothese (Sicherung des eigenen Arbeitsplatzes) bezeichnet und können von zersplitterten Aktionären in Folge des Kontrolldefizits nicht verhindert werden.

2.6.2 Adverse Selektion

Akerlof[89] hat als erster die negativen Folgen einer asymmetrischen Informationsverteilung am Beispiel des Gebrauchtwagenkaufs aufgeführt.[90] Da der Käufer nicht die wahre Qualität des Fahrzeugs beurteilen kann, ist er lediglich bereit, einen durchschnittlichen Preis dafür zu bezahlen. Der Verkäufer eines gut gepflegten und technisch einwandfreien Fahrzeugs wird sein Auto (Pfirsich) nicht für den Preis einer Zitrone anbieten wollen, so dass sich nur Verkäufer mit unterdurchschnittlichem Angebot auf dem Markt befinden (market for lemons). Für sie ist der Durchschnittspreis durchaus lukrativ, da ihre Autos eigentlich weniger wert wären. Der Käufer kauft ein minderwertiges Auto, was er niemals getan hätte, wenn er die Qualität des Fahrzeugs hätte richtig einschätzen können. Dieses Phänomen wird in der Neuen Institutionenökonomie „Adverse Selektion" genannt.
In dieser Konstellation hätten die Verkäufer guter Autos niemals die Chance, einen fairen Preis für ihr Fahrzeug zu erzielen, es sei denn, sie können bewusst Signale aussenden, die die Qualität des Fahrzeugs beweisen. Gelingt es nicht, sich durch positive Signale vom Durchschnitt abzuheben, verzichten Eigentümer qualitativ überdurchschnittlicher Fahrzeuge auf einen Verkauf, so dass nur noch schlechte Fahrzeuge auf den Markt kommen (market for lemons). Das wiederum drückt die durchschnittliche Zahlungsbereitschaft der Kunden, da die Durchschnittsqualität des Angebots gesunken ist.
Buffett[91] bestätigt schon 1983, dass dieses anschauliche Beispiel aus dem Gebrauchtwagenkauf, wie in der Literatur (Prengel) angenommen,[92] auch auf den Aktienmarkt anwendbar ist. Hier bestehen ebenfalls asymmetrische Informationen, so dass an sich angesehene und solide Unternehmen mit einem erheblichen Kursabschlag an den Börsen gehandelt werden. Diese Informationsasymmetrien verursachen folglich Tauschhemmnisse.[93] Wenn ein Investor die Qualität der Aktie nicht genau einschätzen kann, wird er nur bereit sein, einen durchschnittlichen Preis, beispielsweise orientiert an einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis innerhalb der Branche oder eines Landes, zu zahlen. Doch diese an der Vergangenheit orientierte Kennzahl lässt nur bedingt Rückschlüsse auf die Zukunftsentwicklung zu. Die Adverse-Selektion beschreibt die Problematik des Prinzipals, aufgrund fehlender Informationen eine suboptimale Handlungsvariante zu wählen und somit Opportunitätskosten verbuchen zu müssen.

2.6.3 Moralisches Risiko

Nach oder während der Interaktion, also ex post, ist opportunistisches Verhalten durch Unterlassen an sich gebotener Informationen (hidden information) möglich. Als Beispiel seien die Vorwürfe erwähnt, die die amerikanische Börsenaufsicht SEC im Zusammenhang mit dem Konkurs des Energiekonzerns Enron gegen deren IR erhoben hat. Die Leiterin von Enron-IR hat trotz Kenntnis der Insolvenzgefahr positive Darstellungen des Vorstandes nicht korrigiert und wurde folglich von der amerikanischen Börsenaufsicht dafür bestraft.[94]

89) Vgl. Akerlof, George F. (2001): Writing the Market for „Lemons", S.1 und 4.
90) Vgl. Akerlof, George F. (1970): The Market for "Lemons" – Quality, Uncertainty and the Market Mechanism, S. 490.
91) Vgl. Cunningham, Lawrence A. (2006): Essays von Warren Buffett, S. 48.
92) Vgl. Prengel, Melanie (2003): Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die IR-Arbeit, S. 14.
93) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 43.
94) Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission (2004): SEC charges Paula H. Rieker with violating Federal Securities Laws while serving as IR official at Enron, S. 1f.

Selbst zur Manipulation von Informationen (hidden actions, influence activities)[95] kann es in der Praxis kommen. In Deutschland sind die ersten Schadensersatzurteile wegen falscher Ad-hoc-Mitteilungen ergangen bzw. stehen bevor.[96]

2.6.4 Transaktionskosten

„Unter ‚Agency-Kosten' oder Transaktionskosten versteht man denjenigen Wohlfahrtsverlust, der sich dadurch ergibt, dass Vertragsbeziehungen unter Second-best-Bedingungen (mit Informationsproblemen) und nicht unter First-best-Bedingungen (ohne Informationsprobleme) stattfinden."[97]
Sie beruhen darauf, dass Menschen nur begrenzt rational entscheiden und von ihrer Aufnahmekapazität für Informationen eingeschränkt sind.[98] Die Neue Institutionenökonomie unterscheidet nach Such- und Informationskosten, Verhandlungs- und Entscheidungskosten und schließlich Überwachungs- und Durchsetzungskosten.[99]
Es zeigt sich dabei, dass Information kein öffentliches Gut ist, das kostenlos und unbeschränkt verarbeitet werden kann. Vielmehr fallen Kosten beispielsweise für die Informationssuche oder die -verarbeitung an. Die Kosten sind individuell je nach Erfahrung und Vorbildung verschieden. Für einen Betriebswirt verursacht die Verwertung von finanziellen Daten weniger Aufwand als für einen Fachfremden, der sich erst den fachspezifischen Kenntnisstand erarbeiten müsste, bevor er konkrete Daten verwerten könnte. Der Fachfremde wird also früher die Informationsverarbeitung abbrechen und zu einer Entscheidung gelangen, da er weitere Entscheidungskosten scheut. Ebenso verursacht die Suche nach der besten Anlagealternative hohe Suchkosten, die evtl. nicht im Verhältnis zur Anlagesumme stehen. Die Informationssuche und -verarbeitung wird solange fortgesetzt, bis der Grenznutzen der auf den Informationen beruhenden Handlungen den Grenz-Transaktionskosten entspricht.[100]
Verhandlungskosten fallen bei Aktienkäufen durch die unlimitierten Auftragsstellen und festen Konditionen (Kurs der Aktie) kaum ins Gewicht. Größere Bedeutung erlangen für den Investor Überwachungs- und Durchsetzungskosten. Da er als Prinzipal von der Arbeit seines Agenten abhängig ist und dieser über mehr Informationen verfügt, die er zu seinen Gunsten nutzen wird (moral hazard), versucht der Investor (Prinzipal) die Arbeit des Managements (Agenten) zu überwachen. Hauptinstrument hierfür ist die aktive Wahrnehmung seiner Auskunftsrechte auf der Hauptversammlung, wobei Überwachungskosten anfallen. Die Ausübung des Stimmrechts verursacht für den Investor ebenfalls Kosten in Form von Durchsetzungskosten.
Die Überwindung der asymmetrischen Informationen zwischen Investor und Unternehmen verursacht auf beiden Seiten Transaktionskosten. IR kann durch Informationsaufbereitung die Kosten auf Seiten des Investors jedoch reduzieren.

2.6.5 Gegenmaßnahmen: Signalling und Screening

Zur Beseitigung von Informationsasymmetrien kann IR als besser informierte Marktseite Signale in die Finanzgemeinde aussenden (Signalling), indem sie mit Hilfe der Kommunikationspolitik des Unternehmens Informationen übermittelt.[101] Reine Ankündigungen

95) Vgl. Picot, Arnold/Schuller, Susanne (2001): Vertragstheoretische Interpretation des Risk-Managements, S. 251.
96) Vgl. Kusitzky, Alexandra/Reimer, Hauke (2004): Aktionärsrechte, S. 142.
97) Kräkel, Matthias (1999): Organisation und Management, S. 68.
98) Vgl. Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik (1996): Neue Institutionenökonomik, S. 45.
99) Vgl. Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik (1996): Neue Institutionenökonomik, S. 45ff.
100) Vgl. Hauser, Mark Jason (2003): Möglichkeiten, Risiken und Grenzen der Investor Relations, S. 71.
101) Vgl. Kräkel, Matthias (1999): Organisation und Management, S. 28.

taugen nicht als Signal, sie müssen so unnachahmbar sein, dass es für schwächere Unternehmen zu teuer wäre, vergleichbare Signale auszusenden. Für erfolgreiche Unternehmen ist das gleiche Signal regelmäßig günstiger zu erzeugen als für schwächere, so dass Signale solange verstärkt werden sollen, bis der Grenzertrag der zusätzlichen Signalwirkung (und damit der Kaufanreiz) gleich den Grenzkosten für das Signal ist.[102]
Die Finanzgemeinde als schlechter informierte Marktseite kann ihrerseits durch Screening (Informationsaktivitäten)[103] wenigstens einen Teil der Informationsdefizite ausgleichen. Dazu gehört, dass Investoren nach Anlagealternativen Ausschau halten und von ihrem Fragerecht in Hauptversammlungen Gebrauch machen. Analysten und institutionelle Investoren verlangen bei Treffen mit dem Management (Roadshows, Analystenkonferenzen) detaillierte Informationen, sie beobachten die Unternehmenskommunikation und vergleichen sie mit Wettbewerbern oder Branchenangehörigen. Für den Erfolg der Signalling- und Screening-Verfahren ist die Glaubwürdigkeit der übermittelten Botschaften als zentrales Thema der IR-Ziele und der Kommunikationspolitik des Unternehmens entscheidend,[104] worauf noch einzugehen ist.

2.7 Behavioral Finance: Noisetrader und Herdentrieb

Informationsasymmetrien, Transaktionskosten und beschränkte Rationalität lassen vermuten, dass an Kapitalmärkten nicht ausschließlich rationale Entscheidungen getroffen werden.[105] Behavioral Finance (BF) als Teil der verhaltenswissenschaftlichen Entscheidungstheorie (behavioral decision theory) untersucht, welche Faktoren, Einschätzungen und Bewertungen den Kurs von Wertpapieren beeinflussen[106] und wie Investoren und Analysten ihre Entscheidungen fällen. Im Gegensatz zu normativen Wissenschaften, die sich damit beschäftigen, wie Menschen handeln sollten, untersuchen die Vertreter von BF, welche Faktoren Entscheidungen tatsächlich zu Grunde liegen.[107] Damit soll eine realitätsnähere Verbindung zwischen den Kapitalmärkten und den individuellen Entscheidern geschaffen werden, d.h. finanztheoretische und psychologische Erkenntnisse miteinander verknüpft werden.[108]
Wie stark Börsen von Einschätzungen abhängen, hat Keynes mit seiner in der Spieltheorie angesiedelten Metapher vom „Schönheitswettbewerb" (Beauty Contest) veranschaulicht. In amerikanischen Zeitungen wurden Preisausschreiben mit 100 Mädchen-Fotos veröffentlicht. Preisträger wurde, wer sechs Fotos auswählen konnte, die der durchschnittlichen Auswahl der konkurrierenden Juroren als Gesamtheit am nächsten kam. Diese Preisausschreibenteilnehmer standen also jeweils vor derselben Frage. Zu entscheiden war nicht, welche sechs Fotos persönlich als schönste empfunden wurden, sondern welche Bilder am wahrscheinlichsten bei allen anderen Betrachtern auf den vorderen Plätzen bewertet würden.
Diese Fragestellung vervielfacht sich, da jeder Wettbewerbsteilnehmer sich fragt, wie wohl jeder andere wählen wird. („The third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects average opinion to be.")[109] Maßgeblich ist also die Vorhersage von Erwartungen, auf Kapitalmärkte übertragen, die Antwort auf die Frage,

102) Vgl. Spence, Michael (2002): Signaling in Retrospect and the Informational Structure of the Market, S. 439ff.
103) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 68.
104) Grüninger, Stephan (2001): Vertrauensmanagement. Kooperation, Moral und Governance, S. 55.
105) Vgl. Jünemann, Bernhard (2002): Börsenpsychologie, S. 151.
106) Vgl. Shleifer, Andrei (2000): Inefficient Markets, An Introduction to Behavioral Finance, S. 24.
107) Vgl. Thaler, Richard (1983): Related Disciplines, S. 1047.
108) Vgl. Weber, Martin et al. (1999): Behavioral Finance, S, 7.
109) Vgl. Keynes, John Maynard (1936): General Theory of Employment, Interest and Money, S. 155f.

wie sich die anderen verhalten werden. Mit dieser Einstellung wird keine Aktie als Verkörperung eines Unternehmensanteils gekauft, es besteht also keine Verbindung mehr zur Realwirtschaft, sondern es wird unter Zeitdruck und Unsicherheit auf Erwartungen gesetzt. Für Investoren kann es subjektiv durchaus eine rationale Strategie sein, einem Trend, wie er sich in den Erwartungen der übrigen Marktteilnehmer äußert, zu folgen, worauf Befunde von Behavioral Finance hindeuten.[110] Schwierig wird es aber, den richtigen Zeitpunkt für eigene Transaktionen (Kaufen oder Verkaufen) zu bestimmen.
Verbreiteter sind an Kapitalmärkten weniger reflektierte Anlageentscheidungen zu beobachten: Noisetrader und Lemminge, die einem Herdentrieb folgen.
Noisetrader sind Marktteilnehmer, die wertrelevante Informationen nicht ausschließlich rational beurteilen.[111] Sie lassen sich teilweise von Gerüchten und Spekulationen[112] oder ihrem Gefühl (investor sentiment) leiten, d.h. einem stochastischen „Rauschen" (noise).[113] Störanleger[114] oder Noisetrader waren möglicherweise während der letzten Technologie-Börsenblase im Jahr 2000 die größte Investorengruppe. Würden diese irrationalen Investoren dem Zufall folgend agieren, höbe sich ihr Verhalten nach dem Gesetz der großen Zahl gegenseitig auf. Sie scheinen aber psychologischen Gesetzmäßigkeiten zu unterliegen, ihr Handeln ist zudem untereinander korreliert.[115] Störanleger können Kurse selbst auf Dauer negativ beeinflussen, ohne dass ein Zusammenhang mit den Fundamentaldaten des Unternehmens besteht.[116]
Als **Herdentrieb** in Form eines irrationalen Verhaltens ist das gleichgerichtete Agieren von Marktteilnehmern zu verstehen, das nicht durch offensichtlich neue Informationen zu rechtfertigen ist.[117] Es wird für eine Reihe historischer Spekulationsblasen an den Börsen – von der holländischen Tulpenzwiebelblase im 17. Jahrhundert bis zu den „dotcoms" der Interneteuphorie Ende der 90er Jahre – verantwortlich gemacht und betrifft auch institutionelle Investoren, denen Buffet „lemminghaftes Verhalten" nachsagt.[118]
Das kann, durch Medien unterstützt, zu Informationskaskaden führen, wenn sich jeder auf die so verbreiteten Informationen verlässt, sie für exklusiv hält und sich kein eigenes Bild über den Wahrheitsgehalt macht.[119] Beobachtete Extremfälle sind beispielsweise ein Ansturm auf eine Bank bei Andeutungen über Liquiditätsschwierigkeiten oder auf Tankstellen bei Gerüchten über eine Ölverknappung.[120] Aus einer potenziellen Krise kann schnell eine akute werden, die für das Unternehmen existenzbedrohend sein kann. Diese Kaskaden sind sehr fragil, da sie bei neuen Informationen jederzeit zusammenbrechen können. Das räumt IR gewisse Einflussmöglichkeiten zum rechtzeitigen Gegensteuern ein.

2.8 Finanzmarktineffizienz als Ausgangslage für Investor Marketing

IR mit fakultativ nach außen gerichteten Tätigkeiten, die über bilanz-, aktien- und kapitalmarktrechtlich obligatorische Berichtspflichten hinausgehen, wäre nur bei der stren-

110) Vgl. Cortés, Alfons (2004): Mit Behavioral Finance unterwegs, S. 2.
111) Vgl. Shleifer, Andrei (2000): Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance, S. 33.
112) Vgl. Menkhoff, Lukas/Tolksdorf, Norbert (1999): Finanzmärkte in der Krise? Zur Abkopplung des Finanzsektors von der Realwirtschaft, S. 175.
113) Vgl. Menkhoff, Lukas/Tolksdorf, Norbert (1999): Finanzmärkte in der Krise? Zur Abkopplung des Finanzsektors von der Realwirtschaft, S. 227.
114) Vgl. Engert, Andreas (2004): Die Regulierung von Investmentfonds, S. 6.
115) Vgl. Hauser, Mark Jason (2003): Möglichkeiten, Risiken und Grenzen der Investor Relations, S. 81.
116) Vgl. Engert, Andreas (2004): Die Regulierung von Investmentfonds, S. 11.
117) Nöth, Markus/Weber, Martin (2001): Rationales und irrationales Herdenverhalten. Sind Schafe klüger?, S. 3ff.
118) Vgl. Hagstrom, Robert G. jun (1999): Warren Buffett, S. 118.
119) Vgl. Hauser, Mark Jason (2003): Möglichkeiten, Risiken und Grenzen der Investor Relations, S. 100.
120) Vgl. Schulz, Jürgen (2001): Management von Risiko- und Krisenkommunikation, S. 45.

gen Form der Informationsevidenz verzichtbar.[121] Investor Relations könnte sich darauf beschränken, rechtlich vorgeschriebene Informationen bereitzustellen, da ohnehin alle Nachrichten – auch Insiderinformationen – unverzüglich und vollständig in die Aktienkurse eingehen. Die Überprüfung der Finanzmarkteffizienz hat jedoch gezeigt, dass es außer den Verzögerungen bei der Informationsverarbeitung eine natürliche Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Investoren gibt. Sie kann durch opportunistisches Verhalten noch verstärkt werden.
Wären Signale wirkungslos, könnten selbst optimale IR-Kommunikationsmaßnahmen kein Herausragen aus dem Durchschnitt bewirken. Die Aktie würde weiterhin vom „Generalverdacht" aller Marktanbieter umfasst und als Bestandteil eines „gepoolten" Marktes[122] vom Investor abgestraft. De facto werden Kommunikationssignale aber wahrgenommen und überwinden Markthemmnisse. Erst diese Erkenntnis stellt die Grundlage für eine sinnvolle Anwendung einer fakultativen IR-Kommunikation im Sinne eines gezielten Ansprechens von Mitgliedern der Finanzgemeinde dar.

121) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 55.

122) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 47.

3 Zielsetzung von Investor Relations

Daher wird nunmehr der Frage nachgegangen, ob IR Ziele eigenständig verfolgen kann oder ob diese nur funktional – eingebettet in die allgemeinen Unternehmensziele – erreicht werden können. Das soll an Hand der Kriterien der Entscheidungstheorie untersucht werden. Diese Theorie unterscheidet zwischen Fundamental- und Instrumentalzielen. Fundamentalziele besitzen einen Wert an sich, während Instrumentalziele lediglich zur Erreichung eines Fundamentalzieles förderlich sind. Das wird an Hand von drei Kriterien entschieden:[123]

- **Vollständigkeit des Zielsystems:** alle bewertungsrelevanten Aspekte einer Entscheidungssituation müssen erfasst sein.
- **Operationalität der Ziele:** alle Ziele müssen überprüfbar und weitgehend präzise formuliert werden.
- **Koordinationsgerechtigkeit der Ziele:** die Ziele müssen soweit in Arbeitsaufgaben heruntergebrochen werden, bis sie eindeutig zugeordnet und von der betreuenden Person verantwortbar sind.[124]

3.1 Finanzpolitische Ziele

Im Folgenden sollen zunächst die in der unternehmerischen Praxis ermittelten IR-Ziele aufgezeigt und mit denen der Literaturmeinungen verglichen werden. Im Anschluss wird geprüft, inwiefern sie mit den Kriterien aus der Entscheidungstheorie übereinstimmen.
Aus der IRES/Handelsblatt-Studie „IR Monitor" 2002, die IR-Praktiker aus den Unternehmen befragt, gehen Ziele wie „das Zukunftspotenzial des Unternehmens deutlich machen", die „Langfriststrategie des Unternehmens vermitteln" sowie „Vertrauen schaffen/stärken" hervor.[125] Diese aus der Praxis aufgezeigten Zielsetzungen verdeutlichen noch nicht, aus welchen Gründen ein Unternehmen Investor Relations betreiben sollte.
Idealtypisch lassen sich die Ziele von IR, wie sie in Deutschland herkömmlich von der Finanzgemeinde verstanden werden, am anschaulichsten an Hand des Schaubilds von Achleitner/Bassen mit seiner Aufteilung in finanz- und kommunikationspolitische Ziele unter dem gemeinsamen Oberziel „Steigerung des Unternehmenswerts" darstellen. Sie lassen bereits auf den ersten Blick ein hohes Maß an Interdependenz erwarten. (s. ***Abbildung 3***, S. 42)

3.1.1 Langfristig maximal faire Aktienbewertung

Die langfristig maximal faire Aktienbewertung ist Oberziel aller finanz- und kommunikationspolitischen Ziele. Dafür lassen sich keine allgemein akzeptierten, objektiven Maßstäbe feststellen. Theoretisch sollte die Marktkapitalisierung des Unternehmens dem Unternehmenswert entsprechen. Die Bewertung kann nicht allein auf die vorhandene

123) Vgl. Bamberg, Günther/Coenenberg, Adolf (1996): Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, S. 28ff.

124) Vgl. Pulham, Susan (2003): Ziele der IR: Kritische Bestandsaufnahme und neue Ansätze, S. 17f.

125) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Ziele der IR, S. 21.

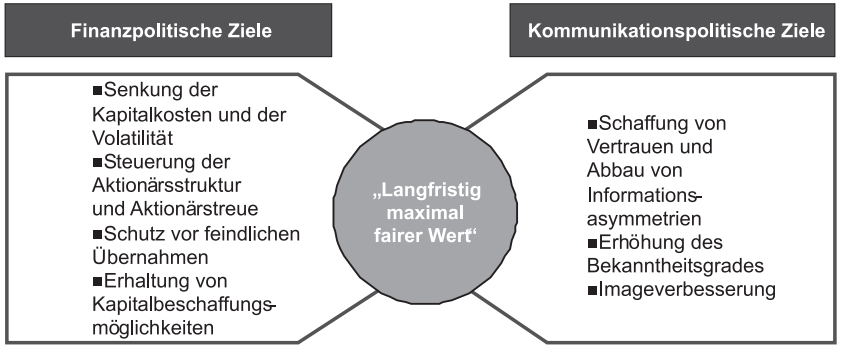


Abbildung 3: *Zielsetzung von IR*[126]

Substanz gestützt werden, sondern hängt überwiegend von künftigen Erträgen ab, ist also insofern ein Zukunftswert.[127] Der faire Wert, der mit dem inneren Unternehmenswert gleichzusetzen ist, lässt sich wie folgt zusammenfassen:
„Der heutige Wert einer beliebigen Aktie, einer beliebigen Anleihe oder eines beliebigen Unternehmens wird bestimmt durch die Zuflüsse und Abflüsse von Barmitteln – abgezinst mit einem angemessenen Zinssatz –, die während der restlichen Laufzeit des Aktivpostens zu erwarten sind.“[128]
Die Bewertung hängt damit von Prognosemodellen und ihnen zugrunde liegenden Annahmen ab. Das bedeutet, dass sich der faire Wert einer Aktie nicht als absolute Zahl angeben lässt, sondern nur innerhalb einer angemessenen Bandbreite definiert werden kann. Mittel- oder langfristig wird allerdings erwartet, dass sich der Kurs einem allseits akzeptierten „fairen Wert“ der Aktie, der dem inneren Wert des Unternehmens entspricht, annähert.[129] Kurse neigen dazu, um diesen inneren Wert zu schwanken.[130]
Baetge[131] macht darauf aufmerksam, dass sich seit der Einführung der doppelten Buchführung durch den Franziskanermönch Pacioli im Jahr 1494 trotz eines komplexen Regelwerkes von Vorschriften kein hinreichend exaktes Rechenwerk entwickelt hat, um den Unternehmenswert zu bestimmen. Der Investor benötigt zusätzliche Angaben, die über die Jahresabschlüsse nach HGB und IFRS hinausgehen und auch „weiche“ Faktoren (Non-financials) erfassen. Dazu wird eine wertorientierte Berichterstattung (Value Reporting) gefordert, um die aus dem Jahresabschluss nicht ersichtlichen Informationen in den Geschäftsbericht/Lagebericht als Wertgenerierer (Value driver) aufzunehmen.[132]
Eine über die langfristig faire Aktienbewertung hinausgehende Aktienbewertung ist von dem Unternehmen nicht zu unterstützen.[133] Unterbewertete Aktien schaden dem aktuellen Investor. Bei einem Verkauf muss er einen Erlös hinnehmen, der nicht dem wahren Wert seines Eigentums entspricht. Aber auch für Unternehmen, die Aktien statt Geld für Unternehmenskäufe einsetzen, eignen sich überbewertete Wertpapiere nicht als Akquisitionswährung, wenn also bei einer Firmenverschmelzung Aktien getauscht werden. Schrumpft der Wert der in Zahlung genommenen Aktien, kann das zu juristischen Auseinandersetzungen und Ausgleichsforderungen führen.
Graham hat für extreme Kursschwankungen ohne fundamentale Begründung die allegorische Figur des Mr. Market geprägt, die mit der Börse gleichzusetzen ist. Damit erklärt er das häufige Auseinanderklaffen von Unternehmenswert und Börsenkapitalisierung. Mr. Market ist jeden Tag bereit, seinem Geschäftspartner einen Firmenanteil, für den dieser ursprünglich 1.000 $ gezahlt hat, zu einem bestimmten Preis/Kurs abzukaufen oder seine eigenen Anteile zu verkaufen. Je nach Stimmungslage beruhen seine Preisvorstellungen auf einer realistischen Geschäftsbeurteilung, an anderen Tagen sind sie von Depression oder Euphorie geprägt.[134]

126) In Anlehnung an Achleitner, Ann-Kristin/Bassen, Alexander (2001): Investor Relations am Neuen Markt, S. 8.
127) Vgl. Spremann, Klaus (2000): Portfoliomanagement, S. 499.
128) Vgl. Cunningham, Lawrence A. (2006): Essays von Warren Buffett, S. 116f.
129) Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter (2000): Die Bilanzanalyse, S. 437; Bogle, John C. (1994): Bogle on Mutual Funds, S. 305.
130) Vgl. Lowe, Janet (2000): Die Graham-Methode, S. 140.
131) Vgl. Baetge, Jörg (2006): Wertorientierte Berichterstattung im Dax - Trends und Best Practices, Geleitwort, S. 1.
132) Vgl. Labhardt, Peter/Volkhart, Rudolf (2005): IR als Wertsteigerungsmanagement, S. 172ff.
133) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Ziele der Investor Relations; S. 30.

3.1.2 Senkung der Kapitalkosten und der Volatilität

Die Kapitalkosten setzen sich aus den Kosten für Fremd- und Eigenkapital zusammen. Fremdkapitalkosten werden auf den gewichteten Durchschnitt der Kosten für Fremdkapitaltitel berechnet. Der Eigenkapitalkostensatz ist schwieriger zu ermitteln und wird definiert als „risikoadjustierte Renditeforderung der Eigenkapitalgeber“,[135] die in jedem Fall über dem Zins einer risikolosen Anlage liegen wird (Bundesanleihe, Sparbrief, etc.). Ein von der Kapitalmarkttheorie entwickeltes Zwei-Komponenten-Modell (Capital Asset Pricing Model)[136], das systematische und unsystematische Risiken beinhaltet, gibt einen Anhalt, wie hoch dieser Aufschlag bemessen sein sollte.[137] Unsystematischen Risiken, die in den speziellen Geschäfts- und Finanzrisiken des Unternehmens begründet sind, kann sich der Anleger nur durch hinreichende Diversifikation entziehen. Die Kapitalmärkte gewähren keinen Renditevorteil für das Tragen dieser besonderen Risiken,[138] wenn sie auch für den Investor im Vordergrund stehen.
Ein Risikoausgleich für nicht weiter diversifizierbare Risiken wird dagegen über das Zwei-Komponenten-Modell für systematische Risken gewährt. Konjunkturschwankungen, Veränderung von Währungsparitäten oder handelspolitische Entscheidungen sind ein systematisches marktinhärentes Risiko, die die Finanzmärkte als Ganzes treffen. Die erste Komponente entspricht der erwarteten Rendite eines repräsentativen Marktportfolios vieler Unternehmen, das in Theorie und Praxis gewissermaßen mit einem Aktienindex gleichgesetzt wird.[139, 140] Eine Schätzung der erwarteten Rendite erweist sich als schwierig, langfristig wurde sie auf Grund einer amerikanischen Studie auf über 7 % beziffert, unterliegt aber Schwankungen.[141]
Die zweite Komponente ist der sog. Beta-Faktor, der das unternehmensindividuelle Risiko, bezogen auf über- oder unterproportionale Renditeschwankungen des Marktportfolios, misst. Beta ist das Maß für das relative systematische Risiko,[142] d.h. das Marktrisiko. Ändert sich die Rendite des Marktportfolios um ein Prozent, so wandelt sich bei einer hochelastischen Aktie der Kurs um mehr als ein Prozent, die Aktie ist „volatiler“. Mit „Volatilität“ wird ein Maß für die historische Schwankungsbreite eines Wertpapiers oder Index um seinen Mittelwert in einem festen Zeitraum, meist 30 und 250 Tage, bezeichnet.[143] Damit

134) Vgl. Graham, Benjamin (1997): The Intelligent Investor, S. 108.
135) Streuer, Olaf (2004): Ziele der IR, S. 24.
136) Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter (2000): Die Bilanzanalyse, S. 461f.
137) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Ziele der IR, S. 25.
138) Vgl. Deiters, Bert H. (2006): Der Beta-Faktor (ß) in Theorie und Anlagepraxis, o. S.; Spremann, Klaus (2000): Portfoliomanagement, S. 208f.
139) Vgl. Spremann, Klaus (2000): Portfoliomanagement, S. 228.
140) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 116f.
141) Vgl. Claus, James/Thomas, Jacob (1999): The equity risk premium is much lower than you think it is, S. 35.
142) Vgl. Spremann, Klaus (2000): Portfoliomanagement, S. 211.
143) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Volatilität“, S. 836.

soll das Gewinn- oder Verlustpotenzial einer Aktie eingeschätzt werden.[144] Ein Beta-Faktor von 1 bedeutet also, dass sich der Aktienkurs entsprechend dem Gesamtmarkt verhält, ist er größer als 1, schwankt der Kurs stärker, ist also volatiler, ist er kleiner als 1, bewegt sich die Aktie weniger stark als der Vergleichsmarkt. Bei einem hohen Beta-Faktor erwartet der Eigenkapitalgeber eine höhere Risikoprämie als bei einer isoelastischen Aktie. Der Beta-Faktor der Deutsche Telekom AG, bezogen auf den Euro Stoxx-50 Index, einen Index auf 50 Bluechips aus der Eurozone,[145] liegt bei 0,70, der der Deutsche Post AG bei 0,65, berechnet auf die letzten 250 Börsentage (13.12.2005 bis 1.12.2006).[146]

$$\text{Renditeforderung} = \text{Zins}_{\text{risikolos}} + (\text{RenditeMarktportfolio}_{\text{erwartet}} - \text{Zins}_{\text{risikolos}}) * \beta$$

Die höhere Schwankung kann aber auch in einer Informationsunsicherheit im Markt begründet sein. Liegen dem Eigenkapitalgeber nicht genügend Informationen über das Unternehmen vor, wird er das Risiko wegen der vorliegenden Informationsasymmetrie systematisch höher einschätzen, als es fundamental gerechtfertigt ist.[147]

Eine geringe Marktliquidität kann ebenfalls höhere Schwankung verursachen. Werden an normalen Handelstagen lediglich wenige Aktien eines Unternehmens gehandelt, löst der Verkauf eines größeren Postens einen Kursrückgang aus. Dies trifft insbesondere kleine Aktiengesellschaften mit geringer Marktkapitalisierung. Aber auch große Aktiengesellschaften, bei denen Aktienpositionen in der Erwartung, sie günstiger zurückkaufen zu können, veräußert werden, können starke Kursschwankungen und -verluste erleiden. Insbesondere Hedgefonds betreiben diese sog. Short-Verkäufe.

Für den Anleger andererseits kann die Überbewertung des Beta-Faktors zu falschen Schlussfolgerungen führen. Nach Unternehmensverlusten und davon ausgelöstem Kursverfall wird der Beta-Faktor beträchtlich über eins liegen. Ist die Unternehmenssanierung gelungen (Turn-around-Situation), bietet die Aktie also wieder Chancen, werden diese von einem hohen Beta-Wert nicht widergespiegelt.

Gleiches gilt auch, wenn eine Aktie im Markt- oder Branchenvergleich nur stark gefallen ist, ohne dass die Fundamentaldaten eine Begründung geben. Auf diesem niedrigen Kursniveau zeigt der Beta-Faktor ein höheres Risiko auf, während in Wirklichkeit eine gute Kaufgelegenheit vorliegt, nämlich ein Unternehmen oder einen Anteil zu einem günstigen Preis zu erwerben. Viele Investoren werden diese Volatilitäten an den Börsen, bei denen gute Unternehmen zu irrational niedrigen Kursen gehandelt werden, geradezu als Chance, nicht aber als Risiko begreifen.[148]

Wird die Informationsökonomie herangezogen, kann IR einen zweifachen Beitrag zur Senkung der Schwankung des Beta-Faktors und damit der Kapitalkosten leisten. Das Unternehmen verringert seine Anbahnungskosten bei einem ersten Börsengang und später bei einer Kapitalerhöhung, wenn Investoren zielgruppengerecht angesprochen werden. Nach dem Börsengang wird die Gewinnung neuer Aktionäre (Roadshows (Einzelpräsentationen/-gespräche vor/mit institutionellen Investoren), Beteiligung an Börsentagen und Messen) kostengünstiger, wenn Unternehmensinformationen in der Finanzgemeinde bereits als Erfahrungsgut eingestuft werden.

Auch für den Investor senken sich die Transaktionskosten in Form von Kontrollkosten,[149] weil eine kontinuierliche vertrauenswürdige Finanzkommunikation die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Aktionären und damit hektisches Handeln an

144) Vgl. Börse Frankfurt (2006): Das Anlegerportal der Deutschen Börse, Stichwort „Volatilität", o. S.
145) Vgl. Deutsche Börse (2006): Dow Jones Euro Stoxx 50, o. S.
146) Vgl. Brückmann, Bernd (2000): Beta-Faktoren der DAX-Werte auf den Euro-Stoxx 50 Index, o. S.
147) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Ziele der IR, S. 26.
148) Vgl. Cunningham, Lawrence A. (2006): Essays von Warren Buffett, S. 103.
149) Vgl. Hügens, Torben (2005): State-of-the-art der Bewertung von Kapitalgeberbeziehungen, S. 31ff.

den Börsen mindert.[150] Der Investor kann auf einen Teil seines Risikozuschlags verzichten, was die Kapitalkosten für das Unternehmen senkt und den Unternehmensgewinn erhöht. Das wirkt sich bei einer Unternehmensbewertung wiederum Wert steigernd aus.

3.1.3 Steuerung der Aktionärsstruktur und Aktionärstreue

Die Steuerung der Aktionärsstruktur und die Förderung der Aktionärstreue zeigen besonders deutlich die Interdependenz der verschiedenen, von Achleitner/Bassen dargelegten finanzpolitischen Ziele. Sie sind nicht als eigenständige Ziele von IR zu betrachten, sondern Instrumente zur Erhaltung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeit und zur Senkung der Kapitalkosten. Als nicht-monetäre Ziele des Managements können die Unterstützung des Managements bei unternehmerischen Entscheidungen und der Schutz vor einer feindlichen Übernahme hinzugefügt werden.

Aktionärsstruktur

Ein Unternehmen wird eine Struktur anstreben, die ein ausgewogenes Verhältnis von langfristig und unternehmerisch oder strategisch orientierten Aktionären sowie sonstigen Anlegern umfasst, institutionelle und Privataktionäre einbezieht und geografisch, etwa nach Produktionsstandorten oder Absatzmärkten, aufgeteilt ist. Ebenso wird es vermeiden wollen, von Großaktionären abhängig zu sein. Damit sollen außergewöhnliche Handelsaktivitäten an den Börsen und Abhängigkeitsverhältnisse in den Hauptversammlungen verhindert werden. Von Aktionären mit einer besonderen Reputation als erfolgreiche Anleger geht eine Signalwirkung auf den Kapitalmarkt aus, von anderen werden strategische Impulse auf das Management erwartet.[151]

Durch eine breite und stabile Aktionärsstruktur wird die Gefahr starker Kurseinbrüche, die auf eine geringe Anzahl von Transaktionen mit hohen Volumina zurückzuführen sind, vermindert.[152] Andererseits ist das Unternehmen auf einen gewissen Anteil an Streubesitz (Freefloat) angewiesen, was Voraussetzung für die Aufnahme in bestimmte Börsenindices ist. Für den Deutschen Aktienindex (DAX) ist dieser Anteil auf fünf Prozent festgelegt.[153] Theoretisch reduziert starker Streubesitz die Volatilität, was den Beta-Faktor senkt und im Ergebnis zu einer geringeren Renditeforderung der Eigenkapitalgeber führen sollte. Für die Praxis hingegen ermittelt Friesenbichler am Beispiel des österreichischen Kapitalmarktes das Gegenteil: Je höher die Streuung, desto besser die Performance der Aktie.[154]

Aktionärstreue

Eine stabile und loyale Aktionärsstruktur kann – über die engeren finanzpolitischen Ziele von IR hinaus – eine strategische Bedeutung für die Erreichung der allgemeinen Unternehmensziele haben, vor allem wenn sich positive Ergebnisse erst mittel- bis langfristig einstellen. Wegen des hohen Performancedrucks bei aktiv gemanagten Aktienfonds ist bei ihnen in solchen Situationen bisweilen mit massiven Verkäufen zu rechnen, Portfolio-Manager sind nicht mit einer Aktie „verheiratet",[155] Privataktionäre sind vor allem in Krisenzeiten loyalere Aktionäre.[156]

150) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 15.
151) Vgl. Stubenrauch, Anja (2002): Investoren, S. 66.
152) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 16.
153) Vgl. Deutsche Börse AG (2006): Leitfaden zu den Aktienindices der Deutschen Börse, S. 23.
154) Vgl. Friesenbichler, Reinhard (2006): Streubesitz und Anlageerfolg, Effekte des Free-Float auf das Investment-Zielsystem und das österreichische „Streubesitz-Paradoxon", S. 346f.
155) Vgl. Bienek, Heiko (2004): Beurteilung eines Unternehmens aus der Sicht eines Portfolio-Managers/Analysten, S. 432.
156) Vgl. Leise, Sonja (2004): How Behavioral Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, S. 27.

Die IR-Zielsetzung muss insofern erweitert werden, als eine Vielzahl von Aktionären, die nur die „Kaufe-und-halte-Strategie" verfolgt, ohne Hauptversammlungen zu besuchen, oder sich bei Abstimmungen passiv verhält, nicht im Interesse des Unternehmens und vor allem seines Managements liegt. „Aktionärstreue" bedeutet daher als IR-Ziel das Festhalten an der Aktie und Mittragen der langfristigen unternehmerischen Entscheidungen des Managements, was sich auch in HV-Abstimmungen niederschlägt.
Derartige Strukturen treten naturgemäß bei Aktiengesellschaften auf, deren Kapital- oder Stimmenmehrheit bei den Gründungsgesellschaftern liegen. Als Beispiele mögen die amerikanische Holding Berkshire Hathaway, die schweizerische Roche AG, das schwedische Konglomerat Investor um die Industriellenfamilie Wallenberg oder die Porsche AG[157] genügen. Die Aktionäre dieser Gesellschaften lassen sich nicht von kurzfristigen Börsenschwankungen lenken, sie unterstützen ihre Unternehmen selbst in schwierigen Umstrukturierungs- und Sanierungsphasen und bewilligen Investitionen, die sich erst längerfristig amortisieren. Selbst Finanzinvestoren können sich in solchen Situationen als „loyale Aktionäre auf Zeit" erweisen. Ist das Management eines Unternehmens wegen interner oder externer Widerstände nicht selbst zur Restrukturierung in der Lage, kann das durch einen Eigentümerwechsel möglich werden. In solchen Übergangs- und Wartephasen schützen Finanzinvestoren „vor Anfechtungen durch Analysten und Fondsmanager".
Bei anderen Aktionärsstrukturen ist mit der Durchsetzung kurzfristiger Rendite-Interessen zu rechnen, oder sie haben durch Verkäufe Liquiditätsbedarf abzudecken, was auf eine Reihe von institutionellen Investoren einschließlich der öffentlichen Hand zutrifft (Auffüllung von Etatlücken, Rückgabe von Fondsanteilen bei Investmentfonds, Häufung von Großschäden bei Versicherungen).
Eine loyale und stabile Aktionärsstruktur ist durch große Publikumsgesellschaften mittlerweile selten zu erreichen. Sieben DAX-Unternehmen haben inzwischen einen Streubesitz von 100 %, bei weiteren 13 Aktiengesellschaften beträgt der Freefloat 80 % oder mehr. Das Management kann sich also auf keinen schützenden Großaktionär stützen,[158] in Hauptversammlungen kann es auch für das Management zu überraschenden Entscheidungen kommen, z.B. wenn es – koordiniert oder zufällig – zu übereinstimmenden Stimmabgaben gegen den Vorschlag der Verwaltung kommt.
Unter dem Stichwort „**shareholder activism**" (aktive Wahrnehmung der Aktionärsinteressen) nehmen vornehmlich institutionelle Investoren Einfluss auf Entscheidungen des Unternehmens. Dies kann konkret bei der Hauptversammlung durch Redebeiträge oder durch die Stimmabgabe, in Gesprächen direkt mit dem Vorstand sowie über die Presse erfolgen. Vertreter des „Shareholder Activism" treffen ihre Auswahl nach der Zufriedenheit mit der Unternehmensführung bzw. der wirtschaftlichen Situation. Sie ist aber auch zum Teil von ihrer Anlagephilosophie vorherbestimmt. In angelsächsischen Ländern ist die aktive Einflussnahme generell schon weiter verbreitet als in Deutschland. Beispielsweise ist der Pensionsfonds der kalifornischen Staatsangestellten, Calpers, für sein öffentliches Auftreten in Hauptversammlungen[159] und die Ausübung von Druck auf das Management[160] bekannt, was in vielen Fällen zu Kursverbesserungen geführt hat.[161]
In Deutschland ist die Aktionärs-Präsenz auf den Hauptversammlungen vergleichsweise niedrig, so dass von einer geringeren Einflussnahme auszugehen ist. Allenfalls Publikumsfonds üben auf der Hauptversammlung öffentlichen Druck aus, um den verantwortungsvollen Umgang mit den ihnen anvertrauten Mitteln zu dokumentieren.[162] Die dargestellte öffentliche Einflussnahme sagt jedoch nichts darüber aus, ob und wie stark hinter verschlossenen Türen Druck ausgeübt wird. In Hauptversammlungen sind allerdings kritische Redebeiträge einzelner Klein- und Belegschaftsaktionäre sowie engagierter Aktionärsschutzverbände häufiger zu beobachten.
Die Internationalisierung des Aktionärskreises und der Aktienmärkte lässt den Rückschluss zu, dass dieses Phänomen auch auf deutsche Aktiengesellschaften zukommt. Die zunehmende Verbreitung von internationalen Investoren, insbesondere Private Equity-Fonds (private Beteiligungsfirmen), wird diesen Trend verstärken. Deren Loyalität gilt ihren eigenen Kapitalgebern, meist angloamerikanischen Pensionskassen und Stiftungen,[163] die eine hohe Rendite erwarten. Sie verwalten derart hohe Beträge, dass der früher übliche Verkauf der Aktien als Missfallensäußerung gegenüber dem Management den Kurs fallen ließe, also nicht im eigenen Interesse wäre. Folglich werden sie Einfluss auf das Management suchen, um eine höhere Performance zu erreichen.
Der aufkeimende „shareholder-activism" und die zunehmende Emanzipation der Aktionäre erfordern ein neues Verständnis von Aktionärsloyalität. Allenfalls mag derzeit noch eine gewisse labile Stabilität eintreten, wenn eine Vielzahl von Aktionären „Verluste aussitzt" und wartet, bis der Einstiegskurs als Anker wieder erreicht worden ist. Ziel von IR sollte sein, ein derart lethargisches in ein loyales Aktionärsverhalten zu verwandeln und Aktionäre an das Unternehmen zu binden. Das mag bei Privatanlegern noch eher gelingen als bei institutionellen Investoren. Ähnlich dem Gütermarketing setzt Aktionärsloyalität auch Emittentenloyalität voraus. Verhält sich das Unternehmen generell aktionärsfreundlich, so kann es sich auch Aktionärsloyalität erhoffen.[164] Sonst ist bei den ersten „Gewinnen" nach einer Verlustphase, d.h. Kursen über dem Einstiegspreis, mit Verkäufen zu rechnen.

3.1.4 Schutz vor feindlichen Übernahmen

Aktionärsstabilität und -loyalität werden bei Firmenübernahmen besonders auf die Probe gestellt. Aus Sicht des Managements stellt eine feindliche Übernahme immer eine Gefahr dar, die es zunächst einmal mit nahezu allen Mitteln abzuwenden gilt, da die Eigenständigkeit von Unternehmen und Unternehmensleitung gefährdet ist. Häufig dürften, ohne dass dies ausgesprochen würde, darüber hinaus auch eigene Interessen des Managements wie Status und Einkommen für die Ablehnung maßgeblich sein.
In der jüngeren Vergangenheit sind vermehrt Private Equity-Firmen als Finanzinvestoren aufgetreten. In der Öffentlichkeit werden sie in der Regel als „Raider" oder auch „Heuschrecken" wahrgenommen. Das beruht auf einem zu beobachtenden Geschäftsprinzip, unterbewertete Unternehmen zu übernehmen, nach meist erheblichen Personalentlassungen zu sanieren und ihren Kaufpreis durch erhebliche Fremdmittel zu finanzieren. Dieser Kapitaldienst für eine hohe Fremdverschuldung ist von dem Übernommenen zu bedienen. Der Finanzinvestor strebt an, die gekaufte Firma nach einiger Zeit ganz oder teilweise („filetiert") mit Gewinn wieder zu veräußern. Schneider bezeichnet diese nicht seltenen Fälle zwar als legal im Einzelfall, in der Masse aber als systemwidrig.[165] Dieses Geschäftsgebaren führt zu der verbreiteten Furcht vor feindlichen Übernahmen. Liegt der aktuelle Kurs unter dem fairen Wert, haben auch die Aktionäre einen Vorteil

157) Vgl. Hawranek, Dietmar/Mahler, Armin (2006): Spiegel-Gespräch mit Wendelin Wiedeking: „Auf welchem Stern leben wir?", S. 99.
158) Vgl. Becker, Walther (2005): Neue Investoren mischen deutsche Unternehmen auf, o. S.
159) Vgl. hbe, FAZ (2004): Fondsgesellschaften machen ihrem Ärger Luft, S. 24.
160) Vgl. Böttger, Christian (2005): Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, S. 9f.
161) Vgl. Döhle, Patricia et al. (2006): Artikel: „Es gibt tolle Firmen hier", S. 82ff.
162) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 168.
163) Vgl. Böttger, Christian (2005): Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, S. 9ff.
164) Vgl. Tunder, Ralph/Götting, Phillip (2006): Muss Loyalität eine Einbahnstraße sein?, S. 28ff.
165) Vgl. Mahler, Armin/Schneider, Uwe H. (2006): Artikel: Systematisch geschwächt, S. 101.

bei der feindlichen Übernahme. Es ist davon auszugehen, dass das aufkaufende Unternehmen das brachliegende Potenzial erkannt hat und wertsteigernd einsetzen wird. Dann sind steigende Kurse zu erwarten. IR agiert in einem Spannungsfeld zwischen Interessen der Aktionäre und des Unternehmens.[166]
Eine nur geringe Gefahr der feindlichen Übernahme besteht, wenn der Aktienkurs nicht stark unterbewertet ist und das Management selbst das Unternehmenspotenzial voll ausschöpft. Insofern ist eine zutreffende Bewertung des Unternehmens in der Nähe eines fairen Wertes der wirksamste Schutz gegen feindliche Übernahmen. Auch eine satzungsmäßige Stimmrechtsbeschränkung kann eine feindliche Übernahme erschweren.

3.1.5 Erhaltung von Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten

Unter Kapitalbeschaffung soll mit Wöhe verstanden werden „…die Bereitstellung von finanziellen Mitteln jeder Art einerseits zur Durchführung der betrieblichen Leistungserstellung und Leistungsverwertung und andererseits zur Vornahme bestimmter außerordentlicher finanztechnischer Vorgänge wie z.B. die Gründung, Kapitalerhöhung, Fusion, Umwandlung, Sanierung und Liquidation."[167]
IR in der hier dargestellten Funktion konzentriert sich darauf, die Außenfinanzierung in Form von Beteiligungsfinanzierung als Eigenfinanzierung sicherzustellen. Der Bezug zur realwirtschaftlichen Betätigung des Unternehmens ist offenkundig, Mittelbeschaffung ist für ein Unternehmen ohne wirtschaftlichen Wert, wenn es keine ertragbringende Verwendung gibt.[168] Das gilt auch für den Investor, der ohne eine angemessene Rendite keine Mittel zur Verfügung stellen wird.
Bei der Entscheidung über die Aufnahme von Eigenkapital bereits gehandelter Unternehmen wird in der Praxis vor allem der Zielverschuldungsgrad, evtl. negative Kursreaktionen sowie eine mögliche Gewinnverwässerung in Betracht gezogen.[169] Dabei ist zu beachten, dass die Höhe der Mittel, die eine Kapitalaufstockung bei hoher Volatilität großen Aktienkursschwankungen einwerben wird, unsicher ist, da die Konsortialbanken nur schwer einen Emissionskurs ermitteln können.[170] Bei einer über den aktuellen Liquiditätsbedarf hinausgehenden Beanspruchung des Kapitalmarktes, sozusagen auf Vorrat, ist aus Unternehmenssicht zu berücksichtigen, dass auch die nicht investiv genutzten Mittel dividendenberechtigt sind.[171]
Für den Aktionär besteht ebenfalls eine Planungsunsicherheit, da er sein begrenztes Anlagebudget nicht optimal ausschöpfen kann. Bei einer breiten Kursspanne in der Angebotsphase (Bookbuilding-Spanne) wird er sich an deren oberem Rand orientieren und eine Anzahl von Aktien zeichnen, die mit seiner Finanzplanung übereinstimmt. Führt der volatile Aktienkurs zu einem Ausgabekurs unterhalb des Maximums, hat der Zeichner weniger Aktien erworben, als seinem Budget entspricht, und dem Unternehmen sind suboptimale Finanzmittel zugeflossen.

3.1.6 Finanzpolitische Ziele und Entscheidungstheorie

Werden die finanzpolitischen Ziele von IR nach Fundamental- und Instrumentalzielen überprüft, ist festzustellen, dass keines als Fundamentalziel anzusehen ist. Selbst die in

166) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Ziele der Investor Relations, S. 35.
167) Wöhe, Günter (1990): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 749.
168) Vgl. Wöhe, Günter (1990): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 749.
169) Vgl. Drobetz, Wolfgang et al. (2004): Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung, S. 285.
170) Vgl. Braun, Lucy (2003): Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen, S. 35f.
171) Vgl. Link, Reiner (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 179.

dem Achleitner'schen Zielsystem hoch angesiedelte, langfristig maximal faire Aktienbewertung ist an sich kein eigenständiger Wert, sofern das Unternehmen keine Kapitalerhöhung beabsichtigt. Sie wäre nur ein Instrumentalziel, um die gesamtunternehmerischen Fundamentalziele der „langfristigen Gewinnmaximierung" oder der „Steigerung des Unternehmenswerts" zu erreichen, häufig fälschlich als „Maximierung des Shareholder-Value" bezeichnet.
Unter entscheidungstheoretischen Aspekten scheitern alle finanzpolitischen Ziele von IR daran, dass sie weder der Forderung nach Operationalität, also Messbarkeit, noch der Koordinierungsgerechtigkeit, also der Delegation rein auf IR, entsprechen. Dafür ist die Möglichkeit, eigene Informationen aus dem Unternehmen heraus zu gewinnen und an den Markt zu kommunizieren, zu schwach. Die Koordinationsgerechtigkeit verbietet im Übrigen, die Realisierung der finanzpolitischen Ziele IR allein zu überlassen, da sie von dieser operativen Einheit nur zu einem geringen Teil zu beeinflussen ist.[172]

3.2 Kommunikationspolitische Ziele

Kommunikationspolitische IR-Ziele sind nicht unmittelbar mit dem Unternehmenswert und ihrer Ableitung über Börsenkurse in Verbindung zu bringen. Selbst IR-Abteilungen, die für ihre Finanzkommunikation ausgezeichnet worden sind, können hohe Aktienkurse durch Kommunikationspolitik nicht auf Dauer gewährleisten, wenn Prognosen und Risikoeinschätzungen nicht glaubwürdig realwirtschaftlich abgesichert sind.[173] Über die Aktionärsbindung können sie aber einen indirekten Einfluss auf die finanzpolitischen Ziele ausüben.

3.2.1 Schaffung von Vertrauen und Abbau von Informationsasymmetrien

In allen Darstellungen der kommunikationspolitischen IR-Ziele wird „Vertrauen" am häufigsten genannt, ohne dass der Begriff definiert oder gesagt würde, wem vertraut werden soll, dem Unternehmen, dem operativen Bereich IR oder seinen Mitarbeitern, dem Management, der Aktie oder dem Kapitalmarkt insgesamt.[174]
Einen ersten Anhalt kann die Etymologie bieten, wonach „trauen" bedeutet: keine Vorbehalte, kein Misstrauen haben, Glauben schenken, zutrauen. Die Ausgangsbedeutung ist „fest, treu" (in seinem Verhalten, seiner Meinung) sein.[175] Das Gegenteil von Vertrauen ist Misstrauen. Wird also nach der Zielbestimmung von Vertrauen gefragt, so dient es in unsicheren Situationen zur „Reduktion sozialer Komplexität". Vertrauen bedarf immer einer Vertrauensgrundlage, also des Wissens (Information), und ist mehr als nur Glaube oder Hoffnung. Die Vertrauensgrundlage kann in gemachten Erfahrungen liegen (Vertrauensgut), aber auch von Institutionen und Personen hergeleitet werden, denen man selbst vertraut.
Jede Kommunikationssituation benötigt eine eigene Vertrauenssituation, so dass Vertrauen auf zwei Ebenen, nämlich zum Geschäft des Unternehmens selbst und dessen Kommunikation vorhanden sein muss.[176] Glaubwürdigkeit ist gleichermaßen auf der Mesoebene des Unternehmens wie auch auf der Mikroebene der Mitarbeiter von IR gefordert, es

172) Vgl. Pulham, Susan (2003): Ziele der IR: Kritische Bestandsaufnahme und neue Ansätze, S. 20.
173) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Ziele der Investor Relations, S. 30.
174) Vgl. Pulham, Susan (2003): Ziele der IR: Kritische Bestandsaufnahme und neue Ansätze S. 11.
175) Vgl. Pfeifer, Wolfgang (1989): Etymologisches Wörterbuch des Deutschen, Artikel: „trauen", S. 1831.
176) Vgl. Keller, Rudi (2006): Unternehmenskommunikation und Vertrauen, S. 15.

wird also institutionelles und personales Vertrauen gefordert, soweit kollektives Vertrauen überhaupt möglich ist.[177] Vertrauen meint ein „Sich-Verlassen-Können" auf das Vorhandensein von Kompetenz (Wissen, Können) und die Wahrung von Fairness (Offenheit, Chancengleichheit).[178] Das kann sich naturgemäß nur auf Informationen, nicht auf Aktien beziehen. Daraus folgt für die Individualebene, dass IR die Macht haben muss, jederzeit auf die Informationsressourcen des Unternehmens und auf das Management zurückzugreifen.
Idealtypisch ist der Informationsaustausch zwischen IR und Informations- und Finanzintermediären auf eine längerfristige Beziehung[179] und auf eine arbeitsteilige Leistungserstellung[180] ausgerichtet. Damit sind Anklänge an wechselseitige Dienstleistungen vorhanden. Der jeweilige Kommunikationspartner wird als externer Dritter benötigt, um die Dienstleistung (Analyse) erstellen zu können. IR stellt Informationen über das Unternehmen zur Verfügung, die von der Finanzgemeinde verwertet werden. Umgekehrt fließen Informationen und Einschätzungen zu IR und an die Unternehmensleitung.
IR-Informationen haben den Charakter von Vertrauensgütern, was die positive oder negative Bedeutung von Kompetenz und Image,[181] die IR-Mitarbeitern zugesprochen werden, im Dienstleistungsmarketing erklärt. Sie kommen insbesondere zur Geltung bei der in der Finanzgemeinde so wichtigen „Mund-zu-Mund-Kommunikation". Aus wiederholter Nutzung entstehen Vertrauen und Reputation. Daher können die Regeln des Beziehungsmarketings angewandt werden.[182] Auch hier ist Vertrauen die Grundvoraussetzung jeder dauerhaften Beziehung.[183] Der Aufbau eines Vertrauensverhältnisses bedarf einer kontinuierlichen IR-Arbeit. Von Rosen fordert daher zutreffend, dass es das Ziel von IR sein muss, „so großes Vertrauen des Anlegers zu erreichen, dass er auch in schlechten Zeiten von seinem Unternehmen überzeugt bleiben kann."[184] Der Investor muss dem Unternehmen vertrauen, dass es ihn zeitgerecht mit allen relevanten Informationen versorgt und ihm keine unangenehmen Informationen vorenthält.
Der Abbau von Informationsdefiziten ist die Grundlage für eine faire Aktienkursbewertung. IR wird sich daher bemühen, möglichst umfassende Informationen und damit Wissen über das Unternehmen an die Finanzgemeinde zu übermitteln. Das ist eine der Voraussetzungen, dass der Kapitalmarkt nur noch eingeschränkt opportunistisches Verhalten auf Unternehmensseite einkalkuliert. Bei dem komplexen Informationsgewinnungsprozess kann IR selbst nicht immer mit korrekten Informationen aus dem eigenen Unternehmen rechnen. Von IR ist aber zu fordern, dass Informationen nach bestem Wissen und Gewissen, d.h. „ehrlich", weitergegeben werden.[185] Für den Erfolg der Signalling- und Screening-Verfahren ist die Glaubwürdigkeit der übermittelten Botschaften entscheidend,[186] was wiederum zeigt, wie eng finanz- und kommunikationspolitische Ziele insgesamt miteinander verzahnt sind.

3.2.2 Erhöhung des Bekanntheitsgrades

Auf den Kapitalmärkten herrscht scharfer Wettbewerb um die für Anlagen zur Verfügung stehenden Mittel der Investoren. Auch Informationsintermediäre wie Analysten und Journalisten werden mit Informationen überflutet. Sie müssen auswählen, welche Unternehmen

177) Vgl. Grüninger, Stephan (2001): Vertrauensmanagement. Kooperation, Moral und Governance, S. 86f.
178) Vgl. Wiedemann, Peter M. (2000): Risikokommunikation für Unternehmen, o. S.
179) Vgl. Weiber, Rolf (1996): Was ist Marketing?, S. 65.
180) Vgl. Picot, Arnold/Schuller, Susanne (2001): Vertragstheoretische Interpretation des Risk-Management, S. 238.
181) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 1164f.
182) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 61ff.
183) Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 26.
184) Von Rosen, Rüdiger (2001): Die Informationspolitik muss überzeugen, S. B 1.
185) Vgl. Hauser, Mark Jason (2003): Möglichkeiten, Risiken und Grenzen der IR, S. 44.
186) Grüninger, Stephan (2001): Vertrauensmanagement. Kooperation, Moral und Governance, S. 55.

sie beobachten („covern") wollen. Erste Voraussetzung, Interesse zu gewinnen, ist daher zunächst, überhaupt wahrgenommen zu werden, also bekannt zu sein. Dabei beschränken sich Unternehmen gelegentlich nicht nur auf die traditionellen Instrumente der Finanzkommunikation, sondern nutzen auch vielfältige andere Formen, so z.B. Sport-, Kunst- und Kultursponsoring.
An den Kapitalmärkten lässt sich erkennen, dass sich der Bekanntheitseffekt der Unternehmen in den Depots niederschlägt. Dieser sog. Bottom-up-Ansatz (kaufen, was man kennt) führt zu undiversifizierten Portfoliostrukturen.[187] Wegen der hohen wirtschaftlichen Bedeutung der Automobilindustrie (Export. Beschäftigtenzahlen) in Deutschland wird in den Medien häufig über sie berichtet. Automobilwerte und die Deutsche Telekom AG sind folglich z.B. in deutschen Depots gegenüber dem DAX und besonders gegenüber Weltindices überrepräsentiert, Investoren halten also den Grundsatz der Risikostreuung (Diversifikation) nicht ein.
Die mit aufwendigen Werbekampagnen vorbereiteten Börsengänge der Deutsche Telekom AG bis zur Kreierung der „T-Aktie" oder der „Aktie Gelb" der Deutsche Post World Net AG als eigene Marken haben zu einem noch höheren Anteil dieser Gesellschaften in den Depots geführt. Bei beiden Aktien liegt der Depotanteil bei Privatanlegern um einen Faktor von rund 10 über der Gewichtung in den allgemeinen Aktienindices.[188]

3.2.3 Imageverbesserung

Bekanntheit und Beliebtheit sind Bestandteile des Images, ein Begriff, der mit „Einstellungen" weitgehend synonym gebraucht wird. Einstellungen sind auf Objekte, also auf die Aktie bzw. das Unternehmen gerichtet. Sie werden definiert als „innere Bereitschaft (Prädispositionen) eines Individuums, auf bestimmte Stimuli der Umwelt konsistent positiv oder negativ zu reagieren".[189] Das Image ist die aggregierte und subjektive Form aller Einstellungen,[190] sie entstehen durch Lernprozesse, die das Individuum in der Vergangenheit durchlaufen hat, und überdauern im Gegensatz zu kurzfristigen Denkeinstellungen längere Zeiträume.[191]
Große Unternehmen können als „Basisinvestment", „Blue Chips" als führende, sehr ertragsstarke und solide Werte erachtet werden.[192] Unabhängig von der Größe (Marktkapitalisierung) werden sie vom Markt z.B. als innovativ, aggressiv im Markt auftretend oder „langweilig" eingestuft. Unternehmen können aber auch als verschlossen und undurchsichtig wahrgenommen werden, ein Attribut, das häufig Konglomeraten zugeschrieben wird. Aktien können „markteng" sein, wenn sie nur wenig gehandelt werden, oder „schwer", wenn ihr Nennwert sehr hoch ist.
Image setzt zunächst einmal hohe Bekanntheit voraus. Erst darauf lässt sich Ansehen oder auch eine „Unternehmensmarke" (Corporate Brand) aufbauen, welche positive Auswirkungen sowohl auf Mitarbeiter als auch auf aktuelle und potenzielle Investoren hat.[193] Somit wird den Beteiligten eine Identifikation mit einer starken Unternehmens-Marke ermöglicht, was die Stakeholder zu einem langfristigen Engagement veranlassen soll. Zusätzlich wirkt sich ein positives Image auf den Absatz der Produkte aus, was die

187) Vgl. Rometsch, Paul (2000): Strategische Alternativen für das Provisionsgeschäft von Kreditinstituten, S. 11.
188) Vgl. Eckert, Daniel (2006): Analystenempfehlungen bringen Anlegern kaum Mehrwert, S. 17.
189) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 118.
190) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 193.
191) Vgl. Mummendey, Hans Dieter (1979): Begriff und Messung von Einstellungen, S. 199.
192) Vgl. Meier-Pfister, Martin/Thommen, Andreas S. (2002): Erfolgsfaktor Investor Relations? Finanzglossar, Stichwort „Blue Chips", S. 228.
193) Vgl. Prengel, Melanie (2003): Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Index auf die Investor Relations Arbeit, S. 17.

Dominanz der Imagekampagnen in der Unterhaltungselektronik verdeutlicht.[194] „Premium Produkte“ werden oftmals mit einem „Premium Investment“ gleichgesetzt.[195]
Nach Umfrageergebnissen[196] wird das Unternehmensimage zu zwei Dritteln durch die Person des Vorstandsvorsitzenden bestimmt. Er wird als Garant für Strategie und Glaubwürdigkeit gesehen, die er nur gewinnt, wenn er auch ungünstige Nachrichten nicht verheimlicht (hidden information). Seine Aufgabe ist es darüber hinaus, eine Zukunftsvision mindestens für die nächsten Jahre zu vermitteln. An zweiter Stelle steht der Finanzvorstand, in manchen Unternehmen gefolgt von Führungskräften operativer Einheiten, mit denen Analysten verstärkt direkt Kontakt aufnehmen.

3.2.4 Kommunikationspolitische Ziele und Entscheidungstheorie

Bei den kommunikationspolitischen Zielen wird ebenfalls deutlich, dass diese für sich genommen keinen eigenständigen Wert darstellen, sondern lediglich höherrangige Ziele fördern.[197] Insgesamt erscheinen die Zieldefinitionen von IR, wie sie in Wissenschaft und Praxis formuliert wurden, immer noch recht vage. Bei strenger Anwendung der Kriterien der Entscheidungstheorie[198] bleibt keines der genannten Ziele als eigenständiges IR-Ziel übrig. Dies führt dazu, dass IR im Unternehmen häufig keinen eindeutig definierten Stellenwert besitzt. Selbst die Aufschlüsselung der Erfolgsfaktoren, an denen IR beteiligt ist, fällt schwer. Daher erweist sich der Erfolg von IR qualitativ und quantitativ als kaum messbar, da stets das ganze Unternehmen Einfluss auf die Arbeit von IR hat.[199] Dennoch sollte den operativen Zielen wie beispielsweise der Ansprache von institutionellen Investoren oder der planmäßigen Erhöhung der Analystenbetreuung Beachtung geschenkt werden. Modelle zur Erfolgsmessung sollten entwickelt werden, die es ermöglichen, ein überprüfbares Zielsystem einzusetzen, das sich auch an dem Kriterium der Koordinationsgerechtigkeit messen lassen kann. Kriterien und Ansätze hat jüngst Ridder formuliert, indem er die Qualitätswahrnehmung von IR im Kapitalmarkt erfasst.[200]
Dagegen ist die Informationsversorgung der „Kunden“, der aktuellen und potenziellen Investoren sowie der Informationsintermediäre, als eigenständige, eher mess- und bewertbare IR-Leistung zu betrachten. Die für Dienstleistungen typische Beteiligung Dritter besteht in dem von Ridder herausgearbeiteten Kreislauf von Informationsaussendung durch IR an die Finanzgemeinde als Empfänger und deren Feedback an IR bzw. weiter an das Management.[201] Es wird daher im Folgenden zwischen operativer IR als Dienstleistung der Arbeitseinheit IR gegenüber den Mitgliedern der Finanzgemeinde einerseits und Investor Marketing als Funktion des gesamten Unternehmens andererseits unterschieden.

3.3 Kodifizierung der Kommunikationsgrundsätze

Kommunikationsgrundsätze regeln den Umgang des Unternehmens mit der Finanzgemeinde und dienen dem Anlegerschutz. Teilweise sind sie in gesetzliche Vorschriften gefasst; nach dem Zusammenbruch des Neuen Marktes und Bilanzskandalen in USA hat der Gesetzgeber seine Anforderungen verschärft, während er in den Vorjahren bei den

194) Vgl. Braun, Lucy (2003): Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen, S. 37.
195) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Ziele der Investor Relations, S. 34.
196) Vgl. Simon, Hermann et al. (2002): Investor Marketing, S. 12.
197) Vgl. Pulham, Susan (2003): Ziele der IR: Kritische Bestandsaufnahme und neue Ansätze, S. 20.
198) Vgl. Bamberg, Günther/Coenenberg, Adolf (1996): Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, S. 28ff.
199) Vgl. PwC Deutsche Revision (2001): Investor Relations und Shareholder Value am Neuen Markt, S. 14.
200) Vgl. Ridder, Christopher (2006): IR-Qualität: Determinanten und Wirkungen, S. 239ff.
201) Vgl. Ridder, Christopher (2006): IR-Qualität: Determinanten und Wirkungen, S. 39 und 49.

beiden Finanzmarktförderungsgesetzen mit ihren Transparenzvorschriften und Verboten des Insiderhandels selbst nach Wahrnehmungen in der Finanzgemeinde noch weitgehend auf Fairness und Funktionsfähigkeit von Märkten gesetzt hatte.[202]
Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz von 2004[203] verschärfte die Anforderungen an die Veröffentlichung von Ad-hoc-Nachrichten, die Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung regelte den Umgang mit Insiderinformationen. Seit dem Geschäftsjahr 2006 müssen nach dem Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz[204] alle börsennotierten Unternehmen die individualisierten Gehälter ihrer Vorstände offenlegen, es sei denn, 75 % der auf der Hauptversammlung vertretenen Stimmrechte werden gegen diese Transparenz (sog. Opting-Out-Regelung) eingesetzt, wovon einige deutsche Unternehmen mit Unterstützung von Großaktionären Gebrauch machen.[205]
Gerade die langwierige und wegen der Ausnahmeregelung unbefriedigende Vergütungsoffenlegung verdeutlicht die Prinzipal-Agenten-Problematik zwischen Aktionären und Management. Eigentümer können eine Unternehmensleitung aber nur kontrollieren, wenn sie wenigstens die Struktur der Vergütung, nicht unbedingt deren absolute Höhe, kennen. Nur so lässt sich ein Anreizsystem (Aktienoptionsprogramm) für das Management und Entscheidungen, die möglicherweise darauf beruhen, beurteilen.
Die in den letzten Jahren stark diskutierte Corporate Governance strebt an, diese Gegensätze zwischen Management und Eigentümern wenigstens zu mildern, wenn sie schon nicht völlig aufgehoben werden können. Corporate Governance kann mit Unternehmensleitung und -kontrolle übersetzt werden. Verbreitet ist der Shareholder-Ansatz, der neben Eigenkapital- auch Fremdkapitalgeber umfassen kann. Gelegentlich werden noch sonstige Anspruchsgruppen wie Mitarbeiter und Kunden einbezogen (Stakeholderansatz).[206]
In Deutschland sind einige Regelungen über Aktionäre und Hauptversammlung, über den Aufgabenbereich des Vorstandes und des Aufsichtsrats, deren Zusammenwirken sowie Anforderungen an Transparenz und die Rechnungslegung und -prüfung in den Deutschen Corporate Governance Kodex aufgenommen worden.[207] Nach § 161 AktG haben Vorstand und Aufsichtsrat eine Entsprechenserklärung abzugeben, ob sie dem Kodex entsprochen haben. Sehr viel detailreicher sind die „OECD Principles on Corporate Governance” aus dem Jahre 2004. Sie empfehlen etwa, dass die Hauptversammlung über Aktienoptionsprogramme beschließt und Pensionsfonds und Kapitalsammelstellen als Treuhänder der von ihnen verwalteten Mittel über ihr Stimmverhalten Aufschluss geben.[208]
Die Europäische Union hat in ihrer Richtlinie 46/2006 neue Publizitätserfordernisse erhoben, die bis 2008 in nationales Recht umzusetzen sind. Danach sind außerbilanzielle Geschäfte und Transaktionen mit nahestehenden Personen offenzulegen, die Organmitglieder werden kollektiv für die Aufstellung der konsolidierten Abschlüsse und des konsolidierten Lageberichts verpflichtet und haftbar gemacht. Die Unternehmenskodices, nach denen das Unternehmen vorgeht, sind darzustellen, nicht aus der Bilanz ersichtliche Risiken sind zu erläutern, um dem Investor einen kompletten Einblick in die Vermögensverhältnisse des Unternehmens zu ermöglichen.[209] Damit wird eine Publizität gefordert, die weit über die deutsche Entsprechungserklärung hinausgeht.[210]

202) Vgl. Sturany, Klaus (2005): Investor Relations zwischen Kapitalmarktwirklichkeit und -regulierung, S. 4.
203) Vgl. BGBl. Teil I Nr. 56 vom 29. Oktober 2004, S. 2630ff.
204) Vgl. BGBl. Teil I Nr. 47 vom 3. August 2005, S. 2267f.
205) Vgl. Hocker, Ulrich et al. (2005): DSW-Studie zur Vorstandsvergütung, S. 1.
206) Vgl. Prengel, Melanie (2003): Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, S. 22.
207) Vgl. Regierungskommission (2006): Deutscher Corporate Governance Kodex, Ziff. 1-7.
208) OECD (2004): Principles of Corporate Governance, S. 18 und 37.
209) Vgl. Amtsblatt der Europäischen Union vom 16.8.2006, L 224/1, S. 1-7.
210) Vgl. Lentfer, Thies/Weber, Stefan C. (2006): Das Corporate Governance Statement als neues Publizitätsinstrument, S. 2357.

Einige deutsche Unternehmen haben sich auf diese erhöhten Anforderungen insofern bereits eingestellt, als sie eigene Verhaltenskodices aufgestellt und Compliance-Systeme eingerichtet haben. Diese sind Bestandteil der Corporate Governance und sollen überwachen, dass gesetzliche Bestimmungen und eigene Standards eingehalten werden. Einige amerikanische Unternehmen erfüllen diese Anforderungen schon, so dass damit zu rechnen ist, dass sie auch in Deutschland eingeführt und von amerikanischen Investoren eingefordert werden.[211]
Sehr ins Einzelne gehende inhaltliche Regelungen für eine freiwillige vertrauensbildende Kommunikationspolitik hat der Berufsverband der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management erarbeitet. Seine rechtlich nicht verbindlichen Empfehlungen lassen sich als Zielgruppen-Orientierung, Transparenz und Kontinuität unter dem Begriff Glaubwürdigkeit zusammenfassen und sind in nachfolgender Abbildung dargestellt:

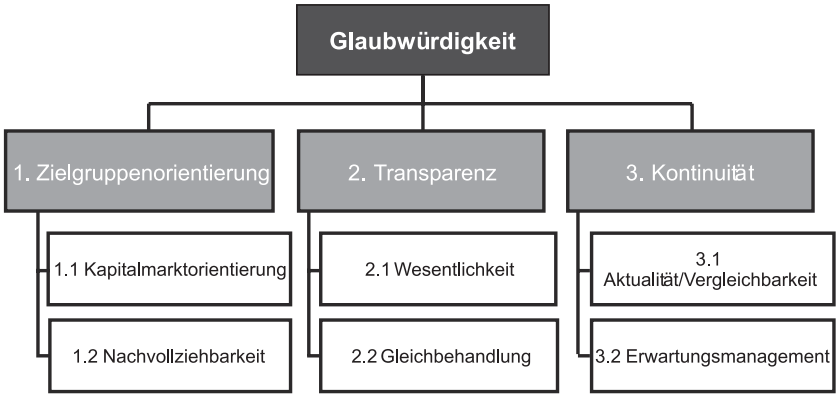


Abbildung 4: *Struktur der Kommunikationsgrundsätze nach DVFA*[212]

Das Erfordernis der Gleichbehandlung aller Kapitalmarktteilnehmer[213] stellt besonders hohe Anforderungen an IR. Es beinhaltet, dass allen Mitgliedern der Finanzgemeinde zwar nicht zwingend inhaltlich identische, aber doch gleichwertige Informationen zur Verfügung gestellt werden. Das setzt voraus, dass zwischen Management, IR und Presse- oder Unternehmenskommunikation eine einheitliche Sprachregelung getroffen wird und Informationen nicht selektiv versandt werden.[214] Transparenz findet aber eine natürliche Grenze, wenn Geschäftsgeheimnisse verletzt werden können oder Konkurrenzfirmen Vorteile aus der Publizität ziehen könnten.

3.4 „Relationale Verträge" als weitere Basis für IR

Die Betonung moralischer Kategorien wie Glaubwürdigkeit und Vertrauen wirft die Frage auf, wie derartige Empfehlungen außer durch staatliche Regulierung mit ihren Sanktionen gegen regelwidriges Verhalten durchgesetzt werden können.

211) Vgl. Wolf, Klaus (2006): Corporate Compliance – ein neues Schlagwort? Ansatzpunkte zur Umsetzung der Compliance in der Finanzberichterstattung, S. 1995 und 2000.
212) Quelle: DVFA (2006): DVFA-Grundsätze für Effektive Finanzkommunikation, S. 4.
213) Vgl. Regierungskommission (2006): Deutscher Corporate Governance Kodex, Ziff. 6.3.
214) Vgl. DVFA (2006): DVFA-Grundsätze für Effektive Finanzkommunikation, S. 6ff.

Die Reputation als Signal an den Kapitalmarkt kann sich auf das Unternehmen als Ganzes, aber auch auf IR als Arbeitseinheit oder einzelne Mitarbeiter beziehen. Mit „Reputation" ist das Sozialkapital mit seinen Tugenden Wahrheitsliebe, Pflichtbewusstsein und Rücksichtnahme (Fukuyama)[215] oder der gute Ruf eines Unternehmens gemeint.[216] Reputation beinhaltet Verlässlichkeit der Informationen und reduziert die wahrgenommene Unsicherheit der Kapitalmarktteilnehmer.
Der Kapitalmarkt ist geprägt durch das Zusammenspiel zahlreicher Marktteilnehmer, neben den Investoren und Unternehmen auch Informations- und Finanzintermediäre, die als informelle Institutionen bezeichnet werden können.[217] In der Neuen Institutionenökonomie werden derartige Beziehungen multilaterale relationale Verträge genannt, selbst wenn nur lockere Austauschbeziehungen, also keine Verträge im juristischen Sinn, bestehen. Ihre Durchsetzungskraft beruht auf einer gemeinsamen Wertebasis gegenseitigen Vertrauens, sie werden als sich selbst durchsetzende Verträge bezeichnet. Selbstdurchsetzend sind diese Verbindungen, weil ein unehrliches Geschäftsgebaren auf Dauer teurer ist als langfristiges Festhalten an sogar ungeschriebenen Regeln der Finanzgemeinde. Gauly, Leiter der Abteilung IR bei der Altana AG, meint dasselbe, wenn er formuliert: „Ethik ist gut fürs Geschäft."[218] Insofern ist Verlässlichkeit die einträglichste Strategie.[219] IR zielt idealtypisch auf eine hohe Reputationskonstanz.[220] Von ihr ausgehende Informations- und Kommunikationsbemühungen sollen auch in schlechten Zeiten von gleich bleibend hoher Qualität sein und damit die Erwartung der Finanzgemeinde an ihre Glaubwürdigkeit erfüllen.[221] Das bringt Vorteile für alle Beteiligten: Die Finanzgemeinde vermeidet Transaktionskosten in Form von Such- und Überwachungskosten. Das erhöht die Bereitschaft, Aktien eines Unternehmens zu kaufen oder zu betreuen („covern"). Bei Mitarbeitern von IR werden Glaubwürdigkeit und Qualität zu entscheidenden Merkmalen bei der begehrten Ranking-Vergabe für IR-Teams durch die Finanzpresse, wie dem mehrfach ausgezeichneten IR-Team von Nokia AG ausdrücklich auch für schlechte Zeiten bestätigt wurde.[222] Fehlverhalten wird mit dem Verlust beruflicher Reputation geahndet. Insofern können Verhaltensrisiken wirksam eingedämmt werden, weil jeder Akteur die Folgen seines Regelbruchs tragen muss,[223] was wirksamer als strafrechtliche Sanktionen sein kann.

215) Vgl. Fukuyama, Francis (2000): Der große Aufbruch, Wie unsere Gesellschaft eine neue Ordnung erfindet, S. 33.
216) Vgl. Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G. (1999): Neue Institutionenökonomik, S. 521.
217) Vgl. Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G. (1999): Neue Institutionenökonomik, S. 513.
218) Gauly, Thomas (2004): Warum Ethik kein Luxus ist, S. 20.
219) Vgl. Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G. (1999): Neue Institutionenökonomik, S. 261.
220) Vgl. Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G. (1999): Neue Institutionenökonomik, S. 257 und 521.
221) Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G. (1999): Neue Institutionenökonomik, S. 521.
222) Vgl. Capital MS&L (2002): Achieving Best in Class for IR, S. 10.
223) Vgl. Picot, Arnold/Schuller, Susanne (2001): Vertragstheoretische Interpretation des Risk-Managements, S. 245.

4 Investor Marketing

Die bisherige Untersuchung hat ergeben, dass weder die finanz- noch die kommunikationspolitischen Ziele als Fundamentalziele angesehen werden können und von IR als operativer Abteilung nicht erreichbar sind. Das legt nahe zu hinterfragen, ob das Oberziel der „Steigerung des Unternehmenswertes" mit einem allgemeinen Marketingansatz zu erreichen ist. Prämisse ist, dass Kapitalmärkte überhaupt durch Marketingmaßnahmen beeinflusst werden können.
Marketing wurde in den bisherigen Definitionen hauptsächlich als Unternehmensfunktion, meist absatz- und kundenorientiert, definiert.[224] Eine weiter gehende Interpretation von Marketing kommt bei der American Marketing Association zum Ausdruck:
„Marketing is an organizational function and a set of processes for creating, communicating and delivering value to customers and for managing customer relationships in ways that benefit the organization and its stakeholders."[225]
Dieser Marketingbegriff geht von einem Austauschprozess zur Bedürfnisbefriedigung zwischen zwei Partnern aus, der innerbetrieblich geplant und koordiniert wird.[226] In der Finanzkommunikation kann sich diese Beziehung zwischen Unternehmen und Mitgliedern der Finanzgemeinde als Austausch von Informationen (ideas and services), aber auch die Vermarktung der Aktien (goods) des Unternehmens beziehen, sie beschreibt mithin das aktuelle Verständnis und Tätigkeitsfeld von IR schon recht präzise.
Backhaus hat den Begriff eines **integrativen Marketingkonzepts** geprägt, das auf eine funktionsübergreifende Perspektive hinausläuft. Er versteht darunter als Aufgabe des Marketing:
„…die Funktionen eines Unternehmens produktspezifisch auf die (Absatz-) Markterfordernisse auszurichten, um auf diese Weise im Wahrnehmungsfeld der Nachfrager besser als die relevanten Konkurrenzangebote beurteilt zu werden, mit anderen Worten, um über komparative Konkurrenzvorteile zu … verfügen … . Marketing kommt im so verstandenen Sinne eine Koordinierungsaufgabe zu. Es geht um die produktspezifische Koordination von Unternehmensfunktionen (z.B. Beschaffung, … Finanzierung) im Hinblick auf die Erfordernisse des (Absatz-) Marktes … ."[227]
Dieses Konzept bezeichnet er als „integrativ", da bei allen Funktionen des Unternehmens, die am Wertschöpfungsprozess teilnehmen, Quellen für komparative Kostenvorteile liegen können. Marketing ist somit mehr als der Einsatz der klassischen Absatzinstrumentarien zur Leistungsverwertung.[228]

4.1 Definition und Zielsetzung von Investor Marketing

In Praxis und Literatur tauchen Termini wie Investoren-Marketing, Aktienmarketing, Kapitalmarkt- oder Börsenmarketing auf, die mit Financial Communication oder Fi-

224) Vgl. Übersicht bei Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 6.
225) American Marketing Association (2004): AMA Adopts New Definition of Marketing, o. S.
226) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 9.
227) Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 7.
228) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 7.

nanzkommunikation weitgehend gleichgesetzt werden.[229] Selbst „Investoren-Targeting" wird gelegentlich in diesem umfassenden Sinn gebraucht, wenn Siersleben eine möglichst ausgewogene Aktionärsstruktur, die auch die Geschäftstätigkeit des Unternehmens, seine Anteilseigner und seine Ausrichtung wiedergibt, erreichen will.[230] Eine allgemeine Definition des Finanzmarketings umfasst nach Nieschlag

„…diejenigen Tätigkeiten des Managements, die darauf abzielen, aktuelle und potenzielle Kapitalgeber durch gezielte Anwendung marketingpolitischer Maßnahmen zu gewinnen."[231]

So sieht er IR als Teilbereich des Finanzmarketings mit der Möglichkeit, eine Beziehung zu Aktionären, Fremdkapitalgebern und Multiplikatoren aufzunehmen.

Link hat in seiner Dissertation „Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften" erstmals Finanzwissenschaft und betriebswirtschaftliches Marketing zusammengeführt. Er versteht unter Aktienmarketing

„de(n) Teil einer marktorientierten Konzeption der Unternehmensführung, bei dem zur Erreichung eines optimalen Beitrags der aktienmarktorientierten betrieblichen Tätigkeiten zu den Gesamtzielen des Unternehmens diese Aktivitäten konsequent auf die Überwindung der gegenwärtigen und zukünftigen Widerstände auf den Aktienmärkten ausgerichtet werden."[232]

Aktienmarketing ist als Begriff in den letzten Jahren wieder etwas in den Hintergrund getreten, da er zu Zeiten des neuen Marktes vornehmlich dazu eingesetzt wurde, Kurse in Schwindel erregende Höhen zu treiben und die Aktie um jeden Preis an den Aktionär zu vertreiben.[233]

Dennoch ist das Aktienmarketing weitaus mehr als das unseriöse Anheizen eines Aktienmarktes, wie es gelegentlich in letzter Zeit missverstanden wurde. Legitimes Ziel von IR ist es, dass die Aktie des eigenen Unternehmens im Anlageentscheidungsprozess des Investors bevorzugt wird.[234] Dabei geht es sowohl um das aktive Vertreiben der Aktie (Push-Faktor) als auch um die Attraktivitätssteigerung einer Aktie im Sinne von Anreiz für den Aktionär, die Aktie zu kaufen (Pull-Faktor). Um alle Ziele, die IR in Praxis und Literatur zugeschrieben werden, einzubeziehen, ist daher ein weiter gehender Marketingansatz zugrunde zu legen.

Damit wird „Investor Relations" Teil einer umfassenden Funktion „Investor Marketing", die das ganze Unternehmen beansprucht und in ein integratives Marketingkonzept i.S. von Backhaus einbezogen wird. In diesem Rahmen ist das operative IR zwar nur eine Arbeitseinheit, aber wichtigstes Instrument bei Vorbereitung und Umsetzung der Funktion „Investor Marketing" oder des nachfolgend synonym verwendeten Aktienmarketing. Nur so kann eine integrierte, ganzheitliche Unternehmenskommunikation über alle „Sender" und Kommunikationskanäle erreicht werden. Der Investor als „Kunde" steht im Mittelpunkt der neuen, umfassenderen Funktion „Investor Marketing".

Neben dieser Absatzfunktion ist aber die Beschaffungsseite (Kapitalbeschaffung und Informationen) nicht zu vernachlässigen. Der Finanzgemeinde gehören nämlich nicht nur Investoren, sondern auch Informationsintermediäre an. Investor Marketing wird ihnen Informationen und Dienstleistungen zur Verfügung stellen und Ideen austauschen, die auf der Absatz- und auf der Beschaffungsseite genutzt werden können. Diese Dienst-

229) Vgl. Simon, Hermann et al. (2002): Investor Marketing, S. 2.
230) Vgl. Siersleben, Kirsten (2004): Wir haben ein Interesse an einer global diversifizierten Aktionärsstruktur, S. 8.
231) Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 7.
232) Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 7; ebenso Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 26.
233) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Investor Relations – Begriff, Historie und Entwicklungsperspektiven, S. 5.
234) Labhart, Peter/Volkart, Rudolf (1997): Das Internet als Medium für Investor Relations, S. 2.

leistungsaufgaben wird im Wesentlichen die IR-Abteilung operativ übernehmen. Alle Ziele von Investor Marketing bilden somit ein interdependentes System, das sich wechselseitig beeinflusst. Dazu muss das Unternehmen nach den Regeln der integrierten Kommunikation vorgehen, IR ist Teil der Gesamtkommunikation.[235]

4.2 Aktie als Produkt

Marketing wurde bisher hauptsächlich auf den Gütermärkten eingesetzt, um die Produkte auf die Bedürfnisse des Kunden auszurichten und den Absatz an die Zielgruppen zu unterstützen.[236] Erst in jüngerer Vergangenheit findet in den Unternehmen ein Anwendungstransfer statt, Marketinginstrumente auch für Dienstleistungen und für die Beschaffung einzusetzen. Auf Kapitalmärkten würde damit die Beschaffungsseite i.S. der finanzpolitischen IR-Ziele – vor allem bei der Kapitalbeschaffung als kritischem Erfolgsfaktor – einbezogen.[237] Es stellt sich folglich die Frage, inwieweit der Marketing-Ansatz mit seinen bewährten Instrumenten auf das Wirtschaftsgut Aktie angewendet werden kann und welche Implikationen sich daraus für die IR-Arbeit ergeben werden.

Zunächst ist aber zu klären, ob die Aktie überhaupt als Produkt angesehen werden kann. Je nach Produkt unterscheiden sich die Marketingaktivitäten erheblich. Somit wird zunächst einmal differenziert nach der Art der Verwendung in Konsum- und Investitionsgüter. In jüngster Zeit ist das Marketing von Dienstleistungen als zusätzliche Disziplin hinzugekommen, da bei Dienstleistungen einige Besonderheiten wie die Einbeziehung des externen Faktors, also die Mithilfe des Kunden, hinzutreten.

Ein Produkt ist definitionsgemäß nicht an eine physische Basis (Aktie als papierförmiges Dokument) gebunden. Als Produkt wird nach der wertschöpfungsorientierten Definition ein Wirtschaftsgut bezeichnet, das in einem Wertschöpfungsprozess unter Verwendung von Produktionsfaktoren (Materialien oder Vorprodukte) entstanden ist.[238] Damit wäre die Aktie als Beteiligung an einem auf Märkten operierenden Unternehmen als Produkt anzusehen, mindestens bei dem ersten Börsengang oder der Ausgabe junger Aktien anlässlich einer Kapitalerhöhung.

Nach dem **funktionsspezifischen Ansatz** lässt sich das Aktienmarketing in das Beschaffungsmarketing einordnen.[239] Beschaffungsobjekte sind neben Sachgütern und Dienstleistungen nämlich auch Arbeitskräfte, Rechte, Informationen und Finanzmittel. Aus Sicht des Aktien emittierenden Unternehmens liegt eine Finanzmittelbeschaffung vor mit dem Aktionär als Kapitalgeber. Aus der Perspektive des Investors bietet das Unternehmen eine Kapital-Anlagemöglichkeit an, so dass nach dem funktionsspezifischen Ansatz Elemente des Absatzmarketings von Bedeutung sind.

Aus **produktspezifischer Sicht** erwirbt der Aktionär ein Bündel von Rechten, unter anderem die Verwaltungs- und Vermögensrechte als Verfügungsrechte i.S.d. der Neuen Institutionenökonomie. Er ist Inhaber eines quotalen Unternehmensanteils (Aktie als Bruchteil des Grundkapitals, § 1 Abs. 2 AktG).

Die **produktverwendungsspezifische Sicht** lenkt den Fokus auf die Motivation des Investors, der die Aktie als Wertpapier betrachtet und seinen Nutzen aus ihr über Kursgewinne und/oder

235) Vgl. Haas, A. (2002): One Voice Policy – IR und Medienarbeit aus einer Hand, S. 9.
236) Vgl. Thommen, Jean-Paul/Achleitner, Ann-Kristin (2003): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 118.
237) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 7; Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 1.
238) Vgl. Bruhn, Manfred/Homburg, Christian (2001): Gabler Marketing Lexikon, S. 589.
239) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in Publikumsgesellschaften, S. 18.

Dividenden oder als Unternehmensbeteiligung ziehen will. Privaten Investoren werden eher konsumtive Motive unterstellt. Institutionelle Investoren erwerben Aktien im Rahmen einer eigenen Geschäftstätigkeit, um sie wiederum selbst als Bündelprodukte in Form eines Fonds anzubieten oder um aus deren Erträgen Zahlungsverpflichtungen zu befriedigen.

4.3 Produktspezifika

Die Aktie bildet das Oberprodukt, das von allen das Unternehmen betreffenden Merkmalen abhängig ist. Der Produktkern der Aktie wird durch umhüllende Rechte und Pflichten ergänzt. Sie lassen sich teilweise nach den Präferenzen, die aus der Absatzforschung bekannt sind, ausgestalten.[240] Aus Sicht des Unternehmens erfordert Investor Marketing für die Aktie eine enge Koordinierung mit den operativen leistungswirtschaftlichen Merkmalen des Unternehmens, d.h. mit Produkten, Management und Image, sie ist also derivativ. Produktkern ist der leistungswirtschaftliche Erfolg des Unternehmens,[241] der sich früher oder später im Aktienkurs widerspiegelt. Das Produkt Aktie ist nicht die Aktienurkunde, sondern sie verkörpert das Chancen/Risiko-Profil des Unternehmens. Eine enge Koordinierung mit dem Gütermarketing ist unerlässlich.[242] Dabei soll auf Links Einteilung marketingspezifischer Eigenschaften der Aktie zurückgegriffen werden.[243]

4.3.1 Inhaber eines quotalen Unternehmensanteils

Aus Sicht des Aktionärs stellt die Aktie in der Regel mehr als nur eine Anlageform dar, da sie einen Anteil an dem Unternehmen verbrieft (§ 1 Abs. 2 AktG) und somit Rechte (§§ 58, 60 AktG Gewinnverteilung, § 131 AktG Auskunftsrecht in der Hauptversammlung) und Pflichten (§ 54 AktG Einlageverpflichtung) entstehen, die weit über das Spektrum einer Anlage mit fester Rendite (z.B. Fremdkapitaltitel) hinausgehen. Über den Aktienkurs nimmt er an Gewinn und Verlust des Unternehmens teil.
Diese Rechte werden durch die Aktie als Wertpapier verbrieft (produktspezifische Sicht). Allerdings gibt es die Rechtsform der stimmrechtslosen Vorzugsaktie, die von dem Grundsatz „jeder Aktie kommt eine Stimme zu" eine Ausnahme macht. Zum Ausgleich für den Mitbestimmungsverzicht gewährt sie gewöhnlich eine höhere Gewinnausschüttung über die sog. Vorzugsdividende. Mit Nachdruck fordern Aktionärsschützer und internationale Anleger in jüngerer Zeit die Umwandlung dieser Aktien in Anteilscheine mit vollem Stimmrecht. Der Aktionär kann als Eigentümer eines Anteilsscheins frei über Verwendung bzw. Verkauf verfügen und entsprechend der Gewichtung seines Unternehmensanteils über Abstimmungen auf der Hauptversammlung mitbestimmen (Dispositionsrecht, Aktie als Mitgliedschaftsrecht, etwa §§ 11, 12, 64 AktG). An der Entwicklung des Unternehmens ist er beteiligt, sowohl an Gewinnen über Dividenden als auch an Verlusten in Form von Kursverlusten. Seine Haftung ist auf die Höhe seiner Einlage beschränkt, so dass er lediglich mit dem in die Aktien investierten Kapital haftet (§ 1 AktG).

4.3.2 Externe und interne Restriktionen

Finanzmärkte sind außergewöhnlich regulierte Märkte, was für den Investor den Vorteil hoher Transparenz haben soll,[244] von Emittenten aber als Überregulierung empfunden

240) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 27.
241) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 41.
242) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 28.
243) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 27ff.
244) Vgl. Flämig, Michael (2005): Börsen-Zeitung: Regelt die Regulierung! Kommentar zur Überregulierung am Kapitalmarkt, o. S.

wird.[245] Das Unternehmen kann wegen der Regulierungsdichte das Produkt nur eingeschränkt entsprechend der individuellen Präferenzen der Investoren ausrichten.
Das Unternehmen als Ganzes unterliegt zahlreichen Restriktionen auf verschiedenen Ebenen (Systematisches Risiko). Ändern sich beispielsweise Kartellrecht, Außenhandelszölle oder Importbeschränkungen für bestimmte Güter, so wirkt sich das unmittelbar auf das derivative Produkt Aktie aus, dessen Chancen/Risiko-Profil abgeändert wird. Ein Beispiel aus der Telekommunikationsindustrie ist die Regulierung der Netze, die erheblichen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung und damit auf die Aktie hat. Durch Satzung oder interne Kodifizierungen kann das Unternehmen sich interne Restriktionen wie Verhaltens- oder Ehrencodices selbst auferlegen.

4.3.3 Diskreter Absatz

Die Börseneinführung von Aktien oder die Kapitalerhöhung erfolgen nicht kontinuierlich, sondern nur aperiodisch zu einem bestimmten Zeitpunkt (diskret). Beim Handel von Aktien wird zwischen Primär- und Sekundärmarkt unterschieden. Des Primärmarktes bedienen sich die Emittenten, um eine Erstemission oder eine Kapitalerhöhung zu platzieren. Lediglich dabei kann das Unternehmen den Verkaufszeitpunkt, den Vertrieb, die Gestaltung der Aktie und begrenzt auch den Preis (Emissionskurs) beeinflussen. Die am Primärmarkt erlösten Mittel fließen dem Unternehmen oder dessen Eigentümern zu. Typischerweise wird die technische Abwicklung einem Investmentbanker übertragen, der die Platzierung der Kapitalmaßnahme in einem Konsortium übernimmt.
Am Sekundärmarkt werden an der Börse bereits emittierte Aktien als quotale Unternehmensanteile zwischen Dritten ausgetauscht, ohne dass der Emittent beteiligt ist. Dem Unternehmen fließen dadurch keine neuen Mittel zu. Für den Investor wirken sich seine Käufe auf dem Primär- und Sekundärmarkt insofern unterschiedlich aus, als er bei jeder Kapitalerhöhung nach der Neuemission von seinem Bezugsrecht Gebrauch machen müsste, um seine Stimmrechte nicht zu verwässern. Der Sekundärmarkt hingegen ermöglicht ihm jederzeit, seinen Anteil am Unternehmen aufzustocken oder zu veräußern.

4.3.4 Fehlender natürlicher Marktaustritt und Alterung

Im Gütermarketing stellt die Produkteliminierung in der Regel den Endpunkt des Lebenszyklus dar.[246] Die einmal emittierte Aktie hat aber keinen natürlichen Marktaustritt, da Kapitalherabsetzungen nur selten erfolgen. Die Aktien aus verschiedenen Kapitalerhöhungen (Tranchen) unterscheiden sich nicht in ihrer Gestalt oder Wertigkeit, es findet also keine Alterung statt. Somit ist die erstmalige Kaufentscheidung eine unbefristete Kapitalüberlassung an das Unternehmen. Natürlich kann der Investor seine Aktien über den Sekundärmarkt verkaufen und somit für sich persönlich einen Marktaustritt herbeiführen, vorausgesetzt, es ist ein funktionierender Sekundärmarkt vorhanden, der Angebot und Nachfrage ausgleicht.

4.3.5 Funktionierender Sekundärmarkt

Funktionierende Börsen ermöglichen Investoren, nicht nur diskret, also beim Börsengang oder einer Kapitalerhöhung, sondern kontinuierlich Investitionsentscheidungen zu treffen und ein zeitliches Engagement einzugehen (Fristentransformation). Das Funktionieren

245) Vgl. Sturany, Klaus (2005): Investor Relations zwischen Kapitalmarktwirklichkeit und -regulierung, S. 3.
246) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 710f.

des Sekundärmarktes ist durch hohe Fungibilität, d.h. Austauschbarkeit bzw. Vertretbarkeit und hohe Handelbarkeit, gekennzeichnet.[247] Das setzt einen entsprechend hohen Streubesitz (Free Float) voraus, d.h. einen Anteil, der sich nicht dauerhaft in den Händen eines oder mehrerer Großaktionäre befindet.
Die Einflussmöglichkeiten des Unternehmens auf den Sekundärmarkt sind begrenzt. Es kann allenfalls durch die Ansprache einer breiten Aktionärsbasis mit konträren Zielen unterstützt werden, um einen Ausgleich von Käufen und Verkäufen zu gewährleisten. Das entspricht dem finanzpolitischen IR-Ziel der Steuerung der Aktionärsstruktur.

4.3.6 Unlimitierte Auftragsstellen und limitierte Auftragsorte

Als Auftragsstelle kommt jede Depotbank in Betracht. Sie nimmt Wertpapierorder entgegen und führt diese für den Kunden aus. Die Depotkunden der Konsortialführer oder deren Partner wurden bei Erstemissionen regelmäßig eher bedacht als Depotkunden von fremden Banken,[248] so dass in der Praxis nicht mehr von einer unlimitierten Anzahl von Auftragsstellen ausgegangen werden kann, was erst wieder für den Sekundärmarkt zutrifft. Die Auftragsorte sind auf Börsen beschränkt, bei denen die Aktie zum Handel eingeführt ist, so dass selbst große Unternehmen mit Mehrfachlisting nur an einigen Börsen gehandelt werden. Die Unternehmen können die Auftragsorte selbst bestimmen, wenn sie sich für den Börsenhandel festgelegten Aufnahmeregeln stellen (Listing) oder entziehen (Delisting).

4.3.7 Finanzmittelbeschaffung und Absatz einer Finanzierungsform

Ebenso wie Fremdkapitaltitel sind Aktien eine Finanzierungsform (funktionsspezifische Betrachtung) und damit Inputfaktor des betrieblichen Prozessablaufs aus Beschaffung, Leistungserstellung und Leistungsverwertung.[249] Für beide Finanzierungsformen gilt das Merkmal der Abstraktheit und Erklärungsbedürftigkeit. Über die Aktie wird dem Unternehmen durch die Bündelung vieler kleiner Beträge zeitlich unbegrenzt Kapital in Form von Geld zur Verfügung gestellt.[250] Absatz und Entgeltzahlung durch den Investor liegen vor der Leistungserstellung, wobei der Leistungsumfang noch weniger als bei Dienstleistungen eindeutig bestimmbar ist und von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens abhängt. Dafür kann kein Leistungsversprechen abgegeben werden. Ähnlich wie bei Dienstleistungen wird der Absatz einer Aktie darüber hinaus noch durch die mangelnde Lagerfähigkeit und die Simultaneität von Produktion und Verwertung gekennzeichnet. Der unbestimmte Leistungsumfang und die zeitliche Differenz zwischen Absatz und Erstellung bedingen die hohe Erklärungsbedürftigkeit sowie eine große Vertrauensempfindlichkeit von Seiten des Investors.

4.4 Ergebnis: Aktie als Produkt sui generis

Nach der Emission spiegeln Aktienkurse auf einem Sekundärmarkt (Börse) einen augenblicklichen, sich ständig ändernden Preis für einen Unternehmensanteil wider, der in vielfacher Hinsicht von Informationen über Geschäftstätigkeiten und -aussichten sowie

247) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Börse-Funktionen“, S. 128; Stichwort „Fungibilität“, S. 343.
248) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin (2002): Handbuch Investment Banking, S. 254.
249) Vgl. Wöhe, Günter (1990): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 747.
250) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Aktie“, S. 14.

deren Einschätzung durch Investoren abhängt. Insofern kann von einem Produkt, das sich in einem dauernden Produktionsprozess befindet – ähnlich wie bei einer Risikoabdeckung durch eine lang laufende Versicherung[251] – gesprochen werden. Sie sind stark erklärungsbedürftig, abstrakt und vertrauensabhängig. Damit weisen sie Ähnlichkeiten mit Dienstleistungen, z.B. im Banken- und Versicherungsbereich, auf.[252] Aktien sind somit als Produkte besonderer Art (sui generis) anzusehen.
Daher liegt es nahe, den potenziellen Aktionär nicht nur als einmaligen Kapitalgeber, sondern als Kunden zu behandeln, der gewonnen werden muss. Ein Unternehmen muss „sich also an der Börse regelrecht verkaufen, vermarkten, positionieren“.[253] Das amerikanische Unternehmen General Electric hat z.B. Ende der 80er Jahre des letzten Jahrhunderts als erstes Unternehmen Finanzmanager mit Marketingkenntnissen als „Marketingleiter für GE-Aktien“ eingesetzt mit dem Auftrag, Anleger zu besuchen und GE zu vermarkten.[254] Da der Vertrieb eines Unternehmens diese Aufgabe nicht übernimmt, wächst IR eine neue, so bisher noch selten gesehene Aufgabe zu.[255]
Damit zeichnet sich zwar eine Reihe von formalen Übereinstimmungen und Ähnlichkeiten mit Produkten und Dienstleistungen ab. Viele Erscheinungsformen der Aktie, insbesondere die Preisbildung, sind aber weiter erklärungsbedürftig. Daher soll zunächst der Produktkern der Aktie dargestellt werden, bevor auf das Absatzinstrumentarium eingegangen wird.

251) Vgl. Farny, Dieter (2000): Versicherungsbetriebslehre, S. 533.
252) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 45.
253) Vgl. Simon, Hermann et al. (2002): Investor Marketing, S. 2.
254) Vgl. Welch, Jack/Byrne John A. (2003): Was zählt, Die Autobiographie des besten Managers der Welt, S. 404.
255) Vgl. Alphéus, Ingo/Liedtke, Carsten (2002): Der Aktionär als Kunde, S. 3f.

5 Marktanalyse

Der Marketingansatz für das Produkt „Aktie“ setzt voraus, dass es einen „Markt“ für Aktien gibt. Wesentliches Merkmal eines Marktes ist seine Tauschfunktion, hier begegnen sich Angebot und Nachfrage, und es kommt zur Preisbildung. Das ist auf Kapitalmärkten grundsätzlich in Emissionsphasen einschließlich Kapitalerhöhungen der Fall, wenn mittel- und langfristiges Beteiligungskapital in Form von Eigenmitteln eingeworben wird (Börse als Primärmarkt zur Mittelbereitstellung). Der Primärmarkt ist ein Beschaffungsmarkt,[256] Kapitalgeber sind Abnehmer des Produkts Aktie.
Sind Aktien einmal emittiert, wird über den Sekundärmarkt die Fungibilitätsfunktion sichergestellt, indem im Umlauf befindliche Wertpapiere getauscht werden.[257] Bei Aktien findet ein Eigentümer-, bei Fremdkapitaltiteln ein Gläubigerwechsel statt. Der für den Markt typische Tauschprozess findet zwischen bisherigem Aktionär und einem Käufer seiner Aktie statt, ohne dass das Unternehmen unmittelbar beteiligt ist.
Das Interesse des Unternehmens liegt darin, eine negative Entwicklung der Aktie auf dem Sekundärmarkt nach Möglichkeit zu verhindern. Wird später der Emissionsmarkt (Primärmarkt) beansprucht, können hohe Volatilität und Kursverfall der Aktie unter einen maximal fairen Wert dazu führen, dass die Eigenkapitalbeschaffung erschwert wird und die Kapitalkosten steigen. Ferner hat die Börsenentwicklung eines Unternehmens eine Signalwirkung für die Bedingungen, unter denen Fremdkapital aufgenommen werden kann. Absatzpolitische Bemühungen auf dem Sekundärmarkt sind folglich auch auf ihre Auswirkungen auf die künftige Kapitalbeschaffung des Unternehmens zu sehen. Darin kommt die Prozessfunktion von IR zum Ausdruck.
Kapitalmärkte mit ihrer Vielzahl an beteiligten Investoren und der hohen Zahl täglicher Transaktionen sind als „anonyme“ Märkte zu betrachten, das Angebot ist an zahlreiche Interessenten, nicht an Einzelkunden gerichtet.[258] Das erfordert die Prüfung, ob die im Marketing bewährte Bildung von relevanten Märkten und Marktsegmenten auf Investor Marketing übertragbar ist.

5.1 Relevanter Markt und Marktsegmentierung

Ein „relevanter Markt“ lässt sich nach Meffert[259] als „Beschreibung und Abgrenzung von Märkten…, die durch Marktteilnehmer und die zwischen ihnen stattfindenden Transaktionsprozesse zu kennzeichnen sind“ zu sehen. Bisher hat sich aber weder in der Literatur noch in der Praxis eine einheitliche Begriffsbildung durchgesetzt. Eine Abgrenzung erfolgt immer nach dem Zweck der Analyse. Sie wird für den Sekundärmarkt, der im Mittelpunkt dieser Arbeit steht, anders ausfallen als für den Emissionsmarkt.[260] Lediglich für den Informationsaustausch mit der Finanzgemeinde gibt es einen fest umrissenen

256) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 81.
257) Vgl. Gabler Bank-Lexikon (2002): Stichwort „Kapitalmarkt“, S. 776.
258) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 328.
259) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 36f.
260) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 35.

Markt. Relevante Märkte müssen auch für Investor Marketing abgegrenzt werden, um die komplexen Beziehungen und Interdependenzen innerhalb der Finanzgemeinde zu analysieren und den Marketingmix entsprechend der Konkurrenzsituation einzusetzen.[261]
Eine erste grobe Unterteilung eines relevanten Marktes lässt sich treffen zwischen **sachlicher** (Wettbewerb), **räumlicher** (Nachfrageort) und **zeitlicher** (Nachfragezeitpunkt) Marktabgrenzung,[262] denn bei Emissionen (IPO und Kapitalerhöhungen) ist die Börse als Primärmarkt ein zeitpunktbezogener Markt.[263] Nach wie vor ist bei der sachlichen Abgrenzung eines relevanten Marktes umstritten, mit welchen Leistungen ein Anbieter konkurriert.[264]
Aus **Anbieterperspektive** kommt bei einer sachlichen Abgrenzung des relevanten Marktes das Konzept der funktionalen Ähnlichkeit in Betracht, wenn ein gleiches Grundbedürfnis oder die gleiche Funktion erfüllt wird,[265] also eine Aktie durch eine andere Finanzierungsform, z.B. Fremdmittel, substituiert werden kann. Das Prinzip der Kreuzpreiselastizität setzt die relative Mengenänderung eines Gutes x in Beziehung zur relativen Preisänderung eines Gutes y.[266] Das kann sich bei der Kapitalbeschaffung auswirken, wenn zwischen Eigen- oder Fremdkapitalbeschaffung entschieden werden muss.
Bei **nachfragerbezogenen** Konzepten sind folgende Ansätze[267] zu unterscheiden, die für das Investor Marketing nutzbar gemacht werden können:

- **Konzept der subjektiven Austauschbarkeit:** Danach umfasst der relevante Markt alle Produkte, die Anleger als subjektiv austauschbar ansehen. (Beispiel: Staatsanleihen mit gleicher Rendite, gleicher Laufzeit und gleichem Schuldner-Ranking)
- **Kaufverhaltensansätze:** Danach gehören alle Produkte, die auf der Grundlage des tatsächlichen Kaufverhaltens substituierbar sind, zu einem relevanten Markt. (Beispiel: Derivate,[268] Aktien aus einer Branche mit identischem Chance-Risiko-Profil)
- **Konzept der Kundentypendifferenzierung:** Der relevante Markt umfasst alle Produkte, die von den gleichen Anlegertypologien gekauft werden. (Beispiel: einkommens- oder wachstumsorientierte Anleger)

Aus **Anleger- d.h. Nachfragersicht** ist der relevante Markt für Kapitalmärkte sehr viel weiter aufzufassen. Die Theorie von der Asset Allocation umfasst das gesamte Anlageuniversum. Darunter wird die Aufteilung und Steuerung eines zur Verfügung stehenden Kapitals auf verschiedene Märkte, Marktsegmente und Währungen verstanden.[269]
Dabei sind risikospezifische, höhenmäßige und zeitliche Präferenzen des Investors zu berücksichtigen.[270] Sie wird nicht nur von großen institutionellen Investoren angewandt, sondern immer wieder auch Privatanlegern empfohlen. Sie mischt verschiedene Anlageformen und bedient sich strategisch der Modernen Portfoliotheorie nach Markowitz[271] sowie taktisch verschiedener Methoden der Wertpapieranalyse.[272]
Die nachstehende Übersicht vermittelt einen Eindruck, welche Anlagemöglichkeiten einem Investor offen stehen und mit welchen Substituten ein Unternehmen konkurriert. s. ***Abbildung 5***, S. 67)
Eine weitere Unterteilung eines relevanten Marktes für Aktien ist die räumliche Marktabgrenzung. Aufgrund der unlimitierten Auftragsstellen (bspw. Depotbanken) und

261) Vgl. Backhaus, Klaus, (2003): Industriegütermarketing, S. 223.
262) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 37ff.
263) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 83.
264) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 223.
265) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 39.
266) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 85.
267) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 39.
268) Nach § 1 Abs. 11 Nr. 4 KreditWesenG sind Derivate „als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar abhängt" z.B. vom Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten etc.
269) Vgl. Gabler Bank Lexikon (2002): Stichwort „Asset Allokation", S. 75.
270) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Asset Allokation", S. 63.
271) Vgl. Markowitz, Harry (1952): Portfolio Selection, S. 77ff.
272) Vgl. Etterer, Alexander (2006): Asset Allocation, S. 20.

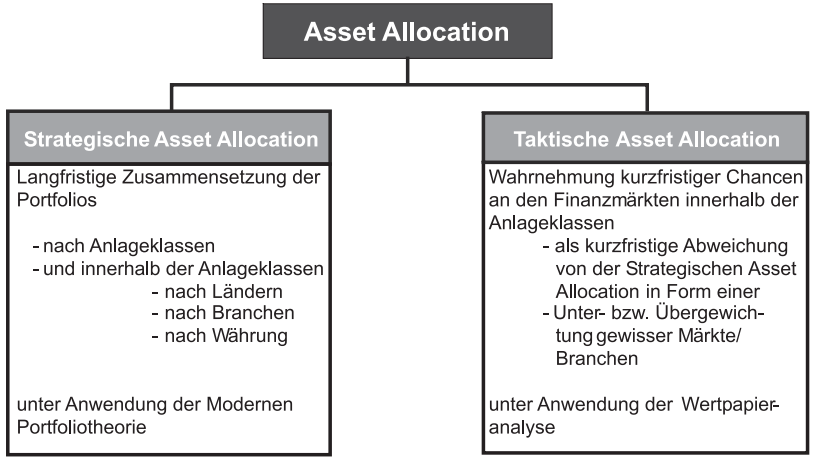


Abbildung 5: *Asset Allocation*[273]

infolge der rapide gesunkenen Transaktionskosten ist eine Ausdehnung der Finanzmärkte weit über die Landesgrenzen hinweg zu erkennen. Kleinere Unternehmen werden wegen der identischen Bekanntheit auf Güter- und Finanzmärkten nur die Börsen des Heimatlandes in Anspruch nehmen. IR kann wegen gesunkener Transaktionskosten das finanzpolitische Ziel einer ausgewogenen Aktionärsstruktur leichter erreichen, indem auch geografisch entfernte Anleger angesprochen werden.
Die derzeitige IR-Praxis orientiert sich am ehesten an dem Konzept der Kundentypologie. Die Spezialisierung der professionellen Analysten, die auf eine bestimmte Branche und deren Unternehmen fokussiert sind, bestätigt die Ausrichtung auf die Peer Group (Peer Group: „Closest Comparables"[274]). Investoren werden ihre Auswahl für eine bestimmte Aktie nicht nur innerhalb der Branche treffen, sondern sich nach Renditen am Gesamtkapitalmarkt ausrichten, wobei der heimische im Vordergrund steht.[275]

Marktsegmentierung
Im Konsumgütermarketing ist es Ziel der Marktsegmentierung, jedem Kunden ein Marktsegment zuzuweisen, das seinen typischen Bedürfnissen gerecht wird.[276] Eine zu weite Fassung des relevanten Marktes macht für das Unternehmen aus Effizienz- und Kostengesichtspunkten jedoch keinen Sinn.[277] Daher ist eine Marktsegmentierung erforderlich, die den Gesamtmarkt Kapitalanlagen in Bezug auf ihre Marktreaktion nach intern homogenen, untereinander heterogenen Gruppen aufteilt.[278] Die Segmentierungskriterien bedürfen genauer Spezifizierungen: Sie müssen operational (messbar), im Zeitverlauf stabil und für das Kaufverhalten relevant sein.[279] Bisher ist in der IR-Praxis und -Organisation eine Segmentierung nach Privatanlegern, institutionellen Investoren und Analysten üblich. Eine Marktsegmentierung im herkömmlichen Sinn fällt schwer, da das Unternehmen im

273) Quelle: Etterer, Alexander (2006): Asset Allocation, S. 20.
274) Vgl. Könen, Roland (2004): Bilanzanalyse und Unternehmensbewertung, S. 396.
275) Vgl. Schierek, Dirk/Weber, Martin (2000): Der Home Bias, S. 10.
276) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 215.
277) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 224.
278) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 140.
279) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S 132.

Sekundärmarkt nicht als Verkäufer und damit als Absatzseite auftritt.[280] Eine segmentspezifische Ausgestaltung des bereits eingeführten Produkts Aktie ist kaum möglich, da der Marketingmix der Aktie nur geringfügig an die jeweiligen Bedürfnisse der Zielgruppe angepasst werden kann. Von den Marketinginstrumenten kann lediglich die Kommunikation stärker auf die jeweiligen Zielgruppen eingehen, ohne dabei jedoch unterschiedliche Inhalte zu kommunizieren.
Als Abnehmer der Aktie kommen individuelle und institutionelle Investoren in Betracht, die durch unterschiedliches Kaufverhalten eine gewisse pragmatische Segmentierung ermöglichen.[281] So trifft der Privataktionär meist individuelle Entscheidungen, die sich in ein gewisses Kaufverhaltensraster (Anlagestil) einfügen. Institutionelle Investoren lassen sich ebenfalls bestimmten Anlagekategorien (Kundentypologien) zuordnen. Ausgehend von diesen Obersegmenten soll untersucht werden, ob eine weitere Untergliederung der Segmente für das Investor Marketing sinnvoll ist. Als Untersuchungsgegenstand bieten sich bei den Privataktionären die Kaufmotive an, bei den institutionellen Investoren die Investmentstile, die ihnen von ihren Auftraggebern vorgegeben wurden. Hinzu kommen Intermediäre, die nicht nach ihrem Kaufverhalten unterschieden werden können, da sie lediglich Empfehlungen abgeben.
Wegen der Interdependenzen zwischen Primär- und Sekundärmarkt ist eine eigene Investor Marketing-Strategie zu entwickeln, die gleichzeitig Kriterien der Anbieterseite (Kapitalbeschaffung) sowie die Bedürfnisse der Nachfrager verbindet und damit die Aspekte aller Marktteilnehmer zusammenbringt.[282] Der Primärmarkt wird verhältnismäßig selten in Anspruch genommen. Für das zwischenzeitliche, alltägliche Investor-Marketing-Geschäft wird ein Ansatz, der sich auf der Nachfragerseite auf Kaufverhaltensansätze und Kundentypendifferenzierung konzentriert, eine fruchtbare Ausgangsbasis sein. Auf Grund der unterschiedlichen Strukturen bei Privatanlegern und institutionellen Investoren und des ihnen zur Verfügung stehenden Anlagespektrums lassen sich für die Definition der jeweiligen relevanten Märkte, die weitere Segmentierung und der Marketingmix erhebliche Unterschiede vermuten. Zuvor ist jedoch noch zu klären, welchem Wettbewerb das Unternehmen auf dem Markt ausgesetzt ist.

5.2 Analyse der relevanten Wettbewerber

Relevante Wettbewerber werden im Gütermarkt mit Hilfe einer Wettbewerbsanalyse ermittelt. Sie erstreckt sich auf die Stellung des Unternehmens innerhalb der Branche wie auch auf die direkten Konkurrenten. Zur Analyse der Stärken gegenüber den Wettbewerbern hat das Gütermarketing den Begriff des komparativen Konkurrenzvorteils geprägt. Lediglich diejenigen Stärken sind als komparativer Konkurrenzvorteil zu werten, die vom Kunden wahrgenommen werden, die ihm wichtig sind und von der Konkurrenz nicht einfach imitiert werden können.[283]
Inwieweit die relevanten Konkurrenten aus leistungswirtschaftlicher mit denen aus aktienrelevanter Sicht übereinstimmen, ist für jedes Unternehmen individuell zu bestimmen. Erstes Ziel der Wettbewerbs- und Wettbewerberanalyse ist zunächst, die Konkurrenten zu identifizieren, um sie anschließend hinsichtlich ihrer Produkte, Ziele, Strategien,

280) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 8.
281) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 82.
282) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 245.
283) Vgl. Ebel, Bernhard/Hofer, Markus (2003): Investor Marketing, S. 32.

Stärken und Schwächen sowie finanziellen Kennzahlen zu analysieren. Damit wird die Stärke der Wettbewerber abgeschätzt.
Das Volumen der zu untersuchenden Kriterien und die Öffentlichkeit der Kapitalmärkte machen offensichtlich, dass eine allzu weite Fassung der relevanten Wettbewerber nicht sinnvoll ist. Vielmehr soll von allen Wettbewerbern auf den Gütermärkten ausgegangen werden, die die Kapitalmärkte beanspruchen.
Für das Investor Marketing sind neben den Risiken auf den Gütermärkten mit ihren Auswirkungen auf die Ertragsstruktur des Unternehmens die Folgen bei einer möglichen Inanspruchnahme des Primärmarktes durch den Wettbewerber zu beachten.[284] Wird der Kurs des Unternehmens durch Ausweitung des Gesamtangebotes an Aktien in der Branche, beispielsweise durch eine Neuemission eines Wettbewerbers oder großer Emittenten und damit verbundene Kapitalnachfrage, geschwächt, verringert das die eigenen Finanzierungsmöglichkeiten des Unternehmens. Es ist davon auszugehen, dass Primärmarkttransaktionen aus der gleichen Branche Substitute darstellen. Substitutionsmöglichkeiten sind aber insofern eingeschränkt, als die meisten institutionellen Anleger zur Risikodiversifikation Anlagehöchstgrenzen für einzelne Unternehmen und Branchen eingeführt haben, innerhalb derer sie ihr anlagebereites Kapital auf die aus ihrer Sicht besten Werte aufteilen.

5.2.1 Definition der Peer Group

Idealtypisch stellen die Unternehmen aus der Peer Group Substitutionsmöglichkeiten für die eigene Aktie dar, sofern sich der Anleger für diese Branche entschieden hat. Aus Unternehmenssicht ist die Analyse der Peer Group eine Orientierung an der „best practice“. Für jede Positionierung im Marketing ist eine Wettbewerbsanalyse durchzuführen, die bezogen auf das Produkt Aktie die Peer Group umfasst. Somit werden sowohl Stärken als auch Schwächen analysiert und aktiv in die Kommunikation mit den Investoren mit aufgenommen.
Durch die unterschiedlich wahrgenommene Attraktivität von Branchen[285] kann es also für Unternehmen mit einem nicht eindeutig zuordnungsfähigen Produktportfolio ratsam sein, sich aktiv in einer attraktiveren Branche zu platzieren. Traditionelle Baukonzerne versuchen sich z.B. als Gebäudemanager (Facility Management) oder als Regional- oder Immobilienprojektentwickler zu positionieren, einige Ölkonzerne wollen als Energielieferanten wahrgenommen werden, Eisenbahngesellschaften haben es wiederum versäumt, sich als Mobilitätsunternehmen zu präsentieren.
Den Anlegern ermöglicht die Einordnung in eine Peer Group, das Unternehmen mittels (Multiplikator-) Indikatoren (Kennzahlen) zu vergleichen. Bei der Peer Group-Identifizierung werden sowohl Produkt- und Dienstleistungsportfolio, regionale Umsatz- und Ertragsaufteilungen als auch die Kapitalstruktur herangezogen.[286] Mitunter sind gewisse Abstriche erforderlich, da es selten Unternehmen gibt, die sowohl in ihren Produkten als auch in ihrer Kapitalstruktur identisch sind. Ob die Peer Group auch von den Investoren so wahrgenommen wird, ist fraglich. Zumindest bei Privataktionären wird davon ausgegangen, dass weniger der Branchenfokus als beispielsweise der DAX als Heimatmarkt zum Vergleich herangezogen wird und Kriterien wie Dividendenrendite oder Kurs-Gewinn-Verhältnis eine übergeordnete Rolle spielen.
Für IR ist es von Vorteil, auch die Eigentümerstruktur der Peer Group-Unternehmen zu kennen. Institutionelle Investoren können darauf angesprochen werden, nicht nur in ein

284) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 70.
285) Vgl. Riess, Rainer/Steinbach, Martin (2005): Der Börsengang im General Standard und im Prime Standard, S. 274.
286) Vgl. Könen, Roland (2004): Bilanzanalyse und Unternehmensbewertung, S. 396.

Unternehmen einer Branche zu investieren. Bei Branchenfonds kann eine stärkere Gewichtung des eigenen Unternehmens angestrebt werden.

5.2.2 Instrumente zur Marktanalyse

Die Wahrnehmung der Branche und des Unternehmens durch die Investoren ist entscheidend für die Investor Marketing-Strategie. Aktien attraktiver Branchen werden häufig mit einer Prämie zusätzlich zum fairen Unternehmenswert belohnt. An den Kapitalmärkten lässt sich die sog. Branchenrotation beobachten, die von politischen Konstellationen, Konjunkturzyklen oder dem Zinsniveau abhängen kann. Ändert sich die Wahrnehmung der Investoren, wird eine andere Branche bevorzugt. Gilt eine Branche insgesamt als unattraktiv (Stahl, Baubranche als Beispiele), ist zu beobachten, dass der Fokus auf einzelne, positiv wahrgenommene Geschäftszweige gelenkt und so eine Repositionierung vorgenommen wird.

Als Einstieg in die **mikroökonomische Marktanalyse** empfiehlt sich eine Matrix der Wettbewerber auf dem Gütermarkt, die jeweils wichtige finanzielle, aber auch operative Kennzahlen enthält. In der Telekommunikationsbranche sind dies z.B. Gewinn, Umsatz, freier Kapitalfluss (Free Cash Flow), EBITDA, ergänzt durch operative Kennzahlen wie: Kundenwachstum, Marktanteil, Umsatz pro Kunde, jeweils bezogen auf die letzten drei Geschäftsjahre.

Für Unternehmen wie die Deutsche Telekom AG sind auf Konzernebene wenige Substitute zu ermitteln. Dazu zählen France Telecom, Telecom Italia oder Telefonica als Telekommunikationsunternehmen anderer europäischer Länder mit ähnlicher staatlicher Historie, die inzwischen teilweise oder ganz privatisiert und ebenfalls zunehmend dem Wettbewerb ausgesetzt sind.

Vergleicht man die Entwicklung des Aktienkurses des eigenen Unternehmens mit denen der Wettbewerber und mit dem entsprechenden Branchenindex, ergeben sich Einblicke in den Markt und die Attraktivität der Mitbewerber. Notieren Unternehmen oberhalb eines fundamental gerechtfertigten Preises, kann dies auf nicht rein finanzielle Kriterien zurückzuführen sein, bspw. auf die Bekanntheit in der Öffentlichkeit oder die Wahrnehmung von Premiummarken[287] (Automarken, Luxusartikel, Mode).

Als Resultat der quantitativen Analyse sollte eine Tabelle mit sämtlichen oben genannten Daten vorliegen, erweitert um Vergleichsmultiples, wie Kurs-Gewinn-Verhältnis, Gewinnwachstum pro Aktie, Dividendenrendite und Kurs-Cashflow. Die qualitative Analyse geht tiefer als die quantitative in die Details und ist subjektiver. Dennoch fördert sie bei hinreichender Objektivität wichtige Erkenntnisse für das Investor Marketing zu Tage.

Neben Finanzpublikationen lassen sich weitere Informationen aus der Einstufung der Kreditbonität durch Rating-Agenturen gewinnen, da eine Analyse der Kreditausfallwahrscheinlichkeit auch für Eigenkapitalgeber von hohem Interesse ist. Schließlich zeigen Analysteneinschätzungen, wie aus externer Sicht das jeweilige Unternehmen gesehen wird und welche Stärken und Schwächen im Markt wahrgenommen werden. In dem folgenden Schaubild trifft das Unternehmen die hohen Erwartungen der Investoren im Reporting (8), so dass sich dieser Bereich als Stärke in der Aktienvorteilsmatrix erweist und kein Handlungsbedarf für das Unternehmen besteht. (s. ***Abbildung 6***, S. 71)

Diese Analyse ist für jeden Wettbewerber anhand der gleichen Parameter durchzuführen und im Ergebnis miteinander zu vergleichen. Die erarbeiteten Stärken und Schwächen

287) Vgl. Esch, Franz-Rudolf/Roth, Simone (2003): Börse und Markenführung – Wie bewertet die Börse Marken?, S. 177.

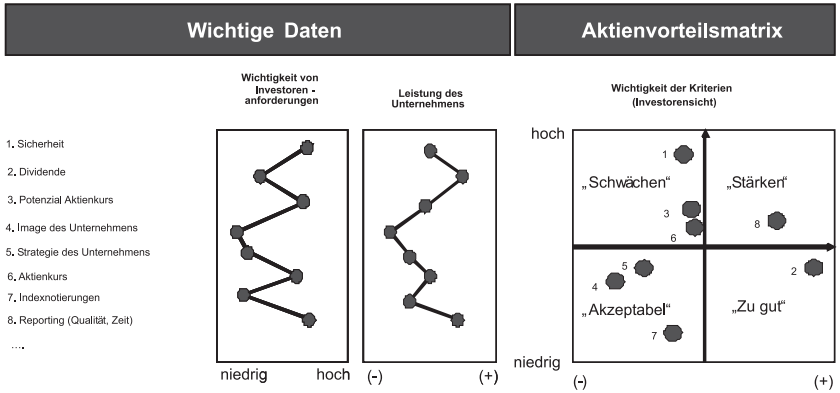


Abbildung 6: *Aktienvorteilsmatrix*[288]

werden anschließend mit externen Umwelteinflüssen zu einer Stärken-Schwächen/Chancen-Risiken-Matrix (SWOT – Strengths, Weaknesses/Opportunities, Threads) verknüpft.[289] Chancen und Risiken sind auf den Markt bzw. auf externe Determinanten zurückzuführen. Die Marktbedingungen gelten jedoch für alle Wettbewerber.

5.3 Privatanleger und soziokulturelle Einflüsse

Die bisherige Abgrenzung des relevanten Marktes hat ergeben, mit welchen anderen Unternehmen von der Angebotsseite her als Wettbewerber zu rechnen ist. Die Nachfrageseite (Aktienkauf) ist bisher nur pauschal in Privataktionäre und institutionelle Anleger unterteilt worden. Über diese beiden großen Gruppen gilt es nun weiteren Aufschluss hinsichtlich ihrer Größenordnung, ihrer Kaufkraft und schließlich ihrer Kaufentscheidungen zu gewinnen. Einen ersten Anhaltspunkt gibt die jährliche Erhebung über die Aktionärsstruktur in Deutschland.

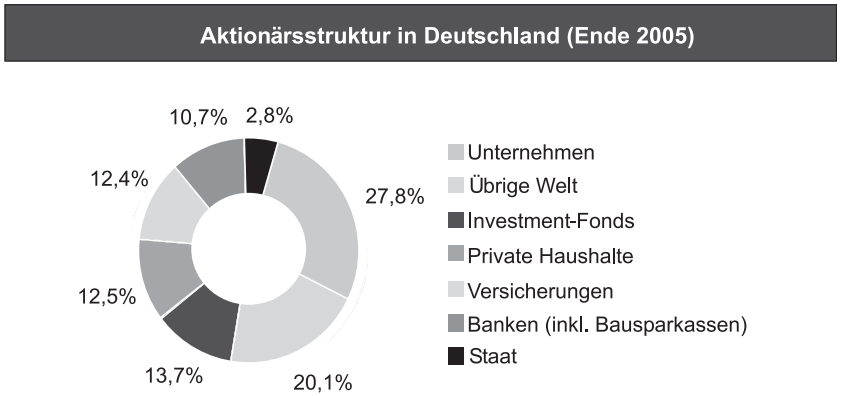
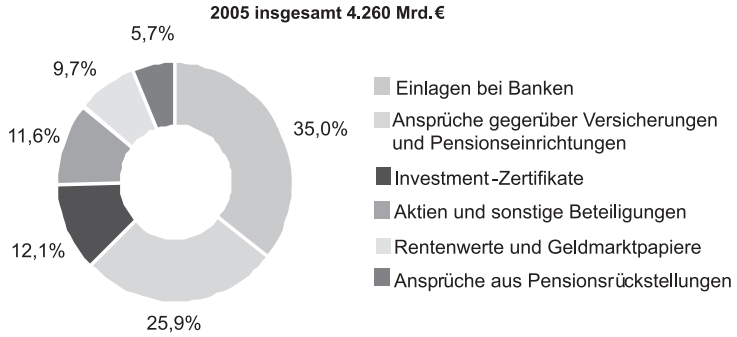


Abbildung 7: *Aktionärsstruktur in Deutschland* [290]

288) Quelle: Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (2003): Grundlagen der Investor Marketing-Strategie, S. 32.
289) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 67.
290) Quelle: DAI Factbook (2006): Aktionärsstruktur in Deutschland, S 08.1-3-b.

Nur knapp 13 % der Aktien befinden sich in Deutschland in privater Hand, fast 65 % werden von inländischen institutionellen Investoren bzw. Unternehmen gehalten und ca. 20 % von ausländischen Investoren, wohl überwiegend ebenfalls von institutionellen Investoren. Der direkte private Aktienbesitz ist damit rapide von 20,2 % im Jahr 1991 auf 13 % gesunken.[291, 292] Die Anzahl der Anleger, die direkt oder indirekt über Aktienfonds in Aktien anlegen, ist ebenfalls rückläufig mit ca. 10 Mio. Privatanlegern oder rd. 13 % der Gesamtbevölkerung nach dem ersten Halbjahr 2006.[293] Die Zahl der direkten Aktienanleger liegt derzeit bei ca. 4,35 Mio. in Deutschland. Daraus lassen sich noch keine Rückschlüsse auf die Aktienakzeptanz ziehen, da auch über den Erwerb von Aktienfonds oder gemischten Fonds eine Entscheidung für die Aktie als Geldanlage getroffen wird. So sind in der obigen Übersicht die Investmentfonds, zu denen laut Definition nur die Publikumsfonds gehören, dem privaten Besitz zuzurechnen, weil sie hauptsächlich von Privatanlegern gekauft werden.
Die Anzahl der Aktionäre gibt folglich noch keinen Aufschluss darüber, welchen Anteil sie am gesamten deutschen Aktienbestand halten. Darüber informiert die ebenfalls jährlich erscheinende Übersicht des Deutschen Aktieninstituts.

Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte*



* einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Abbildung 8: *Geldvermögensstruktur privater Haushalte* [294]

Die Abbildung zeigt, dass Aktien weit hinter Ansprüchen gegenüber Versicherungen, Spareinlagen und Immobilien zurücktreten, obwohl die langfristige Rendite eine höhere Berücksichtigung rechtfertigen würde. Insgesamt lässt sich erkennen, dass ein erheblicher Teil des Renditepotenzials nicht genutzt wird und somit der Volkswirtschaft verloren geht.[295]
Die soziokulturellen Einflüsse auf die Kapitalmärkte sind in Deutschland für Privatanleger inzwischen häufig untersucht worden. In den Industrienationen setzt sich der Trend zu Dienstleistungsberufen fort, was mit einem steigenden Bildungsniveau und einem höheren Einkommen einhergeht. Entsprechend hat sich infolge des medizinischen

291) Vgl. Leven, Franz-Josef (2004): Aktienakzeptanz in Deutschland: Auf dem Weg der Erholung, S. 246.
292) Vgl. DAI Factbook (2006): Aktionärsstruktur in Deutschland, S 08.1-3-b.
293) Vgl. Leven, Franz-Josef (2006): Aktionärszahlen rückläufig – Steuerpolitik verunsichert Anleger, DAI-Kurzstudie 2/2006, S. 1f.
294) Quelle: Deutsche Bundesbank (2006): Monatsbericht Juni 2006, S. 24f.
295) Vgl. Leven, Franz-Josef (2004): Aktienakzeptanz in Deutschland: Auf dem Weg der Erholung, S. 252.

Fortschritts die Lebenserwartung der Menschen erhöht, so dass sich die Altersstruktur zu Lasten der jüngeren Generationen verschiebt. Diese soziokulturellen Faktoren beeinflussen die Einstellung zu Geld, das Vorsorge-/Sicherheitsdenken sowie das Konsum- bzw. Sparverhalten. Das Deutsche Aktieninstitut ermittelt jährlich die Altersstruktur sowie Haushaltseinkommen und Bildungsabschluss der Aktionäre. Jeweils ungefähr 20 % der 4,35 Mio. Aktionäre in Deutschland stammen aus den Altersklassen 20 bis 29, 30 bis 39 und 40 bis 49. Den größten Anteil haben die über 60 Jährigen mit 30 %, die allerdings nicht weiter in Klassen eingeteilt sind.[296] Die junge Generation hat zwar die Notwendigkeit zum Sparen erkannt, möchte jedoch nicht auf derzeitigen Konsum verzichten bzw. sich des Themas Geldanlage annehmen.[297]
Besondere Relevanz haben in diesem Bereich die privaten Haushalte, da sie ausschlaggebend für die sog. „Aktienkultur" sind. Das Haushaltseinkommen wird individuell in Konsum- und Sparquote aufgeteilt. Eine höhere Sparquote bedeutet Konsumverzicht zum aktuellen Zeitpunkt und stellt eine Transformation der Konsummöglichkeiten in die Zukunft dar. Erwartet wird, dass der angelegte Betrag eine Rendite erzielt, so dass die Konsummöglichkeit in der Zukunft einen höheren Wert hat als heute.
Das Sparverhalten oder die Sparquote hängen entscheidend von dem Bildungsniveau, dem Vermögen und dem zur Verfügung stehenden Haushaltseinkommen ab, Größen, die miteinander korrelieren. So haben knapp 40 % der deutschen Aktionäre als höchsten allgemeinbildenden Abschluss Abitur und sind damit die am stärksten vertretene Gruppe, gefolgt von Aktionären mit Realschulabschluss mit etwas über 30 %.[298]
Als Untergrenze für das Haushaltsnettoeinkommen lässt sich bei Aktionären 1.250 Euro ermitteln. Einkommensbezieher von 1.250 bis 2000 Euro, 2.000 bis 2.500 Euro und 2.500 bis 3.000 Euro stellen jeweils rund 15 % der deutschen Aktionäre. Auf die Einkommensklassen 3.000 bis 4.000 Euro und darüber hinaus entfallen je ca. 25 % der Aktionäre.[299] Somit sind einkommensstarke und ältere Personen deutlich überrepräsentiert in der deutschen Aktionärslandschaft im Vergleich zur Grundgesamtheit aller Bürger.
Die Sparquote der privaten Haushalte in Deutschland Ende 2005 liegt bei 10,7 %, was im Vergleich zu den Vorjahren zwar einen leichten Anstieg bedeutet, aber in den 70er und 80er Jahren wesentlich höher bei rd. 14 % lag.[300]

5.4 Institutionelle Investoren

In der Aktionärsstruktur ragen die institutionellen Anleger mit 85 % deutlich hervor. Institutionelle Investoren sind nicht-natürliche Personen, die das ihnen zur Verfügung gestellte Kapital anlegen. Sie können zwischen einer Direktanlage in Aktien oder einer Anlage über Fonds wählen. Infolge dessen sprechen Unternehmen und institutionelle Investoren teilweise identische Marktsegmente an. Sie sind ebenso wie Privatanleger keine homogene Gruppe, ihre Anlageziele lassen sich aber auf kundentypologische Kriterien zurückführen. Zudem ist die Zahl der institutionellen Investoren im Vergleich zu den Privatanlegern immer noch überschaubar. Das macht sie für Investor Marketing im Gegensatz zu den Privatinvestoren zu einem übersichtlicheren Zielsegment.

296) Vgl. DAI Factbook (2006): Zahlen zum Ende des ersten Halbjahres 2006, S. 08.3-A-D-A.
297) Vgl. Borcherding, Jan/Gerbracht, Christine (2006): Zielgruppenanalyse, Die Wünsche der jungen Kunden, S. 33.
298) Vgl. DAI Factbook (2006): Zahlen zum Ende des ersten Halbjahres 2006, S. 08.3-Bdg-A.
299) Vgl. DAI Factbook (2006): Zahlen zum Ende des ersten Halbjahres 2006, S. 08.3-E-A.
300) Vgl. Deutsche Bundesbank (2006): Monatsbericht Juni 2006, S. 24f.

Um einen Überblick über die verschiedenen Formen der institutionellen Investoren zu erhalten, wird nachfolgend die Einteilung der Deutschen Bundesbank übernommen, die öffentliche Haushalte, Banken und Bausparkassen, Unternehmen, Versicherungen sowie das Ausland unterscheidet.[301] Das Vermögen wird jeweils dem Inhaber zugerechnet, unabhängig davon, ob er seine Anlageentscheidungen selbst trifft.

Öffentliche Haushalte (Staat) sind aufgrund ihrer relativ geringen Relevanz als Kapitalanleger weitgehend zu vernachlässigen, sieht man einmal von den historisch bedingten Beteiligungen einiger Kommunen an Energieversorgungs- oder Verkehrsunternehmen ab. Auch bei ehemaligen Staatsunternehmen treten sie als Aktionäre auf, so z.B. der Bund bzw. die KfW als Aktionäre der Deutsche Telekom AG und das Land Niedersachsen bei der Volkswagen AG. Die Haushaltsentwicklung der öffentlichen Hand lässt aber kaum noch Raum für diese Beteiligungen an Wirtschaftsunternehmen zu. Das Investor Marketing kann nur versuchen, den öffentlichen Investor von einem langsamen und schrittweisen Abbau seines Bestandes zu überzeugen oder selbst Interessenten für Aktienpakete zu gewinnen, um den Sekundärmarkt nicht übermäßig zu belasten.

Der Aktienbesitz der **Banken** inkl. Bausparkassen liegt bei rd. 11 % des gesamten deutschen Aktienbestands. Diese Anlagesumme ergibt sich aus dem sog. Eigenhandel. Dieser basiert auf einer eigenen Entscheidung und erfolgt auf eigenen Namen und eigene Rechnung.[302]

Großbanken waren strategische Beteiligungen an Unternehmen als Folge des Börsenzusammenbruchs 1871 eingegangen, nachdem sie die Sanierung der in finanzielle Schwierigkeiten geratenen Börsenunternehmen übernommen hatten. Insbesondere die Deutsche und die Dresdner Bank legten den Grundstein für Verflechtungen unter deutschen Unternehmen, die später aus strategischen Gründen zur Abwehr von Übernahmen und zur Sicherung von Krediten aufrechterhalten wurden. Erst in jüngerer Vergangenheit verringert sich der Aktienanteil der „Deutschland AG“ allmählich, um dem Gedanken des Shareholder-Value Rechnung zu tragen und von steuerrechtlichen Privilegierungen zur Auflösung stiller Reserven zu profitieren. Es ist aber anzunehmen, dass eine Reihe strategischer Beteiligungen fortbestehen werden,[303] wenn auch die Hausbankbeziehung zwischen Großbanken und Unternehmen abnehmen wird.[304]

Interpretationsbedürftig ist der hohe Wertpapierbesitzanteil von **Unternehmen**, der ungefähr ein Drittel aller Anteile ausmacht. Verantwortlich war hierfür vornehmlich die „Deutschland AG“, die auch zu einem Geflecht von Überkreuzbeteiligungen deutscher Unternehmen geführt hat.[305] Zusätzlich wird die betriebliche Altersversorgung den Unternehmen zugerechnet.

Weitere Motive dürften Unternehmen durchaus langfristige Engagements eingehen lassen, bspw. um Geschäftsbeziehungen abzusichern und sog. strategische Beteiligungen über 5 % des Grundkapitals der Beteiligung einzugehen. Dies hängt weniger von der Aktie als Anlageinstrument als vielmehr von der operativen Tätigkeit des Unternehmens und der damit erreichbaren Einflussnahme durch den Anteilsinhaber ab. Unternehmen mit dieser Motivation lassen sich derzeit nicht über IR als Investoren binden und sind unter diesem Gesichtspunkt für das Investor Marketing keine geeignete Zielgruppe.

Zu **Versicherungen** gehören private Personen- und Schadensversicherungen einschließlich der Pensionskassen und der berufsständischen Versorgungswerte. Ihr Potenzial ist wegen der zur Anlage bereit stehenden Mittel groß, zumal der Anteil an Aktien am Gesamtvermögen der Versicherungen stetig bis auf gut 20 % im Jahr 2005 gestiegen ist. Allen Versicherungen ist gemeinsam, dass sie über einen stetigen Mittelzufluss verfügen und ihre Kernaufgabe die finanzielle Risikoübernahme für einen ungewissen Schadeneintritt ist.[306] Um die Zahlungsfähigkeit einer Versicherung im Schadensfall (Asset Liability-Management) nicht zu beeinträchtigen, bestehen strenge gesetzliche Auflagen im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) und in der Anlageverordnung. Versicherungen verzichten zunehmend auf eigenes Research und lassen die ihnen zufließenden Mittel durch auf ihr Risikomanagement spezialisierte Fonds verwalten.

Fonds sind in der Übersicht der Bundesbank nur teilweise enthalten. Sie sind aber die wichtigsten Ansprechpartner für IR. Auf sie ist bei der späteren Zielgruppensegmentierung noch näher einzugehen. Sie unterscheiden sich darin, ob ihnen das zu verwaltende Kapital von einem oder mehreren Kunden zur Verfügung gestellt wird (Spezialfonds), oder ob sie es mit eigenen Akquisitionsbemühungen (Publikumsfonds) bei einer breiten Masse einwerben müssen. Lediglich Publikumsfonds werden in der o.g. Statistik bei Investmentzertifikaten erfasst. Da sie hauptsächlich von Privatanlegern gekauft werden, können sie mit dem indirekten Aktienbesitz privater Haushalte gleichgesetzt werden.[307]

5.4.1 Aktionärsidentifizierung über Aktienregister

Die Identifikation des aktuellen Investorenkreises ist die Grundlage der Analyse der Aktionärsstruktur und bei Unternehmen mit Namensaktien ohne großen Aufwand möglich. Nach § 67 Abs. 1 AktG werden für Namensaktien, die immerhin schon zehn der 30 DAX Unternehmen eingeführt haben,[308] im Aktienregister Name, Geburtsdatum, Stückzahl oder Nennbetrag und Adresse aufgezeichnet. Über demografische Merkmale wie Alter und Geschlecht in Kombination mit der Anzahl der Aktien lassen sich erste Rückschlüsse auf die Aktionärsstruktur der Privatanleger ziehen. Damit lassen sich private „Großaktionäre“ (Top 50 oder 100) und institutionelle Investoren ohne viel Aufwand ermitteln und nach Besitzmenge segmentieren. Aus dem Aktienregister sollten sich aktuell die Schlüsselaktionäre ermitteln lassen (z.B. Top 50), die von IR nach Methoden des Key-Account-Management angesprochen werden können.[309, 310]

Im Übrigen sind nach § 67 Abs. 3 AktG auch Eigentümerwechsel oder Anschriftenänderungen zu erfassen. Damit lassen sich Reaktionen auf Managemententscheidungen, Personalwechsel im Vorstand oder Markteinschätzungen aktuell verfolgen. Bei Großaktionären können Handelsvolumen und Aktionärswechsel ein erstes Anzeichen für den Einstieg strategischer Investoren oder Übernahmen sein.

Für kleinere börsennotierte Unternehmen kann eine Auswertung nach regionaler Verbreitung interessant sein, da die Wahrnehmung des Unternehmens in der Heimatregion am höchsten ist. Ebenso ist ein Abgleich des Aktienregisters mit den Belegschaftsaktionären ein Indiz dafür, inwieweit sich die eigenen Mitarbeiter und das Management mit dem Unternehmen identifizieren und von dessen Zukunftschancen überzeugt sind, auch wenn Mindesthaltefristen von Mitarbeiteraktien nicht immer die freiwillige Identifikation mit dem Unternehmen zum Ausdruck bringen.

301) Vgl. Deutsche Bundesbank (2006): Monatsbericht Juni 2006, S. 24f.
302) Vgl. Krumnow, Jürgen et al. (2002): Gabler Banklexikon, Stichwort „Eigenhandelsgeschäft“, S. 392.
303) Vgl. Höpner, Martin (o.J.): Unternehmensverflechtung im Zwielicht, S. 14.
304) Vgl. Scherrer, Christoph (2001): Zukunft der Wirtschaft, S. 12.
305) Vgl. Leven, Franz-Josef (2004): Aktienakzeptanz in Deutschland: Auf dem Weg der Erholung, S. 247.
306) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 99.
307) Vgl. Leven, Franz-Josef (2004): Aktienakzeptanz in Deutschland: Auf dem Weg der Erholung, S. 247.
308) Vgl. Hocker, Ulrich (2003): Investor Marketing aus Sicht der Privatanleger, S. 70.
309) Vgl. Leise, Sonja (2004): How Behavioral Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, S. 29 ff.
310) Vgl. Alphéus, Ingo/Liedtke, Carsten (2002): Der Aktionär als Kunde, S. 14.

Weitergehende Marketing- und IR-Maßnahmen erfordern Analysen mit tiefer gehenden Details. Zwar lassen sich aus dem Aktienregister nur die im Aktiengesetz aufgezählten Informationen entnehmen, eine Vernetzung mit anderen betriebsinternen Systemen, z.B. Kunden- oder Personaldateien, ist aber datenschutzrechtlich zulässig. IR kann ein Interesse daran haben, in Erfahrung zu bringen, wie und auf welchem Weg Aktionäre HV-Entscheidungen treffen: Nehmen sie persönlich an solchen Veranstaltungen teil, stimmen sie schriftlich oder elektronisch ab, oder gehen ihre Stimmen verloren? Welche Struktur hat der Aktienbestand von Investoren einschließlich der Kleinaktionäre? Bei einigen Unternehmen lässt sich durch Vernetzung mit anderen internen Dateien darüber hinaus auch feststellen, ob die Aktionäre zugleich Kunden sind. Das deutsche Aktienrecht erlaubt die direkte Aktionärsansprache, indem Daten für eigene Marketingmaßnahmen genutzt werden.[311] Dies gilt allerdings nur, sofern der Aktionär der Verwendung seiner Daten zu Werbezwecken nicht nach der allgemeinen Vorschrift des § 28 Abs. 3 BDSG widersprochen hat.
Insbesondere bei großen Aktiengesellschaften wie der Deutsche Telekom AG mit ca. 2,7 Mio. Aktionären[312] kann es sinnvoll sein, sowohl die Führung des Aktienregisters als auch dessen Auswertung an Fremdunternehmen auszulagern, um von spezialisierten Dienstleistern zu profitieren. Das Unternehmen hätte zu jeder Zeit einen genauen Überblick über seine Aktionäre, was insbesondere für die Organisation und Vorbereitung der Hauptversammlung wichtig ist. Es erleichtert, die Stimmrechtsausübung korrekt zu organisieren und damit Anfechtungsklagen zu vermeiden. Darüber hinaus stellen die Dienstleister meist zu vertraglich vereinbarten Zeitpunkten eine Auswertung des gesamten Aktienregisters zur Verfügung. Damit ließe sich ermitteln, wie viele Aktien sich im Streubesitz befinden, wie viele Aktien von institutionellen Investoren oder von Privataktionären gehalten werden oder wie sich der Aktienbesitz auf unterschiedliche Regionen aufteilt.

5.4.2 Shareholder Intelligence Unit

Bei Unternehmen mit Inhaberaktien ist die Analyse ihrer Aktionärsstruktur schwierig und aufwendig. Systematisiert wird sie sich auf institutionelle Investoren beschränken. Einige Dienstleister haben sich darauf spezialisiert, eine sog. „Shareholder-Identification" anzufertigen. Sie beinhaltet institutionelle Investoren aufgeschlüsselt nach Regionen, Anlagestilen und historischen Holdings. Je nach Anbieter und Präferenz des Kunden können auch die einzelnen Fonds mit Fondsmanager und Holdings aufgelistet werden. Große Datenbanken wie Thomsons IR-Channel[313] oder Bloomberg liefern zusätzlich Daten über sämtliche Wettbewerber.
Durch die Aufzeichnung der Handelsaktivitäten lässt sich rasch nachvollziehen, wenn ein Investor die Aktie X zugunsten der Aktie Y verkauft hat. So können Investoren identifiziert werden, die den ganzen Sektor untergewichten oder lediglich die eigene Aktie. Ebenso werden Handelsaktivitäten, Investmentstile, Umschlagshäufigkeit und generelle Höhe der verwalteten Mittel verzeichnet.
Die Dienstleister unterscheiden sich nach den Quellen, die sie für die Datenbeschaffung nutzen. Zunächst sind öffentlich zugängliche Informationen wie die Pflichtpublikation der deutschen Fonds beim elektronischen Bundesanzeiger sowie Rechenschaftsberichte von Publikumsfonds heranzuziehen. Ähnliche Daten werden in den USA für „Mutual

311) Vgl. Dammann, Ulrich/Kummer, Tanja (2000): Namensaktie und Datenschutz, S. 54.
312) Angabe einer Mitarbeiterin der Deutsche Telekom AG anlässlich des Versands der Einladungen zur Hauptversammlung 2005.
313) Passwortgeschützter Zugriff über: www.ir-channel.com.

Funds", die dortige Form der Publikumsfonds, veröffentlicht. Sie müssen ihre Bestände (Holdings) periodisch an die amerikanische Börsenaufsicht SEC melden.
Darüber hinaus gehende zeitnahe Daten ermitteln Dienstleister im Auftrag des Unternehmens als Emittenten entweder bei den Portfoliomanagern oder beim Compliance-Team des jeweiligen Investors, einer betriebsinternen Abteilung zur Überwachung des ordnungsgemäßen und rechtmäßigen Verhaltens in Unternehmen.[314] Schließlich sind große Depotbanken als Eigner im Aktienregister verzeichnet, sie verwahren die Aktien aber nur für ihre Kunden. Je nach nationaler Rechtsprechung ist eine Depotbank verpflichtet, dem Emittenten Auskunft über die wirkliche Eigentümerstruktur zu geben.
Eine aktuelle Identifizierung der Aktionäre ist je nach angewandter Methode nur zu einem bestimmten Grad möglich.[315] Die öffentlichen Daten sind wegen der quartalsweisen Meldungen erst mit erheblichem zeitlichen Verzug auszuwerten, was es für Unternehmen schwierig macht, konkrete IR-Maßnahmen auf ihre Wirkung zu überprüfen. Benötigt ein Unternehmen aktuelle Angaben, kommen nur direkte Anfragen bei den Depotbanken in Betracht, da sie zeitnah Auskunft geben.
Besonders schwierig ist es, zeitnahe Aktionärsbewegungen in der Vorbereitungsphase einer feindlichen Übernahme zu erfahren. Hedgefonds sind selten im Aktienregister des Unternehmens verzeichnet und müssen ihre Positionen unter jeweils 5 % nicht veröffentlichen. Wenn sie bei ausländischen, möglicherweise exotischen Depotbanken kaufen, die keinen Veröffentlichungspflichten unterliegen, bleibt ihre Herkunft verborgen. So können selbst große DAX-Unternehmen über die Beteiligung von Hedgefonds lediglich Vermutungen abgeben. MAN schätzte den Anteil von Hedgefonds auf 15, DaimlerChrysler auf 10 bis 15 %.[316] Deshalb fordert der Sachverständigenrat für die Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung detaillierte Berichtspflichten, z.B. angesichts der geringen Präsenzen auf deutschen Hauptversammlungen, eine Meldepflicht bereits unter 5 %.[317]

314) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort Compliance Department, S. 197; in Deutschland für Dienstleistungsunternehmen z.B. in § 33 Wertpapierhandelsgesetz vorgesehen.
315) Vgl. Stubenrauch, Anja (2002): Investoren, S. 69f.
316) Vgl. Börsen-Zeitung online (2005): Finanzinvestoren fühlen im Dax vor – Höherer Streubesitz öffnet die Türen, o. S.
317) Vgl. Sachverständigenrat für die Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2005): Jahresgutachten 2005/06, S. 472.

6 Marketing-Instrumentarium

Das Marketinginstrumentarium für Produkte setzt sich aus vier Komponenten zusammen, wie das folgende Schaubild verdeutlicht. Sie sind für Handlungsmöglichkeiten in der Positionierung des Produktes „Aktie“ mitbestimmend.

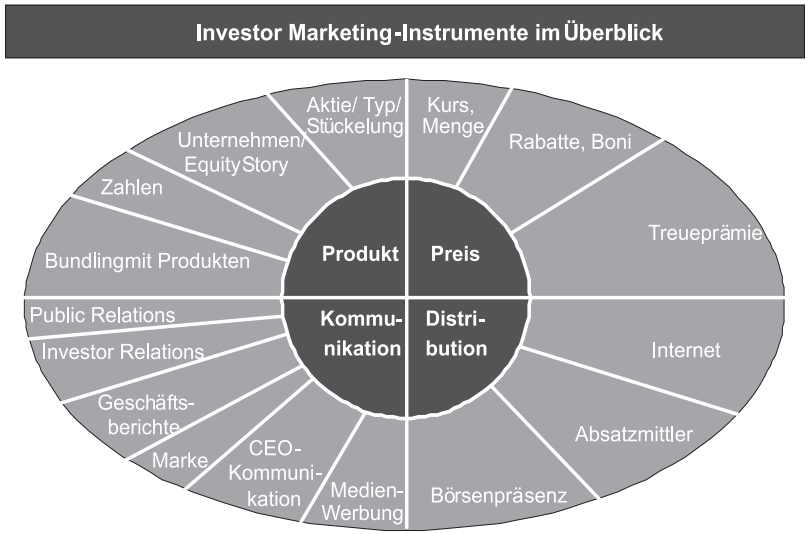


Abbildung 9: *Investor Marketing-Instrumente im Überblick* [318]

6.1 Produktpolitik

„Für Abnehmer stellt ein Produkt ein Bündel aus verschiedenen nutzenstiftenden Eigenschaften dar.“[319] Der Produktnutzen setzt sich aus dem Grundnutzen des Produktkerns und dem Zusatznutzen aus begleitender Ausstattung und Leistung wie **Qualität**, **Packungsgröße**, **Markierung** sowie der **Kundendienst** vor und nach dem Kauf zusammen.[320] Sie münden in die marketingmäßige Positionierung des Produkts oder der Dienstleistung, um eine klare und eindeutige Unterscheidung von Konkurrenzprodukten zu ermöglichen, und haben damit zahlreiche Gemeinsamkeiten mit dem Signalling der Neuen Institutionenökonomie (NIÖ). Darüber hinaus werden Maßnahmen zur Produktinnovation, Variation, Differenzierung und Eliminierung unter Produktpolitik subsumiert.[321]
Eine besondere Signalwirkung i.S. der NIÖ kann von dem Image einer „Qualitätsaktie“ ausgehen, worunter Titel mit einem lang anhaltenden, kontinuierlichen Wachstum von

318) Quelle: Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (2003): Grundlagen der Investor Marketing-Strategie, S. 38.
319) Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 581.
320) Vgl. Thommen, Jean-Paul/Achleitner, Ann-Kristin (2003): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 167.
321) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 335.

Gewinn und Dividenden sowie gesunden Bilanzrelationen verstanden werden.[322] Die Ratingagentur Standard & Poor's veröffentlicht z.B. Listen mit fundamentalen Kennziffern[323] und einer Einstufung hinsichtlich ihrer Investmentqualität auf Grund einer zehnjährigen Beobachtung.[324] Darüber hinaus bestehen qualitative Gestaltungsspielräume in der Wahl der umhüllenden Rechte des Produktes Aktie.
Dies betrifft die Art und den Umfang der Mitentscheidungsrechte des Aktionärs, wie die Einteilung in **Stamm- und Vorzugsaktien** zeigt. Die Stammaktie ist die herkömmliche und weit überwiegende Aktienform mit Stimmrecht auf der Hauptversammlung.[325] Vorzugsaktien gewähren kein Stimmrecht, räumen jedoch dem Inhaber als Kompensation meist eine höhere Dividende ein.[326] Insbesondere bei internationalen Investoren sind deutsche Vorzugsaktien wenig beliebt. Nach Bekanntgabe einer Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien ist regelmäßig eine Kurssteigerung der niedriger bewerteten Stammaktien zu beobachten.[327]
Eine weitere produktpolitische Unterscheidung ist die Führung der Aktien als **Namens- oder als Inhaberaktie**. Bei Inhaberwertpapieren, also auch einer Inhaberaktie, übt der Aktionär seine Rechte auf Grund der mit dem Papier verbrieften Rechte nach dem juristischen Grundsatz: „Das Recht aus dem Papier folgt dem Recht an dem Papier"[328] aus. Inhaberaktien sind sehr fungibel (austauschbar), da sie rechtlich formlos durch Einigung und Übergabe nach § 929 BGB übertragen werden können. Sofern die Satzung einer Aktiengesellschaft nichts anderes bestimmt, sind sie nach deutschem Aktienrecht die Regelform.[329]
Der Gegensatz zur Inhaberaktie ist die Namensaktie.[330] Namensaktien lauten auf natürliche oder juristische Personen, die als Besitzer in das Aktienbuch des Unternehmens eingetragen werden. Rechtlich werden sie durch eine schriftliche Übertragungserklärung (Indossament) übertragen. Dieses Fungibilitätshindernis kann durch ein sog. Blanko-Indossament[331] weitgehend beseitigt werden, so dass Namensaktien in jüngster Zeit von Unternehmen wegen der transparenten Besitzverhältnisse favorisiert werden. Die Gesellschaft kennt ihre Anteilseigner durch Eintragung in ihr Aktienbuch. Dem Vorteil der genauen Übersicht über die Aktionäre steht der Nachteil relativ hoher Verwaltungskosten gegenüber. Trotz der erhöhten Kosten ist in letzter Zeit verstärkt der Trend von der Inhaber- hin zur Namensaktie zu erkennen.[332]
Aus IR-Sicht wird durch die Aufnahme in ein Aktionärsverzeichnis eine gewisse Stabilität der Aktionäre erwartet,[333] also eine Förderung des Ziels „Steuerung der Aktionärsstruktur und Aktionärstreue". Die hohen Handelsumsätze bei DAX-Unternehmen lassen allerdings Zweifel aufkommen, ob dieses Ziel erreichbar ist. Dessen ungeachtet ermöglicht das Aktienbuch aber IR, zumindest den Aufbau größerer Bestände zu verfolgen und zu versuchen, bei den Aufkäufern deren Motive zu klären.[334] Handelsbeschränkungen durch die Gesellschaftssatzung oder die Ausgabe sog. vinkulierter Namensaktien, deren Übertragung an die Zustimmung der Gesellschaft gebunden ist,[335] sind bessere produktpolitische Mittel, um stabile Aktionärsverhältnisse zu erreichen. Diese Aktienform wird häufig bei Familiengesellschaften genutzt, um Fremdeinflüsse auf das Unternehmen zu beschränken. Bei Luftverkehrsgesellschaften schreibt § 2 Luftverkehrsnachweis-Sicherungsgesetz generell diese Aktienform zum Nachweis der Eigentümerstruktur vor.

322) Vgl. Holloway, James (2006): Quality Time?, o. S.
323) Vgl. Standard & Poor's (2005): Stichwort Industrial Fundamentals, Telecommunications Services, o. S.
324) Vgl. McCormack, Karyn/Tortoriello, Richard (2006): Stocks: Stability Is Sexy Again, o. S.
325) § 1 AktG.
326) § 139 AktG.
327) Vgl. Simon, Hermann et al. (2002): Investor Marketing, S. 13.
328) Bafin (1999): Rundschreiben 17/99, Anhang, o. S.
329) § 10 Abs. 1 AktG.
330) § 67 Abs. 1 AktG.
331) § 13 Abs. 2 Satz 1 WechselGesetz.
332) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Aufgaben der IR, S. 48f.
333) Vgl. Deutsche Börse (2006): Börsenlexikon, Stichwort „Namensaktie", o. S.
334) Vgl. Heidorn, Thomas et al. (2000): Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie, S. 8.
335) § 68 Abs. 2 AktG.

Die Zugehörigkeit zu einem **Aktienindex** kann verschiedene Effekte nach sich ziehen. Die Aufnahme eines Unternehmens verschiebt zunächst einmal die Nachfragekurve nach rechts und führt zu zusätzlichen Käufen, umgekehrt werden Aktien verkauft, wenn sie aus einem Index ausscheiden. Dieser Index-induzierte Nachfrageeffekt kann zu kurzfristigen Kursveränderungen führen. Der Ertragswerteffekt lässt erwarten, dass durch den höheren Bekanntheitsgrad höhere Aktienumsätze oder ein stärkeres Monitoring des Managements bewirkt werden.[336]
Der standardisierten **„Packungsgröße"** auf Gütermärkten entspricht bei Aktien der Nennwert bzw. die Stückelung der Aktien, d.h. die Höhe des Anteils einer Aktie am Grundkapital. Der Mindestnennwert deutscher Aktien beträgt ein Euro.[337] An der Börse werden aber auch nach Einführung des Euro nennwertlose Stücke, sog. Quoten- oder Stückaktien, gehandelt.[338] Steigt der Aktienkurs nach Meinung des Unternehmens optisch zu stark an, wird die Aktie zu „schwer", kann der Nennwert verändert werden (Splitting), um die Liquidität der Aktie wieder zu erhöhen. Das Unternehmen gibt sich durch die Ausgabe dieser Berichtigungsaktien ein aktionärsfreundliches Image. Adidas[339] und SAP[340] haben ihr Splitting damit begründet. Die Packungsgröße bzw. Stückelung ist beim Produkt Aktie eng mit den preispolitischen Instrumenten verzahnt.
Der amerikanische Investor Buffett, Mehrheitsaktionär der Holding-Gesellschaft Berkshire Hathaway, stimmt dieser im Allgemeinen als „aktionärsfreundliche" Haltung angesehenen Methode nicht zu. Optisch niedrige Kurse können zu stark gefühlsmäßig beeinflussten Transaktionen führen. Ein wohl begründeter hoher Aktienkurs ziehe folglich nur bestimmte Anleger an, die er als rationale Aktionäre, „Aktionäre von hoher Qualität", halten will.[341] Entsprechend argumentiert er, dass für seine Anleger ein Splitting negativ sei. Seit Gründung der Holding Berkshire Hathaway ist die Aktie nie gesplittet worden und hat einen Wert von 107.000 US-Dollar erlangt.[342]
Die **Quantität** der emittierten Aktien ist eine bedeutsame produktpolitische, aber gleichzeitig auch preispolitische Entscheidung. Sie hängt vom Nennwert der Aktie ab. Zunächst einmal ist es das Ziel, den Kapitalbedarf des Unternehmens zu decken. Der Absatz möglichst vieler Einheiten, um damit Kostendegressionseffekte herbeizuführen, steht nicht im Vordergrund.[343]
Die **Markierung** des Produktes Aktie ist durch den Namen des Unternehmens festgelegt und findet lediglich in der optischen Ausgestaltung der Aktienurkunde noch Spielraum. Dieser Urkunde in Papierform wird kaum noch Beachtung geschenkt, so dass an deren Stelle das Corporate Design bzw. die Corporate Identity tritt, die das Unternehmen als Ganzes einheitlich erscheinen lässt.[344] Dennoch kann sich die Markenwahl für die Aktie auch vom Unternehmensnamen unterscheiden. Beispiele hierfür sind die „T-Aktie" und die „Aktie Gelb" der Deutsche Post World Net.[345]
Kundendienstmaßnahmen im klassischen Sinne sind beim Produkt Aktie nicht anzuwen-

336) Vgl. Gerke, WolfgangFleischer, Jürgen (2003): Kursveränderungen bei Veränderungen in der Zusammensetzung des MDAX, S. 6.
337) § 8 Abs. 2 AktG.
338) Vgl. Deutsche Börse (2006): Börsenlexikon, Stichwort „Nennwert", o. S.
339) Vgl. Hainer, Herbert (2006): adidas Aktiensplit wird am 6. Juni wirksam, o. S.
340) Vgl. SAP (2006): Pressemitteilung: Hauptversammlung der SAP beschließt Dividende und Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, o. S.
341) Vgl. Cunningham, Lawrence A. (2006): Essays von Warren Buffett, S. 175.
342) Kurs am 10.11.2007.
343) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 171.
344) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 78.
345) Vgl. Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (2003): Grundlagen der Investor Marketing-Strategie, S. 41ff.

den, da Zusatzleistungen nicht möglich sind, ohne das Produkt zu verändern. Wird der Begriff weiter gefasst, kann darunter eine zielgruppengerechte Kommunikation über das gesetzlich geforderte Maß hinaus verstanden werden, um Aktionäre an das Unternehmen zu binden.[346]
Als „Kundendienst" ist aber auch zu bezeichnen, wenn Unternehmen die Anteilscheine ihrer Aktionäre in einem Depot bei einer Treuhänderbank kostenfrei verwahren lassen, wie das zum Teil von ausländischen Gesellschaften angeboten wird. Vorbild in Deutschland sind die kostenfreien Dienstleistungen der Finanzagentur GmbH des Bundes, der Nachfolgerin der Bundesschuldenverwaltung. Sie führt ein gebührenfreies Schuldbuchkonto, über das Schuldtitel der Bundesrepublik Deutschland gehandelt und Erlöse einschließlich Zinsen wiederangelegt werden können.[347] Eine zweifelsfreie Abgrenzung dieser Art von Kundendienst zu den preispolitischen Instrumenten ist jedoch nicht möglich.
Eine Kundendienstmaßnahme des Unternehmens könnte es z.B. auch sein, ausländischen Aktionären Hilfestellung zu leisten, um sich zu viel gezahlte Quellensteuer erstatten zu lassen (Herunterladen der Antragsformulare aus dem Internet, fremdsprachliche Hinweise für die Antragstellung).

6.1.1 Produktinnovation

Produktinnovation liegt im Gütermarketing vor, wenn auf bestehenden Märkten neue Produkte eingeführt werden.[348] Für das Investor Marketing ist diese Möglichkeit begrenzt, da die Aktie in einen strengen ordnungspolitischen Rahmen eingebettet ist. Bei der erstmaligen Börseneinführung eines Unternehmens stellt das spezifische Chancen/Risiko-Paket dieses Unternehmens eine Produktinnovation dar, d.h. die neue Aktie ist selbst die Produktinnovation. Bei späteren Kapitalerhöhungen wird das Chancen/Risiko-Paket bereits gehandelt, insofern sind anders als im Gütermarketing keine Innovationen mehr möglich.
Auf Grund des europäischen Gemeinschaftsrechts ist 2004 die Europäische Gesellschaft (Societas Europeae)[349] auch in Deutschland eingeführt worden.[350] Sie ist eine supranationale Kapitalgesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit, die nach einheitlichen rechtlichen Vorgaben geführt werden kann. Mit der neuen Gesellschaftsform sollen die Gründung von Tochtergesellschaften und die Verschmelzung europäischer Gesellschaften gefördert werden. Alle Gesellschaften eines europäischen Konzerns sollen nach einheitlichen rechtlichen Vorgaben geführt werden können, so dass die Europäische Gesellschaft in erster Linie für Großunternehmen geeignet ist.[351]
Die Allianz AG hat als Vorreiterin in Deutschland durch Verschmelzung mit einer italienischen Versicherung eine Societas Europeae gegründet. In seinem Emissionsprospekt weist das Unternehmen ausdrücklich auf eine andere Risikolage durch Verschmelzung und Umwandlung in eine Europäische Gesellschaft hin.[352] Diese Änderung des Chancen/Risiko-Profils berechtigt, von einer Produktinnovation zu sprechen, auch wenn die Aktie nach wie vor seit Einführung des Euro als vinkulierte Namensaktie in der Form einer nennwertlosen Stückaktie gehandelt wird.[353]

346) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 171.
347) Vgl. Bundesrepublik Deutschland, Finanzagentur GmbH (2006): Stichwort: „Auftragserteilung", o. S.
348) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 374f.
349) Vgl. Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften vom 10.11.2001Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Okt. 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), S. L294/1.
350) BGBl. Teil 1 Nr. 53 vom 28.12.2004, S. 3675 ff., Gesetz zur Einführung der Europäischen Gesellschaft (SEEG) vom 22.12.2004, BGBl. Teil 1 Nr. 53 vom 28.12.2004, S. 3675 ff.
351) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Europäische Aktiengesellschaft", S. 294.
352) Vgl. Allianz Aktiengesellschaft (2006): Securities Prospectus, S. 22.
353) Vgl. Allianz Gruppe (2006): Basisinformationen, o. S.

Europäische Gesellschaften sollen die Transaktionskosten erheblich senken, u.a. durch vereinheitlichte Berichte, die bei zunehmender europäischer Regulierung bedeutsamer werden. Ziel ist die Wettbewerbsfähigkeit mit dem amerikanischen Wertpapiermarkt. Auch kleinere Gesellschaften werden von der neuen Rechtsform Gebrauch machen.
Für das Investor Marketing bietet sich die Chance, ein Unternehmen als europäische Gesellschaft zu positionieren und mit dem Listing seinen Absatzmärkten zu folgen, wovon selbst kleine Unternehmen Gebrauch machen.[354]
Eine gleiche Standardisierung wird durch Globalaktien (Global Registered Shares) erreicht, die weltweit nur eine Aktiengattung (Namensaktien) vorsehen. Diese Titel sind mit den gleichen Rechten wie Inhaberaktien ausgestattet und können an allen deutschen und wichtigen internationalen Börsen gehandelt werden.[355] Wichtigster Handelsplatz ist New York, wo sie als echte Wertpapiere (registered shares) im Gegensatz zu den American Depositary Receipts (ADRs) als Ersatzpapiere ohne Sicherheitsabschlag gehandelt werden.[356] Als erste deutsche Gesellschaft hat die DaimlerChrysler AG 1998 sich an der New York Stock Exchange als globale Aktie einführen lassen, gefolgt im Jahr 2001 von der Deutschen Bank AG.[357]
Als Produktinnovationen können auch bisher in Deutschland nicht bekannte Aktiengattungen wie die sog. REITs bezeichnet werden. Diese aus dem Amerikanischen übernommene Abkürzung für Real Estate Investment Trust soll in Deutschland eingeführt werden, um eine indirekte Immobilienanlage zu ermöglichen, wie sie in zahlreichen anderen Ländern besteht. Dazu soll ein Sondertypus der Aktiengesellschaft als Immobiliengesellschaft sui generis geschaffen werden, die mindestens 90 % ihrer Erträge an ihre Anteilsinhaber ausschüttet.[358]
Das Motiv, stille Reserven im Immobilienbesitz der Unternehmen zu verflüssigen, liegt den Real Estate Investment Trusts (REITs) zu Grunde. Bei den 65 größten deutschen börsennotierten Unternehmen sind 80 Mrd. Euro in Grundbesitz gebunden. Nach Auffassung des Bundesfinanzministeriums handelt es sich im Vergleich mit den USA und Großbritannien um eine Fehlallokation von Ressourcen.[359] In Form von REITs sollen diese stillen Reserven an die Börse gebracht werden und steuerlich begünstigt einen Anreiz schaffen, indirekt in Immobilien zu investieren.
In Zukunft sind daher auch in Deutschland zahlreiche REITs von Unternehmen zu erwarten, um ihre Immobilien separat handelbar zu machen, so dass sie eine Produktinnovation darstellen. Für die bestehenden Aktien ergibt sich zeitgleich eine Produktvariation, da sich durch den Ausschluss der Immobilien das Chancen/Risikoprofil des Unternehmens ändert.

6.1.2 Produktvariation

Produktvariation (Relaunch) bedeutet generell die Veränderung des Produktes und damit eine Re- bzw. Neupositionierung des Produktes.[360] Bezogen auf das Investor Marketing ist dies beispielsweise der Fall, wenn ein Segmentwechsel durchgeführt, das Produkt also leicht abgeändert wird. Je mehr Variationen bestehen, desto unübersichtlicher wird der Markt für den Kunden bzw. für den Aktionär, was für ihn mit Such- und Informationskosten

354) Vgl. Mensch und Maschine (2006): Bericht zur Hauptversammlung 2006, S. 4.
355) Vgl. Krummow, Jürgen et al. (2002): Gabler Banklexikon, Stichwort „Global Registered Shares", S. 634.
356) Vgl. Noack, Ulrich (2000): Die Namensaktie – Zur Renaissance einer Aktienart, o. S.
357) Vgl. Gruson, Michael (2004): Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sog. Globale Aktie, S. 4.
358) Vgl. Bundesfinanzministerium (2006): Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen, S. 1ff.
359) Vgl. Bundesfinanzministerium (2006): REITs - Was ist das eigentlich?, S. 1.
360) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 373.

verbunden ist. Das Produkt kann allerdings stärker auf jeweilige Zielsegmente zugeschnitten werden.[361] Die Variationsmöglichkeiten im Investor Marketing sind jedoch ohnehin eng reglementiert.
Das deutsche Wertpapierrecht unterscheidet horizontal drei Börsensegmente, nämlich den Amtlichen Handel (§ 30 Abs. 1 Börsengesetz), den Geregelten Markt (§ 49 Börsengesetz) und den Freiverkehr (§ 57 Börsengesetz). An der Frankfurter Börse als größter deutscher Börse wird je nach Transparenzanforderungen vertikal zwischen weiteren Segmenten unterschieden, z.B. zwischen Prime Standard als höchstem Qualitätsstandard bzgl. der Publizitätspflichten (Quartalsbericht und jährliche Analystenkonferenz nach §§ 63 und 65 Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse) und General Standard (halbjährlicher Zwischenbericht nach § 40 Börsengesetz, § 53 ff Börsenzulassungs-Verordnung). Seit 25. Oktober 2005 wurde an der Frankfurter Börse der Entry Standard[362] als besondere Form des Freiverkehrs eingeführt, um kleinen und mittleren Unternehmen einen alternativen Kapitalmarktzugang außerhalb der Anforderungen des EU-weit standardisierten Amtlichen und Geregelten Marktes zu verschaffen. Für dieses Segment gelten reduzierte Publizitätspflichten.
Die Auswahl des Börsenplatzes sowie des Segmentes kann daher eine große Signalwirkung entfalten, wobei zu beachten ist, dass die Segmente mit zunehmenden Anforderungen und damit verbundenem Ansehen auch höhere Kosten verursachen (Amtlicher Markt versus Geregelter Markt, General Standard versus Prime Standard).[363]

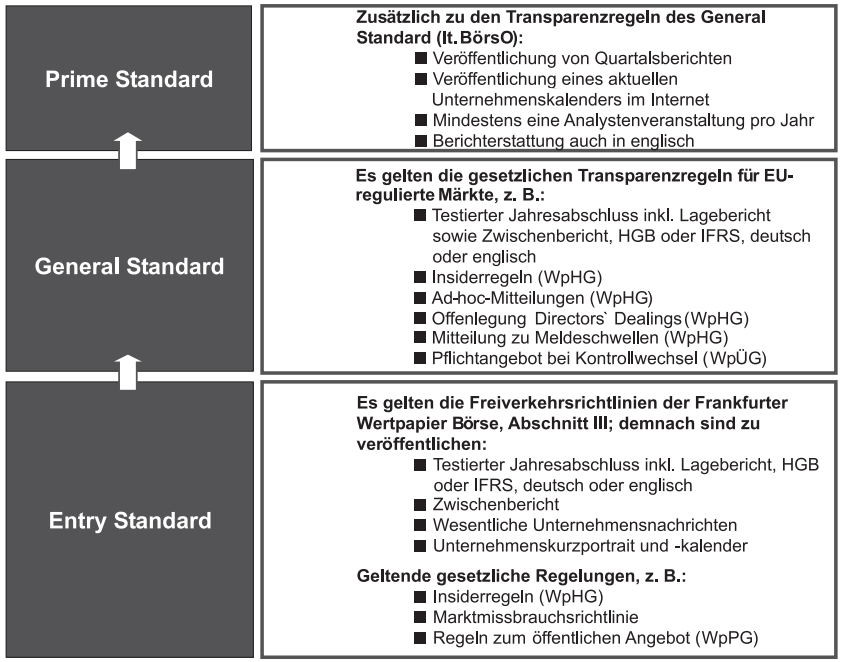


Abbildung 10: *Anforderungen an Unternehmen im General-, Prime- und Entry Standard* [364]

361) Vgl. Herrmann, Andreas et al. (2005): Individuelles Entscheidungsverhalten bei Variantenvielfalt – die Wirkung der „attribute Alignability", S. 330.
362) Vgl. Deutsche Börse AG (2006): Börsenlexikon, Stichwort „Entry Standard", o. S.
363) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Aufgaben der Investor Relations, S. 51.
364) Quelle: Deutsche Börse (2005): Ihr Weg an die Börse, S. 31.

Exemplarisch sei auf das Ausscheiden der Porsche AG aus dem DAX und das Überwechseln in den General Standard verwiesen, weil sich das Unternehmen nur zur Veröffentlichung eines jährlichen Dokuments als Zwischenberichterstattung verpflichten wollte. Streng genommen unterliegt das „Produkt" Aktie aber einer ständigen Variation, da sich ihre leistungswirtschaftlichen Merkmale und damit das Chancen/Risiko-Profil kontinuierlich ändern.

6.1.3 Produktdiversifikation

Produktdiversifikation beinhaltet die Beibehaltung des alten bei gleichzeitiger Einführung eines darauf aufbauenden Produktes. Auf den Kapitalmärkten kommt hierfür bei einer anstehenden Kapitalerhöhung die Emission neuer Aktien in einer anderen Gattung, etwa als Vorzugsaktien, in Betracht.
Eine weitere Möglichkeit der Produktdiversifikation bieten American Depositary Receipts (ADRs). Dies sind in USA in Dollar gehandelte Aktien, für die im Heimatland des Emittenten Aktien hinterlegt werden.[365] Damit können ausländische Unternehmen ihre Aktien indirekt handelbar machen, ohne den strengen Zulassungsbedingungen der amerikanischen Börsenaufsicht SEC unterworfen zu sein. Dortige institutionelle Investoren, die nach ihren Anlagevorschriften keine ausländischen Wertpapiere kaufen dürfen, können ADRs erwerben.[366]
ADR-Programme werden danach unterschieden, ob lediglich bestehende Aktien im Inland hinterlegt werden (Level 1 und 2) oder ob gleichzeitig eine Kapitalerhöhung erfolgt (Level 3). Im Level 1 ist der Verkauf nur im Freiverkehr unter Professionellen möglich, wofür keine besonderen Publizitätspflichten auferlegt werden. Für eine echte Börsennotierung (Level 2 und 3) muss die Rechnungslegung nach US-Gaap erfolgen und den Bestimmungen der Securities and Exchange Commission entsprechen. Der Level 3, der gleichzeitig eine Kapitalerhöhung darstellt, fordert dem Emittenten die meisten Publizitätspflichten ab. Für die Unternehmen ergibt sich ein Trade-Off zwischen zusätzlichen Publizitätskosten und dem Vorteil, an Auslandsmärkten stärker wahrgenommen zu werden.[367]
Das Listing an einer ausländischen Börse ist nicht nur eine Distributionsausweitung, sondern auch eine Produktdiversifikation. Die Aktie wird im Heimatland des Emittenten unverändert weiter gehandelt, im Ausland entsteht ein eigener Markt in fremder Währung, Angebot und Nachfrage werden dort durch die Depositary Bank ausgeglichen. Die Kurse sind nicht direkt an die Kurse des Heimatlandes unter Berücksichtigung des Wechselkurses gekoppelt, so dass ein Arbitragevorteil entstehen kann. Sowohl Aktionärs-Mitbestimmungsrechte als auch Dividendenanspruch bleiben identisch, Handel und Dividendenzahlung finden in der Währung des Listing-Ortes statt.[368] Eine Produktdiversifikation liegt vor, weil für den Investor Währungsrisiken entfallen und zudem gewohnte heimische Publizitätsanforderungen eingehalten (ab Level 2) werden müssen, so dass sich das wahrgenommene Risiko reduziert.
Im Aktiengesetz noch nicht vorgesehen ist die sog. Tracking-Aktie (Geschäftsbereichsaktie).[369] In den USA wurde diese Aktiengattung besonders während der Technologiewerte-Welle genutzt, um bestimmte Geschäftsbereiche eines Unternehmens an die Börse heran-

365) Vgl. Wunderlin, Rainer/Meise, Niklas (2005): Zugangsmöglichkeiten zum US-amerikanischen Kapitalmarkt für deutsche Aktiengesellschaften, S. 284ff.
366) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort American Depositary Receipt, S. 41.
367) Vgl. Wunderlin, Rainer/Meise, Niklas (2005): Zugangsmöglichkeiten zum US-amerikanischen Kapitalmarkt für deutsche Aktiengesellschaften, S. 284ff.
368) Vgl. Wunderlin, Rainer/Meise, Niklas (2005): Zugangsmöglichkeiten zum US-amerikanischen Kapitalmarkt für deutsche Aktiengesellschaften, S. 283.
369) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Aufgaben der Investor Relations, S. 49.

zuführen, meist weil die Aktie des Gesamtunternehmens als unterbewertet galt. Davon haben z.B. die Telefongesellschaften Sprint und AT&T Gebrauch gemacht, die Sparten als Tracking-Aktie an die Börse gebracht haben. In Europa hat die französische Gesellschaft Alcatel 2000 ihren Geschäftszweig Glasfaserkabel in eine Tracking-Aktie überführt.
Für das Unternehmen ist es vorteilhaft, sich frisches Kapital zuführen zu können, ohne die Kontrolle über den Geschäftszweig aufzugeben und feindliche Übernahmen fürchten zu müssen. Der Investor verspricht sich eine schnellere Wertsteigerung des Geschäftszweiges im Vergleich zum Gesamtunternehmen, da der Aktienkurs lediglich von der Spartenentwicklung und nicht vom gesamten Unternehmen abhängt.
Die Aktionärsrechte unterscheiden sich in ihrer Ausgestaltung prinzipiell nicht von der „Mutteraktie", beschränken sich allerdings nur auf den Geschäftsbereich.[370] In Deutschland wäre damit zu vergleichen, wenn z.B. die Deutsche Telekom AG die Mobilfunksparte als gesonderten Geschäftszweig an der Börse einführte. Die Abgrenzung zu der Rechnungslegung des Stammunternehmens ist schwierig, so dass Tracking-Aktien als wenig transparent gelten. In Deutschland wird stattdessen gewöhnlich ein ganzer Geschäftszweig als rechtlich selbständige Einheit abgespalten und gesondert an die Börse gebracht (sog. Spinoffs)[371], wie die Beispiele der Chemiespartenausgliederung bei der Bayer AG (Lanxess) und der Halbleiterfertigung bei der Siemens AG (Infineon) zeigen.
Eine Produkteliminierung ist die Entfernung aus dem Sortiment nach Ablauf des Produktlebenszyklus. Weil Aktien keinem natürlichen Alterungsprozess unterliegen, ist dieser Prozess nur denkbar, wenn eine Aktiengesellschaft ein „Going Private" anstrebt und sich vom Aktienmarkt zurückzieht,[372] z.B. nach dem Einstieg von Finanzinvestoren (Private Equity), nach einer Fusion oder einer Insolvenz.

6.2 Preispolitik

Preispolitische Entscheidungen erfolgen im Investor Marketing bei der Bestimmung des Ausgabepreises in der Preisbildungsphase (Bookbuilding-Spanne), bei späteren Kapitalerhöhungen über **Bezugsbedingungen** und bei der Festlegung der **Dividendenausschüttungen**.
Im Gütermarketing werden die Preise und Konditionen häufig segmentiert gestaltet. Hierzu zählt sowohl die mengenmäßige als auch regionale Preisdifferenzierung. Darüber hinaus können Boni und Skonti als Treue- oder Barzahlungsrabatte sowie Sonderkonditionen für Erstzeichner als Gestaltungsmöglichkeiten genutzt werden. Derartige Differenzierungen werden bei Aktien derzeit kaum angewandt, obwohl sie sowohl auf dem Primärmarkt bei der Erstemission (IPO) und Kapitalerhöhungen sowie auf Sekundärmärkten über die Dividendenpolitik eingesetzt werden könnten.

6.2.1 Bezugsbedingungen im Primärmarkt

Anders als im Gütermarketing ist nach dem IPO eine Preisgestaltung über den Aktienausgabepreis nur noch beschränkt möglich, z.B. über die Festlegung von Bezugsbedingungen für junge Aktien bei Kapitalerhöhungen und über Belegschaftsaktien. Diese können jährlich bis zu einem bestimmten Betrag steuerfrei an Mitarbeiter ausgegeben werden (§ 19a

370) Vgl. Quinton, Brian (1999): Tracking stocks fly high after Sprint's success, o. S.
371) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Spinoff", S. 733.
372) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 149.

EStG). Der Abschlag zum Börsenkurs kann bis zu 50 % betragen, dafür ist eine Sperrfrist von sechs Jahren bis zum Wiederverkauf einzuhalten. Große Publikumsgesellschaften wie die Deutsche Telekom AG[373] machen von dieser Vergütungsmöglichkeit Gebrauch.
Noch weniger Preisgestaltungsmöglichkeiten hat ein Unternehmen, wenn es die Bezugsbedingungen für junge Aktien im Rahmen einer echten Kapitalerhöhung festlegt. Kapitalerhöhungen gegen Einlagen, die dem Unternehmen frisches Kapital zuführen sollen, können von der Hauptversammlung mit Dreiviertel-Mehrheit des vertretenen Grundkapitals mit oder ohne Bezugsrecht für die Altaktionäre beschlossen werden.[374] Bei einem Ausschluss des Bezugsrechts wird diese Mehrheit nur zustande kommen, wenn der Kurs der jungen Aktie dem aktuellen Börsenkurs entspricht, d.h. der derzeitige Aktionär ohne Vermögensverlust verkaufen kann. Es besteht für den Altaktionär sonst kein Anreiz, einer Verwässerung seines Unternehmensanteils zuzustimmen.
Will das Unternehmen einen tieferen Kurs festlegen, um die Platzierung der Kapitalbeschaffungsmaßnahme sicher zu stellen, wird der Altaktionär über den Wert des Bezugsrechts entschädigt.[375] Das Unternehmen kann über Bezugsrechtskonditionen seinen Aktionärskreis strukturieren, sich also für die Intensivierung des Engagements der Altaktionäre oder für die Akquisition neuer Anteilseigner unter Ausschluss des Bezugsrechts für die Altaktionäre entscheiden.[376]
Ein optisch niedriger Emissionskurs für neue Aktien wird von Kleinaktionären häufig als eine Art „Zusatzdividende" gewertet. Wird die junge Aktie veräußert, fließt dem Aktionär zwar Liquidität zu, er gibt aber auch einen Unternehmensanteil auf. Das Unternehmen kann die neuen Aktien aber durch den Beginn des Dividendenbezugsrechts attraktiver gestalten, z.B. wenn Aktien, die im Laufe des Jahres an die Börse gebracht worden sind, ab Beginn des Kalenderjahres bedient werden.[377] Für das Unternehmen steigen damit allerdings die Kapitalkosten.

6.2.2 Dividenden

Die Dividenden sind aus Sicht des Unternehmens Teil des Preises für die Überlassung des Produktionsfaktors Kapital, den es niedrig zu halten gilt. Der Aktionär sieht darin seinen Gewinnanteil an dem Unternehmen. Die Gewinnverwendung ist für deutsche Unternehmen in § 58 AktG reguliert und der Hauptversammlung zur Beschlussfassung übertragen. Für Höhe und Art der Gewinnausschüttungen sind im Rahmen gesetzlicher Obergrenzen praktische Überlegungen maßgeblich, womit ein Spannungsverhältnis zwischen angestellten Managern und Eigentümern im Rahmen eines Prinzipal-Agenten-Verhältnisses häufig vorgegeben ist, wenn versucht wird, Mittel im Unternehmen zu halten, um damit eigene Ziele zu verfolgen. Verschiedene Managermodelle widmen sich diesen Problemen unter den Gesichtspunkten Generierung eines ineffizienten Umsatzwachstums, zu starkes Unternehmenswachstum oder unprofitable Unternehmensgröße.[378]
Buffett unterscheidet zwischen blockiertem und frei verfügbarem Gewinn.[379] Z.B. kann Inflation zu einem aufgeblähten, verfälschten Gewinn führen. Technologischer Wandel oder Änderungen im Wettbewerb erfordern Umstrukturierungen, die über die Abschreibungen des Anlagevermögens oder rechtlich mögliche Rückstellungen hinaus-

373) Vgl. Deutsche Telekom AG (1999): Verkaufsprospekt und Börsenzulassungsprospekt, S. 1ff.
374) § 186 AktG.
375) Vgl. Wöhe, Günter (1990): Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 884.
376) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 215.
377) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 269.
378) Vgl. Kräkel, Matthias (1999): Organisation und Management, S. 263ff.
379) Vgl. Cunningham, Lawrence A. (2006): Essays von Warren Buffett, S. 166

gehen. Das kann insbesondere bei Unternehmen mit einem hohen Verhältnis zwischen Anlagevermögen und Gewinn auftreten. Zu hohe Ausschüttungen werden dann dazu beitragen, dass die wirtschaftliche Position des Unternehmens (Wettbewerbssituation oder Finanzkraft) geschwächt wird, was den Interessen der Aktionäre zuwiderläuft. Hier werden die engen Verflechtungen zwischen Realwirtschaft und der Sicherung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten besonders deutlich.
Das Unternehmen strebt in der Regel danach, Gewinne zur Selbstfinanzierung einzubehalten. Die Interessen des Aktionärs können damit übereinstimmen, wenn er sich als Miteigentümer empfindet und das Management deutlich macht, dass es sich als Treuhänder der Investoreninteressen betrachtet. Der Aktionär beschränkt sich dann auf den Gewinnanteil, der nicht für die leistungswirtschaftliche Tätigkeit und ihre Fortentwicklung gebraucht wird (Residualtheorie). Aus Aktionärssicht ist das Reinvestieren von Gewinnen nur sinnvoll, wenn das Management eine höhere Rendite erzielen kann, als es der Aktionär mit einer alternativen Anlage vermöchte.[380]
Das Ziel des Unternehmens, sich günstig mit Kapital zu versorgen, ist möglicherweise auch mit anderen Mitteln als mit einem Gewinneinbehalt zu erreichen.[381] Ein Unternehmen wird sich, wenn es Investor Marketing-orientiert ist, an den Interessen seiner Klientel, d.h. derzeitiger Aktionäre und potenzieller Investoren, ausrichten. Sie können Kurssteigerungen oder Dividenden als Einkommensquelle oder eine Kombination dieser beiden Kriterien als Anlageziel verfolgen. Unternehmen steht eine Reihe von Gestaltungsmöglichkeiten für ihre Produkt- und Preispolitik offen, wenn sie sich stärker an den Interessen ihrer Zielgruppen ausrichten wollen.
Aktionärsgruppen sind bezüglich ihrer individuellen Steuerzahllast unterschiedlich betroffen. Das kann zusätzlich von Land zu Land je nach nationaler Steuergesetzgebung und der Regelung in Doppelbesteuerungsabkommen differieren. Eine Hochdividendenpolitik spricht daher eine andere Zielgruppe an als die Gewinnthesaurierung bei Wachstumsunternehmen. Dividendenentscheidungen können daher einen Einfluss auf Kapital- und Aktionärsstruktur haben und das Finanzimage des Unternehmens mitbestimmen. Dividendenankündigungen und -zahlungen des Unternehmens müssen daher auf ihre Signalwirkung geprüft werden. Höhere Dividenden werden als Zeichen nachhaltiger Ertragskraft gewertet,[382] das heißt, dass es sich um ein solide finanziertes Unternehmen handelt.[383]
Als Ausschüttungsart kommen Bar-, Sach- und Wertpapierdividenden (stock dividend) in Betracht. Bei ausländischen Gesellschaften ist ein Wahlrecht zwischen Bar- und Wertpapierdividende selbst für Kleinaktionäre üblich. Die Auszahlung einer Quartalsdividende, die von vielen auf ständiges Einkommen angewiesenen Aktionären geschätzt wird, ist in Deutschland unbekannt. Das Aktiengesetz sieht eine Ausschüttung aus dem Jahresgewinn vor, die Bilanz wird aber nur einmal im Jahr festgestellt. Aus technischen Gründen galt eine häufigere Rechnungslegung vor Einführung des elektronischen Rechnungswesens als nicht zumutbar. Abhilfe könnte geschaffen werden, wenn das Aktiengesetz vorsähe, dass periodische Auszahlungen in den Satzungen geregelt werden können.[384]
Werden Gewinne bei der Gesellschaft und Dividenden bei dem Aktionär, also doppelt, besteuert, ist die Zahlung einer Bardividende wenig vorteilhaft. Wirtschaftlich kommt eine Herabsetzung des Nennbetrages, wie sie in der Schweiz häufiger gehandhabt wird,

380) Vgl. Cunningham, Lawrence A. (2006): Essays von Warren Buffett, S. 167; Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 257.
381) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 257.
382) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 260.
383) Vgl. Breuer, Wolfgang/Stotz, Olaf (2004): Behavioral Corporate Finance, S. 10.
384) Vgl. Hocker, Ulrich (2006): Artikel: Standpunkt, Steter Geldfluss durch Quartalsdividende, S. 45.

der Bardividende gleich. Die Gesellschaft reduziert den Nennbetrag der Aktien einheitlich um einen gleichen Prozentsatz (Gießkannenprinzip) und zahlt früher eingezahltes Gesellschaftskapital aus liquiden Mitteln zurück. Für den Aktionär ist diese Gestaltung steuerlich optimiert.[385] Verbreiteter ist der Rückkauf eigener Aktien. Werden sie eingezogen, führt das zu einer Kapitalherabsetzung, so dass auf die übrig bleibenden Aktien eine höhere Rendite entfällt.

6.3 Distributionspolitik

Unter „Distribution“ wird im Gütermarketing die Gestaltung und Steuerung der Überführung eines Produkts vom Produzenten zum Käufer verstanden.[386] Im Rahmen der Distributionspolitik werden die Absatzkanäle und die Logistik eines Gutes festgelegt. Sie nimmt vielfältige Formen an, von der Direktvermarktung des produzierenden Unternehmens an den Endverbraucher bis hin zur mehrstufigen Distributionspositionierung über Absatzmittler und -helfer.[387]
Im Investor Marketing sind direkte eigene Distributionskanäle des Unternehmens nicht anzutreffen. Selbst bei der Ausgabe von Belegschaftsaktien an die Mitarbeiter oder Aktienzuteilungen auf Grund von Anreizsystemen für Management und leitende Mitarbeiter werden für die Durchführung externe Dienstleister (Depotbanken) benötigt, Aktien werden nicht physisch ausgehändigt.
Die im Ausland weit verbreiteten Dividendenwiederanlageangebote (Dividend Reinvestment Program, DRIP) kommen einer eigenen Distributionspolitik des Unternehmens recht nahe. Aktionären wird entweder die jeweils neu zu treffende Wahl zwischen Dividendenauszahlung und Kauf der Aktien oder auch die automatische Wiederanlage der Dividende angeboten. Das Unternehmen bedient sich zur DRIP-Abwicklung meist eines externen Dienstleisters, der zusätzlich die kostenlose Depotführung übernimmt.
Bei einer Kapitalbeschaffungsmaßnahme wird der **Primärmarkt** in einem mehrstufigen Prozess in Anspruch genommen. Dabei bedient sich das Unternehmen zunächst der Mithilfe der Emissionsbanken, die betriebswirtschaftlich als Absatzmittler zu betrachten sind. Sie sind rechtlich und wirtschaftlich vergleichbar mit selbständigen Groß- und Einzelhandelsbetrieben im Gütermarketing. Absatzmittler der weiteren Stufe sind die zahlreichen Banken, die Transaktionsaufträge für Aktienkäufe entgegennehmen. Bei einem Pakethandel, d.h. dem Handel eines signifikanten Kapitalanteils an einer Kapitalgesellschaft,[388] der auch außerbörslich durchgeführt werden kann, wird lediglich dieser Zwischenhandel ausgeschlossen.
Unternehmen bevorzugen bei der Kapitalbeschaffung die Fremdemission über Konsortialbanken gegenüber der Eigenemission. Es wird nicht nur auf die Erfahrung, sondern vor allem auf die Kontakte und das sog. Emissionsstanding der Absatzmittler zurückgegriffen. Diese haben sich spezialisiert, um während der Emission zielgruppenspezifische Beratung anzubieten. Sie unterscheiden sich in der Platzierungskraft und der regionalen Penetration ihrer Depotkunden. Somit kommt der Auswahl des Emissionshauses, eventuell auch des Emissionskonsortiums große Bedeutung zu.[389]

385) Vgl. Kunz, Roger M. (2006): Innenfinanzierung und Dividendenpolitik, Folie 29.
386) Vgl. Thommen, Jean-Paul/Achleitner, Ann-Kristin (2003): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 187.
387) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 600; Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 97 f.
388) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Aktienpaket“, S. 30.
389) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 172.

Zu entscheiden ist bei der Erstemission über die Wahl des Börsenplatzes und des Handelssegmentes. Unter Umständen ist auch eine nachträgliche Änderung sowohl des Börsensegmentes als auch des Börsenplatzes möglich.[390]
Für große Unternehmen lohnt sich ein zusätzliches Listing an ausländischen Börsen. Als weitere Gründe für die in der Regel prestigeträchtige Einführung zusätzlich an einer ausländischen Börse kann angenommen werden, dass Aktien bei Unternehmenskäufen als Akquisitionswährung anzusehen sind, Aktienoptionen als Vergütung für das Management ausländischer Tochtergesellschaften erforderlich sind oder große ausländische Vermögensverwalter auf Grund ihrer Satzung nur in heimische Wertpapiere investieren dürfen.
Dafür in Frage kommende Börsenplätze sind London, New York oder Tokio. Mit einem Listing sind nicht nur zusätzliche Publizitätspflichten, sondern auch Erwartungen der Financial Community verbunden, z.B. hinsichtlich der Erreichbarkeit der IR-Mitarbeiter vor Ort, die mit einer reinen „Distributionspräsenz" nicht zu erfüllen sind.[391]
Durch Mehrfachlisting gewinnt ein Unternehmen Aufmerksamkeit auf einem fremden Markt und kann damit seine leistungswirtschaftliche Expansion unterstützen. Allein das Listing an der für Analystenhäuser heimischen Börse ist für manche von ihnen ein Kriterium zur Aufnahme regelmäßiger Aktienbeobachtung (Research-Coverage), was aufgrund ihrer Multiplikatorwirkung zu weiterer Aufmerksamkeit zugunsten des Unternehmens auf den Kapitalmärkten führt.
Auf den ersten Blick erscheint die Ausweitung auf ausländische Börsenplätze als ein rein distributionspolitisches Instrument. Da jedoch durch evtl. Währungsrisiken und Publizitätspflichten des Auslandsmarktes für den Aktionär das Chancen/Risiko-Profil nicht mehr mit dem des Heimatlandes identisch ist, entsteht eine starke Verknüpfung zwischen Distributions- und Produktpolitik.
Die Auswahl des Aktienindex liegt nur eingeschränkt in der Macht des Unternehmens. Hier verknüpfen sich produktions- und distributionspolitische Gesichtspunkte, da sowohl Streubesitz (Freefloat) als auch Marktkapitalisierung eine Rolle spielen. Ein Unternehmen, dessen Marktkapitalisierung zwar die Aufnahme in den MDAX ermöglicht, dessen aktueller Freefloat aber nicht hoch genug ist, könnte eine breitere Aktionärsbasis gewinnen und damit den erforderlichen Wert überschreiten.[392] Über die Aufnahme in einen Index wird eine Nachfrage generiert, da einige Anleger die Indexzugehörigkeit als Kaufkriterium werten. Das Produkt bleibt, vorausgesetzt es ändern sich keine Publizitätspflichten, unverändert. Das gleiche Ziel kann durch die Umwandlung von Vorzugsaktien in stimmberechtigte Namensaktien erreicht werden, wie es einige DAX-Unternehmen inzwischen durchgeführt haben. Durch die Änderung der Stimmrechte wird das Produkt entscheidend abgewandelt und ist somit eine Kombination aus produkt- und distributionspolitischen Instrumenten.
Auf **Sekundärmärkten** (Börsen) wird kein Produkt mehr vom Produzenten an den Käufer vertrieben. Insofern lassen sich Börsen oder die elektronischen Handelsplattformen der Banken, über die die Aktien auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden, als Endpunkte eines Distributionskanals bezeichnen (Absatzhelfer).
IR selbst kommt eine indirekte Absatzhelferfunktion zu, die es im Zusammenwirken mit Multiplikatoren als weiteren ebenfalls wirtschaftlich selbständigen Absatzhelfern

390) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 173.
391) Vgl. Simon, Hermann et al. (2002): Investor Marketing, S. 13.
392) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Aufgaben der Investor Relations, S. 51.

ausübt. Im Investor Marketing kommt Analysten diese Funktion als Multiplikatoren in einem mehrstufigen Prozess zu. Sie bahnen hauptsächlich Kontakte zwischen den einzelnen Mitgliedern der Absatzkette an, sind also unterstützend tätig.

6.4 Kommunikationspolitik

In der Kommunikationspolitik ist zwischen Investor Marketing als Kommunikation des ganzen Unternehmens nach außen und den speziellen Kommunikationsinstrumenten der operativen IR zu unterscheiden, die im Rahmen der Zielgruppenansprache und der derzeitigen Betreuungsmaßnahmen behandelt werden. Nachfolgend soll auf die allgemeine Kommunikationspolitik des Unternehmens und ihre möglichen Auswirkungen auf den Unternehmenswert eingegangen werden.
Das ist ohne eine Festlegung der Kommunikationsziele, die sich wiederum in die übergeordneten Marketingziele des Unternehmens eingliedern, nicht möglich.[393] Naturgemäß wird sich die Kommunikationspolitik danach richten, ob Kapitalbeschaffungsmaßnahmen anstehen, lediglich Fluktuationen auf den Sekundärmärkten gemindert werden sollen oder ob das Unternehmen auf Dauer selbstständig bleiben will. Dafür sind konsistente Hierarchien zu einem Zielsystem zu entwickeln, in das das operative IR einzugliedern ist.

Abbildung 11: *Zielhierarchie des Marketings*[394]

393) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 678.
394) In Anlehnung an: Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 679.

6.4.1 Unternehmensidentität (Corporate Identity)

Ist als oberstes Unternehmensziel die Maximierung des Unternehmenswertes und nachfolgend die Sicherung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten sowie die Verteidigung gegen feindliche Übernahmen festgelegt, wird diesem Ziel am ehesten eine dynamische Strategie zur Festlegung einer einheitlichen Unternehmensidentität (Corporate Identity) als Klammer über alle Unternehmenseinheiten gerecht. Darunter soll mit Meffert „ein ganzheitliches Strategiekonzept verstanden [werden], das alle nach innen beziehungsweise außen gerichteten Interaktionsprozesse steuert und sämtliche Kommunikationsziele, -strategien und -aktionen unter einem einheitlichen Dach integriert.“ [395]

Diese Konzeption der Corporate Identity umfasst die visuelle Gestaltung (Corporate Design), die Unternehmenskommunikation nach außen und gegenüber den Mitarbeitern nach innen sowie das Handeln und Verhalten des Unternehmens (Corporate Behavior). In der Außenwahrnehmung formen diese Bestandteile das Unternehmensimage. [396]

Für Investor Marketing sind Handeln und Verhalten sowie Kommunikation wichtige Faktoren. Aktien sind kein Suchgut, meist werden sie als Erfahrungsgut oder sogar Vertrauensgut wahrgenommen, dessen Qualität nie vollständig festgestellt werden kann. Eine integrierte Kommunikation und integres Unternehmensverhalten (Corporate Behavior) stehen in wechselseitigem Abhängigkeitsverhältnis: Opportunistisches Verhalten kann jede Kommunikationsbemühung erschweren oder zunichte machen.

Im Konsumgütermarketing beinhalten die kommunikationspolitischen Instrumente u.a. Werbung, persönlichen Verkauf und Verkaufsförderung, um über die Bekanntmachung der Produkte zu einem erhöhten Absatz zu gelangen. Ziel ist es, sich von anderen Unternehmen der Branche zu unterscheiden und mit dieser Profilierung ein Alleinstellungsmerkmal (Unique Selling Proposition) zu erwerben und einen einfachen, klaren und dominanten Kundennutzen zu kommunizieren. [397] Hierzu dient im Konsumgütermarketing die Markenpolitik. Qualität kann ebenfalls als Bestandteil des Leistungskerns angesehen werden. [398]

Franzen und Kumbartzki haben im Jahr 2004 200 Meinungsführer (Wirtschaftsjournalisten und -professoren, Top-Manager und Börsenanalysten) zur Bedeutung einzelner Faktoren für einen Unternehmens-Markenwert befragt. An der Spitze stand die Qualität der Produkte und Services (30 %), es folgten Innovationskraft mit 17 % und Wirtschaftskraft/Erfolg mit 19 %, insgesamt also wirtschaftsbezogene Themen, nicht aber soziale Verantwortung oder Emotionalität der Marke. [399]

Die gleiche Gruppe ist über ihre Einschätzung der Wertigkeit einiger Faktoren für einzelne Anspruchsgruppen (Stakeholder) wie Kunden, Mitarbeiter, Öffentlichkeit und Aktionäre befragt worden. Dabei hat sich ergeben, dass Kunden die wichtigste Zielgruppe für den Markenwert sind. Demzufolge werden Corporate Brands vor allem über Kundennutzen abgeleitet. Die Wertsteigerung erfolgt über die Absatzmärkte. Wird die Leistungsfähigkeit gegenüber den Kunden wahrgenommen, wirkt sich das positiv auf die Einschätzung des Unternehmens an den Finanzmärkten aus. [400]

Ein entscheidender Unterschied zwischen Investor Marketing und Gütermarketing besteht darin, dass für Aktien kein einer Marke entsprechendes Leistungsversprechen hinsichtlich der Rendite abgegeben werden kann. Dennoch muss der Investor wie ein Kunde

395) Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 706.
396) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 78.
397) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 711.
398) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 666.
399) Vgl. Franzen, Otmar/ Kumbartzki, Jürgen (2004): Der Wert von Corporate Brands – Welche Zielgruppe entscheidet, in Planung und Analyse, S. 1ff.
400) Franzen, Otmar/ Kumbartzki, Jürgen (2004): Der Wert von Corporate Brands – Welche Zielgruppe, S. 8.

umworben werden. Schon im Konsumgüterbereich ist viel Kreativität erforderlich, ein Produkt so zu positionieren, dass es dem vom Kunden gewünschten Idealprodukt möglichst nahekommt. [401] Fällt aber die Definition eines Alleinstellungsmerkmals schon schwer, ist es noch schwieriger zu begründen, warum die Zielgruppe mit dem Kauf der Aktie einen zwar nicht versprochenen, aber von ihr erwarteten Nutzen erzielen kann, d.h. die Frage nach dem „Reason Why“ zu beantworten. [402]

Für das Investorenmarketing des Unternehmens folgt daraus, dass das Ziel einer optimalen Positionierung nur als alle Unternehmensbereiche umfassender Prozess mit einer gezielten Ansprache der einzelnen Stakeholder erreicht werden kann. [403] Insofern ist unter Einbeziehung des Managements eine enge Zusammenarbeit sämtlicher mit der Öffentlichkeit kommunizierenden Abteilungen wie Marketing, Unternehmenskommunikation einschließlich Public Relations und Presseabteilung mit Investor Relations notwendig. [404] Eine Untersuchung bei deutschen Privatbanken hat ergeben, dass eine abteilungsübergreifend integrierende, regelmäßige und proaktive Kommunikation besonders erfolgreich ist. [405] Bruhn versteht unter integrierter Kommunikation den Planungs- und Organisationsprozess, der aus den differenzierten internen und externen Unternehmensquellen eine Einheit bildet, um ein konsistentes Unternehmensbild für alle Zielgruppen abzugeben. [406] Nur so ist die immer wieder für IR, aber besser für das Unternehmen im Gesamten geforderte Einstimmenpolitik (One Voice Policy) zu erreichen. Hägg und Freiholt sprechen von Integrated Investor Relations, wenn alle Ebenen eines Unternehmens in die notwendigen Kontakte zur Finanzgemeinde einbezogen werden. [407]

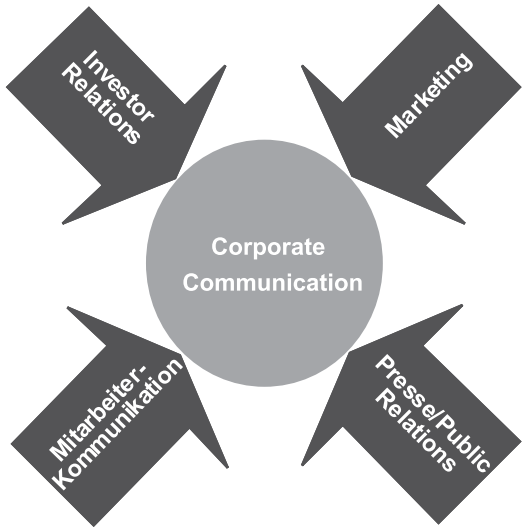


Abbildung 12: *One Voice Policy* [408]

401) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 711.
402) Holzinger, Stephan (2004): Equity Story des Emittenten – Struktur, Inhalt, praktische Umsetzung, S. 723.
403) Vgl. Ebel, Bernhard/Hofer, B. Markus (2002): Marketing für den Börsenwert, o. S.
404) Vgl. Metzker, Carol (2003): Integrated Communication, S. 4ff.
405) Vgl. Rolke, Lothar (2005): Kommunikation steigert den Unternehmenserfolg, S. 1.
406) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 332.
407) Vgl. Hägg, Claes/Preihold, Hakon (2004): Investor Relations, Financial Marketing and Target Groups, S. 230.
408) In Anlehnung an: Haas, A. (2002): One Voice Policy – Investor Relations und Medienarbeit aus einer Hand, S. 9.

6.4.2 Equity Story als Kern der Kommunikationspolitik

Fehlendes Leistungsversprechen einerseits und dynamische Kommunikationserfordernisse andererseits sprechen dafür, dass das Unternehmen ständig die Frage nach dem „Reason Why“ beantworten muss. Hierfür eignet sich das Konstrukt der „Equity Story“.

Der Produktkern als Chancen/Risiko-Bündel wird am ehesten durch die sog. Equity Story erfasst. Eine allseits akzeptierte Definition der Equity Story existiert nicht.[409] Lediglich für den ersten Börsengang wird sie allgemein umschrieben als „Positionierung und Strategie eines Unternehmens, die im Vorfeld eines Börsengangs neu definiert und kommuniziert wird. Die Equity Story ist grundlegend für die Attraktivität und den Erfolg des Börsengangs.“[410] Der Begriff entspricht damit der gelegentlich benutzten „Kapitalmarktstory“[411] und deutet damit auf seinen Ursprung aus Zeiten der Neuen Märkte und der Euphorie für Technologiewerte hin.

In der Literatur finden sich Umschreibungen des Begriffsinhalts Equity Story als „Bündelung aller strategischen Informationen und investorengerechte Darstellung“,[412] und als „Formulierung der Unternehmensstrategie zum Zwecke des Investor Marketings“.[413]

Damit wird deutlich, dass der enge Bezug auf den ersten Börsengang zu eingeschränkt ist. Folgerichtig definiert Spremann die Equity Story als eine „verbale Darstellung von erwarteten Sachverhalten und Entwicklungen der nächsten zwei bis drei Jahre“.[414] Darunter wird der „Verkauf“ der Unternehmensstrategie,[415] also Geschäftszweck und Zukunftsaussichten, und ihre Übersetzung in die Sprache der unterschiedlichen Zielgruppen Investoren, Analysten, Kunden, Geschäftspartner, Medien und Mitarbeiter verstanden.

Manche Unternehmen versuchen, ihre Story unter ein leicht eingängiges Motto zu stellen. So trat der Versorger RWE z.B. erfolgreich mit dem Slogan „One Group. Multi Utilities“ an die Öffentlichkeit. Für ein Telekommunikationsunternehmen wäre z.B. Kundenfreundlichkeit und Innovationsführerschaft eine geeignete und kommunizierbare Überschrift für eine Equity Story. Jack Welch, langjähriger Vorstandsvorsitzender von General Electric, brachte die Equity Story seines Unternehmens auf die Kurzformel: „Überall die Nummer eins oder zwei sein.“[416]

Aus der Story müssen zusätzlich Vorteilspotenziale, Marktposition und -chancen, Wettbewerbsvorteile und Höhepunkte in der Unternehmensentwicklung hervorgehen, also die künftigen Erfolgsfaktoren.[417] Während des ersten Börsengangs wird der Darlegung der Equity Story viel Aufmerksamkeit geschenkt. Häufig wird die „Pflege“, d.h. die Fortschreibung für die kommenden Jahre vernachlässigt,[418] sie sollte sich aber in allen Präsentationen und Publikationen des Unternehmens nachverfolgen lassen.

Die Equity Story sollte die Frage beantworten, warum die Aktie eine interessante Anlage ist. Dazu gehört die Zukunftsvision und eine überzeugende Darstellung, wie das Unternehmen sie erreichen will. Das beinhaltet u.a. eine detaillierte Darstellung der Geschäftsfelder nach Produkten, Kunden und geographischen Regionen. Schwächen und Risiken sollten über das gesetzlich geforderte Minimum hinaus erläutert werden. Stärken wie Technologieführerschaft, Wettbewerbsvorteile oder Kundenzufriedenheit gehören eben-

410) Vgl. Holzinger, Stephan (2004): Equity Story des Emittenten – Struktur, Inhalt, praktische Umsetzung, S. 726.
410) Meier-Pfister, Martin/Thommen, Andreas S. (2002): Erfolgsfaktor Investor Relations? Glossar, S. 230.
411) Vgl. Streuer, Olaf (2004): Investor Relations – Begriff, Historie und Entwicklungsperspektiven, S. 42.
412) Vgl. Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (2003): Grundlagen der Investor Marketing-Strategie, S. 28.
413) Pohl, Alexander (2003): Die Equity Story als zentraler Bestandteil des Investor Marketing, S. 153.
414) Spremann, Klaus (2003): Finanzanalysen und Unternehmensbewertung, S. 16.
415) Vgl. Simon, Hermann et al. (2002): Investor Marketing, S. 3.
416) Vgl. Müller, Eva (2006): Schwaches Bild, General Electric, S. 71ff.
417) Vgl. Simon, Hermann et al. (2000): Die Equity Story als Marketing-Instrument, S. 1 und 4.
418) Vgl. Holzinger, Stephan (2004): Artikel: Equity-Story des Emittenten – Struktur, Inhalt, praktische Umsetzung, S. 13.

Market Overview	■ Gesamtwirtschafliche Rahmenbedingungen ■ Branchenspezifische Rahmenbedingungen ■ Marktgröße und wesentliche Einflussfaktoren auf Marktgröße ■ Marktanteil des Unternehmens ■ Wesentliche Produkte und Dienstleistungen
Strategy, Structure und Governance	■ Kommunikation der unternehmerischen Leitidee ■ Strategische Ziele und Erläuterung der Strategie ■ Nennung der "Competitive Advantages" ■ Erläuterung des Geschäftsmodells ■ Erläuterung zum "Strategic fit" von Unternehmenskäufen/ -verkäufen ■ Beschreibung der Organisationsstruktur ■ Beschreibung und Beurteilung des Risikomanagementsystems ■ Beschreibung und Beurteilung der Hauptrisiken ■ Beschreibung der Chancen ■ Grundzüge des Vorstandsvergütungssystems ■ Corporate Governance
Managing for Value	■ Kunden ■ Mitarbeiter ■ Prozesse ■ Innovation
Performance	■ Ergebnisentwicklung ■ Zukunftsorientierte Berichterstattung ■ Steuermodelle ■ Ausweis und Erläuterung des "nachhaltigen Ergebnisses"

Abbildung 13: *Kriterien wertorientierter Berichterstattung*[421]

falls zur Equity Story. Im Zahlenwerk sollte die nachhaltige Profitabilität und die daraus ableitbaren Kennziffern für alle Zielgruppen verständlich erläutert werden. Manche Adressaten wollen auch über die Unternehmensstruktur informiert werden.[419] Kernstück ist die ausführliche Darlegung der Unternehmensstrategie und des Alleinstellungsmerkmals der Aktie. Nach Prüfung der Equity Story sollte der Investor wissen, warum er gerade diese Aktie kaufen soll.[420]

In einer Studie von PricewaterhouseCoopers und Kirchhoff sind aufgrund empirischer Erhebungen alle wichtigen Bestandteile einer idealtypischen Equity Story aufgeführt worden. Sie basiert auf vier Hauptkriterien und einer Reihe von Unterkriterien und beantwortet alle vorstehend aufgeworfenen Fragen:

Diese Kriterien begründen, warum die strategischen Unternehmensleitlinien als Kern der Kommunikation über das derivative Produkt Aktie anzusehen sind. Sie entscheiden mit über die Positionierung der Aktie.

Die systematische Kommunikation der Unternehmensleitlinien fehlt gegenwärtig nach Beobachtung in der Praxis noch weitgehend. Zwar kann gute Unternehmenskommunikation eine schlechte leistungswirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens nicht auf Dauer kompensieren. Unbefriedigende Kommunikation an die Öffentlichkeit kann aber dazu führen, dass gute realwirtschaftliche Leistungen nicht wahrgenommen werden. Das Management führt eine Seitwärts- oder Abwärtsbewegung des Kurses bei guter Unternehmensleistung darauf zurück, dass die Wahrnehmung des Marktes unvollkommen ist. Symptomatisch, wenn auch überspitzt, ist die Äußerung eines Vorstandsmitglieds von

419) Vgl. Simon, Hermann et al. (2000): Die Equity Story als Marketing-Instrument, S. 2.
420) Vgl. Alphéus, Ingo/Liedtke, Carsten (2002): Der Aktionär als Kunde, S. 9.
421) Quelle: Nix, Petra et al. (2006): Wertorientierte Berichterstattung im Dax – Trends und Best Practices, S. 7.

General Electric: „Nie war GE besser als heute. Aber die Anleger mögen uns einfach nicht."[422]
Es reicht demnach nicht, nur das Unternehmen mit seinen Produkten und Dienstleistungen zu positionieren, Investor Marketing muss auch die „strategische Unternehmensleitlinie" kommunizieren. Parallelen zum Güter- oder Dienstleistungsmarketing sind offenkundig. Je komplexer ein Produkt ausfällt, desto besser muss der Nutzer informiert werden. Im Gütermarketing übernehmen Einarbeitungshilfen oder ausführliche Bedienungsanleitungen diese Funktion, ohne sie ist das Produkt für einen Kunden nutzlos. Selbst bei risikoreichen Transaktionen wie Immobilienzwangsversteigerungen steht dem Bieter wenigstens ein Wertgutachten eines Sachverständigen zur Verfügung. Diese Informationen lassen sich standardisieren. Analog sind Informationen über das Unternehmen und die Aktie anzusehen. An Hand der Haupt- und Unterkriterien von PricewaterhouseCoopers/Kirchhoff können sie verbal oder quantifiziert (Kennziffern) zur Verfügung gestellt werden.

422) Vgl. Müller, Eva (2006): Schwaches Bild, General Electric, S. 72.

7 Individuelles Kaufverhalten und organisationale Prozesse

Die Zielgruppensegmentierung hat eine erste Grobunterteilung in Privataktionäre, institutionelle Investoren und Intermediäre ergeben. Wie der nachfolgenden schematischen Übersicht zu entnehmen ist, lassen sich mögliche Zielgruppen noch weiter rasterartig unterscheiden.

Kriterien	Private Anleger	Institutionelle Anleger
Rechtsform	Natürliche Personen	Juristische Personen
Eigentum an den Anlagemitteln	Anlage eigener Mittel	Anlage fremder Mittel
Zielsetzung	Eigene Ziele: Sparen und Vorsorgen, Spekulieren	Primär Verfolgung der Kapitalgeberziele: Performance und/oder ständiger Ertrag
Anlagevolumen	Geringes Volumen	Hohes Volumen, eigene Akquisition: Fonds-Auftragsanlage, Spezialfonds, Vermögensverwaltung
Geographische Streuung	Gering (Homebias)	Weltweite Streuung, aber auch Konzentration auf Heimatmarkt (Homebias)
Performancedruck	Geringer Performancedruck	Häufig hoher Performancedruck
Einfluss auf Unternehmenspolitik	Gering	Zunehmend größer
Entscheidungsfindung	Individualentscheidung	Individual- und Gruppenentscheidungen (autonom, ausgelagert oder im Auftrag) Mechanisierte Entscheidungen
Informationsbasis	Relativ geringe Informationsmenge, keine professionelle Informationssuche und -verarbeitung	Hohe Informationsmenge Professionelle Informationssuche und -verarbeitung Analysten
Beispiele	Private Haushalte, Einzelpersonen	Kapitalanlagegesellschaften Versicherungen und Pensionskassen Private und öffentliche Vermögensverwalter Kreditinstituten Private Equity- und Hedgefonds

Abbildung 14: *Idealtypische Abgrenzung privater und institutioneller Investoren*[423]

Bevor auf eine weitere Untergliederung eingegangen wird, soll auf ein bei allen Transaktionsentscheidungen anzutreffendes psychologisches Verhaltensmuster hingewiesen werden, das letztlich auch bei Institutionen mitentscheidet. Allerdings sind dort Entscheidungsprozesse stärker formalisiert, was noch darzustellen sein wird. Schließlich ist auf die besondere Rolle, die Multiplikatoren als Informationsverstärker und Helfer im Absatzprozess an den Kapitalmärkten zukommt, einzugehen, da sie als Bindeglied zwischen der Verkäufer- und Käuferseite angesehen werden können.

423) In Anlehnung an: Kames, Christian (2000): Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten, S. 17.

7.1 Individuelles Kaufverhalten

Für das individuelle Kaufverhalten ist im Güter- und Dienstleistungsmarketing eine Vielzahl von Kriterien erforscht worden. Auch wenn sie wegen der Unterschiede zwischen Güter- und Kapitalmärkten auch nur teilweise auf das Investorenmarketing bei Privataktionären anzuwenden sein mögen, kann die Kaufverhaltensforschung dennoch Hinweise auf menschliches Verhalten geben, das allen Kaufentscheidungen zugrunde gelegt werden kann. Institutionelle Investoren folgen zusätzlich noch anderen Regeln, auf die – soweit erforderlich – noch gesondert eingegangen wird. Ausgangspunkt sind die verschiedenen psychologischen und neo-behavioristischen Modelle, wie sie in Anlehnung an Meffert dargestellt werden sollen.

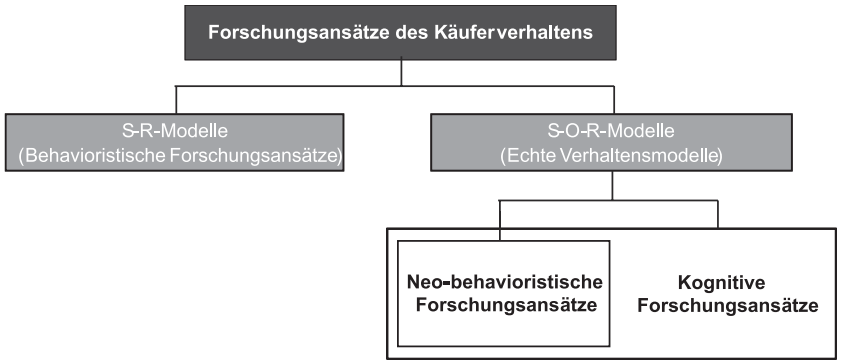


Abbildung 15: *S-O-R-Modelle*[424]

Die klassisch-behavioristischen S-R-Modelle (Stimulus/Response) vernachlässigen die eigentliche Entscheidungsfindung. Das Modell beobachtet stark vereinfachend lediglich Input und Output, nämlich alle Marketingmaßnahmen (Stimuli) und die Entscheidung des Aktionärs (Response), die Aktie zu kaufen oder zu verkaufen.[425] Welchen Einfluss die IR-Maßnahmen bei der Entscheidungsfindung des Investors (kaufen, halten, verkaufen) ausüben, bleibt ungewiss. Das Modell wird daher als „Black-Box-Modell" bezeichnet.[426]
Dieses unbefriedigende Konstrukt wurde inzwischen zu dem neo-behavioristischen S-O-R-Modell fortentwickelt. Das O steht für Organism und untersucht den von außen nicht zu beobachtenden Prozess des Entscheidungsträgers, Stimuli individuell zu verarbeiten. Dabei wird angenommen, dass Stimuli auf eine eindeutig bestimmbare Weise Reaktionen (Response) herbeiführen. Auch dieses Modell wird den komplexen Abläufen bei einer Entscheidungsfindung nicht gerecht. Bisher ist es noch nicht gelungen, ein Totalmodell, das alle Kauf- oder Verkaufsentscheidungen beeinflussende Faktoren analysiert, zu entwickeln.[427]
Das Marketing hat daher einige Partialmodelle mit jeweils weiteren Unterausformungen erarbeitet,[428] die Entscheidungsprozesse getrennt voneinander analysieren.[429] Aus der Vielzahl der Theorien sollen nur die Aspekte betrachtet werden, die eine besondere

424) Quelle: Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 100.
425) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 86.
426) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 99.
427) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 1206; vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 629ff.
428) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 109.
429) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 86.

Relevanz für Kapitalmärkte mit ihrer Informationsfülle und zu dem komplexen Produkt Aktie mit seiner besonderen Erklärungs- und Vertrauensbedürftigkeit haben.
Eine Kaufentscheidung lässt sich in zwei grundlegende Prozesse aufteilen, in aktivierende (antreibende) und in kognitive (informationsaufnehmende, -verarbeitende und -speichernde) Prozesse.[430] Motiv- und einstellungstheoretische Ansätze greifen auf aktivierende, also emotionale Komponenten, lern-, risiko- und dissonanztheoretische Ansätze auf kognitive zurück.[431]

7.1.1 Aktivierende Vorgänge: Motivtheoretische Ansätze

Motivtheoretische, also emotionale Ansätze gehen davon aus, dass jeder Kauf zur Beseitigung eines festgestellten Mangels beiträgt. Das hypothetische Konstrukt der „Motivation" erklärt die Ursachen menschlichen Verhaltens, beantwortet also die Frage nach dem „Warum".[432] Dabei werden Bedürfnisse mit unterschiedlichen Prioritäten besetzt. Dem trägt die Bedürfnispyramide von Maslow Rechnung, die zwischen primären (physiologischen) wie Essen, Trinken, Schlafen und sekundären (sozialen) Motiven unterscheidet. Zu den Sicherheitsbedürfnissen (zweite Stufe) gehören z.B. Arbeitsplatz und Versicherungen, zu den Bedürfnissen nach sozialen Beziehungen (dritte Stufe) z.B. Kommunikation. Die vierte Stufe wird von Bedürfnissen nach sozialer Anerkennung (Statussymbole, Prestige, Macht und Selbstachtung), die fünfte schließlich von dem Bedürfnis nach Selbstverwirklichung eingenommen. Jede höhere Stufe in der Hierarchie kann erst eingenommen werden, wenn die untere überschritten worden ist.[433] Dabei handelt es sich um eine idealtypische Betrachtungsweise, da Bedürfnisse auch nur teilweise befriedigt sein können,[434] bevor höherwertige angestrebt werden.
Die Geldanlage an sich befriedigt noch kein primäres Bedürfnis,[436] erst die Fristentransformation führt zu Möglichkeiten künftiger Bedürfnisbefriedigung. Das Motiv zum

Abbildung 16: *Maslow'sche Bedürfnishierarchie*[435]

430) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 224.
431) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 87.
432) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 141.
433) Vgl. Thommen, Jean-Paul/Achleitner (2003): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 696f.
434) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 147.
435) In Anlehnung an: Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 118.
436) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 117f.

Investieren ist aber nicht auf die Befriedigung künftiger Konsumwünsche beschränkt, sondern umfasst auch sekundäre Motive. Motivtheoretische Gesichtspunkte legen daher nahe, die vorherrschenden Motive der eigenen Aktionäre in Erfahrung zu bringen.

7.1.2 Aktivierende Vorgänge: Einstellungstheoretische Ansätze

„Einstellungen" werden häufig synonym mit „Image" verwendet.[437, 438] Ihre Einordnung als aktivierende oder kognitive Vorgänge ist nach wie vor umstritten, in der Marktforschung wurden sie lange als „Mädchen für alles" angesehen. Kroeber-Riel/Weinberg folgend werden sie nachfolgend den aktivierenden Elementen zugerechnet, weil sie stark von positiven oder negativen Haltungen gegenüber einem Gegenstand geprägt werden.[439] Insofern ergänzen einstellungstheoretische Ansätze die motivtheoretischen, da sie auf die subjektiv wahrgenommene Eignung eines Gegenstandes zur Bedürfnisbefriedigung abstellen.[440]
Einstellungen lassen sich in drei psychologische Kategorien (affektiv, kognitiv, konativ) unterteilen (Dreikomponententheorie), die in wechselseitiger Abhängigkeit bzw. in Systemzusammenhängen zueinander stehen. Damit knüpfen sie an die drei Sphären der menschlichen Psyche an: Fühlen, Denken, Handeln.[441]
Die **affektive** Komponente enthält die gefühlsmäßige Einstellung gegenüber einem Objekt.
Die **kognitive** Komponente beinhaltet die Wahrnehmung[442] des Individuums über das Objekt, die mit kognitiven (Wissen) und affektiven aktivierenden Eigenschaften verbunden wird, was eine saubere Trennung dieser Einstellungskomponenten erschwert.[443] Mit Hilfe von kognitiven Vorgängen wird Verhalten gedanklich kontrolliert und willentlich gesteuert.[444] Jeder Mensch möchte auf ein kohärentes System von Wissens-, Glaubens- und Meinungseinheiten zurückgreifen können.[445] Einstellung lässt sich daher als Motivation + kognitive Gegenstandsbeurteilung interpretieren.[446]
Die **konative** Komponente betrachtet die Handlungstendenz oder Verhaltensabsicht gegenüber einem Objekt, was nicht mit einem tatsächlichen Handeln übereinstimmen muss oder dazu führt, z.B. müssen kognitive Einsichten über eine Aktie nicht zu Entscheidungen des Investors führen. Aufgabe von IR ist es, eine Tendenz in eine Kauf-, mindestens in eine Haltebereitschaft umzuwandeln. Das fällt bei Vorurteilen, einem anderen Ausdruck für die konative Komponente einer Einstellung,[447] schwer, falls sie negativ geprägt sind.
Einstellungen scheinen in Deutschland für die geringe Aktienakzeptanz maßgeblich zu sein. Auf deutlich affektiven Einstellungskomponenten beruht die in Deutschland stark ausgeprägte Risikoaversion, sie macht sich bei der Geldanlage besonders bemerkbar. Nach einer Umfrage des DAI hielten 73 % der 720 Befragten, die in Wertpapieranlagen investiert haben, das Risiko bei Aktien als „sehr hoch" bzw. „hoch". Für Fonds lag dieser Prozentsatz bei 26 %.[448] Scheinbar sichere Anlageformen werden bevorzugt, z.B. Lebensversicherungen und Bausparverträge. Dazu kontrastiert allerdings das Interesse an risikobehafteten Produkten wie Derivaten.[449]

437) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 596.
438) Vgl. Koch, Jörg (2001): Marktforschung, S. 176.
439) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 167.
440) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 88.
441) Vgl. Koch, Jörg (2001): Marktforschung, S. 176.
442) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 119.
443) Vgl. Mummendey, Hans Dieter (1979): Begriff und Messung von Einstellungen, S. 199; Goldberg, Joachim/von Nitzsch, Rüdiger (1999): Behavioral Finance, S. 117.
444) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 224.
445) Goldberg, Joachim/von Nitzsch, Rüdiger (1999): Behavioral Finance, S. 117.
446) Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 168.
447) Vgl. Mummendey, Hans Dieter (1979): Begriff und Messung von Einstellungen, S. 200.
448) Vgl. Leven, Franz-Josef (2005): Private Anleger und derivative Geldanlagen, S. 33.
449) Vgl. Leven, Franz-Josef (2005): Private Anleger und derivative Geldanlagen, S. 34ff.

Die Gründe für diese einseitige Auslegung des Risikobegriffs, nämlich nur mögliche Verluste zu sehen, nicht aber Chancen, sind umstritten. Mit dazu beigetragen hat zweifelsohne die Börsenkrise um die Jahrtausendwende, die für viele Aktionäre finanzielle Einbußen verursacht und seitdem zu noch stärkerer Vorsicht bei Anlageentscheidungen geführt hat.[450]
Damit lässt sich die traditionelle Risikoscheu in Deutschland allerdings nur teilweise erklären, wie das Anlegerverhalten gerade während der Euphorie am Neuen Markt oder der aktuelle Derivateboom gezeigt haben. Tiefere Gründe werden in der Art des Vorsorgesparens vermutet. Sie beruht in Deutschland auf dem Umlageverfahren der Rentenversicherung, in den angelsächsischen Ländern ist seit Jahrzehnten das kapitalgedeckte Alterssicherungssystem eingeführt, Pensionskassen sind bedeutende institutionelle Aktionäre.[451]
Behavioral Finance erklärt Risikoaversion mit dem psychologischen Bedürfnis des Menschen, sich als aktiver Veränderer der Umwelt wahrzunehmen, wodurch Gefühle von Kompetenz und eigener Wertigkeit entstehen.[452] Fühlt sich der Anleger als Opfer der Kapitalmärkte, führt das zu einem empfundenen Kontrollverlust. In der Regel ist Risikoaversion die Folge eines gefühlten Kontrolldefizits.[453] Sie kann sich je nach Börsenstimmung (Euphorie oder Pessimismus) ändern.[454]
Ähnlich zur Einstellung wird oft das Image eines Produktes gesehen. Männer lassen sich bei der Aktienwahl gerne von ihren Interessen leiten. In ihren Depots finden sich eher Industrie- und Technologieaktien wie Shell oder Nokia als Papiere von Nahrungsmittel- oder Luxusgüterherstellern und Kosmetikfirmen wie Danone und L'Oréal.[455]

7.1.3 Kognitiv: Lerntheoretische Ansätze

Kognitive Vorgänge sind gedankliche, nach allgemeinem Verständnis weitgehend „rationale" Prozesse. Das Verhalten des Menschen wird durch die geistige Bewältigung von Herausforderungen gelenkt, er handelt einsichtig.[456] Im westlichen Kulturkreis, in dem das normative Leitbild des „rational Handelnden" vorherrscht, werden kognitive Elemente den Emotionen vorgezogen. Sie werden in die Phasen Informationsaufnahme, Wahrnehmen und Beurteilen sowie Lernen und Gedächtnis aufgeteilt.[457] Die Informationssuche wird durch aktivierende Vorgänge gesteuert, die die Suchvorgänge antreiben, und kognitive Programme, die Suchprogramme beinhalten.[458] Informationen werden wahrgenommen, wenn Umweltstimuli aufgenommen und innere Signale entschlüsselt werden, was vorzugsweise bei solchen Reizen geschieht, die Bedürfnissen entsprechen. Schlüsselinformationen, die andere Informationen substituieren oder ersetzen, befördern die Produktbeurteilung stark.[459]
Lernen wird verstanden als „systematische Änderung der Verhaltensweisen aufgrund von Erfahrungen, welche das Individuum in seinem Gedächtnis gespeichert hat."[460] In jedem Umfeld gründen sich Erwartungen auf vergangene Erfahrungen[461] und werden auch von Emotionen beeinflusst. Das Gedächtnis kann als Langzeitspeicher für Informationen an-

450) Vgl. Perrin, Petra Jörg (2005): Geschlechts- und ausbildungsspezifische Unterschiede im Investitionsverhalten, S. 4.
451) Vgl. Ribaudo, Patrizia (2006): Schlechte Rendite-Jäger, S. WR1.
452) Vgl. Guo, Zhaohui (2002): Behavioral Finance: Die empirische Überprüfbarkeit behavioraler Modelle, S. 90.
453) Vgl. Goldberg, Joachim/von Nitzsch, Rüdiger (1999): Behavioral Finance, S. 140-159.
454) Vgl. Guo, Zhaohui (2002): Behavioral Finance: Die empirische Überprüfbarkeit behavioraler Modelle, S. 203.
455) Vgl. Gattiker-Ericsson, Christian (2006): Zwischen Risikofreude und Selbstüberschätzung, S. 1.
456) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 615.
457) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 224.
458) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 246.
459) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 266ff.
460) Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 92.
461) Vgl. Cortés, Alfons (2004): Mit Behavioral Finance unterwegs, S. 5.

gesehen werden. Die Konsumgüterforschung über Gedächtnis und Vergessen hat für das Investor Marketing Implikationen: Zeitlich verteilte Informationswiederholungen ermöglichen höhere Lernleistungen, Vergessen ist ein Versagen des Wiederauffind-Systems.[462] Auf die Aktie als Produkt ist dieser Ansatz der kognitiven Lerntheorie nicht uneingeschränkt übertragbar. Ziel des Konsumgütermarketings ist es, die Kunden zu einem Gewohnheitskauf zu ermutigen, bei dem keine weiteren Alternativen mehr in Betracht gezogen werden. Für das Investor Marketing gelten schwierigere Bedingungen, da Anleger ihre Aktien auch wieder verkaufen können und sie als derivatives Produkt keinem Alterungsprozess oder natürlichem Marktaustritt unterworfen sind.[463] Somit ist es schon ein wichtiges Ziel, den Aktionär zum „Gewohnheitshalten" zu animieren, ihn also zu einem „loyalen Aktionär" zu machen.
Im Idealfall kann ein Aktionär zu einem „Gewohnheitskäufer" erzogen werden, der mindestens jede Primärmarkttransaktion mitzeichnet. Ob dazu eine drohende Stimmrechtsverwässerung als Anreiz ausreicht, ist bei Kleinaktionären zu bezweifeln. Sie werden sich eher von der erwarteten Rendite leiten lassen. Im Vergleich zum Gütermarketing kann es andererseits einfacher sein, den Stimulus aufrechtzuerhalten, wenn während der gesamten Haltezeit ein Kontakt zwischen Unternehmen und Aktionär besteht. Um im „Gedächtnis zu bleiben", bieten sich Finanztermine, wie Veröffentlichung der Quartalsergebnisse, anschließende Kontaktaufnahmen zu den Aktionären und eventuell interessierten potenziellen Eigentümern an.

7.1.4 Kognitiv: Risikotheoretische Determinanten

Risikotheoretische Überlegungen behandeln das subjektiv wahrgenommene Risiko vor dem Kauf, welches auf unzureichenden Informationen beruht. Dies muss nicht unbedingt dem Unternehmen, sondern kann auch anderen Umständen (Konjunktur, Konkurrenzverhalten etc.) anzulasten sein. Opportunistisches Verhalten ist aber ebenfalls nicht auszuschließen. Das Risiko lässt sich in drei Oberkategorien einteilen:
Das **soziale Risiko** beruht auf Sanktionen der Umwelt bei Normverletzungen.[464] Im Gegensatz zum Gütermarketing ist diese Form des Risikos im Investor Marketing bei nichtinstitutionellen Investoren schwach ausgeprägt,[465] da die Zusammensetzung eines Aktiendepots bei Privataktionären nicht publiziert wird. Eine mögliche Normverletzung wäre der Kauf einer Aktie von Unternehmen, die ethisch umstrittene Produkte oder Dienstleistungen anbieten (Waffen, Alkohol, Tabak, Kasinos etc.) oder gegen ethische Normen verstoßen, z.B. Ausnutzen von Kinderarbeit. Diese Themen werden zunehmend von kritischen Aktionären auf Hauptversammlungen aufgegriffen und können bei institutionellen Anlegern (Stiftungen, Vermögensverwaltungen, aber auch Fonds) zum Verkauf von Aktienpositionen führen.
Als funktionales Risiko ist das Liquiditätsziel zu sehen, das einen funktionierenden Sekundärmarkt voraussetzt, damit der Aktionär zu jeder Zeit einen Abnehmer für seine Aktien findet. Hierzu tragen Spekulanten, selbst in der extremsten Ausprägung des sog. Day-Traders, bei. Auch diese Form von Spekulation erfüllt einen Wohlfahrtseffekt an den Kapitalmärkten. Denn nur durch ständiges Handeln an der Börse entsteht ein funktionsfähiger Markt, der Angebot und Nachfrage ausgleicht und Liquidität schafft.[466] Neben der Liquidität ist die ökonomisch ungewisse Entwicklung der gekauften Aktie als Risiko einzustufen.

462) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 116.
463) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 28.
464) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 124.
465) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 94.
466) Vgl. Willman, Paul et al. (2002): Traders, managers and loss aversion in investment banking: a field study, S. 86.

Zusätzlich zu dem funktionalen (ökonomischen) Risiko besteht ein latentes **psychisches Risiko**, dass sich der Aktienkurs nicht erwartungsgemäß entwickelt.[467] Im Gütermarketing ist es deswegen eine rationale Strategie, durch Gewohnheitskäufe einen durchschnittlichen Einkaufspreis zu erzielen, sofern bereits positive Erfahrungen mit dem Produkt existieren. Auf Aktien übertragen, kann eine rationale Anlagestrategie dazu führen, immer dann Aktien nachzukaufen, wenn sich durch die Schwankungen an den Börsen günstige Einstiegschancen ergeben. Dieses „Verbilligen" führt zu Durchschnittskursen, dem sog. Cost-average-Effekt, der sich insbesondere bei regelmäßigen gleich bleibenden Sparraten bei Fonds auswirkt. Ähnliche Effekte hat eine Reinvestierung der Dividende.

7.1.5 Kognitiv: Dissonanztheorie

Die Dissonanztheorie untersucht die individuelle und subjektive Erfahrung mit Unsicherheiten nach dem Kauf. Der Entscheider strebt nach einem dauerhaft ausgeglichenen kognitiven Gleichgewicht.[468] Tritt Dissonanz auf, ist physisches Unwohlsein des Betroffenen die Folge.
Durch das konkret fehlende Leistungsversprechen ist ein Aktienkauf im Vorhinein schwer zu beurteilen. Kommt es zu Kursverlusten oder steigen andere Werte stärker, führt das zu Enttäuschung, was durch die Langfristigkeit der Verbindung zwischen Aktionär und Unternehmen noch verstärkt wird. Stellen sich Alternativen in der ex-post-Betrachtung als wesentlich rentierlicher dar, entstehen Opportunitätskosten in Höhe der nicht genutzten Gewinnchancen.[469]
Für den privaten Aktienbesitzer gibt es mehrere Möglichkeiten, seine Dissonanz zu reduzieren: Nach der klassischen kognitiven Dissonanztheorie von Festinger findet er andere Bewertungsmaßstäbe,[470] bei deren Anwendung sein Unternehmen gut abschneidet, beispielsweise in einer höheren Bewertung der sozialen Verantwortung. Die letzte Möglichkeit, sich von Dissonanz zu befreien, ist ein Verkauf. Das ist aber mit dem Eingeständnis verbunden, eine falsche Entscheidung getroffen zu haben, und wird deshalb hinausgezögert.

7.2 Entscheidungsprozesse institutioneller Investoren

Das Hauptaugenmerk der Finanzvorstände und von IR gilt nach wie vor institutionellen Investoren. Angesichts der Anlagevolumina, die von den institutionellen Investoren verwaltet werden (Assets Under Management), wird sich daran in naher Zukunft kaum etwas ändern.
Unabhängig von der Anlagephilosophie unterliegen Investmentfonds zahlreichen Restriktionen, die im Kapitalanlagegesetz normiert sind. Beispielsweise darf der Fonds keine Beteiligung über 10 % des Nennwertes der Aktiengesellschaft eingehen.[471] Daneben gelten Restriktionen, die der Auftraggeber des Spezialfonds bzw. die Geschäftsordnung der Kapitalanlagegesellschaft vorschreiben. Diese Kriterien umfassen Höchstgrenzen für Einzelwerte, maximale Abweichungen von der Gewichtung im jeweiligen Vergleichsindex, Mindestanforderungen an Liquidisierbarkeit der Anteile sowie minimale Marktkapitalisierungen der jeweiligen Unternehmen.[472] In letzter Zeit sind noch Mindestanforderungen in Corporate Governance sowie Nachhaltigkeit hinzugekom-

467) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 124.
468) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 95.
469) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 94.
470) Vgl. Festinger, Leon/Carlsmith, James M. (1958): Cognitive Consequence of Forced Compliance, S. 2.
471) KAGG, § 8a.
472) Vgl. Bienek, Heiko (2004): Beurteilung von Unternehmen aus Sicht eines Portfolio-Managers/Analysten, S. 431.

men.[473] Im Unterschied zu Privatanlegern unterliegen institutionelle Investoren einem Handlungszwang, weil sie von Dritten zufließendes Geld investieren müssen, während Private selbst über lange Zeiträume Geld „parken" können.
Eine wachsende Zahl von institutionellen Investoren ist für IR keine Zielgruppe mehr, weil ihre Transaktionsentscheidungen durch Investor Marketing nicht direkt beeinflusst werden können. Dazu gehören in aller Regel Private Equity-Fonds und Hedgefonds, naturgemäß aber auch alle passiv gemanagten Indexfonds und die ihnen sehr ähnlichen Exchange Trading Funds (ETFs). Sie bilden die Börsenindices nach[474] und verzichten dafür auf eigene oder eingekaufte Analyse.
Das Kaufverhalten von institutionellen Anlegern weist einige organisatorische Besonderheiten auf, insbesondere im Entscheidungsprozess. Dieser stark formalisierte Prozess lässt sich in gewisser Hinsicht mit dem Kauf von Investitionsgütern im sog. Buying Center vergleichen. Sie sind multipersonal[475] und durch kollektive Entscheidungen geprägt.[476] Link schlägt eine Dreiteilung des Analyseprozesses vor[477], der gefolgt werden soll.
Auf der höchsten Aggregationsebene steht die Organisation mit ihren Zielen und ihrer Organisationsstruktur. Da Gremien entscheiden, kann von einem gewissen „institutionellen Zwang",[478] d.h. von einem Konformitätsdruck und langen Entscheidungsprozessen, ausgegangen werden. Auf der darunter liegenden Ebene wird das mit der Beschaffung betraute Einkaufsgremium betrachtet. Untersuchungsgegenstand der letzten Stufe ist das einzelne Individuum im Buying Center mit verhaltensrelevanten Merkmalen.[479] Sie unterscheiden sich nicht grundsätzlich von den psychologischen Verhaltensmustern, wie sie für das individuelle Kaufverhalten bereits erörtert worden sind.
Fixierte Verfahren und Aufgaben regeln Kompetenzen entsprechend der Hierarchie der Mitarbeiter, was einen hohen Formalisierungsgrad bedeutet. Aufgrund der Unterschiede im Informationsverhalten wird im Industriegütermarketing nach der Art des Kaufes unterschieden. Handelt es sich um einen Erstkauf i.S. eines Vertrauensgutes, existieren noch keine Erfahrungen mit dem Produkt, folglich ist der Informationsbedarf am größten. Ein reiner Wiederholungskauf birgt kaum Risiken für den Entscheider, so dass der zusätzliche Informationsbedarf am geringsten ist (Erfahrungsgut). Der modifizierte Wiederholungskauf bedient sich der aus früheren Käufen gesammelten Erfahrungen. Sie sind jedoch nicht unreflektiert auf die neue Problemlösung anwendbar, da sich Problem oder Problemumfeld geändert haben können.
IR als operatives Kommunikationsinstrument kann mit seiner Dienstleistung „Informationsversorgung" zum Lieferanten eines Erfahrungsgutes werden. Aus dem Kommunikationsgrundsatz der Kontinuität ergibt sich schon der dauerhafte iterative Prozesscharakter innerhalb der Finanzgemeinde, der einen Statuswechsel vom Vertrauens- zum Erfahrungsgut ermöglicht. Der Aufbau einer Vertrauensbasis kommt dem Abschluss eines Rahmenvertrags gleich, wie er im Gütermarketing, insb. im Industriegütermarketing zur Erleichterung des Wiederholungskaufs genutzt wird.

7.2.1 Buying Center

Im sog. „Buying Center", also dem Entscheidungsgremium, gibt es mehrere Funktionen, die meist durch verschiedene Personen erbracht werden:[480] **Benutzer** (User) sind die

473) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 162.
474) U.S. Securities and Exchange Commission (2000): Index Funds, o. S.
475) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 63ff.
476) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 137.
477) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 97.
478) Vgl. Cunningham, Lawrence A. (2006): Essays von Warren Buffett, S. 128.
479) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 95.
480) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 139f.

Anwender des gekauften Produkts. Sie haben oft die meiste Erfahrung und nehmen somit eine wichtige Position im Entscheidungsgremium ein. **Käufer** (Buyer) entscheiden über den Einkauf, sie sind zum Abschluss von Verträgen autorisiert und entscheiden über die Bezugsquelle des Produktes. **Einflussagenten** (Influencer), z.B. Berater, steuern durch gezielte Informationspolitik den Weg zur Entscheidung. Sie übernehmen die Funktion des Lobbyisten. **Entscheider (Decider)** haben die Machtposition inne, zwischen verschiedenen Investitionsalternativen zu wählen,[481, 482] sie sind als letzte Instanz ausschlaggebend.
Hinzu kommen **Initiatoren**, die den Neukauf anregen, außenstehende **Berater** (Coaches) und **Informationsselektierer** (Gatekeeper), die für den Informationsaustausch zwischen den Mitgliedern des Buying Centers sorgen. Einige dieser Funktionen können in Personalunion erbracht werden oder im Laufe der Kaufentscheidungen auf andere Personen übergehen. Das Modell des Buying Centers ist unter einigen Einschränkungen auch auf institutionelles Kaufverhalten anzuwenden.
Kapitalmärkte sind nicht weniger komplex als Investitionsgütermärkte. Im Investitionsgütermarketing ist in einem in der Regel langwierigen mehrstufigen Entscheidungsfindungsprozess über eine hohe Einzelinvestition zu beschließen. Aktientransaktionen finden hingegen wegen des in der Regel kontinuierlichen Mittelzuflusses ständig statt. Andererseits kann es auch zu erheblichen Desinvestitionen innerhalb kurzer Zeit kommen, wenn in großem Umfang Fondsanteile zurückgegeben werden. Wegen der IR-Ziele „Aktionärsloyalität und -stabilität" sind deshalb nicht nur Käufe, sondern auch die Entscheidungen zum „Halten" oder „Verkaufen" wichtig.

7.2.2 Formalisiertes Verfahren: Anlageausschuss

Am stärksten formalisiert sind Spezial- und Publikumsfonds von Kapitalanlagegesellschaften, bei denen die Zusammensetzung und Entscheidungsfindung in ihren Anlagegremien vertraglich in der Geschäftsordnung geregelt sind.[483] Der Anlageausschuss entscheidet über die Ausgestaltung des Portfolios, dessen generelle Ausrichtung und Höchstgrenzen aus der Geschäftsordnung hervorgehen.[484]
Personell sind Anlageausschüsse von Spezialfonds häufig paritätisch von Vertretern der Auftraggeberseite und der KAG besetzt, wobei die Auftraggeberseite den Ausschlag gibt. In den Anlageausschüssen sind häufig hochrangige Vertreter des Auftraggebers, beispielsweise der Finanzdirektor oder der für die operative Finanzplanung des Unternehmens zuständige Treasurer vertreten, zumal das Gremium nur selten für Grundsatzentscheidungen zusammentritt.[485]
Der Auftraggeber hat weitgehende Mitgestaltungsmöglichkeiten, die er über die Geschäftsordnung und laufend über den Anlageausschuss einbringt.[486] Dennoch bedienen sich die Anleger in der Regel des Wissens der KAG und folgen zumindest ansatzweise ihrem Rat.

7.2.3 Suche nach den tatsächlichen Entscheidungsträgern

Ähnlich wie im Industriegütermarketing fragt es sich, wer unabhängig von der formalen Position auf die Gesamtentscheidung Einfluss nimmt. Für jede verkaufende Organisation

481) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 76.
482) Vgl. Bruhn, Manfred/Homburg, Christian (2001): Gabler Marketing Lexikon, Stichwort „Buying-Center", S. 92.
483) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 107.
484) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsen Lexikon, Stichwort „Spezialfonds", S. 733.
485) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 107.
486) Vgl. Bundesverband Investment und Asset Management e. V (2004): Spezialfonds – Individuelle Produkte für institutionelle Anleger, S. 62.

ist es von entscheidender Bedeutung, die Rollenaufteilung der Mitglieder des Buying Centers zu kennen, um sie zielgerecht mit Informationen zu versorgen und adäquat anzusprechen.[487]
Die Rolle des Benutzers ist nicht ohne weiteres übertragbar, da er nicht wie in einem klassischen Beschaffungsprozess die Leistung verwenden und Erfahrung in ihrer Anwendung aufbauen kann. Benutzer ist im Fall des Spezialfonds der Auftraggeber, bspw. dessen Treasurer, dem die Rückflüsse aus der Anlage zufließen. Der Einkäufer steht auf Seiten der Bank und setzt die beschlossenen Verfügungen um. Hier besteht kein wesentlicher Unterschied zum Gütermarketing. Entscheider sind die Finanzdirektoren oder -vorstände der Anleger-/Auftraggeberseite. Ihnen obliegt die letztendliche Entscheidung.
Einflussagenten können sowohl beim Anleger als auch bei der KAG auftreten. Sie müssen im Einzelfall identifiziert werden. Zu ihnen zählen beispielsweise Analysten oder Anlageberater, die aufgrund ihrer Fachkenntnis Einfluss ausüben. Die Funktion des Gatekeepers, also des Informationsvermittlers, der die Verteilung der Informationen im ganzen Team garantiert, ist ebenfalls nicht einheitlich vergeben. Der Anleger kann daran interessiert sein, diese Schlüsselstellung selbst zu besetzen, um Agenten i.S. des „Prinzipal-Agenten-Verhältnisses" so weit wie möglich zu kontrollieren.
Viele Rollen wechseln phasenweise, mehrere Rollen werden in einer Person vereint. Die großen Publikumsfonds, die für ihre Kunden Geld anlegen, verfügen über eigene Analysten, sog. Buyside-Analysten. Meist sind sie auf Branchen spezialisiert und weisen tiefe Detailkenntnis auf. So ist beispielsweise bei Kapitalanlagegesellschaften der Buyside-Analyst für die Telekommunikationsbranche häufig gleichzeitig Portfoliomanager für den Telemedien-Fonds des Investors. Für andere, nicht branchenbezogene Portfoliomanager aus seinem Haus stellt er seine Branchenkenntnisse als Buyside-Analyst zur Verfügung.
Der Head of Equity entscheidet über die Ausrichtung der Fonds, beispielsweise die Depotanteile einer jeden Branche und die Höchstgrenzen für einzelne Länder. Er sorgt für die Ausgewogenheit der Fonds, um nicht einem zu starken Risiko, sei es Länder- oder Branchenrisiko, ausgesetzt zu sein. Der einzelne Portfolio-Manager hat die Möglichkeit, kurzfristig Entscheidungen innerhalb der gesetzten Grenzen zu treffen.
Die Ermittlung der Schlüsselfunktion des Einflussagenten ist eine der schwierigsten Aufgaben des Investor Marketings. Gatekeeper bzw. Informationsvermittler wird häufig der Portfolio-Manager sein, der die Entscheidungen vorbereitet und die notwendigen Informationen zur Verfügung stellt.
Unabhängig von Funktionen oder Hierarchien sind die ausführenden Persönlichkeiten und ihr Verhältnis zu ihren Kollegen für die Ansprache durch den Verkäufer entscheidend. Dabei sind Mentalität, Kultur, Befindlichkeit und viele weitere Eigenschaften zu berücksichtigen, die weit in das Feld der Psychologie und Soziologie hinein reichen. Datenbanken helfen nur in geringem Umfang, weil sie wenig detaillierte Informationen beinhalten. Selten gehen sie über den Kontakt und das Profil des Unternehmens hinaus. Die sog. weichen Faktoren, z.B. Persönlichkeitsprofile, sind praktisch keiner Datenbank zu entnehmen.[488]
Daher sind lange persönliche Kontakte innerhalb der Finanzgemeinde und der Aufbau eines eigenen Beziehungsmanagementsystems erfolgskritisch. Broker und konsortialführende Banken verfügen schon eher über Informationen bzw. Erfahrungen, wie die Entscheidungsstruktur ihrer Kunden aussieht.

487) Vgl. Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, S. 75.

488) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 110.

IR wird diese Aufgabe kaum leisten können. Einen großen Teil der erforderlichen Marktbeobachtung nimmt die Zusammenarbeit zwischen Buyside und Sellside dem Investor Marketing des Unternehmens ab, wie sich aus folgender Abbildung entnehmen lässt.

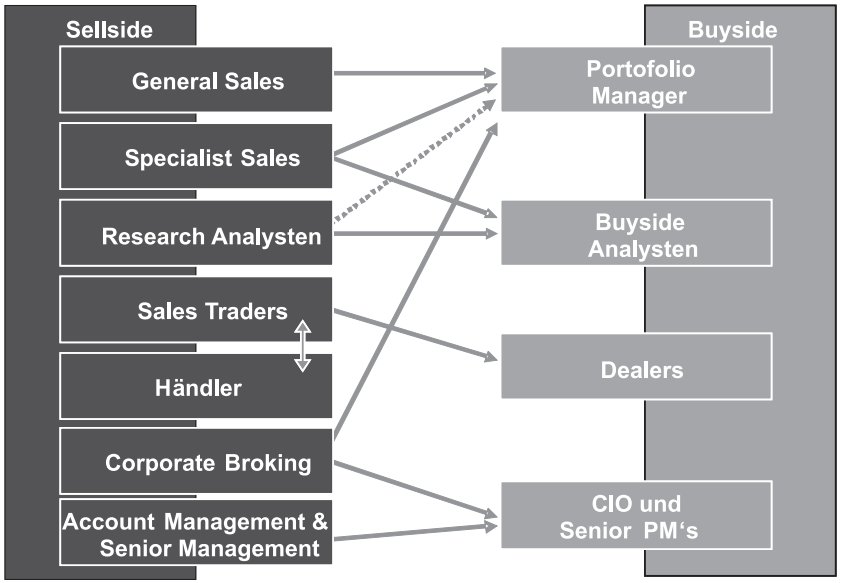


Abbildung 17: *Zusammenwirken Buyside-Sellside*[489]

489) In Anlehnung an: Faulks, Diane et al. (2006): Information Flow, S. 2.

8 Multiplikatorenanalyse

Als eigene IR-Zielgruppe zwischen Unternehmen und Endabnehmern Privataktionäre und institutionelle Investoren sind Multiplikatoren anzusprechen. Unter Multiplikatoren sind sämtliche Intermediäre, die zwischen dem eigentlichen Anleger und dem Unternehmen Informationen vermitteln, zusammengefasst.[490] Konkret sind dies Wirtschaftsjournalisten, Finanzanalysten (Sellside) und Anlageberater. Ihre Aufgabe ist es, Informationen zu erfassen und zu bewerten, so dass die Komplexität der Unternehmensstruktur aus Sicht des Anlegers abnimmt und die Anlageentscheidung erleichtert wird.
Es handelt sich hierbei nicht um Absatz im eigentlichen betriebswirtschaftlichen Sinn, denn hierfür fehlt es an dem Merkmal der Leistungsverwertung, also an einer Beziehung zwischen Produzent und Verwender.[491] Multiplikatoren sind Dritte, die einen gewissen Einfluss darauf ausüben, ob bzw. dass ein Investor eine Aktie von einem Emittenten (Primärmarkt) oder von einem anderen Investor (Sekundärmarkt) kauft. Legt man allerdings den weiter gehenden Begriff der „Distributionspolitik" im Rahmen des Marketings „als Gesamtheit der Entscheidungen und Handlungen, die mit der Übermittlung von Dienstleistungen zum Endabnehmer in Zusammenhang stehen"[492] zugrunde, können Multiplikatoren innerhalb der Finanzgemeinde als Distributionsmittler oder Intermediäre gewertet werden. Eine Verbindung zwischen ihnen und dem Unternehmen als Mitglieder der Finanzgemeinde wird durch die relationalen Verträge im Sinne der Neuen Institutionenökonomie hergestellt.
Von ihrer Funktion her übernehmen sie Aufgaben des Vertriebs, ohne dass sie in die interne Organisation eingegliedert oder Bestandteil des Außendienstes wären. Analysten und Anlageberater könnten als Absatzhelfer bezeichnet werden, wenn sie unterstützende Funktionen für den Aktienabsatz erfüllen.

8.1 Medien

Eine wichtige Multiplikatoren-Gruppe sind Print- und audiovisuelle Medien. Sie wirken stark meinungsbildend, weil ihnen Unabhängigkeit und eine gewisse Distanz zu den Unternehmen unterstellt wird. Kritische Berichterstattung gehört zum redaktionellen Konzept und zur journalistischen Grundhaltung.[493] Bittner hat darauf hingewiesen, dass der gewöhnlich als interessengebundene Informationskanal der Anbieter (Unternehmen und seine IR) als problematisch empfunden wird, Medien als neutrale Kanäle genießen Vorrang.[494] Printmedien werden unterschieden nach Finanzpresse[495] und Publikumsorganen.[496] Zur Finanzpresse zählen z.B. die großen Finanzzeitungen mit eigener Recherche, z.B.

490) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 152.
491) Vgl. Wöhe, Günter (1990): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 622.
492) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 550.
493) Vgl. Sturany, Klaus (2005): Investor Relations zwischen Kapitalmarktwirklichkeit und -regulierung, S. 5.
494) Vgl. Bittner, Thomas (1996): Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, S, 156ff.
495) Vgl. für Deutschland die Reichweitenanalyse von GWP media-marketing (2006): Financial Community 2006, S. 44ff.
496) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 153.

„Handelsblatt“, „Financial Times Deutschland“, „Börsenzeitung“, „Wallstreet Journal“, oder „Financial Times“. Bei Magazinen sind dies z.B. das amerikanische „Barrons“ oder die „Business Week“, die deutsche „Wirtschaftswoche“, „manager-magazin“ und „Capital“, aber auch populäre Anlegerzeitschriften wie „Der Aktionär“ oder Internet-Börsendienste wie „Börse online“. Schließlich gibt es persönliche Börseninformationsdienste, die im Abonnement vertrieben werden und Hintergrundinformationen auch zu Unternehmen anbieten, z.B. die Fuchsbriefe[497] oder der Platowbrief[498].
Publikumsorgane sind Boulevard-Zeitungen oder Tageszeitungen mit regionalem Bezug, die nur besondere Unternehmensereignisse melden – häufig negativ mit Bezug zu anderen Stakeholdern wie Arbeitnehmern oder Lieferanten – und nicht speziell Anleger oder Wirtschaftsinteressierte als Zielgruppe haben.
Eine Sonderstellung nehmen innerhalb der Publikumsorgane einige überregionale Tageszeitungen wie die „Frankfurter Allgemeine Zeitung“ (FAZ), „Die Welt“, die „Süddeutsche Zeitung“ und die „Neue Zürcher Zeitung“ ein, die sich in einem redaktionellen Teil fortwährend Finanz- und Wirtschaftsthemen widmen, Analysteneinschätzungen referieren und durch Fachkompetenz der Redakteure ein hohes Niveau erreichen. Hinzu kommen auf Wirtschaft spezialisierte Fernsehsender wie „n-tv“, „Bloomberg“ oder „CNBC“, die jeweils auch im Internet präsent sind.
Für Journalisten sind Presseagenturen eine wichtige Informationsquelle. Spezielle Wirtschaftspressedienste wie vwd (aufbereitete Finanzmarktdaten)[499] und Reuters[500] mit Diensten an die Finanzgemeinde und Journalisten werden oft von Unternehmen ebenfalls bezogen. Aufgrund der hohen Reichweite der Medien können sie Meinungen im Markt begründen und festigen, wenn auch im Einzelnen die Wirkungen der Medienberichterstattung in Psychologie und Kommunikationswissenschaft wegen der menschlichen Neigung zur selektiven Wahrnehmung umstritten sind.[501] Starke Kursbewegungen nach negativer Presseberichterstattung sprechen aber durchaus für schnelle Einstellungsänderungen gegenüber einzelnen Aktien.
Bei Publikumsorganen können Analysten Mittler zwischen Unternehmensmeldungen, bspw. Pressemitteilungen und redaktioneller Veröffentlichung sein.[502] Journalisten hinterfragen die Pressemitteilung des Unternehmens bei Analysten. Als Gegenleistung werden sie häufig in Artikeln zitiert. Diese Zusammenarbeit wird von vielen Unternehmen unterschätzt.[503]
Haben Medien eine große Reichweite, verbreiten sich Informationen mit nur leichten zeitlichen Verzögerungen. Bei Börseninformationsdiensten und Börsenmagazinen, die im Abonnement zeitlich etwas früher als Kiosk-Exemplare ausgeliefert werden, kann der Wissensvorsprung zu kurzfristigen Gewinnen oder geringeren Verlusten verhelfen (halbstrenge Informationseffizienz).[504] Insgesamt sorgen die Informationsintermediäre dafür, dass wenigstens die halbstrenge Form der Kapitalmarkteffizienz für westliche Kapitalmärkte angenommen werden kann.
Diese Bedeutung der Medien für das Investor Marketing wird in Unternehmen in der Regel noch nicht wahrgenommen. Die planmäßige Auswertung von Medienberichten und Stellungnahmen ermöglicht eine Rückkopplung über seine Reputation in der Öffentlichkeit. Aus Kontakten zu Journalisten mit Branchenerfahrung können darüber hinaus Informationen über Unternehmen aus der Peer-Gruppe und der Branche entnommen werden.

497) www.fuchsbriefe.de
498) www.platow.de
499) Siehe hierzu: www.vwd.de.
500) Siehe hierzu: www.reuters.com.
501) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 87.
502) Vgl. Luber, Thomas (2003): Betrachtung des Investor Marketing aus Sicht der Wirtschaftspresse, S. 133.
503) Vgl. Rolke, Lothar (2003): Produkt- und Unternehmenskommunikation im Umbruch, Was die Marketer und PR-Manager für die Zukunft erwarten, S. 9.
504) Vgl. Hintze, Michael (2006): Was Börsenmagazine taugen, S. 1.

Journalisten werden selten von IR betreut, sondern meist von der Presseabteilung oder der Unternehmenskommunikation, selbst wenn es sich um Finanzjournalisten handelt. Handlungsmöglichkeiten von IR sind ihnen gegenüber begrenzt. Ziel des Investor Marketings sollte es sein, gemeinsam mit der Presseabteilung Themen zu besetzen und aktiv zu kommunizieren (Agenda-Setting). Ein langfristiger Vertrauensaufbau ist unerlässlich, vor allem für Krisenzeiten und bei dem Auftreten von negativen Gerüchten. Als deren Ursprung dürfen auch Regionalzeitungen und Boulevardblätter nicht unterschätzt werden.

8.2 Analysten und Anlageberater als Absatzhelfer

Sellside-Analysten haben aufgrund ihrer Multiplikatorwirkung auf Investitionsentscheidungen einen besonderen Stellenwert für das Investor Marketing. Sie sind oft hoch spezialisiert, was in ihrer Ausrichtung auf meist wenige Unternehmen einer Branche begründet liegt. Sellside-Analysten beschäftigen sich in der Regel intensiver mit den einzelnen Unternehmen, die sie betreuen, als dies bei Buyside-Analysten der institutionellen Investoren der Fall ist.[505]
Sie sind mit der operativen Geschäftstätigkeit vertraut, verstehen technische Entwicklungen, vergleichen diese mit den Peers und aktualisieren ihre Analysen periodisch. Sie sind auf eine hohe Informationstätigkeit seitens des Unternehmens angewiesen.[506]
Zum Anfang ihrer Betreuungsarbeit stellen sie ein „Modell“ auf, d.h. ein Rechenkonstrukt, in dem die Annahmen über zukünftige Finanzdaten eingetragen werden. Als Ergebnis wird eine Prognose für die Aktie ermittelt und entsprechend eine Kauf-, Haltens- oder Verkaufsempfehlung ausgesprochen. Selbst kleine Details können mit erfasst werden und beeinflussen letztendlich ihre Berechnung des fairen Werts der Aktie. Dementsprechend versucht der Analyst, jede Information über zukünftige Entwicklungen in Zahlen zu fassen und in sein „Modell“ zu integrieren. Somit sind für ihn neben den publizierten Zahlen zum Jahresabschluss oder den Quartalen auch Gespräche mit dem Management wichtig. Analysten, die die Deutsche Telekom AG betreuen, aktualisieren ihre Empfehlung teilweise mehrfach im Monat und geben Stellungnahmen zu aktuellen Themen ab. Entsprechend häufig suchen sie den Kontakt zu Unternehmensrepräsentanten, um Informationen zu verifizieren und im Zusammenhang zu verstehen.[507]
Für die Unternehmens-IR gilt es, die für sie zuständigen Analysten herauszufinden und ihnen aktiv Informationen anzubieten. Ausländische Analysten können andere Schwerpunkte setzen, da sie weniger Einblick in das nationale Bilanzierungs-, Steuer- und Rechtssystem haben und darauf angewiesen sind, dass sich Unternehmen selbst international vergleichbar machen.
Weitere Multiplikatoren sind **Anlageberater** bei den Banken, die ihre Kunden im Vermögensbildungsprozess beraten. Wie die Studie der Deutsche Post AG zeigt, bezeichnen immerhin 37 % des Rücklaufs der privaten Aktionäre die „Beratung durch Bank, Sparkasse und Broker“ als Informationsquelle.[508] Sie sind für Investor Marketing nur bedingt eine Zielgruppe. Generell ist es schwierig, ihre Aufmerksamkeit für ein einzelnes

505) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 153.
506) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 77.
507) Eigene Beobachtung bei der Deutsche Telekom AG.
508) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 21.

Unternehmen zu gewinnen, zumal Banken sich bei der Vermögensverwaltung der Spezialfonds bedienen.
Beraten sie aber Kleinanleger, raten sie zum Kauf von Fonds, schon um das Haftungsrisiko für eine falsche Einzelwertempfehlung zu begrenzen. Häufig wird ihnen vorgeworfen, dass sie vorzugsweise Produkte des eigenen Hauses oder ihres Verbundes empfehlen. Neuerdings kommt die Vermutung hinzu, dass sie Umschichtungen provozieren, um Vermittlungsprovisionen zu verdienen. Der Mittelabfluss, den aktiv gemanagte Fonds in Deutschland 2006 zu verzeichnen hatten, wird teilweise darauf zurückgeführt, dass Privatanlegern der Tausch in alternative Finanzprodukte, d.h. Derivate, nahe gelegt worden ist.[509] Damit sind Prinzipal-Agenten-Probleme nicht auszuschließen.
Bei großen Aktiengesellschaften mit hoher Publikumswirkung entsteht sogar eine pull-Wirkung nach Informationen. So rufen vermehrt Anlageberater bei der Privataktionärshotline der Deutsche Telekom AG an, um sich über einzelne Sachverhalte zu informieren.[510]

509) Vgl. Eckert, Daniel/Zschäpitz, Holger (2006): Neuorientierung, Fondskultur im Umbruch, S. 17.

510) Eigene Beobachtung beim Forum T-Aktie.

9 Privataktionäre

Privataktionäre sind die zahlenmäßig größte Zielgruppe von IR. Die Begriffe Privat-, Retail- und Kleinaktionär werden weitgehend synonym verwandt,[511] allgemeine Abgrenzungskriterien können weder aus dem Gesetz noch aus der Kapitalmarktpraxis hergeleitet werden. Alle Privataktionäre sind natürliche Personen und handeln mit eigenen Mitteln,[512] was sie nicht dem Performancedruck der institutionellen Investoren aussetzt. Vollbrecht bezeichnet Privatanleger als „die wahren Helden des Kapitalmarktes."[513] Als Kapitalgeber haben sie bei den Börsengängen der jüngsten „Volksaktien" Deutsche Telekom AG und Deutsche Post AG beträchtliche Mittel zur Verfügung gestellt.
Zur effizienten Gestaltung des Investor Marketings ist zunächst zu klären, was einen

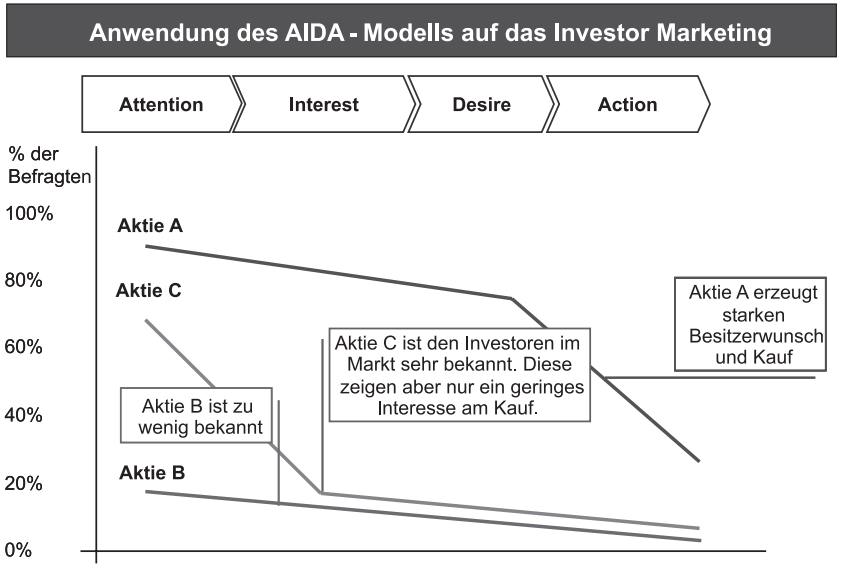


Abbildung 18: *AIDA-Modell*[514]

Privatinvestor veranlassen kann, sich unter vielen tausend theoretischen Anlagemöglichkeiten in dem weltweiten Anlageuniversum für eine bestimmte Aktie zu entscheiden. Allein in Deutschland verzeichnet die Deutsche Börse mehr als 8000 börsengelistete Gesellschaften.[515] Barber/Odean haben als erstes Grobraster Titel herausgefiltert, auf die Investoren in jüngster Zeit aufmerksam geworden sind. Im weiteren Entscheidungsprozess folgen sie ihren persönlichen Präferenzen.[516] Es spricht vieles dafür, dass sich das aus dem Gütermarketing bekannte AIDA-Modell, ein sog. „Hierarchy of Effects-Model", auch

511) Vgl. Nix, Petra (2000): Die Zielgruppen von Investor Relations, S. 41.

512) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 9.

513) Vollbrecht, Oliver (2004): Privatanleger: die wahren Helden des Kapitalmarktes, S. 291.

514) Vgl. Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (2003): Investor Marketing als Herausforderung, S. 23.515)

515) Vgl. Deutsche Börse Group (2006): Zugang zu Europe's largest Listing Platform, o. S.

516) Vgl. Barber, Brad M./Odean, Terrance (2004): All that Glitters: The effect of attention and news on the buying behaviour of individual and institutional investors, S. 1f.

auf Kapitalmärkte auswirkt.[517] A steht für Attention/Bekanntheit, I für Interesse, D für Desire/Kaufwunsch und A für Action/Kauf.[518] (s. ***Abbildung 18***, S. 105)

9.1 Anlagemotive von Privataktionären

Investor Marketing setzt wie jedes Marketing möglichst detaillierte Kenntnisse über die Zielgruppe und deren Anlageverhalten voraus. Idealtypisch können drei Gründe für den Kauf von Wertpapieren identifiziert werden: Zwecksparen, Vorsorge oder Spekulation. Der wesentliche Unterschied zwischen diesen Investitionsformen ist der Zeithorizont. Ziel- oder Zwecksparen ist auf eine bestimmte Dauer gerichtet und kann rationalen Anlagestrategien folgen, die zu einer Selbstdisziplinierung über viele Jahre anhalten. Spekulation sucht dagegen nach einem kurzfristigen Erfolg. Ohne den persönlichen Anlagehorizont des jeweiligen Anlegers zu berücksichtigen, ist keine eindeutige Aussage über die zugrunde liegenden Motive möglich.[519]
Anhaltspunkte für Anlegermotive sind der Maslow'schen Bedürfnishierarchie zu entnehmen. Auf der zweiten Stufe (Sicherheit) lässt sich ein Fokus als „**Vorsorgen**" feststellen. Nicht aktuell benötigtes Kapital wird zugunsten einer späteren Verwendungsmöglichkeit generell und langfristig transformiert. Der Vorsorge-Anleger hat einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont und strebt zugleich Rendite bei möglichst hoher Sicherheit an. Wegen starker affektiver und konativer Ausprägungen im deutschen Anlegerverhalten (Aktien gelten als risikoreich) sind Lebensversicherungen nach wie vor die am häufigsten erworbene Form der Altersvorsorge,[520] gefolgt von Renten- und erst dann von Aktienfonds. Investieren Vorsorge-orientierte Privataktionäre jedoch in Aktien, schenken sie wegen ihres langen Anlagehorizonts Kursschwankungen an den Börsen weniger Beachtung. Nähern sie sich dem Rentenalter, bevorzugen sie tendenziell Anlagen mit stetiger Rendite in Form einer Dividende oder zumindest gut liquidisierbare Werte.[521]
Der vierten Stufe der Maslow'schen Pyramide entspricht der Investor, der für langfristige Prestigebedürfnisse anspart, z.B. für Reisen zum Aufbau von gesellschaftlicher Anerkennung.[522] Auf der fünften Stufe (Selbstverwirklichung) dürften keine Investoren im betriebswirtschaftlichen Sinne mehr anzutreffen sein, es sei denn es geht um „Geldanlegen" als Vergnügen, d.h. Spekulieren entspricht dem Spieltrieb (Entertainment).[523]
Nicht eindeutig zuzuordnen sind Anleger, die einem Anschaffungsmotiv[524] folgen, d.h. erst später entscheiden wollen, wie sie ihre Ersparnisse anlegen. Sie lassen sich als mittelfristige **Zwecksparer** bezeichnen, die ihr Sparziel auch über andere Anlagen oder Finanzierungsformen erreichen können, z.B. über Konsumentenkredite, einen in Deutschland zunehmenden Trend.[525] Das schließt ein längerfristiges Ansparen für einen gehobenen Konsumzweck oder für bestimmte Lebensabschnitte nicht aus.
„Sparer" ist nicht nur der „homo oeconomicus" der neoklassischen Theorie, dessen Spar-

517) Vgl. Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (2003): Investor Marketing als Herausforderung, S. 23.
518) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 1061.
519) Vgl. Schlienkamp, Christoph (2004): Fundamentale Aktienanalyse, S. 367.
520) Vgl. Leven, Franz-Josef (2005): Private Anleger und derivative Geldanlagen, S. 12.
521) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 37.
522) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 118-
523) Vgl. Barber, Brad M./Odean, Terrance (2001): Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, S. 289.
524) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 87.
525) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 37.

„Sparer" ist nicht nur der „homo oeconomicus" der neoklassischen Theorie, dessen Sparverhalten sich entsprechend seinem Lebenszyklus verhält. Die keineswegs abgeschlossene empirische Forschung hat in Deutschland vielmehr erkennen lassen, dass im Gegensatz zur theoretischen Erwartung im Alter kein Entsparen einsetzt, sondern die Sparquoten relativ konstant bleiben.[526]
Im Gegensatz zu Vorsorgemotiven verfolgen risikofreudige Anleger oft primär **Spekulationsmotive**. Ziel ist es, mit nicht in unmittelbarer Zukunft benötigtem Kapital kurzfristig einen möglichst hohen Gewinn zu erwirtschaften, Sicherheit, eventuell auch Liquidisierbarkeit, treten demgegenüber zurück.[527]
Auf den realen Kapitalmärkten treten diese idealtypischen Anlagemotive eher selten auf, was entsprechend der Erörterung über die Maslow'sche Bedürfnispyramide und die nur teilweise Erreichung ihrer Zielstufen nicht verwundert. Viel häufiger sind **Mischformen des Anlageverhaltens,** wie eine Auswertung der Erhebungen der Deutsche Post AG und der Deutsche Telekom AG zeigen wird. Investoren können rationale Strategien, die eine hohe Selbstdisziplin erfordern, verfolgen oder sich von „Tipps" oder Empfehlungen leiten lassen. Auch sog. Spekulanten können aus ihrer Sicht durchaus rationale Ziele verfolgen, selbst disziplinierte Sparer betrachten u. U. einen beschränkten Teil ihres Vermögens als „Spielgeld". Insgesamt handelt es sich also um einen sehr gemischten Personenkreis.[528]
Die Verhaltensforschung weist zu Recht auf einen permanenten Konflikt zwischen dem konsumorientierten „Macher" und dem rationalen, langfristig orientierten „Planer" – beide Komponenten im selben Individuum als intra-personelles Entscheidungsproblem vereint[529] – hin, der nur durch Selbstdisziplinierung gemildert werden kann. Hierzu dienen temporäre Ressourcenbeschränkungen, z.B. Sparpläne.
Das ausländische Investor Marketing macht sich dieses Verhalten bei Privatanlegern durch ein Dividendenwiederanlageprogramm oder das Angebot einer Wahl zwischen Bar- und Wertpapierdividende zu Nutze. Diese gewohnheitsmäßige Konfliktvermeidung kann – in Analogie zur Produkttreue im Gütermarketing[530] – zur Aktionärstreue führen.
Im Rahmen der Bedürfnisbefriedigung gibt es unterschiedliche Gewichtungen für Rentabilität, Risiko und Liquidisierbarkeit. Ein gewisser Teil des auf Grund des Vorsichtsmotivs investierten Kapitals soll ohne Verzögerungen flüssig gemacht werden können („Notgroschen"). Sollen langlebige Konsumgüter oder Immobilien angeschafft werden, wird der Fokus auf der Rendite liegen (Zwecksparen).
Aktien sprechen je nach ihrem Rendite/Risiko-Profil unterschiedliche Anleger an. Versorgerwerte mit traditionell hoher Dividende haben überdurchschnittlich viele Privatanleger, die mit diesem Investment ihr Bedürfnis nach Vorsorge, stetigem Einkommen bzw. langfristiger Absicherung befriedigen. Auch Stiftungen, staatliche Vermögensverwaltungen, selbst aus den arabischen Erdölstaaten,[531] oder Pensionskassen investieren wegen dieses Motivs in dividendenstarke Titel. Technologieaktien mit großem Potenzial, aber auch höherem Risiko dienen eher der Bedürfnisbefriedigung der Konsumorientierten.[532]

526) Vgl. Börsch-Supan, Axel (2000): Das Sparverhalten verstehen, S. 16; Leven, Franz-Josef (2005): Private Anleger und derivative Geldanlagen, S. 11.
527) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 37.
528) Vgl. Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären, S. 176.
529) Vgl. Normann, Marcel/Langer, Thomas (2001): Altersvorsorge, Konsumwunsch und mangelnde Selbstdisziplin: Zur Relevanz deskriptiver Theorien für die Gestaltung von Altersvorsorgeprodukten, S. 6ff.
530) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 160.
531) Vgl. Wetzel, Daniel (2006): Fluch der prallen Kassen, S. 16.
532) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 89.

Als erste Zielgruppe für Investor Marketing kommen die Vorsorge-orientierten Anleger in jüngeren Alterskohorten in Betracht, wenn die beiden IR-Hauptziele (Aktionärsloyalität und Sicherung der Kapitalbeschaffung) im Vordergrund stehen.

9.2 Anlegertypologien und -präferenzen

Jedes Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat nach § 31 Abs. 2 Wertpapierhandelsgesetz seine Kunden nach Erfahrungen oder Kenntnissen, Anlagezielen und finanziellen Verhältnissen zu befragen. Je nach Selbstauskunft werden Anleger zum Handel mit Wertpapieren verschiedener Risikoklassen zugelassen. Auf Privataktionäre übertragen lassen sich drei nicht überschneidungsfreie Klassifikationsmerkmale ausmachen: Expertise, Anlagephilosophie und Anlageziel.
Die Deutsche Post AG hat in Zusammenarbeit mit der Ruhr-Universität Bochum und dem Deutschen Aktieninstitut eine schriftliche Umfrage unter den mehr als 800 TSD Aktionären der Deutschen Post durchgeführt (Rücklauf ca. 10 %), in der allgemeine Daten zur deutschen Aktienakzeptanz und Privatanlegerpräferenzen erhoben wurden. Sie kann repräsentative Bedeutung beanspruchen, da der Finanzvorstand Ernst in seinem Anschreiben an die Aktionäre ausdrücklich darauf hingewiesen hat, dass es um die „Bedürfnisse und Interessen als Aktionär im Allgemeinen und nicht als Aktionär der Deutsche Post AG“ geht. Die Ergebnisse sollten der Wissenschaft zur Verfügung gestellt und den Gesetzgeber bei der Verabschiedung von Gesetzen, mit denen das Vertrauen in die Aktie verbessert werden soll, beraten.[533] Im Einzelnen werden die drei Kriterien in je zwei differenzierte Gruppen untergliedert:[534]

Expertise:
- Profis: Anleger mit langjähriger Erfahrung, großem Aktienengagement, fachrelevanter Ausbildung oder Hochschulstudium,
- Einsteiger: Anleger ohne längere Erfahrung und wirtschaftliche Kenntnisse mit wenigen Titeln im Depot (ohne einschlägige Ausbildung und Hochschulreife)

Anlagephilosophie:
- Fundamentale Investoren: Anleger, die sich nach eigenen Angaben eher an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens orientieren,
- Technische Investoren: Anleger, die sich nach eigenen Angaben eher an der Kursentwicklung der Aktie orientieren

Anlageziel:
- Substanzwertinvestoren (Value Investoren): Investoren, die angeben, dass ihr vorrangiges Anlageziel im langfristigen Vermögensaufbau liegt,
- Wachstumsinvestoren (Growth Investoren): Investoren, die angeben, dass ihr Anlageziel vorrangig in der kurzfristigen Gewinnerzielung besteht.

Weiter hat die Befragung der Deutsche Post AG zwei Anlegergruppen identifiziert, von denen erwartet wird, dass sie sich systematisch von anderen Aktionären unterscheiden:
- Risikoaverse Investoren: Sie fordern unabhängig von der Ertragslage eines Unternehmens Pflichtdividenden und lassen nicht erkennen, dass sie ein unternehmerisches Risiko eingehen wollen. Sie haben eine starke Dividendenpräferenz und sind bereit, stimmrechtslose Aktien zu kaufen.

533) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 44.

534) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 19f.

- Misstrauische Investoren: Sie befürchten von anderen Anspruchsgruppen des Unternehmens (Stakeholdern), z.B. Management, Großaktionären und Banken, „ausgebeutet“ zu werden.

Die Gruppe der risikoaversen Aktionäre macht immerhin ca. 4 % der Rückläufe aus, ein „opportunistisches Verhalten“ i.S.d. NIÖ befürchten rund 5 %.
Die durchschnittliche Anlageerfahrung der Kleinaktionäre liegt bei unter zehn Jahren. 61 % der Aktionäre sind demnach Einsteiger.

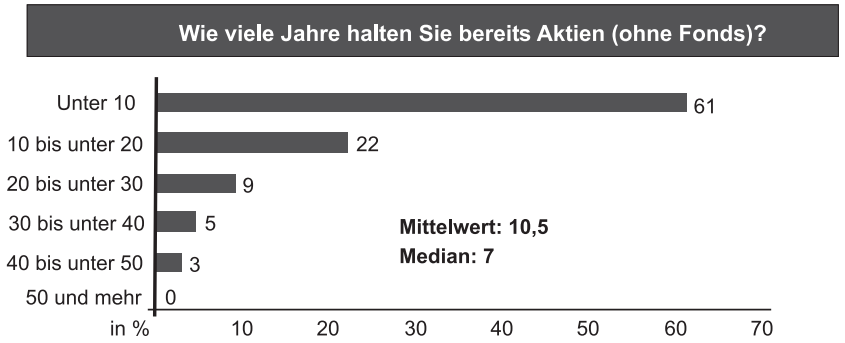


Abbildung 19: *Erfahrung mit der Aktienanlage*[535]

Abgesehen von der selbstgenutzten Immobilie setzen Aktionäre im Mittel 24 % ihres Vermögens für Aktienanlagen ein, wobei das Durchschnittsdepot Aktien von sieben unterschiedlichen Unternehmen enthält.[536]
43 % der Aktionäre haben nur ein bis vier Titel im Depot. Anlageerfahrung und Depotdiversifikation zeigen, dass die Mehrzahl der deutschen Privataktionäre aus Einsteigern besteht. Die Auswertung der Studie kommt bei dem Klassifikationsmerkmal Expertise (Erfahrung oder Kenntnisse) auf 16 % Einsteiger, Profis werden mit 5 % angegeben.
Bei dem Klassifikationsmerkmal Anlagephilosophie entfallen 12 % auf fundamentale Investoren, auf technische 21 %. Das Merkmal Anlageziel weist 76 % als Substanzwertaktionäre (Value Investoren) und 7 % als Wachstumsaktionäre (Growth Investoren) aus.[538]

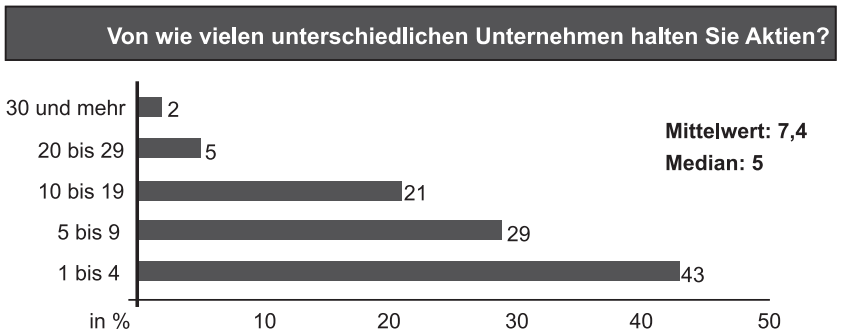


Abbildung 20: *Diversifikation von Privatanlegern* [537]

535) Quelle: Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 17.

536) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 16.

537) Quelle: Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 17.

538) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 19.

Terminologisch ist dieser Wachstumsanlage-Stil eher als spekulativ einzuordnen. Aus naheliegenden Gründen haben die Verfasser der Studie der Deutsche Post AG darauf verzichtet, Aktionäre, die den Fragebogen zurückgesandt haben, als „Spekulanten" zu bezeichnen.
Rückschlüsse auf die demografische Zusammensetzung werden aus der Untersuchung der Deutschen Post, der Deutsche Telekom AG und der durch das DAI ermittelten Grundgesamtheit gezogen.
Die **Deutsche Telekom AG** hat im April 2005 ihre ca. 2,7 Millionen Anleger im Zusammenhang mit dem Versand der Einladung zur Hauptversammlung in einem zweiseitigen Fragebogen nach ihren Informationsbedürfnissen im Hinblick auf das Unternehmen befragt. Der auswertbare Rücklauf betrug 47.402 Fragebögen, davon waren 2123 qualitative Fragebögen, da sie mindestens eine offene Frage beantwortet haben.
Auch hieraus sind Rückschlüsse auf die Expertise der Anleger und ihre demografische Struktur möglich.

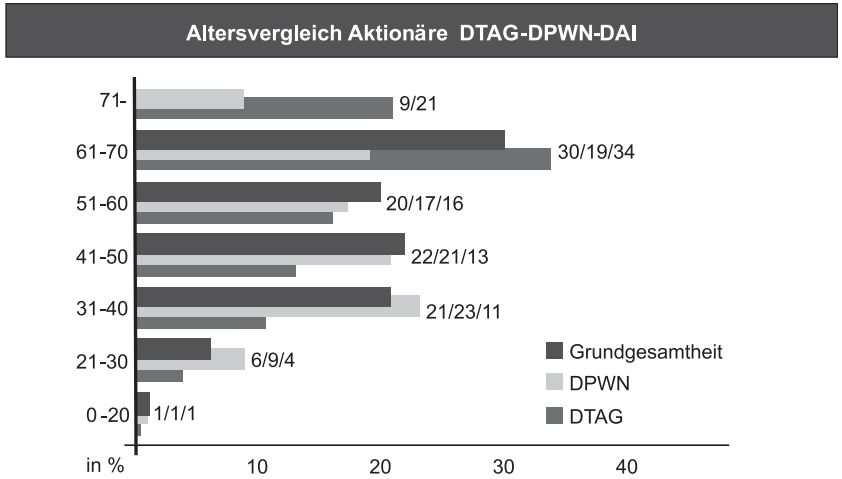


Abbildung 21: *Abbildung Altersvergleich DAI/Post/Telekom*[539]

Der Altersvergleich der beiden Befragungen der Deutschen Telekom und der Deutschen Post mit der Grundgesamtheit, die das Deutsche Aktieninstitut ermittelt hat, zeigt insbesondere für die Telekom-Aktionäre Abweichungen. Da das DAI keine weitere Klassifizierung ab 60 vorgenommen hat, ist diese Altersklasse besonders stark. Gäbe es eine weitere Klasse zwischen 61 und 70, so würde sich die Aktionärsverteilung analog zu allen anderen Altersklassen der der Deutschen Post anlehnen.
Die Deutung dieser Aktionärsstruktur legt den Schluss nahe, dass die Deutsche Telekom AG mit 2,7 Millionen Aktionären die Gesamtaltersstruktur von 4,4 Millionen deutschen Privataktionären maßgeblich beeinflusst und hin zu älteren Aktionären verändert. Durch diese Verschiebung liegt die Deutsche Post AG genau auf Durchschnitt. Die Grundgesamtheit ex Deutsche Telekom AG würde vermutlich die Altersklassen bis 50 als attraktive Zielgruppe erscheinen lassen.
Für die Ansprache als neue Aktionäre bieten sich vordergründig jüngere Altersgruppen an,

539) Quelle: Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 17; DAI Factbook (2006): Altersstruktur der Belegschaftsaktionäre und Besitzer von anderen Aktien, S. 08.3-A-D-A; Eigene Studie zu den Informationsbedürfnissen der Deutsche Telekom AG, Mai 2005.

die langfristige Vorsorge treffen und sich fürs Alter absichern möchten. Hinweise, dass im Alter entgegen der Lebenszyklustheorie nicht entspart wird (60 % der über 60-Jährigen besparen Bausparverträge)[540], regen aber zu einer Strategie an, die ältere Generation als Vererber von Wertpapier-Vermögen, u.U. in Form von Aktienfonds, anzusprechen.
Der Marketingmix für das Produkt Aktie kann aus der Auswertung der Befragung der Deutschen Post zahlreiche Hinweise erhalten, insbesondere was die Renditeerwartung der deutschen Privataktionäre und ihr Interesse an den mit der Aktie verbundenen Verfügungsrechten angeht.
Bei der Frage nach dem Vorrang von Kurssteigerung und Dividendenzahlung lässt sich ein ausgewogenes Verhältnis feststellen. Allerdings ergibt sich eine leichte Präferenz für Kurssteigerungen, vor allem bei kurzfristig orientierten Aktionären.

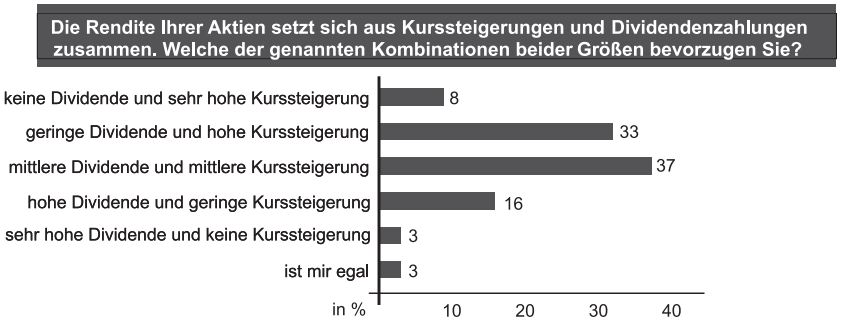


Abbildung 22: *Präferenz von Dividende zu Kurssteigerung*[541]

Fragen wie die Besteuerung privater Veräußerungsgewinne oder die Versteuerung der Dividende sind nur für langfristige wohlhabende Anleger interessant.[542] Eine Studie von Zhou/Ruland hat jedoch ergeben, dass hohe Dividende und künftiges Gewinnwachstum komplementär und nicht alternativ zu sehen sind.[543]

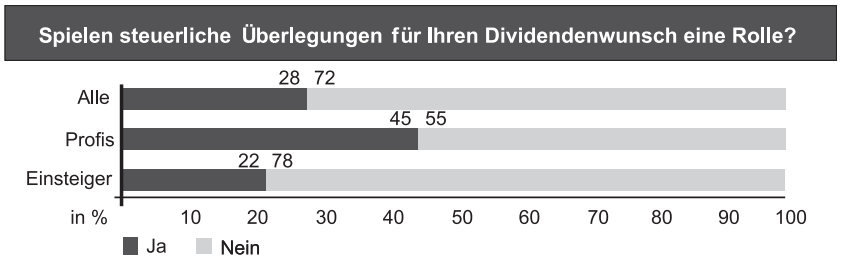


Abbildung 23: *Steuerliche Erwägungen in der Präferenz für Dividende oder Kurssteigerung*[544]

Erfahrene Aktionäre sind nach wie vor an Vorzugsaktien interessiert, erwarten für ihre Stimmrechtslosigkeit aber einen Kursabschlag von 18 bis 20 %. Unerfahrene Anleger lehnen einen Kauf von stimmrechtslosen Aktien ab, auch wenn sie damit auf Dividendenrendite verzichten.[545]

540) Vgl. Leven, Franz-Josef (2005): Private Anleger und derivative Geldanlagen, S. 12.
541) Quelle: Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 25.
542) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 27.
543) Vgl. Zhou, Ping/Ruland, William (2006): Dividend Payout and Future Earnings Growth, S. 58.
544) Quelle: Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 26.
545) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 28.

9.3 Informationsverhalten und -bedürfnisse

Die grundsätzliche Aufteilung der Privatanleger nach den Klassifikationsmerkmalen Expertise, Anlagephilosophie und Anlageziel lässt divergierende Informationsbedürfnisse, Informationsquellen und unterschiedliche Informationsverarbeitung vermuten. Informationen sind aus kohärenten Daten zusammengesetzt, erst zusammenhängende Informationen führen zu Wissen.[546] Bei fehlendem Wissen ist es schwierig, einen Bedarf zu artikulieren. Erhebungen über Informationsbedürfnisse haben daher objektiv nur eine beschränkte Aussagekraft.
Bis zum Erscheinen der Studie der Deutsche Post AG und der Aktionärsbefragung der Deutschen Telekom ist – soweit ersichtlich – erstmals Hank[547] in seiner Dissertation über „Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären" dieser Frage nachgegangen.
Der **Spekulationsmotiv-Anleger**, „Wachstumsinvestor" nach der Terminologie der Deutsche Post-Studie, hat ein besonders hohes Informationsbedürfnis.[548] Er sucht den Informationsvorsprung, weil er Markttendenzen zuvorkommen will. Dabei nutzt er Trends und Stimmungen an der Börse und verfolgt das Investment intensiv.[549]
Er wird sich um Insiderwissen oder Exklusivinformationen bemühen. Auch aus anderen Informationsquellen, auf die IR nur einen beschränkten Einfluss hat (Mitarbeiter-, Kunden- oder Konkurrenzinformationen, Handelsvolumen an den Börsen, Anlegerforen in Form virtueller Gemeinschaften oder bekannt gewordene Interessen von Hedge- oder Private Equity-Fonds) kann er seine eigenen Schlussfolgerungen ziehen.
Es gibt aber auch Spekulanten, die sich nur nach Chart-Analysen ausrichten und durch IR-Kommunikation nicht ansprechbar sind.[550] Sie unterstützen keines der IR-Ziele, die mit der Betreuung durch IR erreicht werden sollen, und sind keine IR-Zielgruppe. Dennoch sollten Charts auf der Homepage des Unternehmens zu finden sein. Historische Kurse werden nicht nur von Spekulanten benötigt. Im Übrigen werden in der Praxis beide Methoden häufig nebeneinander zu Rate gezogen, um Anlageentscheidungen zu bestätigen.
Der **Vorsorgemotiv-Anleger** ist an langfristiger Rendite interessiert und möchte im Notfall jederzeit Geld zur Verfügung haben.[551] Ihm dürfte an Informationen gelegen sein, die die langfristigen Zukunftsperspektiven des Unternehmens verdeutlichen, ohne dabei auf tagesaktuelle Kursschwankungen oder Pressemeldungen ohne erkennbare Auswirkungen auf den Geschäftsverlauf Rücksicht zu nehmen. Für ihn ist die Branchenentwicklung sowie eine kontinuierliche Unterrichtung über das Unternehmen, etwa durch aussagekräftige Quartals- und Geschäftsberichte, wichtiger. Er überprüft seine Anlageentscheidungen in periodischen Abständen.

9.4 Empirische Überprüfung

Hank hat – soweit ersichtlich – erstmals die „Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären" untersucht, allerdings an Hand eines beschränkten Panels von nur 300 Besuchern eines Münchner Aktionärstages. Diese Messebesucher werden ein überdurchschnittliches Interesse (High-Involvement)[552] für Aktien aufgebracht haben, so dass seine Ergebnisse zu

546) Vgl. Cortés, Alfons (2004): Mit Behavioral Finance unterwegs, S. 5.
547) Vgl. Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären.
548) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 103.
549) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 154.
550) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 23.
551) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 37.
552) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 479.

wenig repräsentativ sind. Aktuellere Aufschlüsse sind aus den bereits zitierten jüngeren Erhebungen der Deutsche Telekom AG und der Deutsche Post AG zu erwarten.

9.4.1 Aktionärsbefragung der Deutsche Telekom AG

In der Studie über die Befragung der Aktionäre der Deutschen Telekom überrascht zunächst die Informationshäufigkeit. Auf die Frage, wie oft sich die Aktionäre pro Woche über Aktien informieren, antworten fast 90 % mindestens einmal pro Woche, fast 50 % sogar öfter als vier Mal pro Woche.[553] Das lässt darauf schließen, dass die Kurse intensiv verfolgt werden und Volatilität als beunruhigend empfunden wird. Entgegen den Antworten in der Aktionärsumfrage, aus denen sich eine Tendenz zu einem langfristigen Vermögensaufbau ergibt, scheint die Mehrheit der deutschen Privatanleger doch sehr viel kurzfristigere Anlageziele zu verfolgen. Darauf deutet ebenfalls das hohe Interesse an der Kursentwicklung hin, auch wenn es im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Entwicklung genannt worden ist.[554]

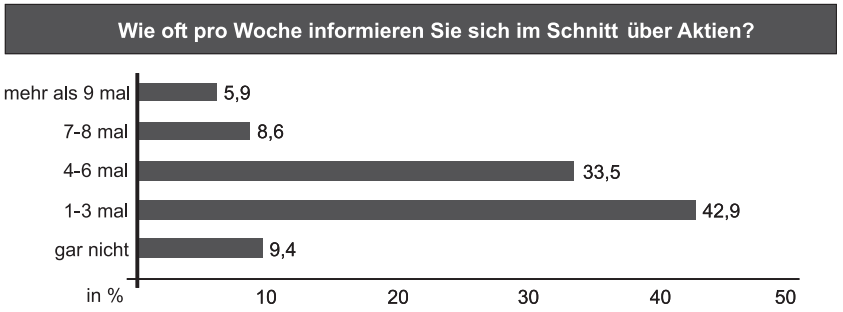


Abbildung 24: *Informationshäufigkeit über Deutsche Telekom AG*[555]

Auf die Frage „Welche Themengebiete interessieren Sie besonders über die Deutsche Telekom AG" entschied sich der Großteil der Befragten für Prognosen über die Unternehmensentwicklung (57 %), gefolgt von der Entwicklung der Aktie (46 %), Finanzberichten (42 %), Konzernstrategie (40 %) und Meinungen von Analysten (34 %). (s. ***Abbildung 25***, S. 122)
Überraschend gering ist das Interesse an der Konzernstrategie, obwohl sie maßgeblich für das Erreichen der Zukunftsziele ist. Das beruht u.U. auf der unzureichenden Trennschärfe des Begriffs „Strategie", andererseits kann das zurückhaltende Interesse an mangelnder Aussagekraft und der Präsentation von Informationen durch das Unternehmen liegen. Diesen Schluss legt die Studie von Hank nahe, da er einen gravierenden Aufklärungsmangel über Konsequenzen strategischer Maßnahmen bei gleichzeitig hoher Wichtigkeitseinschätzung bei den Anlegern feststellt.[556] Meinungen von Analysten werden lediglich von einem Drittel der Befragten gewünscht, obwohl sie als einzige nicht direkt von dem Unternehmen zu beeinflussende Informationen enthalten. Auch bei der Weitergabe von Analysteneinschätzungen durch das Unternehmen selbst wird vermutet, dass negative Berichte unterdrückt werden.

553) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 9.
554) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 21.
555) Quelle: Eigene Studie zu den Informationsbedürfnissen der Deutsche Telekom AG, Mai 2005.
556) Vgl. Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinanlegern, S. 207.

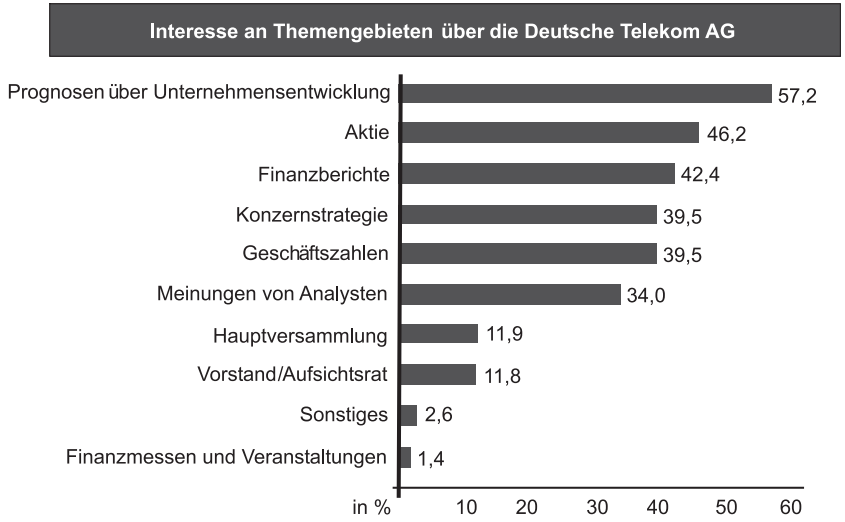


Abbildung 25: *Informationsinteresse über die Deutsche Telekom AG*[557]

Informationen über die historische Entwicklung einer Aktie sowie charttechnische Signale und Unterstützungslinien bedienen das Informationsbedürfnis des charttechnisch geprägten Anlegers. Wie auch die Studie der Deutschen Post ermittelt hat, dürften diese Angaben nicht nur Anleger interessieren, die technische Analyse betreiben, sondern ebenso die breite Anlegerschaft, die sich sowohl an fundamentalen als auch an technischen Informationen ausrichtet.

9.4.2 Befragung der Deutsche Post AG

Der Großteil der deutschen Privatanleger berücksichtigt nach der zitierten Studie der Deutsche Post AG bei seiner Anlageentscheidung sowohl technische als auch fundamentale Unternehmensdaten. Die technische Analyse wird von Einsteigern und Growth-Aktionären, d.h. spekulationsorientierten Aktionären, am stärksten genutzt. Die versierten Anleger neigen zur Fundamentalanalyse.[558] (s. ***Abbildung 26***, S. 123)

Der **Geschäftsbericht** wird von erfahrenen und unerfahrenen Aktionären fast übereinstimmend als negativ beurteilt, weil er weniger verständlich ist.[559] Die Studie gibt darüber hinaus Aufschluss darüber, welchen Informationen innerhalb des Geschäftsberichts welche Bedeutung beigemessen wird. Die **Gewinn- und Verlustrechnung** (GuV) wird von 57 % der Befragten am stärksten beachtet, gefolgt von der **Bilanz** mit 55 %.[560] Somit wird deutlich, dass die zentralen Rechenwerke im Geschäftsbericht die größte Bedeutung haben.

Erfahrene Anleger präferieren die GuV, während Einsteiger den verbalen Teilen des Geschäftsberichts mehr Wert beimessen. Erst hinter der Nutzungsintensität von GuV und Bilanz kommen der **Lagebericht** (47 %) und die Kapitalflussrechnung (33 %). Dies erstaunt, weil der Lagebericht das zentrale Instrument im Geschäftsbericht mit Aussagen

557) Quelle: Eigene Studie zu den Informationsbedürfnissen der Deutsche Telekom AG, Mai 2005.
558) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 20.
559) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 21.
560) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 22.

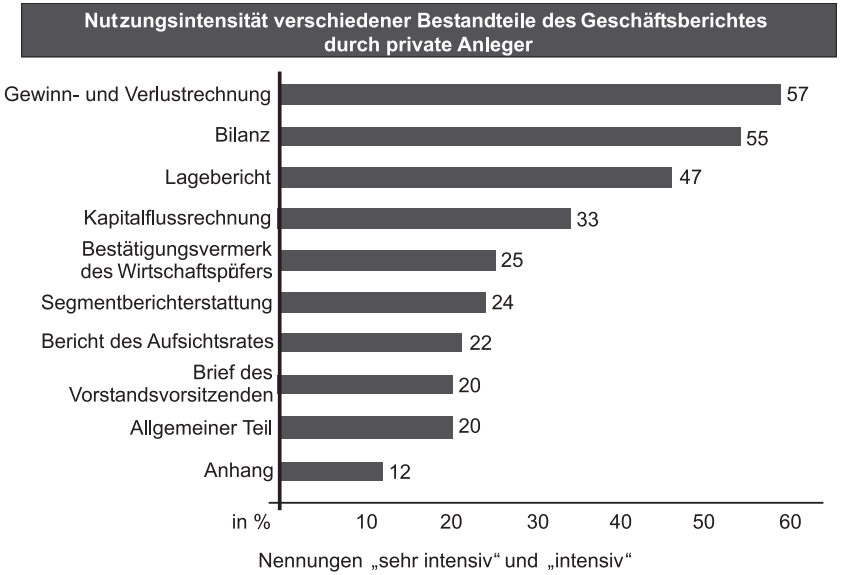


Abbildung 26: *Nutzungsintensität der Bestandteile des Geschäftsberichtes*[561]

über die Zukunft, über Chancen und Risiken, etwa durch Wettbewerb oder anhängende Rechtsstreitigkeiten, ist.

Die **Kapitalflussrechnung** wird von erfahreneren Investoren wesentlich stärker als von Einsteigern beachtet. Erst langsam setzt sich die Erkenntnis durch, dass die Kapitalflussrechnung eine verlässlichere Bewertung zulässt, da sie nicht durch Steuer- oder Bilanz-Bewertungsspielräume beeinflusst wird und international vergleichbar ist. In den angelsächsischen Ländern hat die Kapitalflussrechnung bereits heute einen sehr viel größeren Einfluss auf Aktienbewertungen als auf dem europäischen Kontinent.[562]

Der **Anhang**, der lediglich von 12 % intensiv oder sehr intensiv genutzt wird, bildet die entscheidende Erläuterung für das vorhergehende Rechenwerk. Hier wird erklärt, wie sich welche Zahlen in der Bilanz und der GuV zusammensetzen, erst damit wird die Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmen ermöglicht. Diese geringe Nutzung erachtet Ernst als erschreckend, weil es zeigt, wie wenig die Zahlen und deren Aussagefähigkeit hinterfragt werden.[563]

Unerfahrene Anleger messen dem routinemäßig erstatteten und wenig aussagekräftigen **Bericht des Aufsichtsrates**[564] eine unangemessen hohe Bedeutung bei und stimmen ohne Rückfragen dessen Entlastung zu.

Ebenso wird dem **Bestätigungsvermerk** des Wirtschaftsprüfers zu stark vertraut. Die Testate beurkunden lediglich, dass mit dem Abschluss ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens vermittelt wird und die Risiken im Lagebericht zutreffend dargestellt sind, wovon sich der Prüfer an Hand von Stichproben überzeugt hat. Diese Prüfung ist lediglich vergangenheitsbezogen und sagt nichts über zukünftige Ertragsaussichten aus. Die Wirtschaftsprüferkammer

561) Quelle: Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 22.
562) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 22.
563) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 23.
564) Vgl. Hocker, Ulrich (2006): Standpunkt, Aufsichtsräte sollen endlich Klartext reden, S. 47.

warnt deshalb selbst, Prüfer nicht als „Propheten“ oder „Übergeschäftsführer“ anzusehen.[565] Das bestätigt andererseits das Misstrauen gegenüber dem Management und das Vertrauen in eine neutrale Autorität.

9.4.3 Informationsquellen

Eine hinreichend gesicherte empirische Erkenntnis über die von Privataktionären bevorzugten Informationsquellen lag bisher nicht vor. Hank hatte in der Auswertung seiner bereits zitierten Fragebogenaktion ermittelt, dass sich Kleinaktionäre vornehmlich durch die jeweilige Regionalzeitung bzw. die örtlich nächstgelegene Zeitung informieren. Genannt wurden z.B. die Frankfurter Allgemeine Zeitung, die Süddeutsche Zeitung, das Handelsblatt, aber auch die Nürnberger Nachrichten und die Augsburger Allgemeine.[566] Nächstwichtigstes Informationsmittel war der Geschäftsbericht.[567]

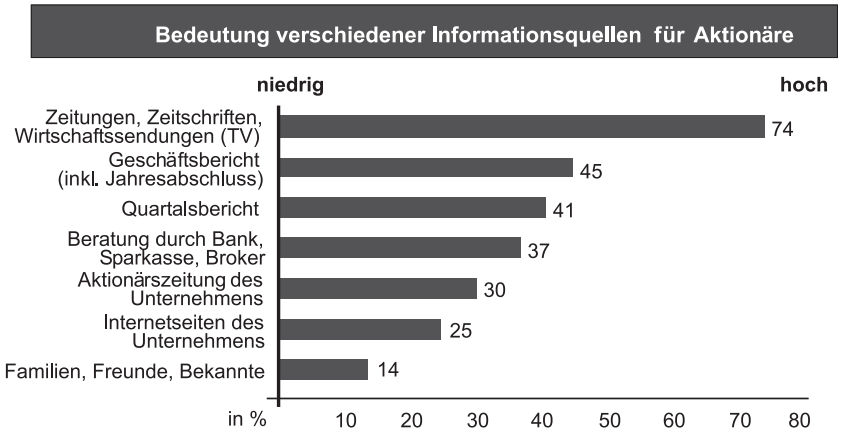


Abbildung 27: *Informationsquellen Aktionäre Deutsche Post AG*[568]

Die Befragungen der Anleger der Deutsche Post AG und der Deutsche Telekom AG bestätigen Hanks Ergebnisse.
Somit wird deutlich, dass den **Tageszeitungen** eine herausragende Bedeutung zukommt, wenn es um die Informationen rund um die Aktie geht.[569] Das lässt die Auswerter der Studie der Deutsche Post AG sogar erwarten, dass Privatanleger Rechnungslegungsdaten hauptsächlich „durch die Brille der Wirtschaftspresse“ sehen.[570] Zwar hat der Fragebogen nicht zwischen einzelnen Medien differenziert. Der Bezug auf die Wirtschaftspresse bei der Deutsche Post AG lässt zwar darauf schließen, dass in der Mehrzahl professionelle Entscheider, d.h. institutionelle Investoren gemeint sein könnten. Aber auch die Erhebung der Deutsche Telekom AG bestätigt, dass die Medien für Privatanleger die wichtigste Informationsquelle sind, um sich über Unternehmen und Anlageentscheidungen zu informieren,[571] Dieses Ergebnis stimmt mit sonstigen empirischen Befunden für Privatanleger überein.[572]

565) Vgl. Wirtschaftsprüferkammer (2004): Die Tätigkeit der Wirtschaftsprüfer und vereidigten Buchprüfer, S. 6.
566) Vgl. Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären, S. 204 ff.
567) Vgl. Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären, S. 204 ff.
568) Quelle: Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 21.
569) Vgl. GWP media-Marketing (2006): Financial Community 2006, S. 23f.
570) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 40.
571) Eigene Studie zu den Informationsbedürfnissen der Deutsche Telekom AG, Mai 2005.
572) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 65; vgl. Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären, S. 205.

Mit erheblichem Abstand nannten die befragten Aktionäre der Deutsche Telekom AG an zweiter Stelle die **Wirtschaftssendungen in Fernsehen und Radio**. Lediglich ein Viertel der Befragten nutzt **Geschäftsbericht bzw. Quartalsberichte**. Gleichauf findet sich der **Newsletter** „direkt“ der Deutsche Telekom AG, was nicht nur wegen des Verstoßes gegen den Kommunikationsgrundsatz der Aktualität verwundert und widersprüchlich erscheint: Der Newsletter informiert die Abonnenten mit einer zeitlichen Verzögerung von mehreren Wochen über die vergangenen Ergebnisse. Er stellt keine Pflichtpublikation dar und kann daher nach Belieben Schwerpunkte setzen. Das setzt ihn bei der Leserschaft dem Vorwurf der mangelnden Objektivität aus.

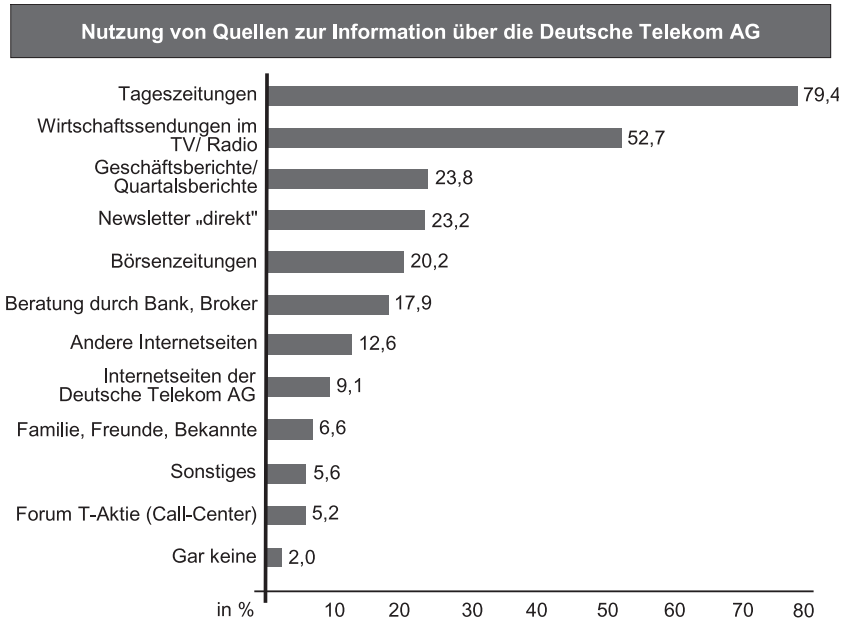


Abbildung 28: *Informationsquellen Aktionäre Deutsche Telekom AG*[573]

Fast 18 % der Beantworter haben angegeben, sie ließen sich durch ihre **Bank** oder ihren **Broker** informieren. Mit 37 % sind dies gut doppelt so viele bei der Deutsche Post-Studie.[574] Das Internet nehmen lediglich rund 12 % der Befragten der Deutschen Telekom in Anspruch. Diese überaus geringe Nutzung liegt in der Altersstruktur ihrer Aktionäre begründet, die im Durchschnitt über 55 Jahre alt sind. Die jüngeren Aktionäre (bis 40) bedienen sich des Internets wenigstens zu 14 % im Gegensatz zu den ab 61-Jährigen mit 5 %. Die Studie der Deutsche Post AG ermittelt 25 % Internetnutzung.[575] Insofern zeichnet sich für die Zukunft eine weit stärkere Nutzung des Internets ab.
Eine direkte Kontaktmöglichkeit zu dem Unternehmen auch zwischen den Hauptversammlungen über ein **Call-Center** zu kontaktieren, nutzen lediglich ca. 5 % der Befragten der Deutsche Telekom AG, wofür mehrere Gründe vorliegen können, auf die später eingegangen werden soll.

573) Quelle: Eigene Studie zu den Informationsbedürfnissen der Deutsche Telekom AG, Mai 2005;
574) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 21.
575) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 21.

Bei der Frage nach der Gesamtzufriedenheit mit dem Informationsangebot der Deutsche Telekom AG ist mehr als die Hälfte zufrieden. Dazu zählen insbesondere Ältere, Experten und aktive Aktionäre (Stimmrechtsausüber auf der Hauptversammlung). Dieser Wert wird bei Mitgliedern des Aktionärskreises Forum T-Aktie noch übertroffen. Zwei Drittel dieses Personenkreises bewerten die Informationstätigkeit des Unternehmens mit positiv bis sehr positiv.[576] Wie sich aus Anrufen im Call-Center der Deutsche Telekom AG schließen lässt, sind bei diesen Aktionären viele Erstzeichner, die mithin Verluste im Vergleich zu ihrem Einstandskurs hinnehmen mussten. Sind sie dennoch mit der Informationsvermittlung zufrieden, ist davon auszugehen, dass auch eine Plattform wie das Forum T-Aktie erheblich zur Aktionärsloyalität beitragen kann.

9.5 Informationsverarbeitung und Entscheidungsfindung

Die bisherige Darstellung der Informationsbedürfnisse und des Informationsangebotes lässt darauf schließen, dass Informationsasymmetrien vorliegen und eher eine Informationsüberflutung als ein Defizit besteht, ein Phänomen, das keineswegs auf Privataktionäre beschränkt ist.

9.5.1 Theorie der begrenzten Rationalität und Overconfidence

Die Verarbeitung von Informationen wird durch drei Komponenten maßgeblich beeinflusst: die Fähigkeit und die Motivation, Informationen zu verarbeiten, sowie die Qualität der Argumente, mit denen die Information transportiert wird.[577]

Zu dem ersten Faktor „Fähigkeit" hat schon Simon die Theorie der begrenzten Rationalität (bounded rationality) entwickelt. Menschen haben beschränkten Zugang zu Informationen, und ihre Verarbeitungsfähigkeiten sind limitiert. Ein Entscheider handelt beschränkt rational,[578] wenn er Unsicherheit, Ungewissheit sowie Informationsbeschaffungskosten in Kauf nimmt und einfache Lösungen akzeptiert, die seinen Erwartungen in etwa entsprechen, d.h. „satisficing" sind.[579]

Selbst professionelle Entscheider ordnen ihre Kenntnisse unrealistisch hoch ein und überschätzen ihre Fähigkeit, Informationen zu bewerten und aus ihnen prognostische Schlussfolgerungen ziehen zu können.[580] Behavioral Finance nennt dieses Phänomen, das in der Folge zu irrationalem Handeln führen kann, Overconfidence. In der bereits zitierten Umfrage des DAI zu dem Anlageverhalten deutscher Privatanleger geben 75 % der befragten Männer an, sich bei ihren Entscheidungen von ihrem eigenen Sachverstand leiten zu lassen. Frauen waren mit 64 % deutlich zurückhaltender.[581] Bei so komplexen Produkten wie Derivaten zeugt diese Selbstauskunft von Privatanlegern von einem besonderen Maß an Selbstüberschätzung.

Der Entscheider verfügt in der Regel nur über fragmentarische, zufallsbedingte Informationen über relevante Größen und deren Zusammenhänge. Er sucht daher nach Möglichkeiten, die Komplexität der Wirklichkeit zu reduzieren, und nimmt in Kauf, dass er nicht unbedingt die optimale, aber eine brauchbare und befriedigende Lösung gefunden hat.[582] Behavioral

576) Vgl. Eigene Studie zu den Informationsbedürfnissen der Deutsche Telekom AG, Mai 2005.
577) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 100.
578) Vgl. Simon, Herbert A. (1959): Theories of decision making in economics and behavioral science, S. 253ff.
579) Vgl. Simon, Herbert A. (1978): Rational Decision Making in Business-Organizations, S. 14.
580) Vgl. Laschke, Andreas/Weber, Martin (1999): Overconfidence, S. 8ff.; vgl. Montier, James (2005): Seven Sins of Fund Management, S. 20.
581) Vgl. Leven, Franz-Josef (2005): Private Anleger und derivative Geldanlagen, S. 43.

Finance hat dazu einige aus der Psychologie abgeleitete Heuristiken (Faustregeln) entwickelt, die die Verarbeitungsfähigkeit von Informationen erleichtern und sich auf den Finanzmärkten nachweisen lassen. Es gibt dabei keine grundsätzlichen Unterschiede zwischen dem Privataktionär und einem professionellen Entscheider, z.B. einem Fondsmanager.[583]

9.5.2 Heuristiken

Zunächst werden Informationen aufbereitet, die Informationsflut wird eingedämmt, indem Sachverhalte zu Heuristiken vereinfacht werden. Der schnellen Urteilsfindung dienen Verankerungs- und Repräsentativitätsheuristik. Sie lässt Entscheider aufgrund angeblicher Erfahrung Wahrscheinlichkeiten überschätzen und Kausalitäten annehmen, wo keine bestehen.[584] Die meisten Menschen neigen bei der Verwertung von Informationen dazu, sich an einem Ursprungs- oder Richtwert zu orientieren (Anker) und diesen Wert bei weiteren Analysen oder neuen Informationen dem wahren Wert anzupassen (Adjustment).[585] Alte Einschätzungen und Verhaltensweisen werden teilweise nur unzureichend an neue Informationen angepasst. Diese Trägheit (Unterreaktion) wirkt sich nicht nur auf das Marktgeschehen aus, sondern kann zu Prognosefehlern führen, weil Analysten Gewinnschätzungen nur zögerlich anpassen.[586]

Von einer individuellen Überreaktion wird gesprochen, wenn aktuelle Informationen, die auch in den Medien naturgemäß den größten Raum einnehmen, überbewertet werden.[587] Diese Überbewertungen werden nur widerwillig wieder korrigiert.[588] Beide Phänomene entstehen durch festgefahrene Einstellungen, die nur längerfristig aufgegeben werden. Unter- und Überreaktionen sind Formen der Informationsasymmetrie in ihrer halbstrengen Form. Der Komplexitätsreduzierung dienen Vereinfachung, mentale Konten und die Verfügbarkeitsheuristik. Aktuelle Informationen werden besonders beachtet, weil sie leicht verfügbar sind (Verfügbarkeitsheuristik).[589] Mentale Konten werden für jede einzelne Aktie als „geistiges Konto", nicht aber für das Gesamtdepot angelegt. Diese „mentale Buchführung" kann sich mit einem unerfüllten Kontrollbedürfnis des Menschen verbinden.

9.5.3 Elaboration-Likelihood-Modell

Heuristiken können nur teilweise begründen, wie der Entscheider letztendlich die Informationen (Stimuli) verdichtet und eine Entscheidung trifft, d.h. wie das „O" i.S. des S-O-R-Modells ausgefüllt wird. Harzer wählt hierzu das aus der Kaufverhaltensforschung bereits bekannte, psychologisch komplexe Konstrukt der Einstellung und weist nach, dass damit auch Entscheidungen auf den Kapitalmärkten erklärt werden können, da sie die Beurteilung der einzelnen Aktie zur Befriedigung von Anlagemotiven widerspiegeln.[590] Die Gewichtung der drei Komponenten (affektiv, kognitiv, konativ) ist von Anleger zu Anleger unterschiedlich, nicht jeder ist ein „Informationssucher".[591] Die Persuasionsforschung unterscheidet zwei Formen der Informationsverarbeitung, die heuristische und die systematische.[592] Diese Einteilung entspricht der zentralen und peripheren Route des

582) Vgl. Thommen, Jean-Paul/Achtleitner, Ann-Kristin (2003): Allgemeine Betriebswirtschaftstlehre, S. 273.
583) Vgl. Leise, Sonja (2004): How Behavioral Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, S. 50.
584) Vgl. Thaler, Richard (1983): Related Disciplines, S. 1047.
585) Vgl. Goldberg, Joachim/von Nitzsch, Rüdiger (1999): Behavioral Finance, S. 66ff.
586) Vgl. Löffler, Gunter/Weber, Martin (1999): Über- und Unterreaktion von Finanzanalysten, S. 4f.
587) Vgl. Russel, Philip S./Torbey, Violet M. (2002): The Efficient Market Hypothesis on Trial, A Survey, S. 8.
588) Vgl. Glaser, Markus/Weber, Martin (2001): Reich mit Value-Strategien? Überblick über empirische Ergebnisse und die Erklärung des Anlageerfolgs, S. 13.
589) Vgl. Goldberg, Joachim/von Nitzsch, Rüdiger (1999): Behavioral Finance, S. 56ff.
590) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 38.
591) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 247.
592) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 96.

Elaboration-Likelihood-Models.[593] In diesem Modell wird angenommen, dass es zwei Wege gibt, um sich für einen Kauf zu entscheiden. Der zentralen Route folgend, verarbeitet der Entscheider aktiv Informationen, die in einer Botschaft enthalten sind. Dazu sind kognitive Fähigkeiten und geistiges Bemühen bei einem Minimum an emotionaler Miteinbezogenheit (Involvement) erforderlich. Dieser kognitive Prozess (Elaboration) bestimmt die Wahrscheinlichkeit (Likelihood), dass eine Information ausgewertet wird. Sie muss hohe Relevanz für den Entscheider haben, um ihn zu motivieren und zu befähigen, Argumente aufzunehmen und zu verarbeiten.[594]
Das hat angesichts des Anlageuniversums, dem sich der Privatanleger gegenüber sieht, für die praktische IR-Arbeit starke Konsequenzen. Nur entlang einer systematischen Kette oder zentralen Route nimmt der Anleger Informationen bewusst auf und setzt sich intensiv mit Argumenten auseinander.
Im Gegensatz zu den systematisch verarbeitenden Aktionären fehlt es den **heuristisch** orientierten Aktionären, die der peripheren Route folgen, an Motivation und/oder an Fähigkeit zur Informationsverarbeitung. Die periphere Route kann als Gegensatz zu der zentralen betrachtet werden. Einstellungsänderungen werden durch Reize in der Entscheidungssituation herbeigeführt. Diese Entscheider lassen sich von den Prinzipien des geringsten Aufwands und der Hinlänglichkeit, d.h. einem ausreichenden Maß an Sicherheit leiten, scheuen aber den Aufwand einer systematischen Informationsverarbeitung.[595]
Der heuristisch verarbeitende Aktionär vertraut besonders auf das Image des Unternehmens, die Glaubwürdigkeit des Kommunikators und der Präsentation des Inhalts, ohne diesen selbst zu bewerten. Multiplikatoren können Analysten, Wissenschaftler, Rating-Agenturen oder auch Fondsmanager sein.[596] Eine Schlüsselstellung im Sinne des Investor Marketings kommt somit den Experten zu, die aufgrund ihrer Reputation als Autoritäten angesehen werden. Unternehmen machen sich das zunutze, indem sie auf ihren IR-Homepages Analysteneinschätzungen mitteilen.[597]
Sowohl die Deutsche Telekom AG als auch die Deutsche Post AG haben sich die Informationsverarbeitung der heuristischen Anleger zu Nutze gemacht, in dem sie aus den Medien bekannte Persönlichkeiten wie Manfred Krug (Telekom) und Thomas Gottschalk (Post) für die Aktienwerbung bei ihren Börsengängen engagiert haben. Zwar sind sie keine Kapitalmarktexperten, jedoch wurde ihre allgemeine Bekanntheit und ihr Ansehen genutzt, um die Aktien dieser beiden ehemaligen Staatsbetriebe in der breiten Öffentlichkeit als „Volksaktie“ erscheinen zu lassen. Noch heute erhält das Forum T-Aktie Anrufe mit Beschwerden über Manfred Krug, dem man damals blind vertraut habe.[598]
Individuen nehmen eher Informationen auf, die ihre Einschätzung oder Entscheidung unterstützen, gegengerichtete Informationen werden vernachlässigt. Das Eintreffen der eigenen Prognose wird als Bestätigung der Fähigkeit gesehen, mit hoher Wahrscheinlichkeit richtige Prognosen zu entwerfen. Trifft die Prognose ein, so fühlt sich der Entscheider bestätigt und hat auch keinen Grund, an seiner weiteren Prognose zu zweifeln. Andernfalls sind Umstände Schuld, die damals noch nicht absehbar waren, was aber das Urteil über die Prognosequalität nicht beeinträchtigt.[599]

593) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 100.
594) Vgl. Morris, Jon D. et al. (o.J.): Elaboration Likelihood Model: A missing intrinsic emotional implication, S. 84.
595) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 97.
596) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 109.
597) Siehe hierzu BASF: http://corporate.basf.com/de/investor/aktie/schaetzungen.htm?id=P*1Ld9fD8bcp-a4-
598) Teilnehmende Beobachtung als Betreuer des Call Centers der Deutsche Telekom AG.
599) Vgl. Laschke, Andreas/Weber, Martin (1999): Overconfidence, S. 14f.

Gegen das Elaboration-Likelihood-Model kann eingewandt werden, dass es zu einer Zeit entwickelt worden ist, als die Rolle von Emotionen in den Sozialwissenschaften unterbewertet wurde. Es ist nicht auszuschließen, dass beide Routen sich wechselseitig beeinflussen, bei widersprüchlichen Informationen eine Route dominiert oder beide Routen parallel verlaufen, wenn Informationen mit den Einstellungen des Entscheiders übereinstimmen.[600] Insofern ist es angebracht, nicht nur faktenorientierte Publikationen zu veröffentlichen, sondern auch emotionsbetonte Imagewerbung wie im Güter- und Dienstleistungsmarketing zu betreiben.

9.6 Unmittelbar nutzbare Behavioral Finance-Phänomene

Die Darlegung der Kaufmotive sowie des Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsprozesses bei Aktionären hat gezeigt, dass aktivierende und kognitive Kriterien gleichermaßen Transaktionen auslösen können. An einigen besonders auffälligen Phänomenen des BF soll nun untersucht werden, wie sich IR diese ausgeprägten Einstellungen zu Nutze machen kann. Schließlich ist auf Versuche hinzuweisen, auch Aktionärsbindung über Kundenbindung herzuleiten.

9.6.1 Entscheidung für heimische Aktien (home bias)

Der Home Bias erklärt, warum sich Anleger stärker an Bekanntem und dementsprechend Inländischem orientieren und dabei das Prinzip der Risikoreduzierung[601] vernachlässigen. Auf die theoretischen Hintergründe der Portfolio-Selection-Theory, die die Diversifizierung eines Portfolios bei der Asset-Allocation in den Mittelpunkt stellt, soll hier nicht näher eingegangen werden. Schierek/Weber kommen in einer Untersuchung für den Zeitraum 1970 bis 1996 zu dem Schluss, dass durch Missachtung der Diversifikation auf eine durchschnittliche jährliche Rendite von 0,8 % verzichtet werden musste.[602] Entsprechend der Börsenkapitalisierung müsste ein deutscher Anleger ca. 40 % in nordamerikanischen und jeweils 30 % in asiatischen und europäischen Werten anlegen. Eine Untersuchung aus dem Jahr 1995 zeigt jedoch, dass in den Depots 88 % aus deutschen Werten, die restlichen 12 % vorwiegend aus US-amerikanischen Aktien bestehen.
Der Home Bias ist kein typisch deutsches Phänomen, sondern ist international verbreitet.[603] Dafür gibt es mehrere hypothetische Gründe, deren Gewichtung unklar ist. Dazu gehören höhere Transaktionskosten bei Kauf an ausländischen Börsen, ein höheres Vertrauen in Inlandsmärkte, Wechselkursrisiken oder ein insgesamt zu geringes Anlagevolumen.
Jeder der genannten Faktoren ist nur bedingt aussagekräftig, da viele ausländische Unternehmen an heimischen Börsen gelistet sind, Anlagehöchstgrenzen für private Anleger kaum eine Rolle spielen und auch Fremdwährungen zur Risikodiversifizierung genutzt werden können. Eine eher zutreffende Erklärung bietet die Behavioral Finance: „Der Mensch greift täglich auf das Bekannte zurück, frei nach der Devise: was der Bauer nicht kennt, das mag er nicht.“[604] Um diese Hypothese zu überprüfen, haben bspw. Kilka und Weber deutsche und amerikanische Probanden zu ihren Erwartungen bezüglich vergleichbarer deutscher und amerikanischer Unternehmen befragt. Als Ergebnis bleibt fest-

600) Vgl. Morris, Jon D. et al. (o.J.): Elaboration Likelihood Model: A missing intrinsic emotional implication, S. 84.
601) Vgl. Spremann, Klaus (2000): Portfoliomanagement; S. 507.
602) Vgl. Schierek, Dirk/Weber, Martin (2000): Der Home Bias, S. 8.
603) Vgl. Schierek, Dirk/Weber, Martin (2000): Der Home Bias, S. 11.
604) Schierek, Dirk/Weber, Martin (2000): Der Home Bias, S. 14.

zuhalten, dass die Renditeaussichten bei heimischen Titeln regelmäßig besser, die Risiken niedriger als bei ausländischen eingeschätzt wurden. Zudem wurde die subjektive Kompetenz, sich darüber ein Urteil erlauben zu können, höher eingestuft. Das führt zu einer Übergewichtung heimischer Aktien in den Depots.[605]
IR wird im Inland keine Risikoreduktion durch Diversifikation propagieren, im Gegenteil sind kommunikative Strategien zu Kundenbindung oder zur Neugewinnung von Aktionären als Kapitalgeber zu entwickeln, da jedes Unternehmen bemüht ist, einen Großteil des zur Verfügung stehenden Kapitals des Privatanlegers mit seinen Aktien zu belegen. Das Investor Marketing hat aber zu entscheiden, ob unter Hinweis auf den Diversifikationsaspekt gezielt Privataktionäre im Ausland angesprochen werden sollen. Ob sich aus der neuen Rechtsform der Europäischen Gesellschaft eine Art europäischer Home Bias entwickelt, wird erst in einigen Jahren abschätzbar sein.

9.6.2 Dispositionseffekt und Unterreaktion

Empirische Untersuchungen, die Odean[606] für 10.000 Depots eines amerikanischen Discount-Brokerhauses vorgenommen hat, lassen erkennen, dass Gewinneraktien regelmäßig zu früh veräußert und Verliererwerte zu lange gehalten werden (**Dispositionseffekt**).[607] Der Verlust wird erst dann gefühlsmäßig realisiert, wenn die Aktie verkauft wird. Verkauft ein Anleger früher, käme das dem Eingeständnis gleich, eine falsche Anlageentscheidung getroffen zu haben, und führt zu Dissonanz. Nach einem raschen Gewinn wird eine weitere Steigerung nicht mehr so hoch „bewertet", dagegen werden erste Verluste stark empfunden. Dennoch werden Aktien selbst nach starken Verlusten nicht veräußert in der Hoffnung, dass man jetzt nichts mehr zu verlieren hat und sie sich wieder erholen werden.
Dieser Sachverhalt wird durch ein Zusammenwirken von Dispositionseffekt, also der Neigung, „Gewinneraktien" (verglichen mit dem Kaufpreis als Anker) zu früh und „Verliereraktien" zu spät zu verkaufen, und sog. mentalen Konten erklärt.[608] Bei dieser mentalen Buchführung wird jedes Wertpapier mit seinem Anschaffungskurs als Referenzpunkt für Gewinne oder Verluste „gebucht". Eventuelle Dividendenzahlungen oder Treueaktien, wie sie die Deutsche Telekom AG gezahlt hat, beziehen Anleger in der Regel nicht in die „mentale Renditebuchung" ein.
Für ein langes Halten von Aktien mit schlechter Rendite kann auch eine Unterreaktion des Aktionärs beitragen. Die Auswertung der Aktionärsbefragung der Deutsche Post AG deutet darauf hin, dass einmal getroffene Entscheidungen nur zögernd revidiert werden. Negative Informationen über gekaufte Aktien werden tendenziell negiert. Ferner werden aktive Entscheidungen, z.B. Aktienkauf, bewusster getroffen als passive (Aktien halten). Aus Sicht von BF stimulieren gute Nachrichten eher zum Handeln als schlechte. Das lässt annehmen, dass positive Informationen stärker als negative gewichtet werden.[609] IR kann sich diese Haltung durch „Framing" zunutze machen, indem Erfolge mit der Peer Group verglichen werden.
IR kann derartigen kognitiven Dissonanzen bei Privataktionären von früheren Börsenlieblingen, die die ehemals hohen Erwartungen nicht erfüllen und deren Kurse derzeit weit unter früheren Höchstkursen notieren (sog. gefallene Engel)[610], mit einer offensiveren Strategie begegnen. Sind die fundamentalen Daten aus derzeitiger Sicht als günstig zu bewerten oder stuft sich ein Unternehmen selbst als unterbewertet ein, kann ein Appell mit Konsonanz fördernden Informationen angebracht sein, der u.U. auch eine Nachkaufwerbung beinhaltet.[611]
Es kann z.B. auf Langzeiterfolge einer Anlagestrategie hingewiesen werden, die durch regelmäßige Aktienkäufe einen Durchschnittseinstandspreis erzielt (Cost-Average-Effect). Andere Aktionäre werden eher über affektive oder konative Elemente in der Kommunikationspolitik zu beeinflussen sein, z.B. über persönliche Einladungen zu Aktionärstreffen oder personalisierte elektronische Aktionärsbriefe mit Unternehmensnachrichten aus einem speziellen Interessengebiet des Aktionärs. Damit kann IR z.B. auf die nach wie vor bestehende Technologieführung verweisen, auch wenn aktuelles Finanzimage und Aktienkurs zurückbleiben. Aktionäre, die konsonante Informationen aufnehmen, sind eine Zielgruppe für eine direkte Ansprache von IR, ein Nachkaufmarketing kann sie über Dissonanzreduktion zu Stammaktionären machen.[612]

605) Schierek, Dirk/Weber, Martin (2000): Der Home Bias, S. 16.
606) Vgl. Odean, Terrance (1998): Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, S. 1775.
607) Vgl. Goldberg, Joachim/von Nitzsch, Rüdiger (1999): Behavioral Finance, S. 90.
608) Vgl. Vossmann, Frank/Weber, Martin (1999): Der Dispositionseffekt. Vom merkwürdigen Charme der Verlierer, S. 12.
609) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Privataktionäre, S. 24.
610) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Fallen Angel", S. 307.
611) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 1027.
612) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 186.

10 Bisherige Betreuungsaktivitäten für Privataktionäre

Betreuungsaktivitäten für Privataktionäre als heterogene Zielgruppe sind vielfältig und in ihrer Wirkung schwer messbar. Sie lassen sich in persönliche, die physische Anwesenheit der Kommunikationspartner erfordernde, und in unpersönliche Kommunikation unterscheiden, ferner danach, ob sie gesetzlich vorgeschrieben oder freiwillig erfolgen.[613] Bei obligatorischen Kommunikationsinstrumenten, wie beispielsweise der Hauptversammlung, ist eine Differenzierung gegenüber anderen Unternehmen nur durch die Ausgestaltung der Veranstaltung möglich.[614]

	Persönlich	Unpersönlich
Pflicht	■ Hauptversammlung ■ Analystenmeeting	■ Emissionsprospekt ■ Geschäftsbericht ■ Zwischenbericht ■ Quartalsbericht/Zwischenbericht ■ Ad-hoc-Publizität ■ Unternehmenskalender
Freiwillig	■ Roadshows ■ One-on-Ones ■ Analystenmeetings ■ Pressekonferenzen ■ Telefon- und E-mail-Kontakte (Conference Calls und Regelanfragen) ■ Aktionärsmessen ■ Investorentage	■ Investoren-Handbuch ■ Internet ■ Aktionärsbriefe ■ Finanzanzeigen

* Je nach Börsensegment

Abbildung 29: *Kommunikationsinstrumente*[615]

In der Literatur wird häufig zusätzlich in direkte und indirekte Kommunikation unterschieden. Direktkommunikation ist darauf ausgerichtet, durch gezielte Einzelansprache einen direkten Kontakt zu dem Adressaten herzustellen, um einen Dialog anzubahnen. Mit einer indirekten Ansprache kann auch die Grundlage für eine direkte Kommunikation in einer weiteren Stufe gelegt werden. Je nach Responsefähigkeit und -möglichkeit kann es sich um eine passive, dialog- oder interaktionsorientierte Direktkommunikation handeln.
Dem Unternehmen sollte an interaktionsfähigen Kommunikationsformen gelegen sein. Eigene Aktivität stärkt das Involvement, zum anderen lassen sich Erkenntnisse über die Aufnahme des Produkts Aktie im Markt und die Informationsbedürfnisse bei Aktionären und Interessenten gewinnen. An diesen Kriterien ist die Kommunikationstätigkeit der Unternehmen zu messen, da die neuen elektronischen Medien kostengünstige Einsatzmöglichkeiten geschaffen haben.[616]

613) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 20.
614) Vgl. Schmidt, Holger (2000): Die IR-Instrumente, S. 45.
615) Quelle: Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 20.
616) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 1067f.

Im Folgenden werden Betreuungsaktivitäten aufgezeigt, deren Hauptzielgruppe, wenn auch nicht ausschließlich, Privataktionäre sind. Bei einigen Instrumenten ergibt sich eine große Schnittmenge aller Zielgruppen. Sofern erforderlich, wird auf die anderen Zielgruppen verwiesen, um das jeweilige Instrument ganzheitlich zu betrachten.

10.1 Hauptversammlung

Die Hauptversammlung zählt einerseits zu den persönlichen Betreuungsinstrumenten, weil Vorstand und Mitarbeiter des Unternehmens in direkten Dialog mit den anwesenden Aktionären treten. Für viele Aktiengesellschaften ist sie der einzige direkte Kontakt zu ihren Privataktionären als der zahlenmäßig größten Eigentümergruppe, da die Besitzer von Inhaberaktien, die in Deutschland immer noch die am stärksten verbreitete Aktiengattung ist, anonym sind.[617] Für Analysten und institutionelle Investoren spielt die Hauptversammlung als Informationsquelle eine untergeordnete Rolle. Jeweils ungefähr zwei Drittel der Genannten halten die Hauptversammlung für wenig wichtig.[618]
Nach § 118 ff. AktG ist die Hauptversammlung zwar eine Pflichtveranstaltung für jede Aktiengesellschaft, wird aber häufig nur formal „abgewickelt", um dem Aktiengesetz Genüge zu tun und keine juristischen Angriffsflächen zu bieten.[619] Wegen der geringen Einwirkungsmöglichkeiten eines Kleinaktionärs besteht für ihn nach wie vor kein Kontrollanreiz, da eine Teilnahme an der Hauptversammlung und eine Managerkontrolle über Abstimmungen als öffentliches Gut angesehen werden können, von der alle Anteilseigner profitieren. Eine individuell rationale Strategie ist es daher, sich als Trittbrettfahrer zu verhalten[620] und an der Kontrolle durch andere Aktionäre mit mehr Durchsetzungskraft, vorzugsweise institutionellen Aktionären, Nutzen zu ziehen.
Entsprechend gering war das allgemeine Interesse an einer Teilnahme, so dass die Aktionärspräsenz immer weiter zurückgegangen war. Erst in jüngster Zeit ist mit einer durchschnittlichen Präsenz von mehr als 45 % des stimmberechtigten Kapitals eine gewisse Trendwende eingetreten.[621] Unternehmen bemühen sich verstärkt um die Teilnahme ihrer Großaktionäre, um Zufallsmehrheiten kleinerer Aktionärsgruppen zu verhindern. Ausländischen Aktionären wird durch das neue Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) ihre Abstimmungsbeteiligung erleichtert.[622] Neue Dienstleister wie die „Institutional Shareholder Services" bündeln die Stimmabgabe für institutionelle Investoren.[623] Kleinaktionäre werden seit langem von Aktionärsschützern wie der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz vertreten.[624]
Viele Unternehmen nutzen das Forum, um ihren Aktionären ein besseres Verständnis für ihre Geschäftstätigkeit zu vermitteln, sie für das Unternehmen positiv einzunehmen und ein Wir-Gefühl zu entwickeln.[625] Bei einem schlechten Geschäfts- und Kursverlauf wird ein empathischer Vorstand bei der Beantwortung von Aktionärsfragen versuchen, Verständnis für Mitarbeiter und Aktionäre zu zeigen, und kritische Fragen vorwegnehmen.[626] Mit einer solchen Haltung kann viel negative Stimmung aus der

617) Vgl. Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (2003): Investor Marketing, S. 70.
618) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 193f; Schüttrumpf, Veit-Gunnar (2000): Die Hauptversammlung als IR-Event, S. 160.
619) Vgl. Schüttrumpf, Veit-Gunnar (2000): Die Hauptversammlung als IR-Event, S. 157.
620) Vgl. Kräkel, Matthias (1999): Organisation und Management, S. 292f.
621) Vgl. Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (2006): HV-Präsenzen der DAX 30 Unternehmen (1998-2006), o. S.
622) Artikel I, Nr. 5, Änderung des § 123 AktG.
623) Vgl. Institutional Shareholder Services (ISS) (2005): ISS and Deminor Rating, S. 21.
624) Vgl. Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (2006): Stichwort „Stimmrechtsvertretung", o. S.
625) Vgl. Irlenkäuser, o.V. (2006): „Nichts zu meckern" bei Rekordverdiener E.on, o. S.

Hauptversammlung genommen werden, die sonst in der Presseberichterstattung ein breites Echo findet,[627] sich in kritischen Fragen äußert oder gar im Wortgefecht zwischen Vorstand und Redner eskalieren kann.[628]
Die Behandlung der Kleinaktionäre und der kritischen Aktionäre unter ihnen durch Aufsichtsrat und Vorstand prägt das Image des Unternehmens gegenüber seinen Anteilseignern.[629] Häufig werden Fragen nur summarisch beantwortet – auch um Anfechtungsklagen zu vermeiden, aber eine Wertschätzung für den Auskunft verlangenden Miteigentümer wird nicht zum Ausdruck gebracht. Missachtete Kleinaktionäre könnten künftig ihre Stimmen bündeln,[630] was mit Hilfe des Internets organisierbar ist, und in einer nächsten Hauptversammlung einen Stimmblock bilden, der beachtet werden muss.
In der Hauptversammlung machen Vertreter von Publikumsfonds in den letzten Jahren verstärkt von ihrem Rederecht Gebrauch. Hierbei geht es ihnen weniger um ihr Fragerecht, da institutionelle Investoren ohnehin den direkten Zugang zu den Vorständen haben. Die Fondsvertreter wollen vielmehr den Eindruck vermitteln, dass sie die Interessen ihrer Anteilsinhaber vertreten. Mit dieser Marketingmaßnahme wollen sie der weit verbreiteten Meinung entgegen treten, dass sie als Großanleger, meist Tochtergesellschaften von Banken und Versicherungen, gegenüber dem Management des Unternehmens zu unkritisch sind und die Belange der Kleinanleger vernachlässigen. Die Hauptversammlung bietet sich durch die Aufmerksamkeit in der Presse somit als Plattform für Publikumsfonds an, um sich zu ihren Anteilsinhabern zu bekennen und damit weitere Kunden zu gewinnen.
In jüngerer Zeit kritisieren Vertreter von Aktienfonds nicht nur die Vorstände. Diese müssen auch damit rechnen, dass sich entweder Zufallsmehrheiten bilden oder Fondsvertreter mit Hedgefonds stimmen, da die Satzungen vieler Unternehmen eine einfache Mehrheit für HV-Entscheidungen genügen lassen.[631] Als Gegenmaßnahme sind Anreize für die HV-Teilnahme von Privataktionären, z.B. erhöhte Dividenden bei Teilnahme, in der Diskussion.
Event-Marketing als Kommunikationsmittel im Rahmen der Hauptversammlung spielt bei deutschen Aktiengesellschaften im Gegensatz zu einigen amerikanischen Unternehmen noch keine Rolle. Darunter wird eine zielgerichtete Planung und Durchführung von Veranstaltungen zur erlebnis- und dialogorientierten Präsentation einer Dienstleistung oder eines Unternehmens verstanden. Durch physische und emotionale Anreize sollen Botschaften über das Unternehmen vermittelt werden.[632] Der amerikanische Einzelhandelskonzern WalMart hat sich einen besonderen Ruf für die Ausgestaltung seiner Hauptversammlungen als Unterhaltungsevent erworben. Vor 20.000 in der Kleinstadt Fayetteville/Arkansas erschienenen Aktionären, Analysten und Lieferanten[633] treten Unterhaltungskünstler auf, Mitarbeiter aus Ländern, in denen der Konzern tätig ist, loben in choreographischen Inszenierungen das Unternehmen. Der Rezipientennutzen einer solchen Veranstaltung, die auf Europa so nicht übertragbar wäre,[634] wird auch in den USA kritisch gesehen,[635] wenn auch die Entstehung eines starken Wir-Gefühls unter den beteiligten Mitarbeitern hervorgehoben wird. Noch weiter gehen andere amerikanische Unternehmen, indem sie ihre Kleinaktionäre als Eigentümer ansprechen. Das drückt

626) Vgl. Hülsbömer, André (2003): Das Problem ist der Redner, S. 176.
627) Vgl. Irlenkäuser, o.V. (2006): „Dem Eigentümer verpflichtet" mit einer Übersicht über die Berichterstattung anlässlich der HV 2006 von DaimlerChrysler (u.a. FAZ: „Pfiffe für Schrempp und Kopper", Die Welt: „Leichtes Spiel für Zetsche", o. S.
628) Eigene Beobachtung bei Hauptversammlungen der Deutsche Telekom AG 2003 bis 2006.
629) Vgl. Maier, Michael (1995): Shareholder Marketing, S. 23.
630) Schüttrumpf, Veit-Gunnar (2000): Die Hauptversammlung als IR-Event, S. 163.
631) Vgl. Becker, Walther (2005): Neue Investoren mischen deutsche Unternehmen auf, o. S.
632) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 488.
633) Vgl. Bowers, Katherine (2005): Wal-Mart Shareholder Event, an Emotional Roller Coaster, o. S.
634) Vgl. Schüttrumpf, Veit-Gunnar (2000): Die Hauptversammlung als IR-Event, S. 156.
635) Vgl. WalmartWatch, o. V. (2005): Live from Bud Walton Arena: "You better be ready to be better", o. S.

sich in den Unternehmensmitteilungen aus, wenn deutsche Unternehmen von „unserem“, amerikanische von „Ihrem“ Unternehmen sprechen.[636]
Die Deutsche Telekom AG unternimmt erste Schritte in ein ganzheitliches Marketingkonzept, indem sie ihre Hauptversammlung regelmäßig mit T-Punkten ausstattet, in denen Produkte zu Sonderkonditionen erhältlich sind. Aufgrund der hohen Verflechtungsrate von Aktionär und Kunde können auch die Beschwerdeannahmestellen, die sich um eine schnelle Schadensbehebung/-begrenzung bemühen, dem Unternehmensimage nützen, wie sie die Deutsche Telekom AG auf der Hauptversammlung ebenfalls einsetzt. Die Vorstellung leicht verständlicher Produktinnovationen ist für Privatanleger ebenfalls interessant.[637]

10.2 Aktionärsbrief (Newsletter)

Fast jedes börsennotierte Unternehmen übermittelt seinen Aktionären mehr oder weniger aktuelle Informationen in einem Newsletter. Per Brief, Fax oder per E-Mail wird so ein direkter Kontakt zu den Aktionären ohne die Einschaltung von Multiplikatoren gesucht. Aktionärsbriefe beschränken sich auf eine reine Sender-Empfänger-Funktion, so dass dem Empfänger eine direkte Reaktionsmöglichkeit fehlt, beispielsweise um vertiefende Fragen zu stellen. Somit ist der Newsletter den direkten, aber unpersönlichen Kommunikationsinstrumenten zuzuordnen. Die Deutsche Telekom AG informiert Aktionäre und Interessierte viermal jährlich sechs Wochen nach Bekanntgabe der Quartalsergebnisse mit einer gedruckten Ausgabe.
Der Newsletter bietet sich als Plattform an, um auf Themen hinzuweisen, denen das Unternehmen besonderen Stellenwert beimisst. Als interaktives, übergreifendes Instrument des gesamten Unternehmensmarketings, das z.B. auch auf Produkte und Dienstleistungen hinweist oder seinen Aktionären anbietet, wird er bisher ersichtlich nicht genutzt. Damit wird ein kostengünstiger Distributionskanal mit hoher Profitabilität[638] vernachlässigt.
Gelegentlich wird er als didaktisches Mittel verwandt, um Kleinanlegern Kenntnisse über den Kapitalmarkt und die Aktie näherzubringen. Glaubwürdigkeit von IR vorausgesetzt, könnte er Teilfunktionen der Presse als Hauptinformationsträger übernehmen. Er lässt sich sogar personalisieren und ist damit geeignet, zur Aktionärsloyalität beizutragen.

10.3 Call-Center

Ein Call-Center kann als ein Instrument eines systematisch betriebenen Beschwerdemanagements[639] zum Abbau kognitiver Dissonanzen verstanden werden. Investor Marketing kann damit erreichen, die Abwanderung von Kunden (Verkauf der Aktie) zu vermeiden oder wenigstens zu vermindern. IR und die leistungswirtschaftliche Seite des Unternehmens sind eng verzahnt. Extrem unzufriedene Kunden, plakativ als „Terroristen“[640] bezeichnet, werden sich auf aktuelle und potenzielle Kunden und Aktionäre auswirken, Vorstände und Medien ansprechen und sich in entsprechender Form auch an ein jederzeit erreichbares IR-Call-Center wenden.
Eine ähnliche Gruppe wird in der Studie der Deutsche Post AG als „misstrauische Aktionäre“ bezeichnet, die sich einer ständigen „Ausbeutungsgefahr“ durch andere Stakeholder

636) Vgl. Maier, Michael (1995): Shareholder-Marketing, S. 83.
637) Schüttrumpf, Veit-Gunnar (2000): Die Hauptversammlung als IR-Event, S. 163.
638) Vgl. Cassar, Alexander/Diegelmann, Michael (2004): A Technique that links Investor Loyality to Customer Loyality, S. 634.
639) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 1179.
640) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 414ff.

(Management, Mehrheitsaktionäre und Großaktionäre sowie Banken) ausgesetzt sehen. Sie machen immerhin 5 % des repräsentativen Rücklaufs (2200 Rückantworten) aus.[641]
Umgekehrt können unzufriedene Kunden zu „Aposteln“[642] werden, wenn das Call-Center psychologisch einfühlsam reagiert und/oder sogar eine Problemlösung bei dem echten Kundendienst bewirkt.
Die meisten Unternehmen scheuen Call-Center für Privataktionäre, da sie hohe Kosten verursachen und die Anzahl der betreuten Aktionäre pro Mitarbeiter relativ gering ist. Es handelt sich um ein freiwilliges Kommunikationsinstrument, das im Sinne des Signalling eine große Bedeutung hat, weil für Fragen und Anregungen stets ein Ansprechpartner zur Verfügung steht und sich das Unternehmen der Öffentlichkeit direkt stellt. Auch wenn das Call-Center nur von wenigen Aktionären aktiv genutzt wird, kann die bloße Existenz ein Signal aussenden und dazu beitragen, dass auch Nicht-Nutzer den Potenzialcharakter dieser jederzeitigen Dialogmöglichkeit mit dem Unternehmen schätzen. Manche Anrufer meinen auch, dass die Mitarbeiter in unmittelbarem Vorstandskontakt stünden, um Anregungen und Wünsche an diese heranzutragen.[643]
Die Anfragen, die im Forum T-Aktie der Deutschen Telekom eingehen, sind meist allgemeiner Natur: „Wie geht es denn jetzt weiter mit der Aktie?“, „Kommen wir wieder auf den Höchststand von über 100 Euro?“, „Meinen Sie, dass ich meine Aktien noch behalten soll?“ Gerade bei solchen exemplarischen Fragen obliegt es dem Feingefühl des Call-Center-Mitarbeiters, auf den Aktionär einzugehen und gleichzeitig die Position des Unternehmens zu vertreten. Eine allgemeine Frage bietet die Chance, vorbereitete Argumentationsketten anzuwenden und das Gespräch auf Themen zu lenken, die bisher nicht im Bewusstsein des Aktionärs waren und die Equity-Story in der Wahrnehmung zu verfestigen.
Gezielte Fragen zu finanziellen Daten werden sehr viel seltener gestellt. Dafür dürfte eine gewisse Scheu, Fragen nicht formulieren zu können oder Fragen zu stellen, die als naiv eingestuft werden könnten, maßgeblich sein. Insofern ist eine Hemmschwelle, mit dem Call-Center in einen telefonischen Dialog zu treten, durchaus zu erwarten. Haben Aktionäre den Kontakt zum Unternehmen jedoch für sich entdeckt, machen sie regen Gebrauch davon und sind mit der Dienstleistung sehr zufrieden.[644] Teilweise erfordern ihre Fragen Recherchetätigkeit, so dass sie erst durch einen Rückruf geklärt werden können. In der Wirkung kann dies teilweise zu mehr Zufriedenheit führen. Denn der Aktionär gewinnt das Gefühl, dass er eine so gute Frage gestellt hat, dass diese auf Anhieb nicht beantwortet werden konnte, er aber bis zum zugesagten Zeitpunkt eine Rückmeldung erhält.
Die meisten Antworten sind – falls sie überhaupt veröffentlicht werden (können) – den Berichten zu entnehmen, die die Unternehmen ohnehin publizieren. Diese Erfahrung bestätigt die Annahme, dass viele Kleinaktionäre mit dem Inhalt der Unternehmenspublikationen überfordert werden, was dem kommunikationspolitischen Grundsatz der Transparenz widerspricht.
Das Call-Center ist weitgehend ein reaktives Element, da die Anrufer selbst die Initiative ergreifen müssen. Im Sinne des Kampagnenmanagements kann dennoch aktiv nach außen gearbeitet werden, indem Aktionäre mit ihrem Einverständnis angerufen werden, wenn sie auf bestimmte Veranstaltungen wie Anlegermessen in ihrer Region hingewiesen werden sollen bzw. wollen. Elektronische Kundenbindungsmanagementprogramme (CRM) können z.B. dazu verwendet werden, ein Anlegerprofil anzulegen, aufgrund dessen auch individuelle Informationen, die sich aus dem Dialog ergeben, z.B. für neue

641) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 20.
642) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 414.
643) Eigene Erfahrung Forum T-Aktie.
644) Eigene Studie zu den Informationsbedürfnissen der Deutsche Telekom AG, Mai 2005.

Kampagnen genutzt werden können.[645] Beispiele sind gezielte Hinweise auf Anlegermessen in der Region oder aktuelle Internetpräsentationen. Auch Appelle, an Abstimmungen auf der Hauptversammlung teilzunehmen (sog. Proxy Solicitation)[646], sind möglich. Sie würden dem Aktionär eher ein Gefühl eines geschätzten Miteigentümers vermitteln. Eine steigende Loyalität gegenüber dem Unternehmen könnte die Folge sein.

10.4 Geschäftsbericht/Quartalsbericht

Der Geschäftsbericht ist neben der Hauptversammlung das größte Projekt einer IR-Abteilung. Er wird als Königsdisziplin der Unternehmenskommunikation[647] bezeichnet und dient dazu, dem Interessierten einen umfassenden Überblick über das Unternehmen und dessen Perspektiven zu ermöglichen. Kirchhoff/Frisch nennen ihn nicht zu Unrecht das „Herzstück des Aktienmarketings".[648]
Er zählt zu den direkten, obligatorischen, aber unpersönlichen Instrumenten von Investor Relations.[649] Zu seinem Inhalt gehören die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung, der Anhang sowie der Lagebericht. Teilweise behandelt er noch weitere Rubriken wie Unternehmensstrategie, Stärken und Schwächen, Risiken, Verlauf der Aktie, Schilderung des Produktportfolios oder Personal- und Umweltthemen.
Zielgruppe des Geschäftsberichts sind neben den Investoren und Multiplikatoren auch Mitarbeiter, Kunden, Gläubiger, Lieferanten und auch die Politik bzw. generell die Öffentlichkeit. In der Ansprache einer so heterogenen Zielgruppe mit einem einzigen Kommunikationsinstrument liegt zugleich die kommunikationspolitische Herausforderung. Hinzu kommt, dass verschiedene Arbeitsbereiche des Unternehmens Textbausteine für den Bericht zuliefern, was zu erheblichen innerbetrieblichen Abstimmungsschwierigkeiten führen kann.[650]
Schon aufgrund des dominanten Anteils am IR-Budget von durchschnittlich mehr als 20 %[651] für die Erstellung und Distribution des Geschäftsberichts muss auf eine größtmögliche Schnittmenge an Interessenten geachtet werden. Zwar hat sich die Qualität der Geschäfts- und Quartalsberichte, gemessen an den wesentlichen Kenngrößen Sprache und Berichtseffizienz (Kommunikation im weiteren Sinne nach Keller), in den letzten Jahren verbessert. Das hat eine Jury, die im Auftrag des Wirtschaftsmagazins manager-magazin rund 200 Geschäftsberichte aus fünf Börsenindices bewertet hat, festgestellt.[652] Dennoch wird immer noch beklagt, dass die Berichte zu kompliziert sind.[653] Das bestätigt die Befragung der Aktionäre der Deutsche Telekom AG und der Deutsche Post AG, obwohl die Deutsche Post AG Testsieger bei dem Wettbewerb geworden ist.
In den Geschäftsberichten sollten genügend Leseanreize und Erläuterungen gegeben werden, damit auch Privataktionäre ohne spezielle Vorkenntnisse die Informationen verstehen und bewerten können. Nach Keller, Mitglied der erwähnten Jury, wird diese Narrativität erreicht, wenn nicht nur Fakten dargestellt, sondern in Geschichten umgesetzt werden und damit Freude an der Lektüre (Emotionen) geweckt wird.[654] Professionelle Investoren und Multiplikatoren erwarten detaillierte Fakten und übersichtliches

645) Vgl. Bloechl, Anke/Schemuth, Jan (2003): Shareholder Relationship Management, S. 95.
646) Vgl. Chudaska, Peter/Licharz, Richard (2005): Wird die Cyber-HV den Trend sinkender Kapitalpräsenzen auf Hauptversammlungen aufhalten oder umkehren?, S. 19.
647) Keller, Rudi (2006): Unternehmenskommunikation und Vertrauen, S. 17.
648) Kirchhoff, Rainer/Frisch, Tobias (2003): Der Geschäftsbericht: Herzstück des Aktienmarketings, S. 161.
649) §§ 242 und 264 HGB.
650) Vgl. Wendler, Lutz/Keller, Rudi (2005): Geschäftsberichte – häufig viel zu kompliziert, S. 2.
651) Vgl. IRES (2002): Investor Relations Monitor 2002, S. 2.
652) Vgl. Döhle, Patricia (2006): Artikel Unternehmen, Geschäftsberichte, Auf zu neuen Ufern, S. 122.
653) Vgl. Wendler, Lutz/Keller, Rudi (2005): Geschäftsberichte – häufig viel zu kompliziert, S. 1.
654) Vgl. Wendler, Lutz/Keller, Rudi (2005): Geschäftsberichte – häufig viel zu kompliziert, S. 1.

Zahlenmaterial. Der Durchschnittsumfang liegt inzwischen bei 193 Seiten im Jahr 2003 mit steigender Tendenz, da immer mehr Informationen – u.a. zur Corporate Governance – in den Geschäftsbericht aufgenommen werden.[655]
Eine zentrale Botschaft des Geschäftsberichts bildet die Equity Story, in der die kommunikative Botschaft des Unternehmens zum Ausdruck kommt.[656] Das Anschreiben des Vorstandsvorsitzenden kann als persönliche Note dazu genutzt werden, die Equity Story einzuleiten bzw. schon einen kurzen Überblick über das abgelaufene Geschäftsjahr und die Perspektiven der Zukunft beinhalten. Wirksamstes Indiz für die Vertrauenswürdigkeit ist eine offene und freiwillige Darstellung ungünstiger Entwicklungen, ohne die eigene Verantwortung hierfür zu leugnen. Strategische Kompetenz wird vermittelt, wenn die Schwächen analysiert und Lösungen für die Zukunft dargestellt werden.[657] Im Übrigen ist der Geschäftsbericht die einzige Unternehmenspublikation, die durch eine externe Unternehmensprüfung, d.h. den Wirtschaftsprüfer, freigegeben wurde, was die Glaubwürdigkeit der Aussagen unterstreichen soll.[658]
Schon lange entscheidet nicht mehr allein der Inhalt über die Qualität des Geschäftsberichtes, sondern darüber hinaus werden Gestaltungs- und Visualisierungskonzepte herangezogen, die eine Verknüpfung zum Unternehmen herstellen und Image fördernd wirken sollen. Das folgt dem Vorbild amerikanischer Geschäftsberichte, die Produkte, Kunden und Mitarbeiter präsentieren. Dazu werden sämtliche Möglichkeiten und Erfahrungen des Marketings in der Kataloggestaltung aufgegriffen, um sowohl systematisch als auch peripher orientierte Interessenten anzusprechen.
Aus Kostengründen senden nicht mehr alle Aktiengesellschaften ihren Geschäftsbericht an sämtliche Aktionäre, beispielsweise zusammen mit der Einladung zur Hauptversammlung, sondern reagieren nur noch auf Anforderungen, um Streuverluste zu vermeiden. Das verschafft ein persönliches Datenmaterial über Aktionäre oder Interessenten, das für spätere Kontaktaufnahmen genutzt werden kann. Überlässt das Unternehmen den Versand einem Dienstleister, stehen diese Daten nicht unmittelbar zur Verfügung.
Einige wählen zusätzlich für Privatanleger die Variante eines Kurz-Geschäftsberichtes, der speziell für diese Zielgruppe konzipiert ist und lediglich die Kerninhalte vermittelt. Zusätzlich lassen sich Einsparungen erzielen, indem der Geschäftsbericht im Internet in einer Online-Version zur Verfügung gestellt wird. So kann der interessierte Aktionär interaktiv auf Zahlen zugreifen und sie in sein Tabellenkalkulationsprogramm übernehmen, was einen Mehrwert gegenüber der reinen Darbietung einer PDF-Datei darstellt.
Quartalsberichte schließen die Informationslücke zwischen den Geschäftsberichten. Sie stellen die Entwicklung seit Veröffentlichung des Geschäftsberichts dar und kommentieren Planabweichungen oder Änderungen der ursprünglichen Annahmen zur Geschäftsentwicklung.[659] Zielgruppe sind eher die professionellen Kapitalmarktteilnehmer, auch wenn die Nachfrage von Privataktionären steigt. Der Aufwand für Druck und Layout wird wesentlich geringer gehalten. Entscheidender als der gedruckte Quartalsbericht sind aus Sicht des Verfassers die Präsentationen vor Journalisten und Analysten anlässlich der Veröffentlichung der Quartalsergebnisse und deren Anhang mit Details zur operativen Entwicklung, die einen Schnellüberblick über das abgelaufene Quartal ermöglichen.

655) Vgl. Gaulke, Jürgen (2005): Investor Relations im Internet, S. 157.
656) Vgl. Gazdar, Kaevan/Piwinger, Manfred (2005): Protokoll und Präsentation – Rollen des Geschäftsberichts, S. 331.
657) Vgl. Keller, Rudi (2006): Unternehmenskommunikation und Vertrauen, S. 19f.
658) Vgl. Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären, S. 103f.
659) Vgl. Nix, Petra (2004): Der Geschäftsbericht – Flaggschiff der Unternehmenskommunikation, S. 140.

10.5 Anleger-Messen

Bei Messen und Ausstellungen ist allgemein von einem hohen Interesse der Besucher auszugehen. Bekanntmachung und Information stehen für teilnehmende Untenehmen als psychologische Ziele im Vordergrund.[660] Aktionärsmessen oder Börsentage wenden sich an allgemein Anlageinteressierte und werden von Börsenvereinen, Aktionärsvereinigungen und Messegesellschaften durchgeführt. Diese Zielgruppe verfügt über überdurchschnittliches Wissen über Aktien und oft auch die Bereitschaft, in Aktien zu investieren. Häufig sind Panel-Diskussionen oder Vorträge als Seminarprogramm angeschlossen, so dass sich eine noch größere Öffentlichkeit erreichen lässt. Unternehmen können in persönlichen Gesprächen mit geringem Streuverlust informieren, falls sie durch geeignete Kommunikationsmaßnahmen ihre eigene Zielgruppe zu einem Messebesuch gewonnen haben.
Eintägige Börsentage werden meist von Börsenvereinen einmal im Jahr am Ort des Vereinssitzes veranstaltet. Dazu laden sie Unternehmen zu einer Präsentation ein und betreiben regional Werbung, um auch Nicht-Mitglieder auf ihre Arbeit aufmerksam zu machen. Viele Emittenten scheuen den Kostenaufwand einer mehrtägigen Messe und geben den eintägigen Börsentagen den Vorrang.
Mehrtägige Anlegermessen, wie sie beispielsweise in Stuttgart mit der INVEST und in Düsseldorf mit der Internationalen Anlegermesse (IAM) stattfinden, sind regelmäßige Veranstaltungen der Messegesellschaften im Messegelände mit überregionalem Einzugsgebiet. Dort sind börsennotierte Unternehmen, die über ihre Aktie direkt informieren, in der Minderzahl. Die Mehrheit der Aussteller sind Finanzdienstleister, die für ihre Bankdienstleistungen oder Programme zur technischen Unterstützung von Depotverwaltungen werben. Das Kosten-/Nutzenverhältnis derartiger Aktionen ist schwer zu messen, da das Unternehmen zwar Präsenz zeigt, am Tag erfahrungsgemäß aber nur maximal 25 Gespräche pro Mitarbeiter stattfinden können. Insofern ist eine Kommunikation zwischen einem Sender und zahlreichen Empfängern (1:N-Kommunikation), wie dies die Präsentation des Unternehmens vor einem größeren Publikum mit anschließender Fragerunde darstellt, effektiver. Wird nur die Gruppe der „Messebummler"[661] erreicht, ist eine Teilnahme des Unternehmens nicht effizient.
IR gewinnt bei solchen unmittelbaren persönlichen Kontakten ein Gespür für die derzeitige Meinung der Privataktionäre. Das bildet einen guten Rückkanal zur Verbesserung der eigenen Informationsversorgung für diesen Aktionärskreis und zur Einschätzung des Unternehmens innerhalb der Finanzgemeinde.

10.6 Internet

Das Internet ist als direktes, aber derzeit noch überwiegend unpersönliches Medium einzustufen. Dennoch ist es wertvoll zur Betreuung aller Mitglieder der Finanzgemeinde, insbesondere der Privataktionäre. Informationen können zu vergleichsweise geringen Kosten aktuell und zielgruppengerecht einer Vielzahl von Empfängern gleichzeitig zugänglich gemacht werden, ohne dass Informationsintermediäre filtern. Der Aktionär muss jedoch aktiv auf die Internetseite des Unternehmens zugehen,[662] was die immer noch geringe Nutzung erklärt.

660) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 481.
661) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 481.
662) Vgl. Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären, S. 225.

Top-Anfragen von Investoren

Top 10-Anfragen durch institutionelle Investoren	Top 10-Anfragen durch Privataktionäre
1. IR-Homepage	1. IR-Homepage
2. Strategie	2. Aktienkurs
3. Kontaktadressen	3. Aktienkurs-Chart
4. Präsentationen	4. Pressemitteilungen
5. Pressemitteilungen	5. FAQ
6. Aktienkurs	6. Geschäftsbericht
7. Key-Finanzdaten	7. Aktionärsinfo
8. Analystenkontakte	8. Key-Finanzdaten
9. Veranstaltungskalender	9. Firmenprofil
10. Management	10. Strategie

Abbildung 30: *Häufigste Anfragen von institutionellen/privaten Investoren*[663]

IR bietet nur einen Mehrwert gegenüber den vielen Finanzportalen, die bereits Informationen wie Kennzahlen und Kursentwicklung bereithalten, wenn die Unternehmens-IR-Seite inhaltsreicher und aktueller ist und weitere Dienstleistungen bietet. Allerdings muss IR dem latenten Verdacht, Sachverhalte zu beschönigen und negative Tendenzen zu verschweigen, entgegentreten. Dieses Argument lässt sich entkräften, wenn externe Inhalte wie Pressemeldungen und Analystenempfehlungen in die Homepage einbezogen werden.
Gaulke bezeichnet das Internet als „den wichtigsten Beitrag zur Emanzipation privater Investoren."[664] Zwar vereinfacht das Internet auch die Informationsbeschaffung der professionellen Kapitalmarktteilnehmer, doch für den Privatanleger bietet es erstmals die Chance, sich zeitgleich mit allen anderen Marktteilnehmern zu informieren.
Die Abbildung zeigt, wie unterschiedlich die Anforderungen der Zielgruppen sind. Von daher ist eine Trennung zwischen den beiden Bereichen (Privatanleger und Professionelle Kapitalmarktteilnehmer) angebracht, weil speziell auf die jeweiligen Bedürfnisse eingegangen werden kann. Das ist kein Verstoß gegen den Grundsatz der Gleichbehandlung, denn jeder kann sich in der Sektion des anderen informieren. Allerdings vergrößert sich der Aufwand für eine Aktualisierung.
Standard einer Unternehmenspräsentation im Internet ist die Darstellung des Unternehmens mit seinen Repräsentanten, seiner Strategie und seinen Produkten. Ebenso sind Inhalte rund um den Aktienkurs und entsprechend aufbereitete Kennzahlen üblich geworden. Die Homepage gilt auch als Quelle für alle Unternehmenspublikationen in elektronischer Fassung, seien es Geschäfts- bzw. Quartalsberichte oder Präsentationen von Quartalsergebnissen als pdf-download oder als online-Version. Multimediale Inhalte, wie Web- oder Audiocasts von Analystenkonferenzen, ermöglichen sowohl das zeitgleiche als auch das zeitversetzte Informieren, so dass selbst Zeitverschiebungen für ausländische Interessenten gemindert werden.
Viele Unternehmen offerieren darüber hinaus Newsletter oder aktuelle SMS-Benachrichtigungen. Chats mit dem Management sollen den Dialog mit Privataktionären fördern,

663) In Anlehnung an: Spiegelberg, Rupert/Lindner, Michael (2005): Online Investor Relations – Gegenwart und Zukunft, S. 430.
664) Vgl. Gaulke, Jürgen (2004): Investor Relations im Internet, S. 148.

wodurch Information mit Unterhaltung verknüpft wird. Das zielt insbesondere auf Aktionäre ab, die entlang der peripheren Route entscheiden und sich eher von Emotionen als von Sachargumenten leiten lassen.[665] Aber auch für Aktionäre, die systematisch zu ihrer Entscheidung finden, können anschauliche Graphiken und interaktive Elemente auflockernd und argumentativ unterstützend wirken.
Bei der Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen wird das Internet in Zukunft einen hohen Stellenwert einnehmen, weil es den Postversand der Einladung zur Hauptversammlung teilweise ersparen kann und eine simultane Fernteilnahme per Video-Stream über das Internet ermöglicht.[666] Das Gesetz zur Änderung der Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung sowie das Transparenz- und Publizitätsgesetz erlauben Abstimmungen über das Internet, indem Weisungen an Unternehmensmitarbeiter in der Hauptversammlung bis unmittelbar vor der Abstimmung übermittelt werden können, sog. Internet-Proxy-Voting.[667] Somit sinken die Kosten für den Aktionär zur Wahrnehmung seiner Stimmrechte, was zu einer höheren Abstimmungsteilnahme an HV-Abstimmungen führen kann.

10.7 Aktionärs- und Kundenbindung, ein bisher ungenutztes Potenzial

Ähnlich einem Kundenbeziehungssystem (CRM-System) im Güter- oder Dienstleistungsmarketing lassen sich Shareholder-Relationship-Systeme auf die Kommunikation zwischen dem Unternehmen und seinen Aktionären projizieren. Somit kann eine Vielzahl von Aktionären personalisiert betreut werden. Z.B. wird in einer Datenbank hinterlegt, über welchen Distributionskanal der Aktionär informiert werden möchte, welche Anlageziele er verfolgt und an welchen Themen er besonders interessiert ist. Diese Daten und die Rückkopplung werden automatisch ausgewertet. Will ein Aktionär bspw. gerne per Mail über die Nachhaltigkeitsziele des Konzerns unterrichtet werden, übernimmt das ein angekoppeltes System. Neben den Vorteilen, die Datenbanken in der personalisierteren Betreuung bieten, sind für das Unternehmen vor allem strategische Vorteile von Nutzen. Sie lassen sich in Verbindung oder neben einem Call Center einsetzen. Es kann z.B. zu Hauptversammlungen einladen oder für eine Teilnahme an Hauptversammlungsentscheidungen werben. Schließlich kann es über komplexe Sachverhalte aufklären und elektronische Abstimmungsverfahren organisieren (proxy voting), wie sie nach § 135 AktienG auch in Deutschland üblich werden.[668] Intern können Unternehmen Hauptversammlungsverläufe und -entscheidungen simulieren, um den beklagten Zufallsmehrheiten vorzubeugen. Ebenso kann auf Präsentationstermine in der Heimatregion des Investors aufmerksam gemacht werden.
Erst über die Auswertung der Datenbanken kann das Unternehmen auf seine Eigentümer schließen und aufgrund ihrer Transaktionshistorie und Stimmrechtsausübung gekoppelt mit soziodemografischen Daten auf das wahrscheinliche Verhalten in der Zukunft schließen.[669] Insbesondere das Internet bietet kostengünstige Möglichkeiten einer individualisierten Zielgruppenansprache mit den Mitteln der Massenkommunikation, so dass die Unterschiede zwischen Massen-, persönlicher und interaktiver Kommunikation verschwimmen. Privatanleger, selbst Kleinstaktionäre und ausländische Anleger können aktuell und interaktiv in den Kommunikationsprozess einbezogen werden, was sich bisher auf Großanleger und Multiplikatoren beschränkte.[670]
Innerhalb der Finanzgemeinde nutzen bereits zahlreiche Investoren unabhängig von einzelnen Unternehmen die technischen Möglichkeiten des Internets. Virtuelle Gemeinschaften beschäftigen sich – wie die amerikanische Vereinigung der Fools[671] zum Teil auf hohem Niveau – mit Anlagestrategien und der Einschätzung einzelner Wertpapiere. In Großbritannien haben ethisch geprägte Stakeholder eine eigene Website eröffnet, auf der sie sich mit Gleichgesinnten kritisch über Unternehmenspolitik und Leistungsangebot des Einzelhändlers Tesco austauschen.[672] IR sollte diese Entwicklungen zumindest kennen und in Einzelfällen auch als Frühwarnsystem nutzen. In Deutschland hat das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) mit § 17 a AktG die rechtliche Möglichkeit eingeräumt, dass sich Aktionäre in Aktionärsforen organisieren.
Naheliegend ist zunächst, die eigenen Kunden auch als Investoren anzusprechen, d.h. eine Art Über-Kreuz-Kundenbindung anzustreben. Ein einheitlicher Begriff von Kundenbindung hat sich noch nicht herausgebildet. Der Verflechtung zwischen Unternehmen und Aktionären bzw. Kunden wird am ehesten eine integrierte Sichtweise der Kundenbindung als „Gesamtheit und Pflege der Geschäftsbeziehungen zwischen Anbieter und Nachfrager, die auf eine positive Einstellung der Kunden…abzielen“, gerecht.[673] Das Gütermarketingziel der Folgekäufe muss bei Aktien, die keinem Alterungsprozess unterliegen, in Nachkäufe bzw. Halten der Aktien umgedeutet werden.
Die Deutsche Telekom AG hat im Jahre ihres ersten Börsengangs 1996 angestrebt, Aktionärs- und Kundenbindung gleichzusetzen.[674] Ziel ist es, aus loyalen Aktionären auch loyale Kunden zu machen und umgekehrt. Lynch, Portfoliomanager des amerikanischen Magellan, berichtete von einigen Fällen, in denen er erst als Kunde auf Unternehmen aufmerksam wurde, in die er dann beträchtliche Mittel investiert hat.[675] Die umgekehrte Richtung lässt sich ebenfalls darstellen: Auf der Grundlage von 1200 Kunden großer amerikanischer Unternehmen haben Untersuchungen ergeben, dass Umsatz und Kundenbindung bei Aktionären erheblich höher sind als bei der übrigen Kundschaft, wofür vor allem psychologische Ursachen maßgeblich waren.[676] Dieser Ansatz wird auch in Deutschland verstärkt aufgegriffen, wie eine Befragung der IR-Abteilungen von 355 Unternehmen im Prime-Standard ergeben hat.[677]
Auch ein Anknüpfen an die bekannteste Produktmarke des Unternehmens kann aussichtsreich sein. Eine automatische Übertragung der Reputation einer Marke als Kaufanreiz für den Kapitalmarkt im Sinne des Markentransfers im Gütermarketing, sozusagen als „Vertrauensanker“,[678] ist zwar nicht möglich. Die Bedeutung von Corporate Branding für das Investor Marketing ist dennoch nicht zu unterschätzen. Erkennen Kunden ein Unternehmen, mit dem sie auf dem Absatz- oder Beschaffungsmarkt gute Erfahrungen gemacht haben, wieder, liegt es nahe, bei einem positiven Imagetransfer in diese Gesellschaft zu investieren.[679]

665) Vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 161.
666) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 25.
667) Vgl. Gruber Stefan (2005): Die Eigentümer reden mit, S. 7; Balz, Manfred (o.J.): Die Tele-Hauptversammlung, o .S.
668) Vgl. Sasse, Marc (2002): Hauptversammlung und Internet, S. 128.
669) Vgl. Gehra, Bernhard et al. (2004): Predictive IR, S. 701.
670) Vgl. Labhart, Peter/Volkart, Rudolf (1997): Das Internet als Medium für IR, S. 5f.
671) Siehe hierzu: www.fools.com
672) Siehe hierzu: www.tescopoly.org.
673) Vgl. Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, S. 1184.
674) Vgl. Müller, Sönke (1998): Der Börsengang der Telekom, S. 123.
675) Vgl. Lynch, Peter (1989): One up on Wallstreet, S. 18ff.
676) Vgl. Cassar, Alexander/Diegelmann, Michael (2004): A Technique that links Investor Loyality to Customer Loyality, S. 634.
677) Vgl. Gierl, Heribert/Schütz, Florian (2005): Trends zielgruppenorientierter Investor Relations, S. 3ff.
678) Meffert, Heribert/ Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 409.
679) Vgl. Maier, Michael (1995): Shareholder-Marketing, S. 84.

10.8 Schlussfolgerungen für die Betreuung der Privataktionäre

Hank kommt in seiner mehrfach zitierten empirischen Untersuchung über „Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären“ zu dem Ergebnis, dass IR alle Aktionäre mit einem einzigen standardisierten Programm ansprechen kann, das sowohl quantitativ als auch qualitativ ausgerichtet sein sollte.[680] Bei einer Auswertung der auf einem weitaus größeren Panel beruhenden Umfrageergebnisse der beiden großen Publikumsgesellschaften Deutsche Telekom AG und Deutsche Post AG lässt sich zwar ebenfalls ein Interesse an beiden Informationsformen feststellen. Das bedeutet aber nicht, dass die unterschiedlichen Zielgruppen mit dem gleichen Kommunikationskonzept erreichbar sind.
Es bestätigt sich die Vermutung, dass Kleinanleger grundsätzlich jede angebotene Information nach dem Motto „Mehr Informationen sind bessere Informationen“ annehmen. In der Konsumforschung ist dieses Phänomen als „Risiko-Reduzierungsstrategie“ bekannt. Je höher ein Kaufrisiko wahrgenommen wird, desto stärker werden zusätzliche Informationen gesucht,[681] unabhängig davon, ob diese ausgewertet werden (können). Dieser Eindruck mag zwar mit den Formulierungen der Fragebögen zusammenhängen: Der Empfänger bekundet sein unverbindliches theoretisches Interesse an Informationen, kann jedoch selbst nicht auf wirkliche Informationsverarbeitung und -verwertung kontrolliert werden. Naheliegend ist die Schlussfolgerung, dass viele Anleger die Fülle der Informationen nicht zu verarbeiten wissen. Für die Investitionsentscheidung notwendige Kenntnisse zur Unternehmensbewertung sind nicht vorhanden. Vielfach liegt „Wissensillusion“ vor.[682]
Ein kognitives Defizit ist in der Wahrnehmung und Verarbeitung von Finanzinformationen in Quartals- und Geschäftsberichten zu verzeichnen. Erfahrungen aus der Konsumforschung können erklären,[683] warum diese Informationsquellen häufig genannt werden, viele Aktionäre sich aber auch aus der Presse informieren. Der Geschäftsbericht gilt als Informationsquelle mit hoher Reputation, seine tatsächliche Nutzung kann dazu durchaus widersprüchlich sein.
Für Aktionäre mit Kleinstbeständen, wie sie bei vielen Gesellschaften anzutreffen sind, rechtfertigen sich keine hohen Such- und Informationskosten. Viele Unternehmen könnten ihrer „Bringschuld“ gegenüber Eigentümern und interessierter Öffentlichkeit zielgruppengerechter nachkommen, wenn sie die psychologischen Bedürfnisse ihrer Privatanleger und den grundsätzlichen Unterschied in der Informationsverarbeitung besser verstehen würden. Durch aktivierende Elemente in der Kommunikation lässt sich auch die Informationsverarbeitung verstärken.[684]
Unternehmen können mit verschiedenen Maßnahmen den Kenntnisstand über wirtschaftliche Zusammenhänge und Auswirkungen auf das Unternehmen verbessern. Dazu eignen sich Internetseiten mit „Häufig gestellten Fragen“ (Frequently Asked Questions, FAQs) oder Broschüren mit „Kennzahlen für Aktionäre,“[685] wie sie als Sonderausgabe für die Aktionäre der Deutschen Post herausgegeben wurden. Gedruckte oder elektronische Aktionärsbriefe mit einem allgemeinverständlichen Anlegerteil oder Seminare mit Aktionärsvereinigungen könnten die Informationsdefizite allmählich verringern.

680) Vgl. Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären, S. 239.
681) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 249.
682) Vgl. Montier, James (2005): Seven Sins of Fund Management, S. 32.
683) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 251.
684) Vgl. Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 99.
685) Siehe als Beispiel: Wiehle, Ulrich et al. (2004): Kennzahlen für Aktionäre.

11 Analysten als wichtige Informationsintermediäre

Informationsintermediäre sind auf Finanzmärkten alle Mitglieder der Finanzgemeinde, die selbst keine Aktien besitzen, aber zur Informationsversorgung des Marktes beitragen. Zu ihnen zählen Analysten, Anlageberater und Finanzjournalisten. Wenn auch die Bedeutung der Medien für Investor Marketing nicht verkannt werden darf, soll der Fokus der nachfolgenden Betrachtung auf Analysten liegen, sie sind die wichtigste Zielgruppe des traditionellen operativen IR.
Analysten gehören von Ausbildung und angewandten Methoden her zu einer einheitlichen Berufsgruppe, ihr Aufgabenfeld liegt in der Kommunikation mit der Finanzgemeinde. Die Deutsche Vereinigung für Asset Management (DVFA, die deutsche Analystenvereinigung) definiert sich selbst als:
„…Personen, die aufgrund allgemein verfügbarer Informationen und spezieller Vorkenntnisse eine Beurteilung und Bewertung von Wertpapieren von Unternehmen und deren Derivaten – auch von Volkswirtschaften, Kapitalmärkten und Branchen – in der Form von zumeist schriftlichen Analysen vornehmen. Die Ergebnisse der Arbeit der Analysten dienen privaten und institutionellen Anlegern und den Kundenberatern, Vermögensverwaltern sowie Portfolio-Managern in Kapitalanlagegesellschaften im In- und Ausland als Grundlage für Anlageentscheidungen.“[686]

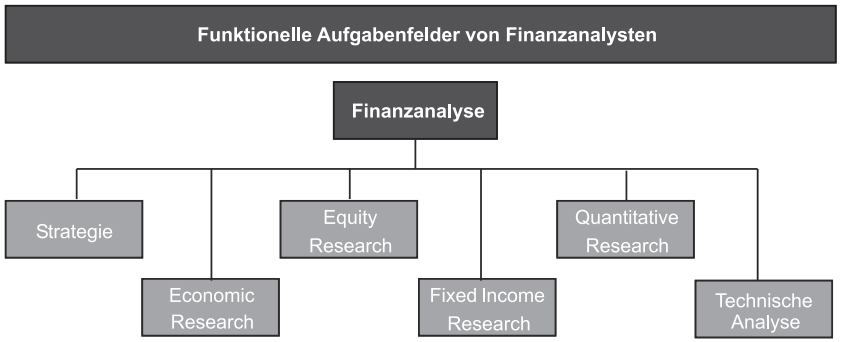


Abbildung 31: *Funktionelle Einordnung von Analysten*[687]

11.1 Aufgabenstellung von Analysten

Analysten tragen als Mittler zwischen Unternehmen und dem Kapitalmarkt zur Reduktion der asymmetrischen Informationsverteilung bei, indem sie die Informationen des Unternehmens auswerten und dem Finanzmarkt in komprimierter Form zur Verfügung stellen.

686) Zitiert nach: Michalkiewicz, Christian (2003): Aktienanalysten – Feinde oder Verbündete im Rahmen des Investor Marketing?, S. 116.
687) Quelle: Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 36.

Der Untersuchungsfokus der Analysten kann je nach Aufgabenbereich stark differieren. (s. ***Abbildung 31,*** S. 145)
Der **Strategieanalyst** beschäftigt sich mit der Auswertung volkswirtschaftlicher Rahmendaten, politischer Rahmenbedingungen und deren Auswirkungen auf bestimmte Branchen oder Unternehmen."[688] Er ermittelt, welche Branchen oder Indices besonders wachstumsträchtig sind, indem er die Daten der Einzelunternehmen aggregiert und dabei auf die Studien seiner Kollegen aus dem Equity Research zurückgreift.[689] Er gibt somit die Richtung des Portfolios vor, z.B. welche Branchen und Asset-Klassen übergewichtet werden.
Der sog. **Equity Research (Aktienanalyse)** untersucht einzelne Aktien und Branchen mit dem Ziel, Anlageempfehlungen zu erstellen, die den Kunden bei der aktiven Aktienauswahl unterstützen. Er verwendet unterschiedliche Daten- und Informationsquellen und setzt auch die Fundamentalanalyse ein.[690] Diese Analysten benötigen hauptsächlich zukunftsbezogene Informationen über das einzelne Unternehmen, da historische Informationen auf Kapitalmärkten mit halbstrenger Informationseffizienz bereits in den Kursen berücksichtigt sind. Equity Research kann auf der Buy- wie auf der Sellside vorliegen.
Fixed Income Analysten (Analyse von Fremdkapitaltiteln) analysieren Unternehmen darauf hin, ob in Zukunft genügend Liquidität zur Verfügung steht, den Verpflichtungen gegenüber den Gläubigern nachzukommen, also den Schuldendienst für Fremdkapital bedienen zu können. Ihr Schwerpunkt ergibt sich aus dem Kreditranking, das u.a. den Kapitalmittelzufluss sowie Qualität und Beständigkeit des Gewinns prüft und besonderes Gewicht auf eine konservative Finanzpolitik legt. In der Beurteilung der zukünftigen Finanzkraft ergibt sich eine gewisse Schnittmenge im Informationsbedarf zu den Analysten des Equity Research, auch wenn diese Gewinnwachstum als solches und eine aktionärsfreundliche Politik höher gewichten.[691] Das Rating für Unternehmensanleihen signalisiert die Risikoeinstufung und ist eng mit der Unternehmensbewertung und -finanzierung verknüpft.[692] Direkten Unternehmenskontakt hat lediglich der Equity-Analyst, nur gelegentlich auch sein Fixed-Income-Kollege.
Die größte Bedeutung für eine Zusammenarbeit mit IR haben **Sellside-Analysten**. Sie sind Angestellte von Investment- und Universalbanken oder Brokern.[693] Ihr Geschäftsinteresse konzentriert sich auf das Auslösen von Wertpapier-Transaktionen und das Analysieren von strategischen Käufen oder Verkäufen von ganzen Unternehmen oder Teilen von ihnen (deals), z.B. Fusionen oder IPOs.[694] Die Analyse der Sellside-Analysten mündet letztlich in eine Kauf-, Haltens- oder Verkaufsempfehlung.[695]
Der Sellside-Analyst betreut (covert) im Durchschnitt zehn bis 30 Werte, wobei es maßgeblich auf die Größe der Unternehmen ankommt.[696] Schulz ermittelt 1999 einen Durchschnitt von 36 Unternehmen.[697] Die für Unternehmen wie die Deutsche Telekom AG zuständigen Analysten der großen Häuser covern teilweise deutlich weniger als zehn Unternehmen.[698]

688) Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, S. 307.
689) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 36.
690) Vgl. Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten, S. 301.
691) Vgl. Crawley, Thomas (2006): Fixed Income, The forgotten Investor?, S. 5.
692) Vgl. Diegelmann, Michael/Schömig, Peter Noel (2004): Einfluss der Ratingveränderung auf die fundamentale Unternehmensbewertung, S. 453.
693) Vgl. Nix, Petra (2000): Die Zielgruppen von Investor Relations, S. 36.
694) Vgl. Aboumeri, Jamil (2004): Competing for Institutional Capital: The Case for Investor-Targeting, S. 3.
695) Vgl. Nix, Petra (2000): Zielgruppen von Investor Relations, S. 36.
696) Vgl. von Düsterlho, Jens-Eric (2000): Der Umgang mit den Analysten, S. 75.
697) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 153.
698) Eigene Beobachtung.

Der Analyst kann seine Studie mehreren Kunden anbieten, womit Kostenvorteile bei Such- und Anbahnungskosten gegenüber dem selbst recherchierenden Investor verbunden sind.[699]
Der komparative Konkurrenzvorteil der Analystenmeinung gegenüber der Investor Relations-Information liegt in ihrem Blick auf die gesamte Branche, was Investor Relations nur eingeschränkt leisten kann, da nicht über die Entwicklung der Peer Group berichtet wird.
Die Erfahrung auf den Kapitalmärkten zeigt, dass nicht alle Informationen unmittelbar aufgegriffen und bewertet werden können. Analysten filtern und priorisieren, um wichtige Nachrichten nicht in der Informationsflut untergehen zu lassen. Sie sind Agenten des Investors, der sich darauf verlässt, dass er über wichtige Informationen des Sektors informiert wird. Analysten tragen also erheblich zur Informationseffizienz der Märkte bei, so dass von einer halbstrengen Form der Informationseffizienz ausgegangen werden kann, in der alle öffentlichen Daten im Kurs eingepreist sind.[700] Durch eine sehr zeitnahe Aufarbeitung der Informationen verschaffen Analysten ihren Kunden, zumeist institutionellen Investoren, einen Informationsvorsprung gegenüber dem Markt, den diese nutzen um zu investieren oder zu desinvestieren, bevor der Markt die Information bereits eingepreist hat.[701]
Achleitner et al. weisen neben der Funktion als Informationsintermediär auf das Monitoring des Analysten hin, welches er als Agent des Prinzipals Investor für ihn vornimmt.[702] Zwar hat der Analyst keine direkten Sanktionsmöglichkeiten für Fehlverhalten oder Fehlentscheidungen des Managements (exit or vote). Wohl aber kann er indirekt über Kommentierungen in seinen Analysen und das informelle Beziehungsgeflecht innerhalb der Finanzgemeinde kritische Punkte aufgreifen[703] und damit indirekt den Marktwert des Managements senken.[704] Der Analyst fungiert sozusagen als Überwachungsgehilfe des Eigentümers. Im Idealfall fühlen sie sich wie Portfoliomanager zur Schwachstellenanalyse bei bestehenden und potenziellen Investments verpflichtet, um Schaden von den betreuten Portfolios abzuwenden.[705] Entsprechend spielt der Analyst eine maßgebliche Rolle im Rahmen der Corporate Governance[706], da er am dichtesten am Puls des Unternehmens ist.

11.2 Motive und Anreize der Sellside-Analysten

Der Sellside-Analyst arbeitet in einem Spannungsfeld zwischen Arbeitgeber, Investor und Unternehmen.[707] Dieses Verhältnis kann als doppeltes Prinzipal-Agenten-Verhältnis bezeichnet werden, so dass sich die Frage nach der Anreizkompatibilität im Verhältnis zu den Zielen der Auftraggeber stellt. Direkter Auftraggeber des Analysten ist sein Arbeitgeber, z.B. ein Broker. Sein Abnehmer ist dessen potenzieller Kunde, der zweite Prinzipal des Analysten. Die Interessen beider müssen nicht gleichgerichtet sein. Hinzukommt, dass der Analyst nach eigener Nutzenmaximierung strebt. Seine Motive können sowohl intrinsisch (Anerkennung in der Branche, Vorbild für Berufskollegen) als auch extrinsisch (Einkommensmaximierung) sein, wenn sein Einkommen mit Aktienempfehlungen und

699) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 28.
700) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 57.
701) Vgl. Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, S. 309.
702) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 35.
703) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 49.
704) Vgl. Bassen, Alexander (2006): Competence Site, E-Interview zum Thema Corporate Governance (CG), S. 1.
705) Vgl. Bienek, Heiko (2004): Beurteilung von Unternehmen aus Sicht eines Portfolio-Managers/Analysten, S. 429.
706) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 49.
707) Vgl. Michalkiewicz, Christian (2003): Aktienanalysten – Feinde oder Verbündete im Rahmen des Investor Marketing?, S. 127.

entsprechenden Transaktionen bei seinem Arbeitgeber verbunden ist.[708] Es ist davon auszugehen, dass in der Regel eine Kombination beider Merkmale Analysten anspornt. Das Verhältnis zwischen den Beteiligten ist wegen seiner asymmetrischen Informationsverteilung als Prinzipal-Agenten-Verhältnis einzuordnen. Der Investor fordert vom Analysten eine objektive Einschätzung der von ihm gecoverten Titel und nachvollziehbare Kriterien für die Aufnahme einer Coverage. Der Arbeitgeber profitiert durch Transaktionsprovisionen von Käufen oder Verkäufen als Folge der Empfehlung seines Analysten.[709] Er ist an möglichst hohen Umsätzen interessiert, ohne seine langfristige Kundenbeziehung durch falsche Empfehlungen aufs Spiel setzen zu wollen. Der Analyst selbst wird neben seiner Suche nach eigener Reputation zusätzlich intrinsisch motiviert, wenn er verfolgen kann, wie der Kurs auf Grund seiner Empfehlung steigt.[710] Mit seiner Einschätzung konkurriert er mit allen anderen Sellside-Analysten aus anderen Häusern.[711]
Eine Reihe von Rankings bewertet die Reputation von Analysten, z.B. der Thomson Extel Survey. Ein gutes Abschneiden des Teams ist ein Garant für gesteigerte Nachfrage ihrer Studien[712] und dadurch erhöhte Transaktionseinnahmen der Banken. Eine Gefälligkeitsempfehlung beeinträchtigt die Reputation, wozu auch kurzfristige Mehreinnahmen des Arbeitgebers in keinem angemessenen Verhältnis stehen.
Der Analyst sieht sich noch einem dritten Abhängigkeitsverhältnis ausgesetzt, da er über die IR-Abteilungen Zugang zum Unternehmen benötigt, um überhaupt seiner Tätigkeit nachkommen zu können. Entsprechend möchte er den Dialog mit dem Unternehmen intensiv gestalten. So werden häufig Analysen vor der Publikation gemeinsam mit den IR-Abteilungen auf Plausibilität überprüft.[713]
Zur Verfolgung extrinsischer Ziele (Einkommensmaximierung) ist der Analyst darauf angewiesen, Umsätze und Transaktionen im Wertpapiergeschäft seines Arbeitgebers, des Brokers, zu generieren.[714] Um die Empfehlungen der Sellside-Analysten umzusetzen, benötigen Investoren ein ausführendes Organ. Dieses bietet der Broker in Form seines Trading Desks. Die Analysten werden von den Kunden also nicht direkt für die Weitergabe der Information entlohnt, sondern indirekt aus dem Trading-Bereich des Brokers, der Transaktionsgebühren erhebt und davon Provisionen als Vergütung an die Sellside-Analysten weiterreicht.
Inzwischen scheint ein Trend einzusetzen, diese Provisionsbasis aufzulösen und durch eine transparentere Kostenaufschlüsselung zu ersetzen. So liegen die herkömmlichen Kosten für den Erwerb einer Aktie über einen Broker im Promillebereich, wovon ein Drittel auf die reine Transaktion und der Rest auf Research und andere Dienstleistungen entfällt.[715] Über die Weitergabe der Provisionen für Research und sonstige Dienstleistungen wird zwischen Investor und Broker Stillschweigen bewahrt, so dass der Auftraggeber des Investors keinen Überblick über die Mittelverwendung der sog. „soft dollars" erhält. Häufig wurde dies für opportunistisches Verhalten der Investoren genutzt. Der Broker berechnet pauschale Transaktionskosten, die der Fondsmanager der Rendite des Fonds belastet und damit an seine Kunden weitergibt. Darin sind die sog. „soft dollars" enthalten, um Dienstleistungen einzukaufen, z.B. Abonnements von Nachrichtendiensten.

708) Vgl. Pitt, Andrew (2006): Working with Equity Analysts, S. 8.
709) Vgl. Irvine, P.J.A. (2001): Do analysts generate trade for their firms?, S. 224.
710) Vgl. Nix, Petra (2000): Die Zielgruppen von Investor Relations, S. 36.
711) Vgl. Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, S. 305.
712) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 51.
713) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 119.
714) Vgl. Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, S. 305.
715) Vgl. Cowell, Makinson (2006): The New US Market System, S. 16.

Sie werden derzeit direkt als undurchsichtige Transaktionsgebühren zu Lasten des Kunden verbucht. Entsprechend hat die SEC Richtlinien zur Verwendung von „soft dollars" herausgegeben, die bindend sind.[716] Zusätzlich haben Berufsverbände Verhaltenskodices aufgestellt, wie bspw. das Centre for Financial Market Integrity, die noch darüber hinaus gehen.[717]
Das sog. „Unbundling" geht noch einen Schritt weiter und sieht nicht nur stärkere Transparenz vor, sondern auch eine Auftrennung der Gebühren, so dass Orderausführung und Beratung nicht mehr im selben Haus stattfinden. Der institutionelle Investor kann sich an den jeweils besten Konditionen orientieren. Für den Analysten reduziert sich ein potenzieller Zielkonflikt zwischen ihm als Agenten und seinem Arbeitgeber als Prinzipal. War er bisher auf die Weiterleitung von Provisionen angewiesen, so entsteht fortan ein eigenes Geschäftsmodell mit der Möglichkeit, unabhängig von der Order-Ausführung Umsätze für das Research zu generieren. Sowohl für den Analysten als auch dessen Arbeitgeber rückt damit die Zufriedenheit der Kunden in den Mittelpunkt, da Research getrennt von der eigentlichen Transaktion honoriert werden kann und keine Anreize mehr bestehen, den Kunden zu mehr oder zweifelhaften Transaktionen zu verleiten. Für den Investor wird sich die gestiegene Transparenz in Verbindung mit der Aufteilung der Transaktionsgebühren durch stärkere Konkurrenz in den jeweiligen Bereichen bemerkbar machen, was zu fallenden Gebühren führen dürfte.
Derzeit profitieren der Analyst bzw. sein Arbeitgeber nur von im eigenen Haus durchgeführten Transaktionen, wobei tendenziell eher Kaufempfehlungen ausgesprochen werden. Viel versprechende Unternehmen werden eher gecovert. Ist der Optimismus nicht gerechtfertigt, wird die Beobachtung frühzeitig abgebrochen,[718] um keine Ressourcen unnötig zu binden.
Um Interessenkonflikte innerhalb verschiedener Abteilungen der Investmentbanken zu verhindern, sind Analyseabteilung (Research) und operative Abteilungen organisatorisch voneinander abgeschottet worden (sog. Chinese Walls). Damit soll unterbunden werden, dass eine Empfehlung wegen eines anderen, der Bank übertragenen Auftrags (Kapitalerhöhung, Vorbereitung einer Fusion) zu positiv beeinflusst wird.
Trotz der potenziellen Zielkonflikte füllt der Analyst aufgrund seiner Unabhängigkeit vom Unternehmen die Funktion als Informationskatalysator und -verdichter besser aus als die Unternehmen selbst. Ihm wird zugetraut, dass er die für seine Kunden relevanten Informationen – gleich ob positiv oder negativ – filtert und bei offenen Fragen auf das Unternehmen zugeht. Damit wird auch eine positive Korrelation zwischen der Anzahl der Analysten, die ein Unternehmen covern, und dem Kurs der Aktie erklärt.[719]
Für das Investor Marketing sind Analysten eine Zielgruppe, in der sie eher Verbündete als Gegner von IR finden. Das Marktbeeinflussungspotenzial des Analysten steigt mit der Eindeutigkeit des Anlageurteils, der Reputation des Analysten und der Größe des Brokerhauses.[720] Ziel des Investor Marketings muss es demnach sein, die Meinungsführer der großen Häuser zu identifizieren. Sie gilt es aktiv mit allen Informationen zu versorgen, die ihnen ein realistisches Bild über die Zukunft des Unternehmens ermöglichen.[721] IR ist in diesem Fall Informations-Dienstleister und Agent des Prinzipals Analyst.

716) Vgl. SEC (2006): Commission Guidance regarding client commission practices under Section 28 (e) of the Securities and Exchange Act of 1934.
717) Vgl. Centre for Financial Market Integrity (2004): CFA Institute Soft Dollar Standards, S. 2f.
718) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 56.
719) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 69.
720) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 80.
721) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 116.

11.3 Vorgehensweise bei der Unternehmensbetreuung (Coverage)

Die Aktienbewertung besteht aus drei aufeinander aufbauenden Schritten: der Informationssuche, deren Verarbeitung sowie der Vermarktung der Analysen.[722] Wegen der Informationsüberflutung und der mit der Verarbeitung von Informationen verbundenen Transaktionskosten muss der Analyst sein Untersuchungsspektrum einschränken. Er sucht nach Unternehmen, die seiner Ansicht nach unterbewertet und am Kapitalmarkt noch nicht stark genug beachtet werden, um eine Erfolg versprechende Investmentidee exklusiv in den Markt einzuführen. In jedem Fall werden Schwergewichte einer Branche oder eines Index (sog. Blue Chips) unabhängig von der Einschätzung der Unternehmensperspektiven von allen renommierten Banken gecovert.[723]
Unternehmen werden nur neu in die Coverage aufgenommen, wenn daraus erhöhte Umsätze zu erwarten sind. Erstempfehlungen stellen immer eine Kaufempfehlung dar, da sie einen großen zeitlichen Vorlauf mit aufwendigen Studien erfordern. Würde nach ersten Grobanalysen die positive Anfangseinschätzung widerlegt, würde die Coverage abgebrochen, um keine weiteren Ressourcen zu verschwenden. Eine erstmalige Empfehlung mit dem Votum Verkaufen würde lediglich den Markt auf Kosten des Research-Hauses warnen, aber keine Transaktionsprovisionen entstehen lassen. Eine Studie belegt, dass eine erstmalige Empfehlung sich stärker auf das Kaufverhalten auswirkt als Folgeempfehlungen.[724] Vermarktet werden die Studien im Anschluss an die Erstellung durch die Analysten von ihren Kollegen aus dem Sales-Bereich, die intensive Kundenbeziehungen pflegen.
Welches Unternehmen in die Coverage aufgenommen wird, hängt neben der Attraktivität des Geschäftsmodells bzw. der Branche auch von der Eigentümerstruktur ab. Halten Großaktionäre wie die Gründerfamilien oder das Management dauerhaft einen großen Aktienanteil, ist eine Coverage für Analysten weniger attraktiv. Begründet wird dies mit der Hypothese, dass Großaktionäre nicht alle Informationen dem breiten Kapitalmarkt zur Verfügung stellen.[725] Ebenso lässt sich argumentieren, dass bei angestellten Managern die Gefahr opportunistischen Verhaltens größer sein dürfte, während sich Vorstände als Eigentümer eher an langfristigen Unternehmensinteressen ausrichten.
Die Deutsche Börse AG hat einen Eigentümer orientierten Index (German Entrepreneural Index, GEX) entwickelt,[726] in den Unternehmen u.a. aufgenommen werden, wenn Aufsichtsrat und Vorstand einschließlich ihrer Familien einen Anteil von mindestens 25 bis maximal 75 % der stimmberechtigten Aktien halten. Bei dieser Indexkonzeption kann Liquidität für den Börsenhandel verloren gehen, wenn Großaktionäre langfristig an ihren Aktienbeständen festhalten. GEX-Indexprodukte werden deshalb aus Sicht der Fonds kritisch bewertet.[727]
Eine überschaubare Unternehmensstruktur mit wenigen Geschäftsbereichen und einer Informationsaufbereitung durch das Unternehmen beeinflusst die Aufnahme einer Coverage ebenfalls positiv.[728] Investor Relations kann dazu beitragen, die Kosten für die laufende Informationsbeschaffung und -verarbeitung des Analysten durch gute Kommunikation zu senken. So können auch Unternehmen mit nur durchschnittlichem Kurspotenzial eine Coverage erreichen.[729] Allerdings sinkt der Grenznutzen für eine zusätzliche Analysten-

722) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 57.
723) Vgl. Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, S. 309.
724) Vgl. Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, S. 311.
725) Vgl. Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, S. 309.
726) Vgl. Börse-Frankfurt (2006): Börsenlexikon, Stichwort „GEX“, o. S.
727) Vgl. Knappmann, Lutz (2005): Artikel: GEX – Verschmähte Eigentümer, o. S.
728) Vgl. Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, S. 310.
729) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 59.

Rekrutierung mit steigender Coverage für das Unternehmen, weil die Informationseffizienz auf den Kapitalmärkten gesteigert worden ist.

11.4 Bewertungsmodelle

Allgemein gültige Bewertungsverfahren für Aktien existieren nicht. Grundsätzlich lassen sich für die Aktienanalyse zwei Verfahren unterscheiden: die fundamentale und die technische Analyse. Das Interesse an Fundamentaldaten folgt aus der Aktie als quotalem Unternehmensanteil.
Aus **Fundamentaldaten** sollen die künftige Ertragskraft und das Wachstum eines Unternehmens ermittelt werden, aus denen Kapitalflüsse und Ausschüttungen auf mittlere und längere Sicht abgeleitet werden und der faire innere Wert berechnet wird (Barwertmethode). Zur Fundamentalanalyse gehört die Analyse makroökonomischer und unternehmensindividueller Daten.[730] Diese Daten dienen einer Unternehmensdiagnose, also einer tiefgehenden Analyse eines Unternehmens. Bei langfristig orientierten und fachkundigen Investoren kann dies einer Prüfung gleichkommen, als ob sie ein ganzes Unternehmen oder eine wesentliche Beteiligung daran zu kaufen beabsichtigten. Das zeigt auch die Betonung der zukunftsbezogenen Aussagen. Gegenwarts- und vergangenheitsbezogene Daten werden nur herangezogen, wenn sie Rückschlüsse auf die künftige Entwicklung zulassen.[731]
Aus Erläuterungen und dem Bilanzanhang muss sich ein vollständiges Bild der Vermögenslage ableiten lassen. Das setzt voraus, dass Werte bzw. Schulden dort vollständig dargestellt werden. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass bestimmte Vermögensgegenstände nach Rechnungslegungsvorschriften nicht bilanzierungsfähig (z.B. originärer Firmenwert, selbst entwickelte Patente und Software) oder nicht bilanzierungspflichtig sind (z.B. Wahlrecht zur Aktivierung und ratierlichen Abschreibung von Geschäftsingangsetzungskosten als Bilanzierungshilfe, § 269 HGB). Bewertungsspielräume, Spezifika bei der Informationsverarbeitung und subjektive Einstellungen des Analysten erhärten die These, dass ein Unternehmen nur innerhalb einer Bandbreite zu bewerten ist.
Aus der Unternehmensanalyse wird eine Reihe von Unternehmenskennzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Buchwert-Verhältnis oder Dividendenrendite errechnet, aus der sich Kapital- und Vermögensstruktur, Rentabilität und Liquidität ableiten lassen. Nur die Kenntnis all dieser Kennzahlen und ihr Vergleich im Zeitverlauf ermöglichen die Fundamentalanalyse und damit eine Unternehmensbewertung.[732]
Technische Analyseverfahren reduzieren die Komplexität der Aktienanalyse. Chart-Analysen sind ein wichtiger Bestandteil der technischen Analyse.[733] Aus historischen Kurs- und Umsatzverläufen wird der künftige Kurs prognostiziert, Trends entstehen durch gleichgerichtetes Verhalten vieler Marktteilnehmer und werden in typischen grafischen Formationen dargestellt,[734] um daraus Kauf- oder Verkaufssignale zu erkennen. „Technische Analyse ist massenpsychologische Mustererkennung.“ Die große Anzahl von Kurs- und Umsatzdaten kann nicht durch Entscheidungen einzelner Marktteilnehmer herbeigeführt worden sein. Insoweit beruhen Charts auf Beobachtungen aus der Sozialpsychologie. Die Chartanalyse geht auf der Grundlage dieser Annahmen dann folgerichtig davon aus,

730) Vgl. Könen, Roland (2004): Bilanzanalyse und Unternehmensbewertung, S. 390.
731) Vgl. Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären, S. 74f.
732) Vgl. Könen, Roland (2004): Bilanzanalyse und Unternehmensbewertung, S. 386.
733) Vgl. Schulz, Hans-Dieter (2002): Technische Analyse, S. 757f.
734) Vgl. Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, Stichwort „Chart-Analyse“, S. 189.

dass sich menschliches Investitionsverhalten nicht ändern wird, sich die Vergangenheit also wiederholt. Aus jedem Chartpunkt sollen Informationssituation, Handlungs-, Entscheidungs- und emotionale Situation herausgelesen werden können.[735]
Im Folgenden soll nur insoweit auf die Bewertungsmodelle eingegangen werden, als deren Kenntnis Aufschlüsse über das Informationsverhalten und -bedürfnis von Informationsintermediären als Ansprechpartner für IR ermöglicht. Allerdings sind diese Informationen auch für Investoren wertvoll. IR wird sich als „kundenorientierter" Dienstleister bemühen, die gewünschten Informationen für jedes Analyseverfahren zur Verfügung zu stellen, auch wenn im eigenen Unternehmen andere Methoden für sachgerechter gehalten werden.
Je nach Zweck der Analyse ist zwischen Einzel- und Gesamtbewertungsverfahren zu trennen. Konglomeraten wird oft nachgesagt, dass die Summe ihrer Einzelwerte größer ist als die Gesamtbewertung,[736] was zu feindlichen Übernahmen und einer anschließenden Zerschlagung reizen kann. Hier bietet sich die „sum of the parts"-Bewertung an, um Konglomeratsabschläge zu identifizieren und zu bewerten. IR kann solchen Abschlägen durch eine besonders transparente Berichterstattung entgegenwirken.
Sehr viel verbreiteter sind in der Praxis die Gesamtbewertungsverfahren für ein ganzes Unternehmen. Sie lassen sich wiederum in **absolute und relative Bewertungsverfahren** unterscheiden.[737] Bei der absoluten Bewertung wird dem Unternehmen als solchem ein Wert beigemessen, der den fairen Wert der Aktie darstellt. Die relative Bewertung arbeitet mit Kennzahlen (Multiplikatorenmodelle), um die Aktie mit ihren Konkurrenten zu vergleichen, und ermittelt so, ob das Unternehmen vergleichsweise günstig oder teuer gehandelt wird.

11.4.1 Absolute Bewertungsverfahren

Die Grundannahme der absoluten Bewertungsverfahren geht davon aus, dass der Kurs einer Aktie um den inneren Wert des Unternehmens schwankt.[738] Dazu wird der Barwert eines Unternehmens mittels diskontierter zukünftiger Zahlungsüberschüsse ermittelt. Für die Zahlungsüberschüsse können sehr unterschiedliche Kennzahlen („Stellschrauben")[739] herangezogen werden.
Das wohl am meisten verbreitete Modell ist das Discounted Cash Flow-Verfahren, das alle künftigen Zahlungsströme untersucht, ohne deren Verwendung, z.B. für Dividendenzahlungen, zur Tilgung von Fremdkapital oder zu Neuinvestitionen, zu berücksichtigen. Der Cash Flow hängt weniger von nationalen Rechnungslegungs- oder Steuervorschriften ab und lässt sich besser international vergleichen.
Eine weitere Methode geht von künftigen Dividenden aus (Dividenden-Diskontierungsmodell). Dividenden sagen wenig über die Finanzkraft des Unternehmens aus. So kommt es maßgeblich auf die Ausschüttungsquote an, die zugrunde gelegt wird. Entfällt die Dividende zeitweise zugunsten einer höheren Thesaurierung für weiteres Wachstum und spätere Erträge, spiegelt der aus Dividenden ermittelte Barwert einen zu niedrigen Wert des Unternehmens wider.[740]
Für jedes Abzinsungsverfahren ergeben sich zwei grundsätzliche Schwierigkeiten:

- Der unternehmensspezifische Abzinsungsfaktor für das eingesetzte Kapital (Eigen- und Fremdkapital) ist schwierig zu ermitteln.[741] Dazu wird meist das Capital Asset Pricing Model (CAPM) herangezogen, um den unternehmensindividuellen Verzinsungsfaktor zu bestimmen. In diese Berechnung fließt rein quantitatives Material ein. Analysten stehen also unter dem Druck, jede qualitative Information in quantitative Daten zu übersetzen.
- Auf globalisierten Märkten mit sich rasch ändernden wirtschaftlichen, steuerrechtlichen und politischen Umfeldgrößen ist es nahezu unmöglich, Planbilanzen auf einige Jahre im Voraus aufzustellen.

735) Vgl. Staud, Wieland (2004): Technische Analyse, S. 404.
736) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 66.
737) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 72.
738) Vgl. Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter (2000): Die Bilanzanalyse, S. 437; Bogle, John C. (1994): Bogle on Mutual Funds, S. 305.
739) Vgl. Könen, Roland (2004): Bilanzanalyse und Unternehmensbewertung, S. 390.
740) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 66.
741) Vgl. Baetge, Jörg (2006): Wertorientierte Berichterstattung im DAX - Trends und Best Practices, S. 4.

Alle aufgezeigten Systeme haben gemeinsam, dass sie zukünftige Zahlungsströme bewerten und damit auf Annahmen und nicht auf Fakten beruhen. Meist werden sie in zwei oder sogar drei Phasen unterteilt, um der Unsicherheit der zeitlich weiter entfernten Zahlungsströme Rechnung zu tragen.[742]
Ein Verfahren aus dem Investitions-Controlling, welches zunehmend auch zur Unternehmenssteuerung herangezogen wird, ist das der Übergewinnverfahren (Enterprise Value Added-EVA). Es leitet aus retrospektiven Daten ab, ob eine die Kapitalkosten übersteigende Rendite auf das eingesetzte Kapital, sog. Überrendite, erwirtschaftet wurde.[743] Als Prognoseinstrument ist das EVA nicht geeignet, wohl aber als Performance-Messung für das Management.[744] Das kann für die Gewinnausschüttung eines Unternehmens bedeutsam sein.

11.4.2 Relative Bewertungsverfahren

Relative Bewertungsverfahren dienen der Feststellung, ob das einzelne Unternehmen im Vergleich zu seiner Branche über- oder unterbewertet erscheint. Es gilt, aussagekräftige Kennzahlen zu definieren, die entweder zur Börsenkapitalisierung oder dem Gesamtunternehmenswert (Enterprise Value)[745] ins Verhältnis gesetzt werden und somit als Multiplikatoren dienen.[746] Voraussetzung ist, dass die Unternehmen hinsichtlich ihrer Risiken und Chancen vergleichbar sind. Der sog. Marktwertansatz wird durch Auf- oder Abschläge auf die Multiplikatoren für bspw. Marktführerschaft, Innovationsführerschaft oder kritischem Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital ermittelt.[747] Multiplikatoren geben als Momentaufnahmen lediglich Aufschluss darüber, ob das Unternehmen gegenwärtig günstig oder ungünstig im Vergleich zu seinen Konkurrenten in der Branche gehandelt wird. Über das künftige Potenzial der Aktie sagen sie nichts aus.
Der Vorteil der relativen Bewertung liegt in der einfachen Handhabung der Formeln, da lediglich Kennzahlen zueinander ins Verhältnis gesetzt werden. Damit sind sie auch für Privataktionäre geeignet. Es sollen nachfolgend nur einige einfachere Modelle beispielhaft vorgestellt werden, um deren Informationsgehalt zu ermitteln und ihre Verwendbarkeit aufzuzeigen.
Die **Dividendenrendite** ist das Verhältnis aus Dividende je Aktie zu Aktienkurs und bemisst die Verzinsung des vom Aktionär investierten Kapitals.
Das **Kurs-Gewinn-Verhältnis** (KGV) ermittelt das Vielfache des Preises (Kurses), welches für einen Euro Gewinn zu zahlen ist. Ein niedriges Kurs-Gewinn-Verhältnis deutet auf ein günstig bewertetes Unternehmen hin. Ein hohes KGV kann eine Hoffnung ausdrücken, dass die Gewinne in der Zukunft steigen, während sich das KGV dann ermäßigt. Auch hier fehlt wieder wie bei der Dividendenrendite der Ausblick in die Zukunft.

742) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 73.
743) Vgl. Wiehle, Ulrich et al. (2004): Kennzahlen für Aktionäre, S. 104.
744) Vgl. Könen, Roland (2004): Bilanzanalyse und Unternehmensbewertung, S. 399.
745) Enterprise Value: Summe aus Eigenkapital und Nettofinanzverbindlichkeiten, vgl. Krumnow, Jürgen et al. (2002): Gabler Bank Lexikon, Stichwort „Enterprise Value", S. 435.
746) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 78.
747) Vgl. Könen, Roland (2004): Bilanzanalyse und Unternehmensbewertung, S. 392.

Das **Kurs-Cash-Flow-Verhältnis** wird berechnet, indem der Aktienkurs durch den Cash Flow pro Aktie dividiert wird. Er bemisst den Cash Flow-Faktor, mit dem die Aktie am Kapitalmarkt bezahlt werden muss. Der Free Cash Flow gibt die freien, dem Unternehmen zur Verfügung stehenden Mittel an, für Eigen- und Fremdkapitalgeber ist diese Kennzahl ein Indikator für das Wertpotenzial der Aktie.[748]
Ebenso gilt die **EBITDA-Marge** als international vergleichbarer Indikator für die Ertragskraft des Unternehmens, da nationale Steuern, Zinsen und Abschreibungen unberücksichtigt bleiben. Die Kennzahl zeigt, wie viel Prozent des operativen Gewinns vor Abschreibungen pro Umsatzeinheit erwirtschaftet wurden.[749] Sie ist somit eine wesentlich bessere Vergleichsgrundlage als Gewinnmultiplikatoren.[750]
Die Akzeptanz der absoluten und relativen Bewertungsverfahren hat Wichels im Jahr 2002 in einer Untersuchung über die Informationsbedürfnisse der Analysten in der Automobilbranche beleuchtet.[751] Lediglich 45 % der Analysten ziehen Discounted Cash Flow-Modelle und damit eine Methode der Fundamentalanalyse heran. Innerhalb der absoluten Bewertungsverfahren wird sie am meisten als Entscheidungsgrundlage akzeptiert. Die aufwendigen Einzelbewertungsverfahren werden lediglich von 4 % angewandt. Innerhalb der in der Praxis üblichen Gesamtbewertungsverfahren dominieren die relativen Bewertungsmodelle. Am meisten verbreitet ist das Verhältnis von Unternehmenswert (Enterprise Value, berechnet als Börsenkapitalisierung zuzüglich Verbindlichkeiten minus liquide Mittel) zu EBITDA. Diese Kennzahl ist dem klassischen KGV überlegen, da unterschiedliche Abschreibungsmethoden, Steuerbelastungen und Finanzierungsstrukturen unberücksichtigt bleiben, was die Ergebnisse international und innerhalb der Branche vergleichbar macht.[752] Diese Methode wird von 80 % der Analysten eingesetzt, gefolgt vom Kurs-Gewinn-Verhältnis, welches von 77 % beachtet wird. Damit wird ein Trend zu den objektiveren Enterprise-Value-Multiplikatoren erkennbar.[753]

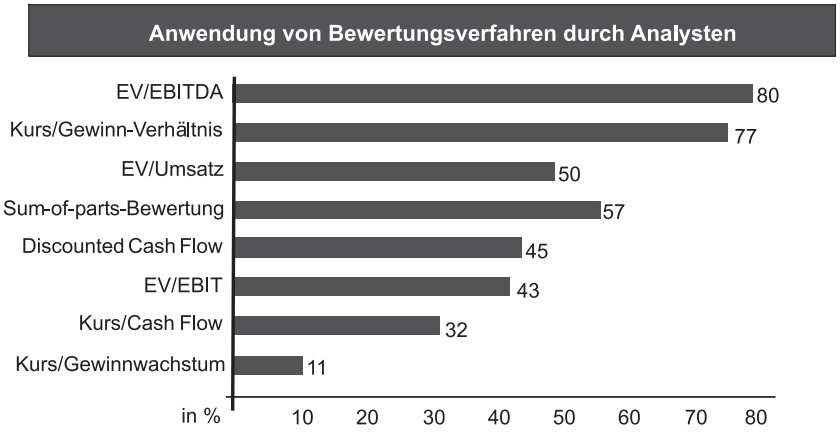


Abbildung 32: *Präferierte Bewertungsverfahren von Analysten*[754]

748) Vgl. Wiehle, Ulrich et al. (2004): Kennzahlen für Aktionäre, S. 57.
749) Vgl. Wiehle, Ulrich et al. (2004): Kennzahlen für Aktionäre, S. 41.
750) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 75.
751) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapital marktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 145ff.
752) Vgl. Wiehle, Ulrich et al. (2004): Kennzahlen für Aktionäre, S. 97.
753) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 147.
754) Quelle: Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 148.

Auch Schulz hat Analysten nach ihren wichtigsten Kennzahlen, jedoch nicht nach den Bewertungsmethoden befragt, was eine Vergleichbarkeit mit den Ergebnissen von Wichels erschwert. Seine Analysten nennen als wichtigste finanzielle Kennzahl den freien Cash Flow mit 85 % in der Einstufung „sehr wichtig". Das Kurs-Gewinn-Verhältnis rangiert mit einer Einstufung von 51 % „sehr wichtig" und 41 % „wichtig" erst auf dem sechsten Platz.[755]
Aus den beiden Erhebungen lässt sich also nicht abschließend klären, ob die Ergebnisse von Wichels aus der Automobilbranche allgemein anwendbar sind. Die Stichprobe von Schulz bezog sich auf die Mitglieder des DVFA, die keiner bestimmten Branche zugeordnet waren. Insofern ist davon auszugehen, dass er die Bedürfnisse des Berufsstandes insgesamt repräsentativ ermittelt hat.
Alle aufgeführten Kennzahlen haben gemeinsam, dass sie aus gut zugänglichen Quellen (Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung oder Kapitalflussrechnung) rechnerisch zu ermitteln sind. Das verschafft diesen Analyseformen einen erheblichen Vorteil gegenüber der absoluten Bewertung und führt dazu, dass sie auch von Analysten immer häufiger angewendet werden.[756] Die Multiplikatoren-Methode vertraut darauf, dass die genutzten Kennzahlen nicht einmalige Ausreißer sind, sondern mehr oder weniger kontinuierlich fortgeschrieben werden können. In dieser Annahme liegen zugleich die Grenzen dieser einfachen Bewertungsmethoden. Prognosewerte, beispielsweise um den Gewinn in der nächsten Periode zu dem jetzigen Kurs ins Verhältnis zu setzen (künftige KGVs), sind schwieriger zu gewinnen, da wieder subjektive Annahmen erforderlich werden.
Aus Sicht des Investor Marketings lässt sich der Prozess der Multiplikator-Analyse gut unterstützen. Die Definitionen von Kenngrößen können am Branchenstandard ausgerichtet und die entsprechenden Kennzahlen transparent präsentiert werden. Auch die Aufbereitung der gängigsten Multiplikatoren in den Publikationen kann der Zielgruppe verdeutlichen, dass das Unternehmen Wert auf Dienstleistungsbereitschaft legt. IR hat das Bedarfsprofil beider Schulen abzudecken. Die Erkenntnisse aus Behavioral Finance können je nach Zielperson einen spezifischen Kommunikationsmix i.S. des Framing angeraten erscheinen lassen. Dabei ist aber der Grundsatz der Gleichbehandlung, der die exklusive Informationsweitergabe verbietet, zu beachten.

11.4.3 Inhaltliche Informationsbedürfnisse für die Bewertungsmodelle

Die inhaltlichen Informationsbedürfnisse, die einer absoluten und relativen Unternehmensbewertung zugrunde liegen, sollen der Übersichtlichkeit halber nach finanziellen (quantitativen) und nicht-finanziellen (qualitativen) Daten getrennt werden. Für die relative Unternehmensbewertung sind die auf Finanzdaten beruhenden Kennzahlen unerlässlich, die Fundamentalanalyse schöpft quantitative und qualitative Daten aus.

Finanzdaten

Die wichtigsten finanziellen Daten für Analysten sind laut Wichels – allerdings nur untersucht für die Automobilbranche[757] – der Gewinn je Aktie, gefolgt von der „angemessenen Kapitalrendite" (Return on Capital Employed), worunter das Verhältnis von Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT) zu dem eingesetzten Kapital pro Periode verstanden wird. Damit wird die Ertragskraft des Gesamtkapitals (Eigen- und Fremdkapital) berechnet. Der freie Kapitalfluss (Free Cash Flow) steht an dritter Stelle in der Präferenz mit 69 %. Forschungs- und Entwicklungskosten nehmen bei Wichels einen weitaus geringeren Stellenwert ein als bei Schulz, obwohl auch die Automobilindustrie hohe Vorlaufkosten

755) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 222.
756) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 80.
757) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 154.

hat, bevor ein Fahrzeug in Serie gehen kann. EBIT und EBITDA nehmen einen Platz im vorderen Mittelfeld ein, nachdem zumindest das EBIT als Betriebsergebnis schon in das ROCE eingebracht worden ist. Umsatzwachstum rangiert zwischen EBIT und EBITDA. Es zeigt, wie wachstumsfähig das Unternehmen in der Vergangenheit war und ob ihm für die Zukunft weiteres Potenzial zugetraut werden kann. Auffallend sind branchenrelevante Daten wie Marktwachstum, die ebenfalls im oberen Mittelfeld rangieren. Die Relevanz von Consensus Estimates, also der Aggregation der Ertragsschätzungen aller Analystenmeinungen und deren Durchschnittsbildung, deutet an, dass der Analyst seine Position mit der seiner Kollegen vergleichen möchte.
Zunehmend werden neben den Unternehmensdaten und -kennzahlen quantitative Angaben zur Branche erwartet, so dass Investor Relations hierauf eingehen muss. Wachstumsdaten der Branche sind schwierig zu erarbeiten, da diese Informationen über alle Unternehmen aggregiert errechnet werden. Eine genaue Aussage lässt sich vom jeweiligen Branchenverband erst treffen, nachdem die Mitgliedsunternehmen ihre Ergebnisse veröffentlicht haben. Hochrechnungen beruhen auf Schätzungen und büßen damit an Aussagekraft ein.
Nicht-Finanzdaten
Alle absoluten Verfahren bis auf das EVA beruhen auf zukunftsorientierten Daten, die quantifiziert werden müssen. Analysten sind auf der Suche nach Informationen, die ihnen das Chancen/Risiko-Profil eines Unternehmens verdeutlichen, um daraus eine Prognose der zukünftigen Ertragskraft zu erarbeiten.[758] Das erklärt die hohe positive oder negative Bedeutung des Unternehmensausblicks, den die Vorstände bei jeder Präsentation von Quartalsergebnissen vorlegen.
Ein Anhalt für die inhaltlichen Anforderungen der Analysten ergibt sich wiederum aus den zwei bereits zitierten umfangreichen Befragungen von Schulz und Wichels. Allerdings gewichten sie einige Informationsbereiche unterschiedlich. Schulz kommt zu dem Ergebnis, dass sowohl die spartenbezogene Segmentberichterstattung als auch die quantitative Prognose des Unternehmens (Guidance) von 85 respektive 77 % der Analysten als sehr wichtig eingestuft werden.[759] Gleichzeitig sind viele Analysten mit der bisherigen Information zur Segmentberichterstattung am meisten unzufrieden. Es ist für sie das herausragendste Investmentkriterium.[760] Die darauf folgenden Ränge nehmen Forschungs- und Entwicklungsausgaben und Investitionen ein, aus denen Schlussfolgerungen auf zukünftige Erträge hergeleitet werden sollen. (s. ***Abbildung 33***, S. 157)
Sowohl bei Schulz als auch bei Wichels nehmen die Managementqualität und die Einschätzung ihres Potenzials eine überragende Bedeutung ein.[761, 762] Kames meint sogar, dass für gute Managementqualität ein Premium von 15 % auf den fairen Wert bezahlt wird, wobei eine Definition des fairen Wertes ausbleibt.[763]
Schulz hinterfragt die Bedeutung der Managementqualität und kommt empirisch zu dem Schluss, dass eine klare Geschäftsstrategie (90 % sehr wichtig), gefolgt von Glaubwürdigkeit (79 % sehr wichtig) die dominantesten Attribute der Managementqualität ausmachen.
Kapitalmarktorientierung nimmt mit 41 % einen Mittelrang ein, wohingegen Entrepreneurdenken und Visionen mit lediglich 3 % der Nennungen weit abgeschlagen sind.[764] Doch gerade diese beiden Merkmale sind sehr zukunftsgerichtet und haben großen Ein-

758) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 201.
759) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 212
760) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 214.
761) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Finanzmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 156.
762) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 218.
763) Vgl. Kames, Christian (2000): Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten als Ausgangspunkt eines Value Based Measurement, S. 111.
764) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 226.

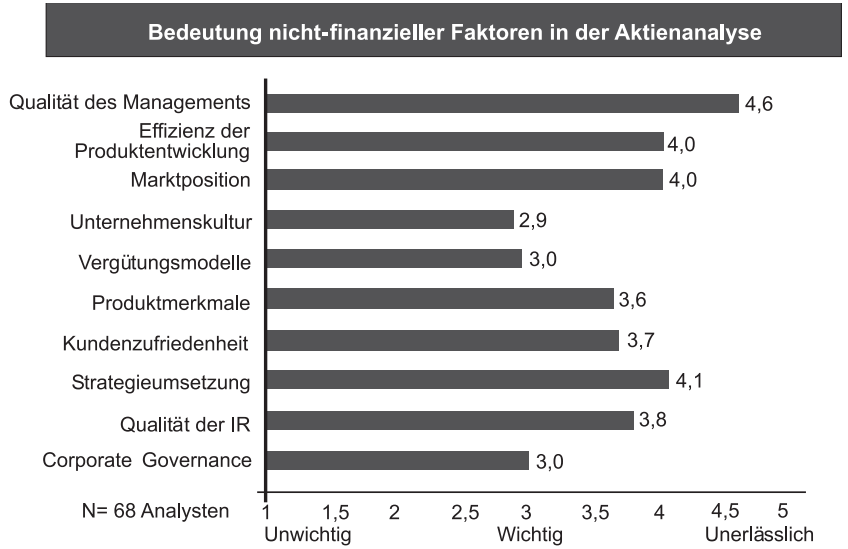


Abbildung 33: *Bedeutung von nicht-finanziellen Faktoren für Analysten*[765]

fluss auf die strategische Positionierung des Unternehmens. Sie sind ein erheblicher Bestandteil der Equity Story, die wiederum von jedem Aktionär gefordert wird.
Qualitative Informationen fließen in subtiler Art in die Bewertung der zukünftigen Zahlungsströme ein und können als Werttreiber gelten.[766] Sie werden entweder als Beeinflussung der zukünftigen Überschüsse oder als Auf- oder Abschläge auf Multiplikatoren quantifiziert. Die detaillierten Untersuchungen von Schulz und Wichels bestätigen die Wichtigkeit der einzelnen Komponenten der wertorientierten Berichterstattung (Value Reporting).

11.4.4 Informationskanäle und -quellen
Für einige Informationsinhalte sind die Kommunikationskanäle vorgegeben. So wird die Qualität des Managements einschließlich der für seine Führungsqualitäten wichtigen weichen Faktoren am besten in der direkten Interaktion beurteilt, da sie von außen lediglich indirekt über Erfolge oder Berichte Dritter abgeschätzt werden kann. (s. ***Abbildung 34***, S. 158)
Bei den empirischen Untersuchungen von Wichels und Schulz dominieren folglich alle **dialogorientierten Informationsquellen** in der Prioritätenliste. So steht bei Wichels die Analystenkonferenz mit 86 % der befragten Sellside-Analysten an der Spitze.[767] Schulz erwähnt dieses Instrument nicht, entsprechend führen Vorstandsgespräche seine Liste an,[768] sie rangieren bei Wichels ebenfalls mit 77 % auf Platz zwei. Bei Telefonkonferenzen weisen die beiden Untersuchungen ein unterschiedliches Bild auf: Während sie bei Wichels mit Platz drei einen hohen Stellenwert aufweisen, werden sie nach Schulz weniger geschätzt und liegen im unteren Mittelfeld.

765) Quelle: Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 156.
766) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Finanzmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 155.
767) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 162.
768) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 192.

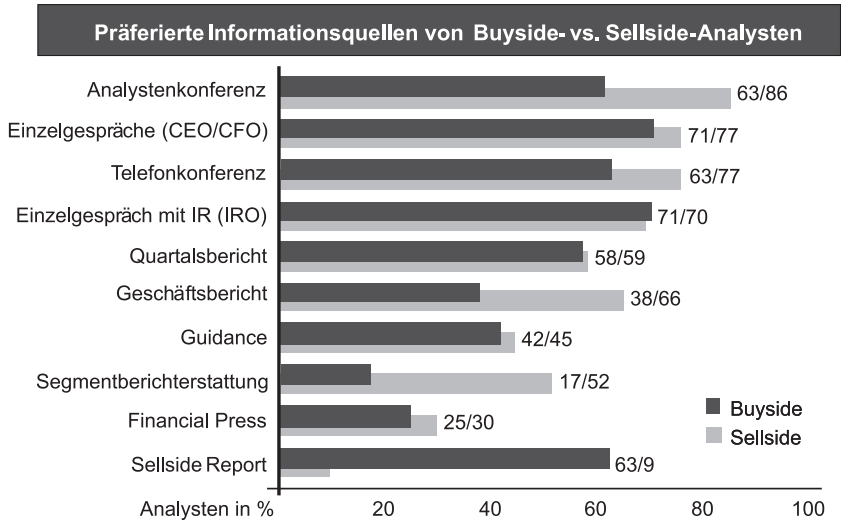


Abbildung 34: *Präferierte Informationsquellen Analysten*[769]

Aus Kostengründen werden immer weniger Sellside-Analysten beschäftigt, so dass die Zahl der zu betreuenden Unternehmen pro Analyst zunimmt. Wegen des hohen zeitlichen Aufwands wird eine physische Anwesenheit bei einer Analystenkonferenz nur noch bei außergewöhnlichen Anlässen in Kauf genommen. Aus teilnehmender Beobachtung des Verfassers ist inzwischen festzustellen, dass sich dieser Trend zu Telefonkonferenzen noch verstärkt hat.

Erst nach den dialogorientierten Informationsquellen folgen Pflichtpublikationen wie Geschäfts- und Quartalsberichte. Die Segmentberichterstattung wird von 52 % der Analysten respektive 17 % der Investoren genutzt. Auffällig ist der große Unterschied in der Wertigkeit von Geschäftsberichten für Analysten (66 %) und Investoren (38 %).

Wichels sieht die Wichtigkeit einer Unternehmens-Guidance lediglich im Mittelfeld. Der subjektive Eindruck von IR-Mitarbeitern legt eine höhere Bedeutung nahe, da Analysten sich oft stark an der Unternehmenszielsetzung orientieren.[770] Gering stuft Wichels übereinstimmende Analysen der Sellside-Kollegen bzw. deren Gewinnprognosen ein. Er sieht den Vorwurf des Herdentriebes widerlegt, wenn lediglich 9 % der Analysten angeben, dass sie Analysen von Kollegen als Informationsquelle nutzen.[771] Empirische Untersuchungen haben allerdings ergeben, dass Herding durchaus nachzuweisen ist, aber naturgemäß nicht gerne eingestanden wird.[772] Dagegen greifen Investoren häufig auf Analysten-Urteile zurück, was aber nicht die eigene Recherche ersetzen sollte oder könnte.[773]

Schulz ermittelt neben der Wichtigkeit auch die Verfügbarkeit der Informationsquellen aus den Unternehmen. Für Analysten nehmen Gespräche mit dem Vorstand als bevorzugte Informationsquelle eine herausgehobene Position ein (77 %), wobei jeder Zehnte über dessen seltene Verfügbarkeit klagt. Bei Investoren zeigt sich ein gänzlich anderes

769) Quelle: Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 162.
770) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 160.
771) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 163.
772) Vgl. Devenow, Andrea/Welch, Ivos (1996): Rational herding in financial economics, S. 603ff.
773) Vgl. von Rosen, Rüdiger (2001): Research-Berichte sind kein Ersatz für eigene Analysen, o. S.

Bild: Nur 39 % der Investoren halten Vorstandsgespräche für sehr wichtig, wenn auch jeder Fünfte deren mangelnde Verfügbarkeit rügt.[774]

Dieses Ergebnis widerspricht der Erfahrung des Verfassers, nach der insbesondere Großinvestoren Einzelgespräche mit dem Vorstand wünschen, die ihnen auch eingeräumt werden. Gespräche des Top-Managements mit einzelnen Sellside-Analysten werden äußerst selten geführt. Sie haben die IR-Abteilungen als regelmäßige Ansprechpartner, lediglich bei Analysten- oder Telefonkonferenzen haben sie Zugang zum Vorstand.

11.5 Behavioral Finance: Herdentrieb

Der von Wichels noch bezweifelte Herdentrieb lässt sich nicht nur bei Privatanlegern nachweisen, sondern auch bei professionellen Kapitalmarktteilnehmern. So ist er in der Informationsbeschaffung und -verarbeitung von Analysten und Investoren festzustellen. Als Beispiele mögen die „homogene Interpretation von homogenen Unternehmensnachrichten",[775] das „Mitschwimmen im Strom" der Kollegenmeinungen oder das Übernehmen von Analysen oder Empfehlungen durch „Autoritäten"[776] – etwa sog. Staranalysten und „Gurus" – genügen, deren Meinungen häufig durch Mundpropaganda im Kollegenkreis weiter gegeben werden.[777] Dieses Vorsichtsprinzip schützt bei Fehlprognosen, für die niemand allein verantwortlich gemacht werden möchte,[778] und ist ein Beispiel für rationales Herdenverhalten. Werden nämlich Benchmarks, an der sich die Finanzgemeinde orientiert, z.B. Indices, unterschritten, drohen den Fonds Mittelabflüsse. Das wirkt sich auf die Bezahlung des Fondsmanagers aus, die von der Höhe des verwalteten Vermögens und der relativen Performance abhängt.[779]

Analysten neigen dazu, in ihren Prognosen regelmäßig die Gewinne (Optimistic Bias)[780] zu überschätzen. Im Durchschnitt der Jahre 1990 bis 2005 lag der Prognoseirrtum bei 18 %.[781] Wichels führt jedoch auch Studien aus jüngerer Vergangenheit an, die zu einem gegenteiligen Ergebnis kommen.[782] Abschließend lässt sich nicht einschätzen, ob das Gros der Analystenschätzungen zu optimistisch ist oder nicht. Es besteht jedoch eine starke Tendenz, seinen eigenen Prognosen eine größere Eintrittswahrscheinlichkeit zuzumessen, als dies realistisch der Fall wäre (Overconfidence). So kommen Kwag/Shrieves zu dem Ergebnis, dass Prognosen eines Analysten regelmäßig zu positiv oder zu negativ sind und diese sich nicht automatisch korrigieren oder vom Vorzeichen umkehren.[783] Insofern ist für Investor Relations die Führung der Finanzgemeinde besonders wichtig.

Für IR ergibt sich aus dem Herdentrieb, dass es die entscheidenden Meinungsführer unter den Analysten identifiziert und sicherstellen muss, dass sie sich mit ihren Gewinnprognosen in einem realistischen Korridor bewegen. Da sie ein „erhebliches meinungsbildendes Potenzial auf dem Kapitalmarkt besitzen",[784] ist davon auszugehen, dass sie auch anderen Analysten als Vorbild dienen und zitiert werden.

774) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 193.
775) Gerke, Wolfgang et al. (2000): The Changing Role of Institutional Investors, S. 9.
776) Vgl. Shiller, Robert J. (2001): Irrational Exuberance, S. 151f.
777) Vgl. Hong, Harrison et al. (2002): Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Managers, S. 4.
778) Vgl. Wissenschaftszentrum Berlin (2001): Die Kraft des Herdenverhaltens, S. 2.
779) Vgl. Klein, Christian (2000): Globalisierung der Finanzmärkte, S. 49.
780) Vgl. Montier, James (2005): Seven Sins of Fund Management, S. 9.
781) Vgl. Liodakis, Manolis (2006): What is Driving Equity Returns in the Results Season? A Quantitative Perspective, S. 4.
782) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 91.
783) Vgl. Kwag, Seung-Woog/Shrieves, Ronald E. (2006): Chronic Bias in Earnings-Forecasts, S. 94.
784) Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, S. 68.

Ein technisch bedingtes Herdenverhalten wird durch gleichzeitig auftretende und sich verstärkende Veränderungen der Kapitalmärkte und die Ubiquität des Internets verursacht. Dazu tragen die langen elektronischen Handelszeiten und die schnelle Informationsverbreitung über das Internet bei. Gleichförmiges Verhalten vieler Investoren bei hohen Handelsvolumina führt zur Überreaktion und erhöhter Volatilität.[785] IR kann allenfalls durch Erwartungssteuerung entgegenwirken.

785) Gerke, Wolfgang/Bank et al. (2000): The Changing Role of Institutional Investors, S. 9.

12 Bisherige IR-Betreuungsinstrumente für Analysten

Aus Marketingsicht sind die Betreuungsmaßnahmen des Unternehmens für die Finanzgemeinde dem Beziehungsmanagement zuzuordnen. Damit lassen sich die prozesshaften, ganzheitlichen und dynamisch angelegten Interaktionsbeziehungen zwischen Unternehmen und den einzelnen Mitgliedern der Financial Community in Anlehnung an das Gütermarketing am zutreffendsten umschreiben. In der Güterwirtschaft soll die gesamte Unternehmensorganisation einbezogen werden, um dauerhafte Kundenbeziehungen aufzubauen. Dazu ist eine starke Corporate Identity notwendig, weshalb alle Organisationseinheiten marktorientiert vernetzt werden müssen.[786] Die Integration des gesamten Unternehmens ist in der operativen IR-Tätigkeit nicht anzutreffen, wird aber gelegentlich gefordert, wenn Analysten direkte Kontakte zu der operativen Ebene oder eine ausführliche Segmentberichterstattung anstreben.
Dieser Wunsch nach einer vollkommen integrierten IR-Beziehung trifft in der Unternehmenswirklichkeit auf natürliche Schwierigkeiten, da die Detailtiefe der abgefragten Informationen nur auf unterschiedlichen Hierarchieebenen zur Verfügung steht. Wird aber ein direkter Zugang gewährt, ist nicht auszuschließen, dass unterschiedliche Informationen zu einer unterschiedlichen Wahrnehmung des Unternehmens führen.[787]
Die Praxis folgt daher dem aus dem Dienstleistungsmarketing bekannten Konstrukt des kalkulativen Prozesses.[788] Bei kalkulativen Prozessen geht jeder Partner von dem korrekten Verhalten des anderen aus. Im Rahmen der relationalen Verträge innerhalb der Finanzgemeinde sind die Kosten eines unehrlichen Manipulierens, nämlich dauerhaft Vertrauen zu verlieren, unverhältnismäßig höher als ein vertrauenswürdiges Verhalten. Damit kann das symbiotische Beziehungsgeflecht zwischen operativer IR und Analysten beschrieben werden.

12.1 Analystenkonferenzen

Analystenkonferenzen richten sich primär an Sellside-Analysten und sollten ein- bis zweimal im Jahr durchgeführt werden.[789] Sie dienen dazu, wichtige Entwicklungen über das reine Zahlenwerk hinaus zu erläutern. Es bieten sich also Termine kurz nach Veröffentlichung von Quartals-/Jahresergebnissen oder besondere Anlässe wie Akquisitionen an.[790] Die reinen Finanzdaten werden je nach Unternehmen bereits in den frühen Morgenstunden oder am Vorabend per Pressemitteilung bzw. Ad-hoc-Meldung bekannt gegeben, so dass die Teilnehmer vorbereitet zur Konferenz erscheinen und der Informationsbedarf auf der

786) Vgl. Meffert, Heribert (2000): Marketing, S. 26.
787) Vgl. Hägg, Claes/Preiholt, Hakon (2004): Investor Relations, Financial Marketing and Traget Groups, S. 131.
788) Vgl. Meffert, Heribert/ Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 201.
789) Vgl. von Düsterlho, Jens Eric/Huber, Alexander-Jan (2004): Analysten und Investorenkonferenzen, S. 195.
790) Vgl. Borghoff, Volker (2005): Investor Relations aus Sicht eines Finanzanalysten, S. 389.

Kommentierung und dem Ausblick liegt. Meist präsentiert der Vorstandsvorsitzende bzw. ergänzend sein Finanzvorstand die Finanzergebnisse. Der persönliche Kontakt ermöglicht es den Analysten besonders gut, sich einen Eindruck über die Managementqualität zu verschaffen.[791]
Der Zeitaufwand muss auch für Analysten gerechtfertigt sein.[792] Schwierige Sachverhalte oder negative Entwicklungen lassen sich besser in einer Analysten- als in einer Telefonkonferenz erläutern. Für unkritischere Themen oder Quartalsabschlüsse bieten sich Telefonkonferenzen an, da sie ähnlich ablaufen und keine physische Präsenz erfordern. Bei der Deutsche Telekom AG können wie bei vielen anderen Unternehmen auch Analystenkonferenzen per Webcast verfolgt und telefonisch Fragen gestellt werden. Analystenkonferenzen können entweder von IR selbst oder über externe Organisationen wie die DVFA organisiert werden.[793] Für kleinere Unternehmen ist es vorteilhaft, die aufwendige Organisation auszulagern und von dem großen, die Bekanntheit fördernden Adressatenkreis, den die DVFA kontaktieren kann, zu profitieren.
Analysten arbeiten bei ihrer Informationsbeschaffung nicht selten unter dem Schutz der Diskretion, um ihren Kollegen weder ihren Erkenntnisstand noch ihre Einschätzung oder neue Investmentideen zu offenbaren. Selbst aktive Teilnehmer der Analystenkonferenz/Telefonkonferenz, in der Ergebnisse präsentiert werden, nahmen anschließend gerne den diskreten direkten IR-Kontakt in Anspruch. Aufgrund dessen kommt der täglichen Verfügbarkeit für Fragen eine besondere Bedeutung zu. Sie zielen darauf ab, Kommentierungen zu erhalten, exotischere Themen zu besprechen oder einfach nur zu vermeiden, dass andere Konferenzteilnehmer ihre Fragen verfolgen können. Bei diesen Gesprächen wird versucht, durch geschickte Fragen mehr „zwischen den Zeilen lesen" zu können. Der IR-Mitarbeiter hat bei solchen Gesprächen stets den Grundsatz der „Fair Disclosure", d.h. der Gleichbehandlung aller Aktionäre und Informationsintermediäre, bei der Bekanntgabe von Informationen zu beachten, was viel Erfahrung erfordert.
Auch im laufenden Geschäft rufen Analysten häufig an, entweder weil sie Gerüchten nachgehen oder Pressemeldungen über das Unternehmen bewertet wissen wollen. Eine Kommentierung ist lediglich in der sog. Quiet-Period nicht möglich, wenn die Investor Relations-Mitarbeiter als Insider eventuell schon Vorkenntnisse über die noch nicht bekannt gegebenen Ergebnisse haben. Diese Periode beginnt zwischen vier und sechs Wochen vor der Veröffentlichung der Ergebnisse.

12.2 Erwartungsmanagement (Guidance)

Alle Kommunikationsmaßnahmen, die der Finanzgemeinde Aufschluss über die aktuelle und künftige Gewinnentwicklung des Unternehmens geben, werden als Earnings Guidance bezeichnet.[794] „Die Zielsetzung der Earnings Guidance besteht darin, die Überwachung und Korrektur der Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer bezüglich der Gewinnentwicklung des Unternehmens sicherzustellen, um eine möglichst geringe Abweichung zwischen den internen Planungsvorgaben und den Gewinnprognosen der Analysten zu erzielen."[795] Der Nutzen der sog. Guidance als Erwartungsmanagement ist

791) Vgl. von Düsterlho, Jens Eric/Huber, Alexander-Jan (2004): Analysten und Investorenkonferenzen, S. 195.
792) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 125.
793) Vgl. von Düsterlho, Jens Eric/Huber, Alexander-Jan (2004): Analysten- und Investorenkonferenzen, S. 195.
794) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 117.
795) Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 118.

umstritten. Selbst in USA haben sich Unternehmen von dieser Praxis zurückgezogen.[796] Als Indikator für die Markterwartung darf der Consensus innerhalb des Kreises der anerkannten Analysten herangezogen werden.[797]
Kursbeeinflussende Insiderinformationen müssen der Öffentlichkeit nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz unverzüglich per Ad-hoc-Mitteilung bekannt gemacht werden. Das Unternehmen gerät in eine Zwickmühle, denn ihm bleibt keine Zeit, eine detaillierte Planung inkl. Maßnahmenpaket zu erarbeiten und somit zeitgleich eine Lösung vorzustellen. Wird eine solche Ad-hoc-Mitteilung zu lange hinausgezögert, um gleichzeitig Lösungen zu präsentieren, verliert das Unternehmen und insbesondere das Management an Glaubwürdigkeit. Ihm wird vorgeworfen, dass es kursrelevante Informationen verschleppt. Veröffentlicht das Unternehmen gesetzeskonform unverzüglich, ohne auf konkrete Problemlösungsmöglichkeiten verweisen zu können, muss es sich Plan- und Hilflosigkeit vorwerfen lassen.
Bei Verfehlung der kommunizierten Zielsetzung (Guidance) erwarten die Analysten lückenlose Aufklärung und klare Gegenmaßnahmen.[798] Gerüchten und daraus entstehender Unsicherheit ist entgegenzuwirken, damit sich keine Eigendynamik auf dem Kapitalmarkt entwickelt, die durch das Unternehmen nicht mehr zu beeinflussen ist. Das zeigt auch die Erfahrung der Deutschen Telekom bei der Berichterstattung zum 1. Halbjahr 2006. Es wurde eine Gewinnwarnung ausgegeben und eine neue Guidance vorgestellt, die noch nicht detailliert aufgeschlüsselt war. Der Finanzmarkt konnte also noch nicht im Detail nachvollziehen, in welchen Bereichen mit welchen Entwicklungen gerechnet wird. Auch Gegenmaßnahmen wurden noch qualitativ und ohne hohe Detaillierung dargestellt, was den Kurs einbrechen ließ.
Wichels stellt nach Prüfung mehrerer empirischer Untersuchungen fest, dass Unternehmen, die regelmäßig die eigenen Prognosen treffen, mit einem Aufschlag gehandelt werden.[799] Ebenso bestätigt er eine asymmetrische Reaktion auf Gewinnüberraschungen: negative Nachrichten werden mit einem überproportionalen Kursrückgang abgestraft, positive Überraschungen führen zu unterproportionalen Kursaufschlägen.[800] Diese Aktienkursschwankungen führen zu einem erhöhten unternehmensspezifischen Schätzrisiko und verursachen höhere Kapitalkosten, so dass es das Ziel von IR sein muss, solche Schwankungen gering zu halten.[801]
Für das Unternehmen stellt sich die Frage, welche Kennzahlen in die Guidance aufgenommen werden, wie lange der Vorhersagehorizont ist, wie detailliert die Guidance in Segmente heruntergebrochen wird und ob sie als Punkt- oder Bandbreitenprognose zu veröffentlichen ist. Falls Renditeziele wie ROCE als zusätzliche Guidance fungieren sollen, werden meist kritische Untergrenzen und keine Bandbreiten oder Punktschätzungen angegeben.[802] Die Deutsche Telekom AG wählt als Prognosehorizont zwei Jahre mit den Kenngrößen Umsatz, EBITDA, Free Cash Flow sowie Investitionen. Dieser Zeitraum scheint allerdings schon die Obergrenze zu markieren und sollte nur gewählt werden, wenn sich das Management hinsichtlich der Entwicklung sehr sicher ist. Die Deutsche Telekom AG verzichtet auf die Gewinnprognose pro Aktie, obwohl sie langfristig – wie aus der Untersuchung von Degeorge et al. hervorgeht – die wichtigste Kennzahl mit Ein-

796) Vgl. Centre for Financial Market Integrity (2006): Breaking the short term cycle, S. 3ff.
797) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 104.
798) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 200.
799) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 120.
800) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 112.
801) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 117.
802) Vgl. Brandt, Oliver (2000): Inhalte von Investor Relations, S. 128.

fluss auf den Aktienkurs ist.[803] Da aber inzwischen operative Ertragskennzahlen aufgrund der besseren internationalen Vergleichbarkeit dominieren, sollten diese auch zum Inhalt der Prognose gewählt werden.
Auf Kapitalmarktseite wird größtmögliche Detailgenauigkeit gefordert, ebenso wie die Bekanntgabe der jeweiligen Annahmen, die den Prognosen zugrunde liegen. Jede Abweichung von der Prognose stellt die Planungskompetenz des Managements in Frage und untergräbt dessen Glaubwürdigkeit.[804] Werden Prognosen nicht realistisch gewählt, entsteht ein Markt für sog. Flüsterschätzungen, der von Analysten gefüttert wird und sich vollkommen verselbstständigt.[805]
Der Kapitalmarkt bestraft aber auch eine zu vorsichtige Prognose, indem er bei der nächsten Ergebnispräsentation von vornherein einen Aufschlag erwartet. So kann es durchaus vorkommen, dass die Unternehmensprognosen übertroffen werden, aber die Markterwartung höher lag, was zu einem Rückgang des Kurses führt. IR muss aus diesem Grund einer stetigen Untertreibung entgegen wirken.
Durch eine Guidance nimmt das Unternehmen den Analysten keineswegs die Gewinnschätzung aus der Hand. Diese prognostizieren ebenfalls, auch wenn sie sich gerne an die unternehmenseigenen Prognosen anlehnen.[806] Begründet wird dies mit dem komparativen Wissensvorteil des Managements gegenüber dem Kapitalmarkt, der sich durch gute Prognosegenauigkeit in der Vergangenheit verstärkt.[807]
Gegen Earnings Guidance kann eingewandt werden, dass es ein zu kurzfristiges Denken in Quartalsergebnissen unterstützt.[808] Unternehmen sind aber nahezu gezwungen, eine Guidance zu kommunizieren, um dem Finanzmarkt eine Richtschnur zu geben und das Abwandern institutioneller Investoren zu verhindern. Häufigere Unternehmensveröffentlichungen werden in der Finanzgemeinde nicht als Ersatz für ein Erwartungsmanagement aufgenommen, wie eine Untersuchung bei 96 US-Unternehmen, die ihre vierteljährliche Guidance aufgegeben haben, ermittelt hat.[809] In der Praxis empfiehlt sich eine Korridor-Prognose, innerhalb dieser sich im Zeitverlauf das obere oder untere Ende herauskristallisiert. Ideal ist die Erreichung eines Ergebnisses am oberen Ende der Bandbreite.[810]

12.3 Consensus Forecast und deren Kommentierung

Die Zusammenfassung aller Prognosen der Sellside-Analysten ist die Konsensschätzung (Consensus Forecast). Je höher die Teilnehmerzahl und je geringer die Varianz innerhalb der Analystenschätzungen liegt, desto mehr Gewicht hat der Consensus für die Anlageentscheidung der Investoren.[811] Für IR spiegelt der Consensus die Markterwartung wider, auf die es mit der Guidance Einfluss zu nehmen gilt.
Als Bezugsquelle können Informationsdienstleister wie Thomson oder I/B/E/S[812] dienen, die die Prognosen der Analysten aggregieren.[813] Systembedingter Nachteil dieser

803) Vgl. Degeorge, Francois et al. (1999): Earnings management to exceed thresholds, S. 2.
804) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 119.
805) Vgl. Borghoff, Volker (2005): Investor Relations aus Sicht eines Finanzanalysten, S. 390.
806) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 160.
807) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 216.
808) Vgl. Centre for Financial Market Integrity (2006): Breaking the short term cycle, S. 3.
809) Vgl. Chen, Shuping et al. (2006): Is Silence Golden?, An empirical Analysis of Firms that stop giving Quarterly Earnings Guidance, S. 4.
810) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 218.
811) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 109ff.
812) Institutional Brokers Estimates System.
813) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 219.

Informationsquellen ist die Verfügbarkeit für alle Kunden innerhalb kurzer Zeit (halbstrenge Form der Informationseffizienz). Der Analyst profitiert durch eine unverzügliche Unterrichtung seines Kunden, wenn er diesem einen Zeitvorteil verschafft, bevor die Information in den Kursen „eingepreist" ist. Er hat kein Interesse, seine Schätzungen zeitnah allen Mitgliedern der Finanzgemeinde zur Verfügung zu stellen. Eine spätere Publikation kann allerdings seine Reputation bei seinem Arbeitgeber festigen, wenn in der Presse häufig auf ihn Bezug genommen wird.
Für IR bietet sich eine Chance, selbst einen Consensus herzustellen, indem sie alle relevanten Analysten um ihre Schätzungen bittet. Wird das aggregierte Ergebnis an alle Teilnehmer zurückgesandt, kann das als stillschweigende Bestätigung der Grundannahmen durch IR gewertet werden, der Analyst wird also vor „Ausreißerprognosen" bewahrt.[814]
Der Consensus wird bei der Deutschen Telekom jeweils einige Wochen vor und nach den Quartalszahlen aktualisiert, um ein aktuelles Bild über die Erwartungen des Kapitalmarktes zu erhalten. Die eigene Consensus-Erarbeitung ist dem Fremdbezug von Informationsdienstleistern vorzuziehen, weil sie umfassender und aktueller ist.

814) Vgl. Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 218.

13 Institutionelle Investoren

Institutionelle Investoren sind Unternehmen, die für Dritte Vermögen verwalten. Dazu zählen neben Kapitalanlagegesellschaften (KAG) auch Versicherungen oder anderen Unternehmen zuzuordnende Fondsgesellschaften.[815] Kapitalanlagegesellschaften und Fonds gehören häufig zu Großbanken, so dass sie den Vorschriften für Kreditinstitute unterliegen.[816] Sie stellen ihre Expertise sowohl für institutionelle Investoren als auch für private Investoren, deren Anlagevolumen sie treuhänderisch verwalten,[817] gegen Gebühr zur Verfügung.[818] Zu unterscheiden sind Publikumsfonds, die auch der breiten Öffentlichkeit als Anlage zur Verfügung stehen, und Spezialfonds, die exklusiv für ihren Auftraggeber, bspw. eine Versicherung, einen Fonds führen.

31.12.2005	Spezialfonds	Publikumsfonds	Gesamt
Fondsvermögen	614,8 Mrd. €	545,4 Mrd. €	1160,2 Mrd. €
Mittelaufkommen	40,4 Mrd. €	41,7 Mrd. €	82,1 Mrd. €
Anzahl der Fonds	4.608	2.452	7.060

Abbildung 35: *Gesamtvolumen Investmentfonds, Anzahl Fonds, Mittelaufkommen* [819]

Das in **Spezialfonds** angelegte Volumen beträgt zum Stichtag 31.12.2005 ca. 615 Mrd. den Euro.[820] Immer mehr institutionelle Anleger, z.B. Versicherungen, Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände, Stiftungen, Kirchen, Gewerkschaften und Parteien,[821] beauftragen Spezialfonds, um von deren Spezialisierung zu profitieren.[822] So kommt Schulz zu dem Ergebnis, dass eine Segmentierung nach institutioneller Herkunft in der Praxis kaum noch eine Rolle spielt.[823] Versicherungen zählen allerdings zu ihren Hauptkunden.
Spezialfonds sind in der Regel längerfristiger investiert als Publikumsfonds, die einem starken Performancedruck der Anleger, aber auch ihres Managements ausgesetzt sind. Spezialfonds beziehen stattdessen den Auftraggeber als externen Faktor in die Leistungsproduktion mit ein. Er gibt den Investmentstil und die Anlagerestriktionen über den Anlageausschuss vor, innerhalb derer sich der Spezialfondsmanager bewegen kann.[824]
Je nach Ursprung und gesellschaftspolitischer Einbettung des Auftraggebers können besondere Anlagegrundsätze gelten. Als Beispiel sei auf die Einhaltung von Nachhaltig-

815) Vgl. Wendt, Otger (2005): Investor Relations für institutionelle Anleger, S. 419.
816) § 2 I KAGG
817) Vgl. Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderungen von Buyside-Analysten, S. 95.
818) Vgl. Nix, Petra (2000): Die Zielgruppen von Investor Relations, S. 39.
819) Quelle: Bundesverband Investment und Asset Management e.V (2006): Investment 2006, Daten, Fakten, Entwicklungen, S. 4.
820) Vgl. Bundesverband Investment und Asset Management e.V (2006): Investment 2006, Daten, Fakten, Entwicklungen, S. 4.
821) Vgl. Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2004): Spezialfonds – Individuelle Produkte für institutionelle Anleger, S. 62.
822) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 161.
823) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 162.
824) Vgl. Achleitner, Ann-Kristin (2002): Handbuch Investment Banking, S. 642.

keitsregeln oder ethischen Normen hingewiesen, die von Kirchen oder Stiftungen gefordert werden. Der Mittelzufluss und damit die Kaufkraft der Anleger, die diesem Socially Responsible Investment-Stil (SRI) folgen, wächst auf Grund der zunehmenden sozialen Kontrolle. Staatliche Pensionsfonds in Schweden und in den Niederlanden sowie der Norwegische Ölanlagefonds berücksichtigen SRI-Faktoren, in Großbritannien haben Pensionsfonds entsprechende Veröffentlichungspflichten.[825] Viele Unternehmen bemühen sich, in Nachhaltigkeitsindices aufgenommen zu werden, um diese Zielgruppe ansprechen zu können.

Spezialfonds sind auf maximal dreißig Anteilinhaber begrenzt, die nicht natürliche Personen sein dürfen.[826] Über den Anlageausschuss, dem Anteilinhaber als Mitglieder angehören, können die Anlagekriterien verändert werden.[827] Wegen der zunehmenden Bedeutung der betrieblichen Altersversorgung kann dieser Fondstyp noch wichtiger werden.

Publikumsfonds werden in der Öffentlichkeit am stärksten von allen institutionellen Investoren wahrgenommen. Sie können von jedermann erworben werden und sind hauptsächlich Anlageinstrument von individuellen Investoren, die ihre Finanzanlage in die Hände von Experten geben.[828] Ihre Anlagesumme lag per 31.12.2005 mit 545 Mrd. Euro allerdings hinter den Spezialfonds.

Bei Publikumsfonds liegt der Anteil an reinen Aktienfonds im Jahr 2005 bei ca. einem Drittel, Spezialfonds müssen ihre Positionen nicht veröffentlichen, weswegen über sie nichts ausgesagt werden kann. Der BVI spezifiziert auch nach reinen Branchenfonds, so haben Telekommunikations-Branchenfonds (Publikumsfonds) zum Ende 2005 ein Volumen von 1,8 Mrd. Euro, was zum Vorjahr ein Mittelabfluss von über 800 Mio. Euro bedeutet.[829] Während Eigentümer der Publikumsfonds hauptsächlich Privatanleger sind, ist die Eigentümerstruktur bei Spezialfonds schwieriger zu ermitteln. Anhaltspunkte für die Auftraggeber der Spezialfonds gibt folgendes Schaubild der Dresdner Bank Investment Management KAG:

Institutionelles Drittgeschäft Inland – Aufteilung der Mandate nach Kundensegmenten

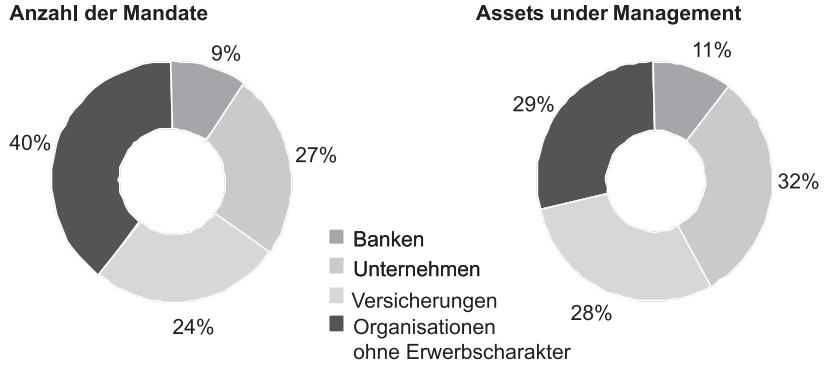


Abbildung 36: *Auftraggeber für Spezialfonds bei der dbi Dresdner Allianz Global Investors*[830]

825) Vgl. Tyrrell, Mike/Brown, Meg (2006): Socially Responsible Investment, S. 7.
826) § 1 II KAGG.
827) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 102.
828) Vgl. Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, S. 100.
829) Vgl. Bundesverband Investment und Asset Management e.V (2006): Investment 2006: Daten, Fakten, Entwicklungen, S. 104.
830) Quelle: Eckert, Carsten/Korn, Michael (2005): dbi Pressegespräch, S. 14.

Für wohlhabende Privatpersonen haben Banken sog. **Family Offices** eingerichtet, die sich um alle Vermögensangelegenheiten und damit zusammenhängende Probleme (Unternehmensnachfolge, Erbschaftsfragen) ihrer Kunden einschließlich der Verwaltung kümmern.[831] Sie handeln im Namen und auf Rechnung ihrer Kunden, erhalten aber von ihrem Auftraggeber weitgehende Freiheiten, was die Ausgestaltung des Portfolios anbelangt. Somit sind Anlageberater bzw. Vermögensverwalter auch Zielgruppe für das Investor Marketing.

Seit Mitte der 90er Jahre treten Hedgefonds und Private Equity-Gesellschaften[832] vermehrt in Deutschland auf. Private Equity-Gesellschaften sind Beteiligungsgesellschaften, die für institutionelle Investoren wie Stiftungen, angelsächsische Pensionskassen oder vermögende Privatpersonen tätig werden. Auch bei der weiteren Entflechtung der Deutschland AG treten sie als Käufer auf.[833] Sie beteiligen sich an reifen oder sanierungsbedürftigen Gesellschaften auf vier bis sieben Jahre, um Unternehmen in der Zwischenzeit profitabler zu machen und sie dann zu verkaufen. Sie verfügen inzwischen über beträchtliche Mittel. Bspw. bezifferte Schwarzman, Geschäftsführer der Beteiligungsfirma Blackstone, diese im Herbst 2006 mit 3 Billionen USD, wenn die verfügbaren Fremdmittel zu den 700 Mrd. Eigenkapital hinzugerechnet werden.[834] Damit können auch DAX-Unternehmen Ziel von Private Equity-Firmen oder Hedgefonds werden.

IR hat auf Seiten der KAG sowohl bei Publikums- als auch Spezialfonds zwei unterschiedliche Ansprechpartner: Buyside-Analysten und die Portfoliomanager.

Der **Portfolio-Manager** verantwortet sein Portfolio selbst und hat das Ziel, den gesetzten Benchmark, z.B. einen Branchenindex oder einen konkurrierenden Fonds, zu übertreffen.[835, 836] Er wird unterstützt von den sog. **Buyside-Analysten**, die Angestellte eines institutionellen Investors, meist einer Kapitalsammelstelle sind und diesen exklusiv bei seiner Anlageentscheidung beraten,[837] er ist also der Investorenseite (Assetseite) zuzurechnen.[838] Sein Interesse ist der optimale Portfolioerfolg bei gleichzeitiger Begrenzung der Transaktionskosten.[839] Er beobachtet im Regelfall eine Branche mit einer größeren Zahl von Unternehmen.[840] Jedoch ist festzustellen, dass die Zahl der zu betreuenden Unternehmen pro Analyst abnimmt und somit eine größere Detailtiefe der eigenen Analysen erreicht wird, so dass auf der Assetseite weniger Gebrauch von Sellside-Analysen gemacht wird.[841]

Die Analysen bzw. Empfehlungen der Buyside-Analysten treffen zwar nur auf einen sehr kleinen Empfängerkreis, aber ihre Wirkung auf den Aktienkurs kann je nach Anlagevolumen des Investors erheblich sein.[842] Dennoch wird der Buyside-Analyst kaum wahrgenommen, da seine Empfehlungen nicht öffentlich sind und er auch nicht als Multiplikator auftritt.[843] Er unterliegt nicht dem Druck, seine Analyse den Kunden anzudienen und damit zu vermarkten. Der Buyside-Analyst kann durchaus empfehlen, den von ihm betreuten Sektor unterzugewichten und allzu häufige, provisionspflichtige Transaktionen zu vermeiden. Der Trend zum Inhouse-Research hat sich aufgrund wachsender Unzufriedenheit mit den Sellside-Researches verstärkt.[844] Buyside-Analysten bauen zwar meist

831) Vgl. als Beispiel Deutsche Bank (o. J.): Private Wealth Management Deutsche Bank, o. S.
832) Vgl. Böttger, Christian (2005): Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, S. 15ff.
833) Vgl. Böttger, Christian (2005): Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, S. 34.
834) Vgl. Döhle, Patricia et al. (2006): Artikel „Es gibt tolle Firmen hier", S. 80.
835) Vgl. Wendt, Otger (2005): Investor Relations für institutionelle Anleger, S. 418.
836) Vgl. Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderung von Buyside-Analysten, S. 105.
837) Vgl. Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, S. 305.
838) Vgl. Aboumeri, Jamil (2004): Competing for Institutional Capital: The Case for Investor Targeting, S. 3.
839) Vgl. Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderung von Buyside-Analysten, S. 97.
840) Vgl. von Düsterlho, Jens-Eric (2000): Der Umgang mit Analysten, S. 75.
841) Vgl. Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderung von Buyside-Analysten, S. 99.
842) Vgl. von Düsterlho, Jens-Eric/Huber, Jan-Alexander (2004): Analysten- und Investorenkonferenzen, S. 190.
843) Vgl. Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderung von Buyside-Analysten, S. 96.
844) Vgl. Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderung von Buyside-Analysten, S. 99.

auf dem Research ihrer Sellside-Kollegen auf, folgen ihrer Empfehlung naturgemäß aber nicht immer, da sie die Interessen der Asset-Seite vertreten.
Für Investor Relations erhöht der Trendwechsel zum Inhouse-Research die Zahl der Ansprechpartner und damit die Schwierigkeit, die Entscheider im Buying Center zu identifizieren. Stand dem Unternehmen früher auf Anlegerseite ein als Generalist auftretender Portfoliomanager gegenüber, so sind es inzwischen der Buyside-Analyst mit seinem speziellen Branchenfokus und die Portfoliomanager, die mit ihrer langjährigen übergreifenden Anlageerfahrung auf Anlagetechniken und -instrumente spezialisiert sind.[845]
Eine Zielgruppensegmentierung wird versuchen, sowohl die institutionelle Herkunft als auch den Anlagestil, der durch den Typ des Auftraggebers teilweise schon vorherbestimmt ist, einzubeziehen.

13.1 Investmentstile

Im Einzelnen lassen sich einige grundlegende Investmentstile unterscheiden, die sowohl von Privat- als auch institutionellen Investoren verfolgt werden und eine Segmentierung im Sinne einer Kundentypologie zulassen. Publikumsfonds werden an Benchmarks gemessen, d.h. sie sollten einen Index möglichst übertreffen, mindestens aber sollte ihre Performance nicht schlechter ausfallen. Nachdem eine große Mehrheit der aktiv gemanagten Fonds dieses Ziel nicht erreicht, haben sich alternative Investmentstile herausgebildet, die sich nicht mehr an einem Verhältnis in Bezug auf einen Index orientieren, sondern sich nach einem absoluten Ergebnis ausrichten. Hedgefonds und Private Equity-Fonds gehören zu dieser Kategorie. Einen anderen Anlagestil vertreten die passiv gemanagten Fonds, die lediglich einen Index nachbilden.
Für IR sind nur aktiv gemanagte Fonds eine Zielgruppe, sie folgen unterschiedlichen Anlagestilen:

- Starkes Wachstum (Aggressive Growth), gekennzeichnet durch schnelles Wachstum von Umsatz und Gewinn pro Aktie. Möglicherweise wird aktuell überhaupt kein Gewinn erzielt, u.U. reicht schon die Erwartung einer schnellen Umsatzsteigerung für die Einordnung als „starker Wachstumswert", z.B. bei IPOs während der Technologieblase.
- Kontinuierliches Wachstum (Core Growth): mittelgroße bis große Unternehmen (Blue Chips), deren starkes Management in der Vergangenheit für Gewinn- und Umsatzwachstum sowie Profitabilität im oberen Bereich der Branche gesorgt hat.
- Wachstum (Growth) als mittlere Position zwischen den beiden zuvor genannten Investmentstilen mit der Bereitschaft, leicht höhere Kennzahlen für schneller als die Branche wachsende Unternehmen zu akzeptieren.
- Substanzwert (Core Value), Unternehmen mit relativ geringer Bewertung im Vergleich zu ihren Peers, dem Gesamtmarkt oder ihrer eigenen historischen Bewertung, gelegentlich Zykliker, Umsatzwachstum unter Marktdurchschnitt.
- Unterbewertete Aktien (Deep Value): Unternehmen mit besonders niedrigen Kennziffern, „aus der Mode gekommene Branchen", Unternehmen vor einem Managementwechsel, Fusion etc.
- Wachstum zu einem vernünftigen Preis (GARP – Growth at a reasonable price): Depots mit einem Anteil von Aktien mit einem Kursabschlag gegenüber ihren Peers oder dem Kapitalmarkt, aber höheren Wachstumserwartungen für die Zukunft, und Papiere, deren längerfristiges KGV geringer oder allenfalls leicht höher als das erwartete Wachstum ist. Dieser Investmentstil ist konservativer als die ausschließlich wachstumsorientierten Anlagemethoden. Eine Dividendenrendite ist nicht ausschlaggebend.
- Einkommen (Income): Aktien, die der Kategorie Substanzwert nahekommen und eine möglichst hohe Dividendenrendite erzielen lassen.
- Momentum: Unternehmen mit ständig steigenden Gewinnen und positiven Prognoseüberraschungen (Earnings Surprises), Investoren engagieren sich kurzfristig, handeln überdurchschnittlich aktiv und reagieren auf negative Nachrichten besonders stark.[846]

Dabei ist zu beachten, dass sich die Investmentstile nur bei einigen Anbietern auf einzelne Fonds beziehen, häufiger jedoch auf den gesamten institutionellen Investor bzw. die Kapitalanlagegesellschaft mit u. U. zahlreichen Aktienfonds. Die Aggregation auf Ebene des institutionellen Investors vermittelt oft ein verzerrtes Bild, wenn zwar die Mehrheit der Fonds passiv gemanagt wird, also keine Zielgruppe für IR darstellt, und dennoch aktive Fonds geführt werden. Eine Einschätzung, zu welchem Fonds-Anlagestil das Unternehmen am ehesten passt, kann die Shareholder-ID geben, die die Eigentümerstruktur unter anderem auch nach Investmentstil ausweist.
Unabhängig von den Anlagestilen haben sich Emittenten das wachsende Interesse an ethischen Anlagen zunutze gemacht und bieten entsprechende Produkte an, die britische Bank HSBC z.B. den Sustainable Leaders Fund, der nur in Aktien von Unternehmen investiert, die sich für Nachhaltigkeit engagieren, und die Waffen- und Tabakindustrie ausschließt.[847]
Der amerikanische Indexlizenzgeber DowJones hat sogar DowJones Islamic Market Indices entwickelt, in die mit der Sharia vereinbare Unternehmen aufgenommen werden.[848] Bei entsprechender Positionierung des Unternehmens in einem Nachhaltigkeitsindex können solche Fonds als eigenständige Zielgruppe in Betracht kommen. (s. ***Abbildung 37***, S. 172)
Das Targeting, also die Auswahl der Aktionäre, die aktiv angesprochen werden sollen, basiert neben Anlagevolumen und Investmentstil auch darauf, ob der Investor sein Potenzial ausschöpft. Der Fonds folgt meist einem Index, von dessen Gewichtung der Portfolio-Manager in einem festgelegten Rahmen abweichen kann, um seinen Benchmark-Index zu übertreffen. Insofern ist zu ermitteln, an welchem Index sich der jeweilige Investor orientiert und wie stark die eigene Aktie darin gewichtet ist.

13.2 Informationsverhalten institutioneller Investoren

Das Informationsinteresse institutioneller Investoren wird von Anlagestil und -philosophie bestimmt. Ihr Informationsverhalten ist in Deutschland wenig erforscht. Die Dissertation von Schulz (1997) stützt sich auf ein Sample von 70 auswertbaren Antworten von Mitgliedsunternehmen des Bundesverbandes Deutscher Investmentgesellschaften e.V. (BVI) und Mitgliedern des DVFA.[849] Eine jüngere Erhebung (2004) stammt von der Deutsche Post AG, die sich ausschließlich an Investoren, nicht aber Analysten wendete. Sie hat ca. 2000 Fragebogen an deutsche und angloamerikanische Anleger versandt und einen Rücklauf von 140 Fragebogen erzielt, was trotz der geringen Zahl immer noch

845) Vgl. Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderung von Buyside-Analysten, S. 102.

846) Vgl. Thomson Financial, www.irchannel.com.
847) Vgl. Green, Stephen (2006): Launch of HSBC Sustainability Leaders Fund, S. 1.
848) Vgl. DowJones (o. J.): Dow Jones Islamic Market Indices, Overview, o. S.
849) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 186.

Abbildung 37: Thomson Shareholder Identification[850]

eines der breitesten Samples in Deutschland ausmacht, aber dennoch vorsichtig interpretiert werden sollte.[851] Deshalb wird unterstützend auf die ebenfalls empirischen Untersuchungen von Schulz und Wichels zurückgegriffen.

13.2.1 Informationsbedürfnisse institutioneller Investoren

Bei Schulz stehen Managementqualität, langfristige Strategie und spartenbezogene Segmentberichterstattung an der Spitze des Informationsbedarfs.[852] (s. ***Abbildung 38***, S. 165)
Das deckt sich von der Tendenz her mit dem Ergebnis der Untersuchung der Deutsche Post AG,[853] die der Ertragslage und Managementqualität oberste Priorität einräumt. Strategie und Segmentberichterstattung können als wichtige Bestandteile der Ertragslage angesehen werden.
Selbst wenn in der Frage nach der „Ertragslage" nur eine retrospektive, in Zahlen ausgedrückte Betrachtung verstanden würde, zeigt doch das dicht auffolgende Ergebnis für „Managementqualität", dass qualitative, auf die Zukunft gerichtete Informationen im Vordergrund des Informationsbedürfnisses stehen. Eine spätere, allerdings hinsichtlich der Zielgruppe nicht weiter aufgegliederte Umfrage von PricewaterhouseCoopers bei 1800 Finanzvorständen, Analysten und Investoren scheint diesen Trend zu bestätigen. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass nur 16 % der Teilnehmer an der Befragung Finanzkennzahlen (financial measures) wie etwa den Gewinn pro Aktie als wichtige Information

850) Quelle: Thomson Financial, www.irchannel.com.
850) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 186.
851) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 32.
852) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing, S. 200.
853) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 33.

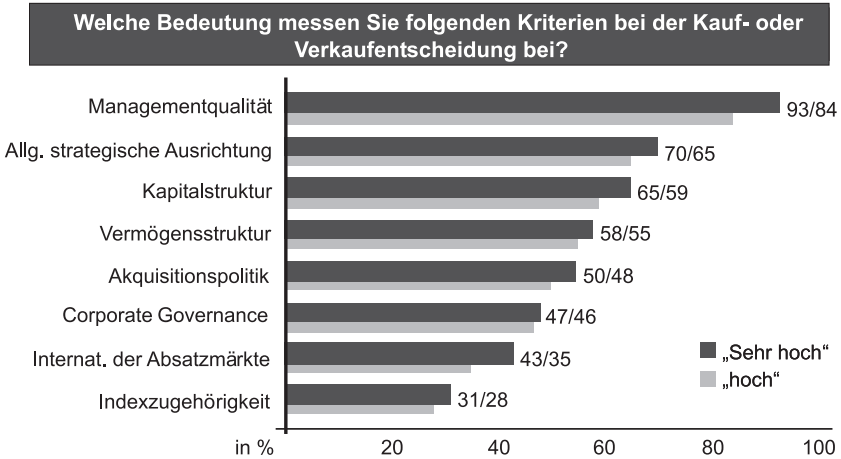


Abbildung 38: Wichtigkeit von qualitativen Faktoren für institutionelle Investoren[854]

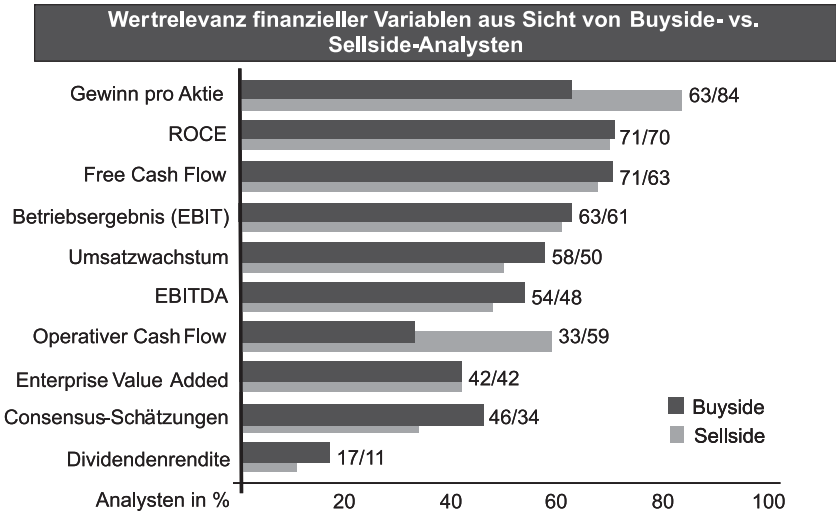


Abbildung 39: Wichtigkeit von finanziellen Kenngrößen für institutionelle Investoren[855]

ansehen. 84 % stellen stärker auf unternehmensübergreifende, nicht quantitative („contextual" und „non financial measures") Angaben ab.[856] (s. ***Abbildung 39***)
Die Übersicht von Wichels lässt einige interessante Unterschiede in dem Informationsbedarf von Investoren und Sellside-Analysten als Informationsintermediären erkennen. Sie verdeutlicht, dass die Buyside mit den Kennzahlen Gewinn pro Aktie, Ergebnis pro eingesetztem Kapital (ROCE) und freier Kapitalfluss ihren Fokus auf Kennzahlen legt, die direkten Einfluss auf ihre Investition haben, sie verarbeitet Informationen eine Aggregationsstufe über der Detailanalyse der Sellside.

854) Quelle: Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 33.
855) Quelle: Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Finanzmarktkommunikation mit Finanzanalysten, S. 154.
856) Vgl. Wolbert, Joachim (2006): Chance DRS 15, Bedeutung des Lageberichts für IR, S. 5.

Die Wertigkeit der quantitativen Kennzahlen hängt im Übrigen von dem Anlagestil ab. Ähnlich wie bei den Informationsbedürfnissen der Sellside-Analysten überwiegen relative Bewertungsverfahren, wobei substanzorientierte Investoren (Value) dem Verhältnis von Enterprise Value zu EBITDA und vorwärtsgerichtetem Kurs-Gewinn-Verhältnis hohe Bedeutung beimessen, während Wachstumsinvestoren (Growth) Umsatzsteigerungen, langfristige Wachstumsschätzungen und Prognosen über das Gewinnwachstum pro Aktie besonders gewichten.[857] Diese Ergebnisse weichen naturgemäß von den Informationsbedürfnissen der Sellside-Analysten ab. Die Buyside hat ein breites Anlageuniversum zu betreuen und kann nur selten ein in die Detailtiefe gehendes Bewertungsmodell für einzelne Unternehmen anlegen und kontinuierlich pflegen.
Abschließend lässt sich jedenfalls festhalten, dass die Buyside grundsätzlich korrespondierende Informationsbedürfnisse hat wie die Sellside. Beide Gruppen sind daran interessiert, ein realistisches Bild über die Perspektiven des Unternehmens zu erhalten, was sowohl die aktuelle Marktposition, die Zielsetzung als auch potenzielle Risiken angeht.[858]

13.2.2 Informationsquellen institutioneller Investoren

Als wichtigsten Kommunikationskanal nutzen institutionelle Investoren Jahresabschluss und Quartalsbericht sowie den direkten Kontakt zum Unternehmen und Investorenveranstaltungen, wobei die Einschätzung der Wertigkeit der jeweiligen Quellen zwischen deutschen und angloamerikanischen Investoren stark differiert. Während in Deutschland schriftliche und unpersönliche Materialien wie Geschäftsbericht und Quartalszahlen bevorzugt werden, nennen angloamerikanische Investoren dialogorientierte Kommunikationsformen wie Einzelgespräche und Investorentreffen. Wegen der hohen Anlagesummen, die insbesondere Pensionsfonds für ihre Anleger verwalten, interessieren sie sich insbesondere für Managementleistungen, weswegen sie der Darstellung der Corporate Governance hohes Gewicht beimessen.[859]

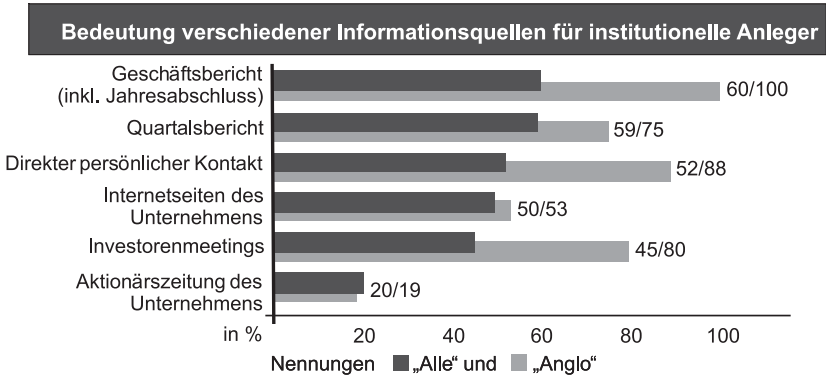


Abbildung 40: *Präferenzen in den Informationsquellen von institutionellen Investoren*[860]

Unterschiede sind bei der Nutzungsintensität der einzelnen Bestandteile des Geschäftsberichts auffällig. Bei der Gesamtgruppe der Investoren ergibt sich folgende Reihenfolge: GuV, Segmentberichterstattung, Bilanz, Kapitalflussrechnung und Lagebericht, angloamerikanische Nutzer der Geschäftsberichte nennen die Kapitalflussrechnung an erster Stelle, gefolgt von Bilanz und GuV und Anhang.[861] Das bestätigt den bereits bei den Sellside-Analysten festgestellten Trend der weniger durch Bewertungsspielräume beeinflussbaren Kapitalflussrechnung und ihrer internationalen Vergleichbarkeit. Angloamerikanische Investoren interpretieren folglich Schwankungen bei der Kapitalflussrechnung als Gewinnschwankungen.[862]
Als Investitionshemmnis gelten unterschiedliche Rechnungslegungsmethoden und insgesamt unzureichende Information.[863] Das erklärt teilweise, dass die angloamerikanischen Investoren alle Teile des Geschäftsberichts einschließlich des Anhangs intensiv analysieren und ihre Informationen durch persönliche Begegnungen mit dem Management abstützen.
Bemerkenswert ist, dass selbst 48 % der institutionellen Anleger opportunistisches Verhalten bei der Unternehmensleitung (Ausbeutungsrisiko) vermuten.[864] Damit lassen sich der Wunsch nach einem direkten Dialog mit dem Management als Kontrollinstrument und Vorzüge eines neutralen Informationskanals wie der Presse erklären.
Medien als Informationsquelle und ihr Einfluss auf Anlageentscheidungen scheinen bisher unterschätzt worden zu sein. Dabei ist sicher zu unterscheiden, welche Botschaft über welchen Kanal (TV oder Printmedien) an welchen Empfänger gesendet wird.[865] Meldungen in Massenmedien werden bei Kleinanlegern anders wirken als die Finanzpresse bei professionellen Entscheidern der institutionellen Investoren.[866] Bei ihnen kann von einer Leitfunktion i.S. des Agenda-Settings in der Berichterstattung über Wertpapiere bei dem Handelsblatt, der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, der Financial Times Deutschland und bei den Magazinen Wirtschaftswoche, Capital und manager-magazin gesprochen werden. Ähnliche Befunde sind in der Schweiz bei institutionellen Investoren und vermögenden Privatanlegern festzustellen. Nach einer Untersuchung im Jahr 2001 räumen sie den meinungsbildenden Print-Wirtschaftsmedien einen höheren Einfluss auf die Kursentwicklung ein als Analysten. Grundlage waren 70 Einzelgespräche mit 12 institutionellen Investoren, 34 bedeutenden Privatinvestoren, 12 Analysten und 12 Journalisten. Begründet wird dieser Einfluss damit, dass die Informationen gleichzeitig von einer qualifizierten Leserschaft innerhalb der Finanzgemeinde wahrgenommen werden.[867]

13.2.3 Entscheidungsfindung

Institutionellen Investoren wird in aller Regel ein hohes Maß an Professionalität und rationalen Entscheidungen unterstellt. Andererseits unterliegen individuelle Entscheider auf der untersten Stufe des Buying Centers innerhalb der institutionellen Investoren ebenso wie Analysten den bei Privataktionären beobachteten psychologischen Anreizen und Restriktionen in der Informationsverarbeitung.[868]
Daher haben einige Kapitalanlagegesellschaften und Vermögensverwalter neben organisatorischen Vorkehrungen für eine kollektive Entscheidungsfindung stark mechanistische Modelle der Entscheidungsfindung eingeführt. Rometsch[869] berichtet z.B. über

857) Vgl. Aboumeri, Jamil (2004): Competing for Institutional Capital: The Case for Investor Targeting, S. 4.
858) Vgl. Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderungen von Buyside-Analysten, S. 107.
859) Vgl. Clark, Gordon L. (2000): Pension funds and corporate governance: An Anglo-American Perspective, S. 7.
860) Quelle: Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 34.
861) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 34.
862) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 35.
863) Vgl. Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing. S. 195.
864) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 38.
865) Zur Inhaltsanalyse vgl. Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger, S. 134ff.
866) Vgl. zur Bedeutung und Reichweitenanalyse Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, S. 604ff.
867) Vgl. Eggenberger, Ursula et al. (2002): Die Instrumente der Investor Relations, S. 116f und 220ff.
868) Vgl. Willman, Paul (2002): Traders, managers and loss aversion in investment banking: a field study, S. 86; Montier, James (2005): Seven Sins of Management, S. 35f.
869) Vgl. Rometsch, Paul (2000): Strategische Alternativen für das Provisionsgeschäft von Kreditinstituten, S. 15.

ein in einer Privatbank angewandtes Verfahren, wonach sich die Wertpapieranalyse auf empirisch-wissenschaftliche Grundlagen stützt, quantitative Methoden einbezieht, Risiken nach der Portfoliotheorie streut und sich an der Informationseffizienz auf den wichtigsten Märkten orientiert. Stock-picking, d.h. die Auswahl einzelner Titel, hat nach seiner Darstellung nur einen Anteil von 10-20 % am Portfolio-Erfolg, tritt demzufolge hinter diesen Auswahlkriterien zurück.
Auch institutionelle Investoren, die auf der Grundlage von Computermodellen ihre Entscheidungen treffen, sind für Investor Marketing kaum erreichbar. Sie wollen Intuition bei der Unternehmensbewertung bewusst ausschalten und richten sich nach einem Computerscreening. Menschliche Erfahrung nutzen sie nur noch, um die Computervorschläge zu überprüfen.[870] Insofern handelt es sich um einen Mischtyp zwischen einem aktiv und passiv gemanagten Fonds mit weitgehend automatisierten Entscheidungen.[871] Die meisten institutionellen Investoren entscheiden jedoch auf der Grundlage eigener Anlagekriterien. Trotz des formalisierten Verfahrens in den Anlegergremien sind auch dort Erkenntnisse von Behavioral Finance nachweisbar. Institutionelle Investoren sind – wie Multiplikatoren – für Stimuli der Verfügbarkeitsheuristik empfänglich, d.h. die zuletzt zugegangene Information wird überbewertet.
IR kann dem begegnen, indem die Nachricht jeweils in einen sachlichen und zeitlichen Kontext zu früheren gestellt wird,[872] d.h. Kontinuität als Kommunikationsgrundsatz gewahrt wird. Manager aktiv gemanagter Publikumsfonds sind wegen des Performancedrucks besonders zu beachten. Der ständige Rechtfertigungsdruck kann gegenüber Kapitalgebern dazu führen, dass jeweils die Investition gewählt wird, die sich am leichtesten rechtfertigen lässt.

13.3 Bisherige Betreuungsmaßnahmen

Die Beziehungen zwischen Unternehmen und Investoren sind ebenso wie die zu den Journalisten unter Gesichtspunkten des Beziehungsmanagements zu betrachten, allerdings auf der höheren Ebene des fähigkeitsbezogenen Prozesses,[873] der abschätzen will, ob die Kommunikationspartner die notwendige Kompetenz haben, ihre Aufgaben zu erfüllen. Dabei geht es sowohl um die Fachebene IR-Mitarbeiter zu Analysten, noch stärker aber um die Einschätzung des Managements durch Investoren. Auf beiden Ebenen ist von einer erhöhten Wertschätzung einer dialogorientierten Kommunikation auszugehen, was empirische Befunde bestätigen.[874]

13.3.1 „Roadshows" und Einzelgespräche („One-on-Ones")

Einzelgespräche[875] im Rahmen von Roadshows sind die bevorzugten Betreuungsmaßnahmen des Unternehmens für institutionelle Investoren. Institutionelle Investoren schätzen es, wenn das Unternehmen aktiv auf sie zukommt und ein Gespräch im Hause des Investors anbietet.[876] Roadshows werden meist im Anschluss an die Veröffentlichung von Quartalszahlen oder sonstigen außerplanmäßigen wichtigen Ereignissen durchgeführt.

870) Vgl. BB-Invest (2006): Meine Strategie für mehr Wachstum: Investieren mit System, S. 2.
871) Vgl. Wiedebach, Christoph (o. J.): Stichwort „Aktien Investmentanalyse", o. S.
872) Vgl. Leise, Sonja (2004): How Behavioral Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, S. 52.
873) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmanagement, S. 201.
874) Vgl. Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, S. 317f.
875) Vgl. Deter, Henryk/Wiehle, Ulrich (2004): Roadshows und One-on-Ones, S. 175.
876) Vgl. Wendt, Otger (2005): Anforderungen an die Investor Relations aus Sicht der Adressaten, S. 422.

Diese intensiven Einzelgespräche, aber auch Round-Table- und Frühstücks-Meetings oder Kamingespräche werden im Rahmen einer zeitlich abgegrenzten Roadshow veranstaltet.[877] Die Unternehmensführung, in der Regel Vorstandsvorsitzender und/oder Finanzvorstand, kann innerhalb einer Woche bis zu 50 Einzelgespräche führen.[878] Dabei werden die großen internationalen Finanzplätze wie Frankfurt, London, New York, Zürich, Boston, Singapur, Tokio, Hongkong und BeNeLux, aber auch die Heimatorte wichtiger Investoren, besucht.
Bei manchen Unternehmen sind die Top-Investoren so zahlreich, dass trotz einer Managementverfügbarkeit von 20 bis 30 Tagen je Vorstandsmitglied (CEO und CFO) kaum Zeit für potenzielle institutionelle Investoren bleibt.[879] Hinzu kommt die Forderung der Sellside, das Management auf Roadshows in One-on-Ones sehen zu wollen, ein Wunsch, dem nur selten entsprochen wird.[880]
Großaktionäre möchten als eigentliche Entscheider ein- bis zweimal im Jahr von den Vorständen in Einzelgesprächen persönlich unterrichtet werden (sog. One-on-Ones). Sie streben eine persönliche Vertrauensbasis zum Top-Management an und verstehen sich als informierte und herausfordernde Gesprächspartner/Sparrings-Partner.[881] Damit wird aber auch eine Kontrollfunktion deutlich, wozu sich Fondsmanager naturgemäß nur gelegentlich öffentlich äußern. Eine Ausnahme waren die Fondsmanager Bolton von der amerikanischen Fondsgesellschaft Fidelity[882] und Strenger von der deutschen DWS,[883] die sich beide zu Dialogen mit Vorständen zitieren lassen, um diese von der Investorenmeinung zu überzeugen. Bisher haben sich Einzelgespräche als wirksamstes Einflussmittel institutioneller Investoren gegenüber dem Management erwiesen. Alle anderen Instrumente wie Verkauf oder Androhung der Aktienveräußerung, Wahrung der Aktionärsrechte in Gremien oder durch Klagen, Öffentlichkeitsarbeit einschließlich Redebeiträgen auf der Hauptversammlung sind weitgehend unwirksam.[884] Insofern hat sich ein ungeschriebenes Wall Street-Gesetz (Wall Street Rule)[885], wonach institutionelle Investoren nicht diskutieren, sondern kaufen oder verkaufen, geändert.
Der Vorstandsvorsitzende oder der Finanzvorstand präsentieren in Begleitung des IR-Managers die Ergebnisse und diskutieren die weitere Strategie des Unternehmens. Das Management hat zwischen 45 und 60 Minuten Zeit, die Investoren von der Strategie seines Unternehmens zu überzeugen.[886] Auf der Seite der institutionellen Investoren nehmen meist der Buyside-Analyst und die wichtigsten Portfoliomanager sowie gelegentlich der Head of Equity an den Gesprächen teil.
Investoren verschaffen sich damit – gelegentlich in einer privaten Atmosphäre[887] – einen Eindruck über das Management und dessen Qualität. Durch klare Darstellung der Equity Story und der sog. „Soft Facts" kann das Unternehmen Vertrauen im Kapitalmarkt aufbauen. In den Gesprächen wird mehr auf die Strategie als auf Quartalszahlen eingegangen, da diese meist bereits bekannt sind bzw. einfach zu recherchieren sind.[888] Bei ent-

877) Deter, Henryk/Wiehle, Ulrich (2004): Roadshows und One-on-Ones, S. 175.
878) Vgl. Deter, Henryk/Wiehle, Ulrich (2004): Roadshows und One-on-Ones, S. 175.
879) Eigene Beobachtung bei der Peer Group der Deutsche Telekom AG.
880) Eigene Beobachtung bei der Peer Group der Deutsche Telekom AG.
881) Vgl. Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderungen von Buyside-Analysten, S. 113.
882) Vgl. Freitag, Michael/Papendick, Ulric (2006): Heimliche Herrscher, S. 60.
883) Vgl. Freitag, Michael/Papendick, Ulric (2006): Großanleger, Europäische Alleingänge bewirken wenig, S. 2.
884) Vgl. Bassen, Alexander (o.J.): Einflussnahme institutioneller Investoren auf Corporate Governance und Unternehmensführung, S. 4f.
885) Vgl. Parrino, Robert et al. (2003): Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover, S. 4.
886) Vgl. Nix, Petra (2005): Investor Relations – Die unternehmerische Herausforderung, S. 312.
887) Vgl. Deter, Henryk/Wiehle, Ulrich (2004): Roadshows und One-on-Ones, S. 176.
888) Vgl. Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderungen von Buyside-Analysten, S. 113.

sprechender Vorbereitung durch IR kann an Gesprächsinhalte des letzten Gesprächs angeknüpft werden. Anknüpfungspunkte können auch persönliche, nicht-fachliche Dinge wie das Handicap beim Golf sein, was ein Zeichen von Vertrautheit ist und den Grad einer Bekanntschaft anzeigt.[889]
Für Transaktionen der institutionellen Investoren ist der persönliche Eindruck einschließlich der non-verbalen Kommunikation, den das Management vermittelt, mitentscheidend. Sie billigen jenen bei Informationen über das Unternehmen naturgemäß eine höhere Fachkompetenz zu als sich selbst, was insbesondere für Prognosen über die künftige Geschäftsentwicklung gilt.[890] Bei Analysten und Investoren ist sogar eine ausgesprochene „Autoritätsgläubigkeit" festzustellen.[891]
Die Roadshow-Organisation kann bei entsprechenden IR-Ressourcen vom Unternehmen selbst durchgeführt werden, andernfalls wird sie Agenturen oder Corporate-Access-Teams der Broker übertragen.[892] Im Allgemeinen haben Broker einen guten Kontakt zu Investoren und kennen ihre Anlagebedürfnisse. Sie entlasten damit die IR-Abteilung des Unternehmens und sind oft sogar bereit, sich an den vor Ort anfallenden Kosten der Roadshow zu beteiligen. Erhalten sie ein Mandat, schlagen sie einzuladende Investoren für die Roadshow vor, unterstützen demzufolge das Investoren Targeting aus eigenem Interesse.[893]
Bei den Investoren, die schon engagiert sind, werden die Transaktionen seit dem letzten Besuch analysiert, z.B. ob und aus welchem Grund sich der Aktienbestand verändert hat. Hat das Management vorgegebene Anlagevorschriften ausgeschöpft, oder kann noch aufgestockt werden? Warum halten Investoren trotz großen Anlagevolumens und grundsätzlich passender Anlagerichtlinien und -ausrichtung nur geringe Anteile? Eine Zielgruppe können auch Investoren sein, die unterdurchschnittlich ins eigene Unternehmen, aber überdurchschnittlich in Unternehmen der Peer Group investiert haben.[894]
Für sog. Missionary Roadshows, also Roadshows, die lediglich potenzielle Investoren zum Ziel haben, werden anhand des Investoren-Targetings Investoren identifiziert, die trotz eines mit der Unternehmenspositionierung übereinstimmenden Anlagestils in diesem Titel untergewichtet oder nicht investiert sind. Bei der Identifikation potenzieller Investoren hilft entweder der Broker oder die Shareholder-ID bzw. dahinterstehende Datenbanken, da das Aktienregister definitionsgemäß hierüber keine Auskunft gibt.
Als vorbereitendes Briefing erstellen Broker und Dienstleister zu jedem einzelnen Investor aus Datenbanken Profile. Diese beinhalten beispielsweise die Größe des Portfolios, den Investmentstil sowie die Positionen der Fonds in der eigenen Aktie bzw. der Peer Group.
Nach der Roadshow gehört die Rückkopplung zur Dienstleistung von Brokern. Damit erhält das Unternehmen Informationen über das Buying Center des Investors, die es mit eigenen Mitteln kaum gewinnen könnte. Vertriebsmitarbeiter des Brokers nehmen mit den Teilnehmern an der Roadshow Kontakt auf, da sie sich ein Kaufinteresse an den präsentierten Aktien erhoffen. Entsprechend den Geschäftsgebräuchen in der Finanzgemeinde werden diese Transaktionen über den Organisator der Roadshow abgewickelt.
Wegen dieser Vertriebsusancen schätzen einige Investoren den direkten Kontakt zum Unternehmen ohne Mittelsmänner.[895] Der Folgekontakt durch die Sales-Teams der Broker entfällt dann. Die Gegenleistung der direkt angesprochenen Investoren ist ihr offenes Feedback, da sie sich sicher sind, dass ihre Rückkopplung ungefiltert ankommt, was selbst Vertreter von Hedgefonds zugestehen.[896] Broker haben auch nicht unbedingt ein Interesse, Investoren zu präsentieren, von denen sie keine Transaktionen erwarten oder von denen sie wissen, dass sie eher über andere Broker kaufen. Insofern ist eine eigene Auswahl der Investoren und die selbständige Durchführung der Roadshow inkl. Rückkopplung vorzuziehen. Es liegt durchaus im Unternehmensinteresse, eine langfristige Beziehung zu bestehenden Aktionären aufzubauen, auch wenn sie nicht unmittelbar als Käufer in Frage kommen.
Aus Unternehmenssicht gehört die Evaluation einer Roadshow zu den wichtigsten Bestandteilen einer Roadshow überhaupt, da sie kritische Punkte offen legt und konstruktive Kritik aufwirft, die für die weitere Kommunikation mit Investoren genutzt werden kann. Mit einer mittelfristigen strategischen Marketingplanung ließe sich eine Investorenansprache organisieren, die eine ausgewogene Aktionärsstruktur innerhalb der institutionellen Investoren schafft und die Abhängigkeit von einem oder wenigen Großaktionären mindert. Nicht zuletzt bietet das Feedback wichtige Informationen für die Vorbereitung auf künftige Gespräche.[897]

13.3.2 Investorenkonferenzen/Investorentage

Investorenkonferenzen werden häufig von Investmentbanken organisiert und widmen sich meist einer speziellen Branche oder einem Marktsegment.[898] Dabei stellen Vorstände ihre Unternehmen einer Vielzahl von institutionellen Investoren vor. Aber auch Einzelgespräche werden organisiert. Qualität und Nutzen einer solchen Veranstaltung hängen davon ab, ob der Veranstalter attraktive Investoren für diese Konferenz als Teilnehmer gewinnen kann.[899]
Investorentage können auch vom Unternehmen selbst organisiert werden. So veranstaltet beispielsweise die Deutsche Telekom AG regelmäßig einen eigenen Investorentag auf der CeBIT, zu der sowohl die Buy – als auch die Sellside-Analysten eingeladen werden, wobei sich die Teilnahme auf europäische Besucher beschränkt. Der Schwerpunkt der Veranstaltung liegt auf der Verknüpfung von operativer Tätigkeit und Finanzmarkt. So zeigt die Deutsche Telekom AG auf dem Messestand Innovationen, in Vorträgen wird das dazugehörige Geschäftsmodell erläutert. Neben dem Vorstandsvorsitzenden und dem Finanzvorstand berichten auch die anderen Vorstände über Entwicklungen in ihren Ressorts. Parallel zu den Präsentationen laufen Einzelgespräche mit den Vorständen, in denen diese Themen individuell vertieft werden können. Die Abrundung eines solchen Tages findet dann in entspannter Atmosphäre beim Abendprogramm statt, was beiden Seiten die Möglichkeit der Intensivierung des Kontaktes und Austausches über das Fachliche hinaus bietet.
Das Unternehmen selbst kann das Programm aktiv gestalten und eine Verbindung zwischen Finanz- und Produktwelt herstellen, d.h. ein einheitliches Investoren Marketing betreiben und nicht nur das Derivat „Aktie" vermarkten. Ähnliche Ziele verfolgen Veranstaltungen am Firmensitz mit Betriebsbesichtigungen, um ein Bild über die Produktionsprozesse und Mitarbeiter des Unternehmens zu gewinnen.

889) Vgl. Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, S. 201.
890) Vgl. Bittner, Thomas (1996): Die Wirkungen von Investor-Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, S. 59.
891) Vgl. Montier, James (2005): Seven Sins of Fund Management, S. 46.
892) Vgl. Schnetzer, Anne (2001): Road Show – notwendiges und/oder hinreichendes Instrument der Investor Relations, S. 318ff.
893) Vgl. Peters, Jörg (2000): IR-Techniken und zielgruppengerechte Ansprache, S. 70.
894) Vgl. Deter, Henryk/Wiehle, Ulrich (2004): Roadshows und One-on-Ones, S. 178.
895) Vgl. Briel, Daniel et al. (2002): Die Rolle der Investoren, S. 151.
896) Vgl. Roderick, Jack (2005): Investor Relations and Hedge Funds, S. 6.
897) Vgl. Deter, Henryk/Wiehle, Ulrich (2004): Roadshows und One-on-Ones, S. 183.
898) Vgl. Peters, Jörg (2000): IR-Techniken und zielgruppengerechte Ansprache, S. 69.
899) Vgl. von Düsterlho, Jens-Eric/Huber, Alexander-Jan (2004): Analysten- und Investorenkonferenzen, S. 197.

14 Zusammenfassung und Ausblick

Aus Sicht des Unternehmens können bei den IR-Zielen die Erhaltung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten und der Schutz vor feindlichen Übernahmen, eingebettet in das Ziel der Stabilität der Aktionärsstruktur, als die wichtigsten finanzpolitischen Ziele (Fundamentalziele) bezeichnet werden. Übergeordnet ist das Gesamtunternehmensziel der Steigerung des Unternehmenswertes. Alle kommunikationspolitischen Zielsetzungen sind in dieser Zielhierarchie Instrumentalziele.

Investor Relations als operative Abteilung eines Unternehmens kann nur beschränkt zu den finanzpolitischen Zielen und zu dem übergeordneten Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes beitragen. Dieser Aufgabe kann sich Investor Marketing, verstanden als Austausch von Diensten und Informationen, stellen, wenn es im Rahmen der Unternehmensidentität (Corporate Identity) als Funktion in das Gesamtunternehmen einbezogen wird. Die Arbeit der operativen IR-Abteilung ist eine wichtige immaterielle Dienstleistung, sie vertreibt das Wirtschaftsgut Information an ihre Kunden, die Mitglieder der Finanzgemeinde. In diesem Rahmen kann sie definierte operative Ziele in der Kommunikationspolitik wie die Erhöhung der Analysten-Coverage oder eine gewisse Steuerung der institutionellen Eigentümer als eigenständige Ziele übernehmen.

Bei der Übertragung des Marketing-Instrumentariums aus Güter-, Dienstleistungs- und Industriegütermarketing auf das Investor Marketing i.S. von Förderung des Aktienabsatzes ergab sich eine Reihe von Schwierigkeiten. Zwar lässt es die auf hiesigen Märkten vorherrschende Form der halbstrengen Informationseffizienz zu, auf Kapitalmärkte mit Informationen einzuwirken. Dem Marketinginstrumentarium sind dennoch gewisse Grenzen gesetzt. Das Unternehmen liefert keine Güter oder Dienstleistungen unmittelbar an einen Endabnehmer. Selbst wenn es den Kapitalmarkt in Anspruch nimmt, etwa bei dem ersten Börsengang oder bei einer späteren Kapitalerhöhung, bedient es sich des Bankensystems als Absatzmittler.

Der Aktionär steht zwar als Eigentümer in einer Dauerbeziehung zu dem Unternehmen, hat aber die Option, die Aktie jederzeit zu verkaufen. Macht der Aktionär hiervon Gebrauch, d.h. werden Aktien an der Börse (Sekundärmarkt) gehandelt, bestehen keine direkten Kundenbeziehungen zwischen Aktionär und Unternehmen. IR fungiert als Absatzhelfer für den Altaktionär, indem es Informationen über das gehandelte Produkt zur Verfügung stellt. Im Hinblick auf den Aktienkäufer übernimmt IR sozusagen eine Funktion als Makler, ohne in einem Vertragsverhältnis zu einem der beiden Partner zu stehen.

Aus dieser Marktsituation, in der sich das Unternehmen befindet, ergeben sich naturgemäß Probleme bei der Abgrenzung eines relevanten Marktes und von Zielgruppen. Aus pragmatischen Gründen folgt die Arbeit der herkömmlichen Aufteilung in Privataktionäre, institutionelle Investoren und Informationsintermediäre. Investoren werden wiederum nach ihren Kaufpräferenzen und Anlagestilen unterschieden, um wenigstens einer praxistauglichen Orientierung für die Ansprache der Kapitalmarktteilnehmer zu folgen.

Die Stellung auf den Sekundärmärkten verdeutlicht, dass das Unternehmen über eines der wichtigsten Instrumente des Marketings, nämlich die Preis- und Konditionenpolitik, nur eingeschränkt verfügt, d.h. nur bei dem ersten Börsengang und bei Kapitalerhöhungen. Gewisse preispolitische Entscheidungen können im Rahmen der Dividendenpolitik und bei den Konditionen für Kapitalerhöhungen getroffen werden. Ansonsten findet die Preisfindung nur – wenig beeinflusst von IR-Maßnahmen des Unternehmens – über die Börsen statt, allerdings orientiert an dessen leistungswirtschaftlichen Erfolgen. Insofern ist die Aktie ein derivatives Produkt.

In der Produktpolitik ist das Unternehmen wegen der Standardisierung des Produkts Aktie (Kategorisierung der Aktien, Festlegung des Nennwerts) und der starken Regulierung der Kapitalmärkte nicht frei. Allerdings stehen mit REITs, globalen Namensaktien, American Depositary Receipts und der neuen Europäischen Gesellschaftsform einige neue Aktiengattungen bereit, bei denen abgewartet werden muss, wie sie sich am Markt durchsetzen. Bei auf Sekundärmärkten eingeführten Aktien sind Gestaltungsmöglichkeiten immerhin noch über den Wechsel des Börsensegments möglich. IR kann wichtige Hinweise an das Unternehmen geben, wie das Produkt Aktie trotz der Einschränkungen gestaltet werden kann, sobald es entsprechende Anregungen aus seinen Kontakten mit Investoren gewonnen hat.

Das Hauptanwendungsgebiet des Investor Marketings ist die Kommunikation mit den Investoren und den Informationsintermediären. Bei Privataktionären ebenso wie institutionellen Investoren laufen Informationsbeschaffungs- und -verarbeitungsprozesse ähnlich ab. Der völlig rationale Entscheider als homo oeconomicus ist auf den Märkten nicht anzutreffen, eingeschränkte Rationalität sorgt entweder für irrationale Entscheidungen oder – in der Mehrzahl aller Fälle – für quasi-rationale zufrieden stellende Entscheidungen. Bei institutionellen Entscheidern kommen Probleme des Entscheidungsprozesses in Organisationen (Buying-Centers) hinzu, über die nur schwer Informationen zu erlangen sind.

Der Informationsbedarf der Privataktionäre dürfte weit hinter den tatsächlich angebotenen und in Anspruch genommenen Informationen zurückbleiben. Bei der Informationsverarbeitung und im Entscheidungsprozess ist bei vielen Selbstüberschätzung (Overconfidence) festzustellen. Entgegen der Selbsteinschätzung der in der Studie der Deutsche Post AG befragten Aktionäre (Interesse an der langfristigen Vermögensbildung) ist eher davon auszugehen, dass recht kurzfristig eingestellte Anleger die Mehrheit der Anteilseigner bei deutschen Aktiengesellschaften bilden. Umso höher ist die Verantwortung der Unternehmensleitungen als Agenten auch den Prinzipal „Privatanleger" einzuschätzen, diesen nicht durch verborgene Informationen oder Aktionen (hidden information und hidden action) zu überfordern oder zu übervorteilen.

Es lässt sich auch die Schlussfolgerung ziehen, dass das überwiegende Abstellen der IR-Kommunikation auf kognitive Elemente um emotionale Gesichtspunkte ergänzt werden sollte. Damit könnten auch die Aktieninteressierten erreicht werden, die Informationen nur peripher wahrnehmen. Änderungsbedarf gibt es nicht nur bei klassischen IR-Instrumentarien wie der Hauptversammlung, sondern auch bei Geschäftsberichten und Aktionärsbriefen. Vernachlässigt wird bisher das „Cross-Selling-Potenzial", d.h. Kunden zu Aktionären und umgekehrt zu machen.

Der relativ hohe Anteil von misstrauischen Aktionären sollte zu Änderungen in der Kommunikationspolitik und im Verhalten führen. Wenn wenig erfahrene Anleger stark auf

die Bestätigung des Geschäftsberichts durch die Wirtschaftsprüfer vertrauen, ist das ein Zeichen für weit verbreitetes Misstrauen gegenüber Unternehmen und Management. Aber selbst bei institutionellen Investoren findet sich viel Skepsis. Sie nutzen häufig neutrale Informationsquellen wie die Medien, die den Unternehmen gegenüber Distanz einnehmen. Daher sollte ein vorsichtiges „Presse-Coaching" versucht werden, wie es in den Schlussfolgerungen zur Studie der Deutsche Post AG vorgeschlagen wurde.[900] Dazu könnte ein Bezug zur leistungswirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens hergestellt werden (Vorstellung neuer Produkte). Kognitiv könnte in die Problematik von Unternehmensbewertungen und die Wertschöpfung im Unternehmen eingegangen werden.

Bei den Einstellungen gegenüber Aktien als Anlage macht sich in Deutschland eine starke Risikoaversion bemerkbar. Jedoch ist der ansteigende Markt für Derivate und alternative Kapitalprodukte, der sich nur kurz nach der Blase am Neuen Markt bemerkbar machte, ein erneutes Zeichen für eine gewisse Spekulationsneigung. Eine Neuausrichtung der Kommunikation ist daher dringlich, da nur auf diese Weise langfristig kaufentscheidende Einstellungen geändert werden können. Als besondere Zielgruppe wären langfristig orientierte Anleger, besonders Frauen, als Vorsorgesparer anzusehen. Da sie weniger aktiv als Männer oder institutionelle Investoren umschichten, kann bei ihnen mit einer längeren Haltedauer der Aktie und höherer Aktionärsloyalität gerechnet werden.

Bei institutionellen Investoren sind in den letzten Jahren Veränderungen zu beobachten. Zu aktiv gehandelten Publikums- und Spezialfonds entwickelt sich Konkurrenz in Form von passiven Indexfonds, Hedge- und Private Equity-Fonds. Mit diesen sog. alternativen Anlageformen soll in jeder Börsenlage ein absoluter Gewinn erwirtschaftet werden, während herkömmliche Fonds sich prozentual an Indices als Benchmarks messen lassen müssen. Werden diese nicht erreicht, werden angelegte Mittel abgezogen und in diese Fonds oder alternative Finanzprodukte, z.B. spekulative Derivate, umgeschichtet. Institutionelle Anleger, insbesondere Versicherungen, bedienen sich der Spezialfonds, legen aber ebenfalls erheblich in alternativen Fonds an. Wegen dieses Performancedrucks auf Portfoliomanager können Publikumsfonds nicht als loyale Aktionäre angesehen werden.

Der schrumpfende Markt für aktiv gemanagte Aktienfonds lässt die Zahl der Sellside-Analysten zurückgehen. Deren Vergütungssystem wird durch zunehmende Forderungen nach Gebührentransparenz bei den Fonds, vor allem von den Aufsichtsbehörden angemahnt, in Frage gestellt. Hinzu kommt, dass große Fonds sich für ihre Transaktionen zunehmend den preisgünstigsten Broker suchen und dafür auf Analysen der Sellside-Analysten verzichten (sog. Unbundling). Das kann Folgen für die Coverage durch Sellside-Analysten haben, deren Vergütung aus den Transaktionsprovisionen ihrer Arbeitgeber, d.h. der Broker, bezahlt wird. Das macht es für IR noch schwieriger, Partner in den Buying-Centers zu identifizieren.

Die Kapitalmärkte selbst sind durch Umstrukturierungen bei den Finanzdienstleistern wie Fusionen zwischen Banken und rasche elektronische Informationsausbreitung gekennzeichnet. Theoretisch nimmt damit die Informationseffizienz der Märkte zu, was aber gleichzeitig zu einer kaum mehr zu verarbeitenden Informationsüberflutung führt. Kapitalmärkte werden für Herdenverhalten anfällig. Hinzu kommen elektronische Handelsplattformen, die auf dem Sekundärmarkt Börse nahezu ununterbrochenes Handeln zulassen. Gegen solche markttechnischen Volatilitäten kann IR mit kommunikationspolitischen Mitteln wenig ausrichten.

900) Vgl. Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, S. 39.

Die Kaufkraft der Anlegerschaft, d.h. das für Aktienanlagen zur Verfügung stehende Kapital, wird in den nächsten Jahrzehnten aus zwei Quellen gespeist: vererbte Vermögen und die zunehmende Kapitaldeckung der Altersversorgung, die weltweit nach Anlagemöglichkeiten sucht. Diese Situation erfordert ein ganzheitliches Investor Marketingkonzept für das Unternehmen, was über die herkömmliche Finanzkommunikation, aber auch über Investor Marketing als Verkaufsförderung für die Aktie des Unternehmens noch hinausgeht.
Ein bewusstes Suchen nach einer ausgewogenen Aktionärsstruktur, mit der sich die Unternehmensstrategie verwirklichen lässt, ist vielfach nur bei Wagnisfinanzierungen, bei angestrebten Beteiligungen von Privatkapital (Private Equity), bei dem ersten Börsengang (IPO) und bei Kapitalerhöhungen zu beobachten, aber nicht mehr auf dem Sekundärmarkt Börse. Das Unternehmen selbst kann IR strategisch einsetzen, um eine ausgewogene Aktionärsstruktur zwischen Privataktionären und institutionellen Eigentümern zu erreichen, die den künftigen Kapitalbedarf leichter erfüllen kann und einen Schutz vor feindlichen Übernahmen bietet. Von der Aktionärszusammensetzung geht auch eine Signalwirkung aus, weshalb in der Finanzgemeinde angesehene Investoren gewonnen werden sollten. Geografisch kann das Investor Marketing einer Geschäftsausweitung folgen, wobei unterschiedlichen Mentalitäten hinsichtlich der Aktienakzeptanz Rechnung getragen werden sollte.
Eine große Aufgabe für IR besteht in dem weiteren Abbau von Informationsasymmetrien. Mangelnde Kenntnisse sind die häufigste Quelle für Risikoaversion. Das betrifft vornehmlich Privatanleger, was in dem Wunsch nach zusätzlicher Wissensvermittlung über die Börsen, wie er in der Umfrage der Deutsche Telekom AG zum Ausdruck gekommen ist, offensichtlich wurde. IR wird sich in den eigenen Kommunikationsmaßnahmen um diese kognitiven Defizite bemühen müssen, ohne dabei konative und affektive Elemente zu vernachlässigen.
Eine maximale faire Bewertung des Unternehmens ist trotz aller IR-Bemühungen nur durch eine Verbindung mit der realwirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens zu erreichen.

Literaturverzeichnis

Aboumeri, Jamil (2004): Competing for Institutional Capital: The Case for Investor Targeting, The DIRK Conference, Frankfurt, online im Internet: http://www.dirk.org/graphics/Dirk/Dokumente-PDF/Jahreskonferenz/DIRK-Konferenz_2004/Praesentationen/WS_4.3_Aboumeri.pdf, Zugriff am 28.10.2006.

Achleitner, Ann-Kristin (2002): Handbuch Investment Banking, 3. Auflage, Wiesbaden.

Achleitner, Ann-Kristin et al. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen, Stuttgart.

Achleitner, Ann-Kristin/Bassen, Alexander (2001): Investor Relations am Neuen Markt, Stuttgart.

Ahlers, Sabine (2000): Die organisatorische Einbindung von IR in das Unternehmen, in: DIRK (Hrsg.) (2000): Investor Relations, Wiesbaden, S. 29-34.

Akerlof, George F. (1970): The Market for "Lemons" – Quality, Uncertainty and the Market Mechanism, in: The Quarterly Journal of Economics, online im Internet: http://www.google.de/search?q=cache:MYWuasezZQoJ:mitpress.mit.edu/catalog/item/default.asp%3Ftid%3D8%26ttype%3D4%26xcid%3D1162%26xid%3D13+quarterly+journal+of+economics+%22the+market+for+lemons+quality+uncertainty%22&hl=de, Zugriff am 1.11.2004.

Akerlof, George F. (2001): Writing the Market for „Lemons": A Personal and Interpretative Essay, online im Internet: http://nobelprize.org/economics/articles/akerlof/, Zugriff am 1.11.2004.

Albrecht, Thomas (2003): Die Anforderungen von Buyside-Analysten, in: Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (Hrsg.) (2003): Investor Marketing, Wiesbaden, S. 95-113.

Allen, Donald (2004): Fundamentals of IR, in: Cole, Mark Benjamin (Hrsg.): The New Investor Relations, Expert Perspectives on the State of the Art, Princeton/New Jersey/USA, S. 3-21.

Allianz Aktiengesellschaft (2006): Securities Prospectus, online im Internet: http://www.allianz.com/Az_Cnt/az/_any/cma/contents/1251000/sa Obj_12 51908_ Allianz_ Prospectus .pdf , Zugriff am 29.11.2006.

Allianz Gruppe (2006): Basisinformationen, online im Internet: http://www.allianz.com/azcom/dp/cda/0,,38745-49,00.html, Zugriff am 29.11.06.

Alphéus, Ingo/Liedtke, Carsten (2002): Der Aktionär als Kunde oder: Was IR-Manager von ihren Vertriebs- und Marketingkollegen lernen können, 5. DIRK-Jahreskonferenz, online im Internet: http://www.dirk.org/graphics/Dirk/Dokumente-PDF/Jahreskonferenz/dirk-konferenz-2002/praesentationen/6D-Liedtke-Alpheus.pdf, Zugriff am 25.9.2006.

American Marketing Association (2004): AMA Adopts New Definition of Marketing, online im Internet: http://www.marketingpower .com/content21257.php, Zugriff am 24.11.2006.

Anderson, Jeff/Smith, Gary (2006): A Great Company can be a great Investment, in: Financial Analysts Journal, Ausgabe 4/2006, S. 86-93.

Backhaus, Klaus (2003): Industriegütermarketing, 7. Auflage, München.

Baetge, Jörg (2006): Vorwort, in: Nix, Petra et al. (2006): Wertorientierte Berichterstattung im Dax – Trends und Best Practices, PricewaterhouseCoopers, Frankfurt.

BaFin (1999): Rundschreiben 17/99, Anhang, online im Internet: http://www.bafin.de/rundschreiben/95_1999/rs17_99a.htm, Zugriff am 24.11.2006.

Balz, Manfred (o.J.): Die Tele-Hauptversammlung, online im Internet: http://www.jura.uni-duesseldorf.de/service/hv/tele-hv.htm, Zugriff am 26.11.2006.

Bamberg, Günther/Coenenberg, Adolf (1996): Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, 9. Auflage, München.

Barber, Brad M./Odean, Terrance (2001): Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, in: The Quarterly Journal of Economics, Februar 2001, S. 261-292.

Barber, Brad M./Odean, Terrance (2004): All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors, online im Internet: http://www.nhh.no/for/seminars/2004-fall/020904.pdf, Zugriff am 1.11.06.

Barberis, Nicholas et al. (1998): A model of investor sentiment, in: Journal of Financial Economics No. 49, S. 307-343.

Bassen, Alexander (2006): Competence Site, E-Interview zum Thema Corporate Governance (CG), online im Internet: http://www.competence-site.de/strategmanagement.nsf/0534B65271C27C6AC1256BD40036D75C/$File/interview%20herr%20bassen.pdf, Zugriff am 10.12.2006.

BB-Invest (2006): Meine Strategie für mehr Wachstum: Investieren mit System, Aktienfonds, Die Lingohr-Klasse, online im Internet: http://www.bb-invest.de/download/pdf/FLLingohr.pdf#search=%22lingohr%20fonds%22, Zugriff am 2.10.2006.

Becker, Walther (2005): Neue Investoren mischen deutsche Unternehmen auf, online im Internet: http://www.boersen-zeitung.com/ online/redaktion/aktuell/vollansicht_st.php?artikelID=1_89_61_59_53_251_ 6_242_, Zugriff am 23.9.2006.

Bienek, Heiko (2004): Beurteilung von Unternehmen aus Sicht eines Portfolio-Managers/Analysten am Beispiel ausgewählter Industrie-Werte, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden.

Bittner, Thomas (1996): Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten, Bergisch Gladbach, Köln, zugleich Köln, Univ. Diss.

Bloechl, Anke/Schemuth, Jan (2003): Shareholder Relationship Management, in: Teichmann, René (Hrsg.) (2003): Customer und Shareholder Management, Berlin, Heidelberg, New York, S. 86-97.

Bogle, John C. (1994): Bogle on Mutual Funds, New York.

Borcherding, Jan/Gerbracht Christine (2006): Zielgruppenanalyse, Die Wünsche der jungen Kunden, in: die bank, Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis, Nr. 8, August 2006, S. 28-33.

Borghoff, Volker (2005): Investor Relations aus Sicht eines Finanzanalysten, in: Kirchhoff, Klaus Rainer/Piwinger, Manfred (2005): Praxishandbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 385-392.

Börsch-Supan, Axel (2000): Das Sparverhalten verstehen, online im Internet: http://www.boersch-supan.de/axel/Sparverhalten.pdf, Zugriff am 29.10.2006.

Börsen-Zeitung online (2005): Finanzinvestoren fühlen im Dax vor – Höherer Streubesitz öffnet die Türen, online im Internet: http://www. boersen-zeitung.com/online/redaktion/aktuell/vollansicht_st.php?artikelID=100_239_235_23_73_212_69_69_, Zugriff am 14.2.2006.

Böttger, Christian (2005): Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, online im Internet: http://www.boeckler. de/pdf/mbf_boettinger_finanzinvestoren_2005.pdf, Zugriff am 29.11.2006.

Bowers, Katherine (2005): Wal-Mart Shareholder Event an Emotional Roller Coaster, online im Internet: http://216.109.125.130/search/cache?p=wal-mart+shareholder+meeting+event&sp=1&fr=yfp-t-500&ei=UTF-8&SpellState=n-3124215603_q-3txE.5yNvSWr14hh371SQgABAA%40%40&u=www.newratings.com/analyst_news/article_882529.html&w=wal+mart+shareholder+meeting+event&d=C04veiQ8NcFV&icp=1&.intl=us, Zugriff am 21.9.2006.

Brandt, Oliver (2000): Inhalte von Investor Relations, in: DIRK (Hrsg.) (2000): Investor Relations, Wiesbaden, S. 117-130.

Braun, Lucy (2003): Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt, DIRK Forschungsreihe, Band 1, Wolfratshausen.

B*reuer, Wolfgang/Hartmann, Nora (2003):* Unternehmensfinanzierung und beschränkte Rationalität, Das Beispiel optimaler Dividendenpolitik, Working Papers, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, online im Internet: http://scholar.google.de/scholar?hl=de&lr=&q=cache:BbfvGvy4KfUJ: www.rwth-aachen.de/bfw/publika/wpaper/download/wp1201.pdf+dividendenpolitik+autor:n-hartmann, Zugriff am 3.10.2006.

Breuer, Wolfgang/Stotz, Olaf (2004): Behavioral Corporate Finance, Forschungsinstitut für Asset Management an der RWTH Aachen, Forschungsbericht 01/04, online im Internet: http://www.fifam.rwth-aachen. de/1024/downloads/FIFAM_01_04.pdf, Zugriff am 3.10.2006.

Briel, Daniel et al. (2002): Die Rolle der Investoren, in: Meier-Pfister, Martin/Thommen, Andreas S. (Hrsg.) (2002): Erfolgsfaktor Investor Relations?, Zürich, S. 148-158.

Brückmann, Bernd (2000): Beta-Faktoren der DAX-Werte auf den Euro-Stoxx 50 Index, online im Internet: http://www.stendal.hs-magdeburg.de/project/konjunktur/finance/beta.htm, Zugriff am 8.12.2006.

Bruhn, Manfred/Homburg, Christian (2001): Gabler Marketinglexikon, 1. Auflage, Wiesbaden.

Bundesfinanzministerium (2006): REITs - Was ist das eigentlich?, online im Internet: http://www. bundesfinanzministerium.de/lang_de/DE/Geld_und_Kredit/Aktuelle_Gesetze/004_b,templateId=raw,property=publicationFile.pdf, Zugriff am 28.11.2006.

Bundesministerium der Finanzen (2006): Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten

Anteilen, online im Internet: http://www.bundesfinanzministerium.de/lang_de/DE/ Aktuelles/Aktuelle_Gesetze/Gesetzentwuerfe_Arbeitsfassungen/007_a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf, Zugriff am 29.11.2006.

Bundesrepublik Deutschland, Finanzagentur GmbH (2006): Stichwort: Auftragserteilung, online im Internet: http://www.deutsche-finanzagentur.de/cln_051/nn_103492/DE/private Anleger/Auftragserteilung/auftragserteilung_node.html_nnn=true, Zugriff am 27.11.2006.

Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (2004): Spezialfonds - Individuelle Produkte für institutionelle Anleger, online im Internet: http://www.bvi.de/export/sites/internet/de/infocenter/publikationen/jahrbuecher/spezialfonds/spezialfonds_jb04/jb046166.pdf, Zugriff am 28.11.2006.

Bundesverband Investment und Asset Management e.V (2006): Investment 2006, Daten, Fakten, Entwicklungen, Frankfurt.

Capital MS&L (2002): Achieving „Best in Class" for Investor Relations. An Introduction to Capital Communications MS&L, London.

Cassar, Alexander/Diegelmann, Michael (2004): A Technique that links Investor Loyality to Customer Loyality, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, S. 631-642.

Centre for Financial Market Integrity (2004): CFA Institute Soft Dollar Standards, online im Internet: http://www.cfainstitute.org/centre/ethics/softdollar/pdf/SoftDollarStandards 2004.pdf, Zugriff am 6.11.2005.

Centre for Financial Market Integrity (2006): Breaking the short term cycle, online im Internet: http://www.niri.org/gateways/standards/standards_practice.cfm, Zugriff am 8.12.2006.

Chen, Shuping et al. (2006): Is Silence Golden? An Empirical Analysis of Firms that Stop Giving Quarterly Earnings Guidance, online im Internet: http://ssrn.com/abstract=820644, Zugriff am 15.11.2006.

Chudaska, Peter/Licharz, Richard (2005): Wird die Cyber-HV den Trend sinkender Kapitalpräsenzen auf Hauptversammlungen aufhalten oder umkehren?, online im Internet: http://www.dirk.org/upload/pdf/jahreskonferenz/jahreskonferenz8/4_3_Licharz_Chudaska.pdf , Zugriff am 23.11.2006.

Clark, Gordon L. (2000): Pension funds and corporate governance: An Anglo-American Perspective, online im Internet: http://72.14.221.104/search?q=cache:AQ6MgMpOUPgJ:www.hull.ac.uk/futgov/Papers/clarkpfunds.doc+clark+%22Pension+funds+and+corporate+governance%22&hl=de&gl=de&ct=clnk&cd=1, Zugriff am 22.11.2006.

Claus, James/Thomas, Jacob (1999): The equity risk premium is much lower than you think it is: empirical evidence from a new approach, online im Internet: http://www.som.yale.edu/Faculty/jkt7/papers/rmrf.pdf, Zugriff am 8.12.2006.

C*ortés, Alfons (2004):* Mit Behavioral Finance unterwegs, online im Internet: http://www.lgt-capital-management.com/cm/de/lgt_expect_more/behavioral_finance/dok_index/040301_alfons_cortxs_mit_behavioral_finance_unterwegs.pdf, Zugriff am 1.12.2006.

Cowell, Makinson (2006): The New US Market System, online im Internet: http://www. dirk.org/upload/pdf/jahreskonferenz/jahreskonferenz9/4.4_New_US_Market_System_MakinsonCowell.pdf, Zugriff am 12.07.2006.

Crawley, Thomas (2006): Fixed Income, The Forgotten Investor?, in: Citigroup Corporate Marketing (Hrsg.) (2006): IR University: The Market's Many Moving Parts, London, S. 1-11.

Cunningham, Lawrence A. (2006): Die Essays von Warren Buffett, Ein Buch für Investoren und Unternehmen, München.

DAI Factbook (2004): Statistiken, Analysen und Grafiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen, Frankfurt.

DAI Factbook (2006): Statistiken, Analysten und Grafiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen, derzeit noch im Druck, Frankfurt.

Dammann, Ulrich/Kummer, Tanja (2000): Namensaktie und Datenschutz, in: von Rosen, Rüdiger/Seifert, Werner G. (Hrsg.) (2000): Die Namensaktie, Deutsches Aktieninstitut und Deutsche Börse, Schriften zum Kapitalrecht Bd. 3, o.O., S. 45–62, online im Internet: http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/ dai_unsere_themen.htm, Zugriff am 7.10.2006.

Degeorge, Francois et al. (1999): Earnings management to exceed thresholds, in: Journal of Business, Vol. 72 (1999), No. 1, S. 1-33.

Deiters, Bert H. (2006): Der Beta-Faktor (ß) in Theorie und Anlagepraxis, online im Internet: http://www.deifin.de/thema010.htm, Zugriff am 8.12.2006.

Deter, Henryk/Wiehle, Ulrich (2004): Roadshows und One-on-Ones, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 175-183.

Deutsche Bank (o.J.): Private Wealth Management Deutsche Bank, online im Internet: http://www.pwm.db.com/pwm/de/select-services-familiy-office.html, Zugriff am 27.9.06.

Deutsche Börse (2006): Börsenlexikon, online im Internet: http://deutsche-boerse. com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/info_center/40_Know_how/10_Stock_Exchange_A_Z, Zugriff diverse bis 12.12.2006.

Deutsche Börse (2006): Dow Jones Euro Stoxx 50, online im Internet: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/isg/gdb_navigation/home?module=InOverview_Index&foldertype=_Index&wp=EU0009658145&wplist=EU0009658145&active=overview, Zugriff am 11.12.2006.

Deutsche Börse AG (2005): Ihr Weg an die Börse, online im Internet: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/sm_emittentenleitfaden.pdf, Zugriff am 20.06.2006.

Deutsche Börse AG (2006): Leitfaden zu den Aktienindices der Deutschen Börse, online im Internet: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/50_informations_services/30_Indices_Index_Licensing/21_guidelines/10_share_indices/equity_indices_guide.pdf, Zugriff am 8.11.2006.

Deutsche Börse Group (2006): Zugang zu Europe's largest Listing Platform, online im Internet: http://deutsche-boerse.com /dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing, Zugriff am 05.12.2006.

Deutsche Bundesbank (2006): Monatsbericht Juni 2006, online im Internet: http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2006/200606mba_vermoegensbildung_2005.pdf, Zugriff am 19.11.2006.

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (2006): HV-Präsenzen der DAX 30 Unter-

nehmen (1998-2006) in Prozent des stimmberechtigten Kapitals, online im Internet: http://www.dsw-info.de/uploads/media/HVPraesenz2006.pdf, Zugriff am 29.11.06.

*Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (2006): S*tichwort Stimmrechtsvertretung, online im Internet: http://www.dsw-info.de/Stimmrechtsvertretung.74.0.html, Zugriff am 6.10.06.

Deutsche Telekom AG (1999): Verkaufsprospekt und Börsenzulassungsprospekt, online im Internet: http://download-dtag.t-online.de/deutsch/investor-relations/5-publikationen/3-verkaufsprospekte/DT2_1999.pdf, Zugriff am 9.12.2006.

Deutsche Vereinigung für Finanzanlyse und Asset Management DVFA (2006): DVFA- Grundsätze für Effektive Finanzkommunikation, DVFA- Finanzschriften, Nr. 02/2006, Dreieich.

Devenow, Andrea/Welch, Ivos (1996): Rational herding in financial economics, in: European Economic Review, No. 40, S. 603-615.

Diegelmann, Michael/Schömig, Peter Noel (2004): Einfluss der Ratingveränderung auf die fundamentale Unternehmensbewertung, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 443-453.

DIRK (o.J.): Über uns, Knowledge/Service, Stichwort Investor Relations, online im Internet: http://www.dirk.org/sw1563.asp, Zugriff am 11.10.2006.

Döhle, Patricia (2006): Unternehmen, Geschäftsberichte, Auf zu neuen Ufern, in: manager-magazin, 10/2006, S. 119-130.

Döhle, Patricia et al. (2006): Artikel „ Es gibt tolle Firmen hier", Interview mit Blackstone-Chef Schwarzman über seine Pläne mit der Telekom, weitere Übernahmekandidaten – und die Fußball-WM, in: manager-magazin, 10/2006, S. 80-86.

DowJones Islamic Market Indices: Overview, online im Internet: http://www. djindexes. com/mdsidx/?event=showIslamicOverView, Zugriff am 10.10.2006.

Drobetz, Wolfgang et al. (2004): Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ausgabe 3/2006, S. 253-285.

Ebel, Bernhard/Hofer, B. Markus (2002): Marketing für den Börsenwert, online im Internet: http://www.simon-kucher.com/Internet-database/publication.nsf/0/6bb122d6fcb78803c1256bf80044a42e?OpenDocument&Click=, Zugriff am 12.05.2006.

Ebel, Bernhard/Hofer, Markus (2003): Investor Marketing, Wiesbaden.

Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (2003): Grundlagen der Investor Marketing-Strategie, in: Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (Hrsg.) (2003): Investor Marketing, Wiesbaden, S. 27-35.

Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (2003): Investor Marketing als Herausforderung, in: Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (Hrsg.) (2003): Investor Marketing, Wiesbaden, S. 17-25.

Eberhard, Peter/Scherler, Patrik (2003): Vom Umgang mit schlechten Nachrichten, in: Finanz und Wirtschaft, online im Internet: http://www.b-m.ch/deutsch/we/IR-Nachrichten.pdf, Zugriff am 12.11.2005.

Eckert, Carsten/Korn, Michael (2005): dbi Pressegespräch, 7. April 2005, online im Internet: http://www.dbi.de/pdf/Pressekonferenz.pdf, Zugriff am 10.10.2005.

Eckert, Daniel (2006): Analystenempfehlungen bringen Anlegern kaum Mehrwert, in: Die Welt, 1.9.06, S. 17.

Eckert, Daniel/Zschäpitz, Holger (2006): Neuorientierung, Fondskultur im Umbruch, in: Die Welt, 30.11.06, S. 17.

Eggenberger, Ursula et al. (2002): Die Instrumente der Investor Relations, in: Meier-Pfister, Martin/Thommen, Andreas (2002): Erfolgsfaktor Investor Relations? Finanzkommunikation in der Schweiz, Zürich, S. 107-118.

Ernst, Edgar et al. (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, in: von Rosen, Rüdiger (Hrsg.) (2005): Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 29, Frankfurt am Main.

Esch, Franz-Rudolf/Roth, Simone (2003): Börse und Markenführung – Wie bewertet die Börse Marken?, in: Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (Hrsg.) (2003): Investor Marketing, Wiesbaden, S. 175-191.

Etterer, Alexander (2006): Asset Allocation, in: Portfolio Journal 09/06, Köln, S. 20.

Fama, Eugene F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance, May 1970, online im Internet: http://www.sjcny.edu/kaplan/pdf2/fama_70.pdf, Zugriff am 18.10. 2005.

Farny, Dieter (2000): Versicherungsbetriebslehre, 3. Auflage, Karlsruhe.

*Faulks, Diane et al. (2006): I*nformation Flow, in: Citigroup Corporate Marketing (Hrsg.) (2006): IR University: The Market´s Many Moving Parts, London, S. 1-2.

Feess, Eberhard (2000): Mikroökonomie, Eine spieltheoretisch- und anwendungsorientierte Einleitung, 2. Aufl., Marburg.

Festinger, Leon/Carlsmith, James M. (1958): Cognitive Consequence of Forced Compliance, in: Journal of abnormal and social Psychology 1958, S. 203-210.

Flämig, Michael (2005): Börsen-Zeitung: Regelt die Regulierung! Kommentar zur Überregulierung am Kapitalmarkt, online im Internet: http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2005-04/artikel-4668308.asp, Zugriff am 24.11.2006.

Fohrmann, Jürgen (2006): Das Internet ist eine riesige Schleuder, in: Die Welt, 7.10.06. S. W 1.

Frank, Ralf (2004): Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst?, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 301-323.

Franzen, Otmar/Kumbartzki, Jürgen (2004): Der Wert von Corporate Brands – Welche Zielgruppe entscheidet, in: Planung & Analyse 2/2004, online im Internet: http://www.taikn.de/TAIKN/downloads/Zielgruppen_Corporate_Brands.pdf, Zugriff am 9.05. 2005.

Freitag, Michael/Papendick, Ulric (2006): Großanleger, Europäische Alleingänge bewirken wenig, online im Internet: http://www.manager-magazin.de/geld/artikel/0,2828,448892,00.html, Zugriff am 21.1.2006.

Freitag, Michael/Papendick, Ulric (2006): Heimliche Herrscher, in: manager magazin, 12/2006, S. 40-63.

Friesenbichler, Reinhard (2006): Streubesitz und Anlageerfolg, Effekte des Free-Float auf das Investment-Zielsystem und das österreichische „Streubesitz-Paradoxon", in: Zeitschrift

für das Gesamte Bank- und Börsenwesen, Ausgabe Mai 2006, S. 346-352.

Fritzsch, Harald (2006): Vorwort gwp media-marketing, in: GWP media-marketing (2006): Financial Community 2006, online im Internet: http://www.gwp.de/data/download/A15/fc/GWP_FC_Broschuere_Web.pdf, Zugriff am 29.11.2006.

Fukuyama, Francis (2000): Der große Aufbruch, Wie unsere Gesellschaft eine neue Ordnung erfindet, übersetzt aus dem amerikanischen von Karlheinz Dürr und Ursel Schäfer, Wien.

Gabler (1997): Gabler Wirtschaftslexikon, Wiesbaden.

Gattiker-Ericsson, Christian (2006): Zwischen Risikofreude und Selbstüberschätzung, online im Internet: http://emagazine.credit-suisse.com/app/article/index.cfm?fuseaction=OpenArticle&aoid=161328&coid=231&lang=DE, Zugriff am 3.12.2006.

Gaulke, Jürgen (2004): Investor Relations im Internet, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 145-172.

Gauly, Thomas (2004): Warum Ethik kein Luxus ist, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21. Juni 2004, S. 20.

Gazdar, Kaevan/Piwinger, Manfred (2005): Protokoll und Präsentation – Rollen des Geschäftsberichts, in: Kirchhoff, Klaus Rainer/Piwinger, Manfred (Hrsg.) (2005): Praxishandbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 325-334.

Gehra, Bernhard et al. (2004): Predictive IR, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 695-722.

Gemünden, Hans Georg (1993): Information: Bedarf, Analyse und Verhalten, in: Wittmann, Waldemar (Hrsg.) (1993): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band 2, 5. Auflage, Stuttgart, Sp. 1725-1736.

Gerke, Wolfgang (2002): Börsenlexikon, 1. Auflage, Wiesbaden.

Gerke, Wolfgang et al. (2000): The Changing Role of Institutional Investors, online im Internet: http://www.econ-pol.unisi.it/scdbanc/CONFERENZA/FILE_PDF/10-Gerke.pdf, Zugriff am 23.10.2005.

Gerke, Wolfgang/Fleischer, Jürgen (2003): Kursveränderungen bei Veränderungen in der Zusammensetzung des MDAX, online im Internet: http://scholar.google.de/scholar?hl=de&lr=&q=cache:sI6YpJNJchwJ:www.bankundboerse.wiso.uni-erlangen.de/_Team/_J_Fleischer/Indexeffekt_2003.pdf+nachfragekurve, Zugriff am 3.10.2006.

Gierl, Heribert/Schütz, Florian (2005): Trends zielgruppenorientierter Investor Relations, online im Internet: http://www.dirk.org/upload/pdf/publikationen/050926_zusammenfassung_studie_georgeson.pdf, Zugriff am 30.11.2006.

Glaser, Markus/Weber, Martin (2001): Reich mit Value-Strategien? Überblick über empirische Ergebnisse und die Erklärung des Anlageerfolgs, Mannheim.

Goldberg, Joachim/von Nitzsch, Rüdiger (1999): Behavioral Finance, Gewinnen mit Kompetenz, München.

Graham, Benjamin (1997): The Intelligent Investor, 4. Aufl., New York.

Green, Stephen (2006): Launch of HSBC Sustainability Leaders Fund, online im Internet: http://a248.e.akamai.net/7/248/ 3622/a80fd8e1e760da/www.img.ghq.hsbc.com/public/groupsite/assets/newsroom/060 706_chairmans_speech.pdf, Zugriff am 10. 10.2006.

Gruber Stefan (2005): Die Eigentümer reden mit: Internet-Proxy-Voting erleichtert Stimmabgabe, SAP-Investor Ausgabe 18, online im Internet: http://www.sap.com/germany/company/investor/pdf/ir_newsletter182005.pdf, Zugriff am 20.11.2006.

Grüninger, Stephan (2001): Vertrauensmanagement. Kooperation, Moral und Governance, Marburg.

Gruppe Deutsche Börse (2005): Stichwort Entry Standard, online im Internet: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/allInstruments/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/15_transparency_standards/30_entry _standard, Zugriff am 29.11.2006.

Gruson, Michael (2004): Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sog. Globale Aktie, online im Internet: http://www.ilf-frankfurt. de/uploads/media/ILF_WP_018.pdf, Zugriff am 29. 11. 2006.

Guo, Zhaohui (2002): Behavioral Finance: Die empirische Überprüfbarkeit behavioraler Modelle, wirtschaftswissenschaftliche Dissertation, Universität St. Gallen.

GWP media-marketing (2006): Financial Community 2006, online im Internet: http://www.gwp.de/data/download/A15/fc/GWP_FC_Broschuere_Web.pdf, Zugriff am 29. 11.2006.

Haas, A. (2002): One Voice Policy – IR und Medienarbeit aus einer Hand, online im Internet: http://www.dirk.org/upload/pdf/jahreskonferenz/jahreskonferenz5/3A_Haas.pdf, Zugriff am 24. 11.2006.

Hägg, Claes/Preiholt, Hakon (2004): Investor Relations, Financial Marketing and Target Groups, in: Marketing Management Journal, Fall 2004, Vol. 14, Issue 2, S. 129-133.

Hagstrom, Robert G. jun (1999): Warren Buffett, übersetzt von Jutta Koch, Kulmbach.

Hainer, Herbert (2006): adidas Aktiensplit wird am 6. Juni wirksam, online im Internet: http: //www.adidas-group.com/de/News/archive/2006/2006_06_02.asp, Zugriff am 24. 11.2006.

Hanft, Anke (2004): Lerntheoretische Grundlagen I, Kommunikationstheoretische Ansätze, Vorlesung Kommunikationstheoretische Ansätze, Carl von Ossietzky-Universität Oldenburg, Arbeitsbereich Weiterbildung, online im Internet: http://web.web.uni-oldenburg. de/files/materialien_ws0405/ hanft1/kommunikationstheoretische_ansaetze_20041104.pdf, Zugriff am 27.9.2006.

Hanft, Stephan/Walleyo, Samy (2002): Abhängigkeit des IR-Managers von validen Zahlen, DIRK-Konferenz April 2002, online im Internet: http://www. dirk.org/graphics /Dirk/Dokumente-PDF/Jahreskonferenz/dirk-konferenz-2002/praesentationen/1C_ Hanft _Walleyo.pdf, Zugriff am 28.9.2006.

Hank, Benno (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären, Europäische Hochschulschriften, Frankfurt am Main.

Harzer, Tobias (2005): Investor Relations für Privatanleger. Eine theoretische und empirische Wirkungsanalyse, Wiesbaden.

Hauser, Mark Jason (2003): Möglichkeiten, Risiken und Grenzen der Investor Relations. Theoretische und empirische Analyse. Dissertation der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich, online im

Internet: http://www.dissertationen.unizh.ch/2004/hauser/DISHMJ.pdf, Zugriff am 7.11.2004.

Hawranek, Dietmar/Mahler, Armin (2006): Spiegel-Gespräch mit Wendelin Wiedeking: „Auf welchem Stern leben wir?", in: Der Spiegel, Nr. 39/2006, S. 96-100.

Hbe, FAZ (2004): Fondsgesellschaften machen ihrem Ärger Luft, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 18.11.2004, S. 24.

Heakal, Reem (2004): What is Market Efficiency?, online im Internet: http://www.investopedia.com/articles/02/101502.asp, Zugriff am 29.10.2004.

Heidorn, Thomas et al. (2000): Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie, online im Internet: http://scholar.google.de/scholar?hl=de&lr=&q=cache:IpcxwibwEUUJ:www.hfb.de/Dateien/Arbeitsbericht23.pdf+hauptversammlung%2Bverbesserung+pr%C3%A4senz, Zugriff am 2.09.2006.

Herrmann, Andreas et al. (2005): Individuelles Entscheidungsverhalten bei Variantenvielfalt – die Wirkung der „attribute Alignability", in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ausgabe 3/2006, S. 309-337.

Hintze, Michael (2006): Was Börsenmagazine taugen, online im Internet: http://service.manager-magazin.de/digas/servlet/find/ON=manager-441039, Zugriff am 12. 10.2006.

Hocker, Ulrich (2003): Investor Marketing aus Sicht der Privatanleger, in: Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (Hrsg.) (2003): Investor Marketing, Wiesbaden.

Hocker, Ulrich (2005): Die Erwartungen der Kleinanleger an Investor Relations, in: Kirchhoff, Klaus Rainer/Piwinger, Manfred (2005): Praxishandbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 423-428.

Hocker, Ulrich (2006): Artikel: Standpunkt, Steter Geldfluss durch Quartalsdividende, in: Wertpapier, Heft 19, 14.9.2006, S. 45.

Hocker, Ulrich (2006): Standpunkt, Aufsichtsräte sollen endlich Klartext reden, in: Wertpapier, 17.8.2006, S. 47.

Hocker, Ulrich et al. (2005): DSW-Studie zur Vorstandsvergütung: Pressekonferenz der DWS zur Vorstandsvergütung, online im Internet: http://www.dsw-info.de/Vorstandsvergutung _2005.570.0.html, Zugriff am 16.11. 2006.

Holloway, James (2006): Quality Time?, online im Internet: http://www.businessweek.com/print/investor/content/jul2006/pi20060728_601078.htm, Zugriff am 26.9.2006.

Holzinger, Stephan (2004): Equity Story des Emittenten – Struktur, Inhalt, praktische Umsetzung, S. 723 – 740, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden.

Holzinger, Stephan (2004): Equity-Story des Emittenten – Struktur, Inhalt, praktische Umsetzung, in: Börsen-Zeitung vom 23. 4. 2004, S. 13.

Hong, Harrison et al. (2002): Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Managers, Stanford, online im Internet: http://www.stanford.edu/~hghong/ThyNeighbor.pdf, Zugriff am 8.10.2004.

Höpner, Martin (o.J.): Unternehmensverflechtung im Zwielicht: Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG, online im Internet: http: //www.mpi-fg-koeln.mpg.de/Sysbez/downloads/Martin-Eichel.pdf, Zugriff am 29.11.2006.

Hügens, Torben (2005): State-of-the-art der Bewertung von Kapitalgeberbeziehungen, online im Internet: http://www.pim.uni-essen.de/fileadmin/Publikationen/Projektbericht_Kapitalgeberbeziehung.pdf, Zugriff am 3.3.2006.

Hülsbömer, André (2003): Das Problem ist der Redner, in: Hülsbömer, Andre/Frien, Bastian (Hrsg.) (2003): Strategisches Aktienmarketing, S. 174-179.

Institutional Shareholder Services (ISS) (2005): ISS and Deminor Rating, online im Internet: http://www.issproxy.com/pdf/ISS%20Europemedia-industrypresentation052505.pdf, Zugriff am 6.10.2006.

I*RES: (2002):* Investor Relations Monitor 2002, Düsseldorf.

Irlenkäuser, o.V. (2006): „Dem Eigentümer verpflichtet", mit einer Übersicht über die Berichterstattung anlässlich der HV 2006 von DaimlerChrysler (u.a. FAZ: „Pfiffe für Schrempp und Kopper", Die Welt: „Leichtes Spiel für Zetsche,") online im Internet: http://www.irlenkaeuser.de/pages/hv_daimlerchrysler_2006.aspx, Zugriff am 6.10.2006.

Irlenkäuser, o.V. (2006): Nichts zu meckern bei Rekordverdiener E.on, online im Internet: http://www.irlenkaeuser.de/pages/hv_eon_2006.aspx, Zugriff am 6.10.2006.

Irvine, P.J.A. (2001): Do analysts generate trade for their firms?, in: Journal of Accounting and Economics 30 (2001), S. 209-226.

Jones, Steven L./Netter, Jeffry M. (o. J.): Efficient Capital Markets, in: The Concise Encyclopedia of Economics, online im Internet: http://www.econlib.org/library/Enc/EfficientCapitalMarkets.html, Zugriff am 15.10. 2004.

Jünemann, Bernhard (2002): Börsenpsychologie, in: Gerke, Wolfgang (Hrsg.) (2002): Börsenlexikon, Wiesbaden, S. 149-154.

Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica, Volume 47, Issue 2 (Mar. 1979), online im Internet: http://www.behaviouralfinance.net/history/KaTv79.pdf, Zugriff 1.10.2004.

Kames, Christian (2000): Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten als Ausgangspunkt eines Value Based Measurement, Europäische Hochschulschriften, Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft, Bd. 2622, Frankfurt/Main.

Keller, Rudi (2006): Unternehmenskommunikation und Vertrauen, online im Internet: http://www.phil-fak.uni-duesseldorf.de/rudi.keller/download/Unternehmenskommunikation_und_Vertrauen.pdf, Zugriff am 7.10.2006.

Keynes, John Maynard (1936): General Theory of Employment, Interest and Money, Cambridge.

Kirchhoff, Rainer/Frisch, Tobias (2003): Der Geschäftsbericht: Herzstück des Aktienmarketings, in: Hülsbömer, Andre/Frien, Bastian (Hrsg.) (2003): Strategisches Aktienmarketing, Frankfurt, S. 161-164.

Klein, Christian (2000): Globalisierung der Finanzmärkte, online im Internet: http://www.uni-trier.de/zes/schriftenreihe/043.pdf, Zugriff am 4.12.2006.

Klodt, Henning (2003): Die Neue Ökonomie, Umbruch und Aufbruch, Die Weltwirtschaft, 2001, Heft 1, veröffentlicht als SAP-

Info Nr. 104, 21.3.2003, online im Internet: http://www.sap.info/index.php4?ACTION=noframe&url=http://www.sap.info/public/de/print.php4/article/Article-248433e7b68f8afb63/de, Zugriff am 29.08.2004.

Knappmann, Lutz (2005): Artikel: GEX – Verschmähte Eigentümer, online im Internet: http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,338445-2,00.html, Zugriff am 12.07.2006.

Koch, Jörg (2001): Marktforschung, 3. Auflage, München, Wien.

Könen, Roland (2004): Bilanzanalyse und Unternehmensbewertung, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 383-399.

Kostolany, André (2001): Der große Kostolany, Börsenseminar-Börsenpsychologie, Die besten Geldgeschichten, 4. Aufl. München.

Kräkel, Matthias (1999): Organisation und Management, Tübingen.

Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter (1996): Konsumentenverhalten, 6. Auflage, München.

Krumnow, Jürgen et al. (2002): Gabler Banklexikon, 13. Auflage, Wiesbaden.

Kunz, Roger M. (2006): Innenfinanzierung und Dividendenpolitik, Abteilung „Corporate Finance", Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum der Universität Basel, online im Internet: http://www.wwz.unibas.ch/cofi/teaching/courses/ws2006-07/afm/material/AFM04_InnenfinanzierungDividendenpolitik.pdf, Zugriff am 10.10.2006.

Kusitzky, Alexandra/Reimer, Hauke (2004): Aktionärsrechte, in: Wirtschaftswoche, 22. Juli 2004, Nr. 31, S. 140-143.

Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter (2000): Die Bilanzanalyse, 5. Auflage, Stuttgart.

Kwag, Seung-Woog/Shrieves, Ronald E. (2006): Chronic Bias in Earnings-Forecasts, in: Financial Analysts Journal, Ausgabe 1/06, S. 81-95.

Labhardt, Peter/Volkhart, Rudolf (2005): Investor Relations als Wertsteigerungsmanagement, in: Kirchoff, Klaus Rainer/Piwinger, Manfred (Hrsg.) (2005): Praxishandbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 167-184.

Labhart, Peter/Volkart, Rudolf (1997): Das Internet als Medium für Investor Relations, online im Internet: http://www1.treuhaender.ch/06-97/wirtscha/02dlabha/02dlabha.html, Zugriff am 10.10.2006.

Laschke, Andreas/Weber, Martin (1999): Overconfidence – Schätzen Anleger ihre Kenntnisse falsch ein?, Behavioral Finance Group, Reihe „Forschung für die Praxis", Lehrstuhl für Bankbetriebslehre, Band 2, Universität Mannheim.

Leise, Sonja (2004): How Behavioral Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, Forschungsreihe des Deutscher Investor Relations Kreis (DIRK) e.V., Band 3, Wolfratshausen.

Lentfer, Thies/Weber, Stefan C. (2006): Das Corporate Governance Statement als neues Publizitätsinstrument, in: Der Betrieb, Heft 44 vom 3.11.2006, S. 2357-2363.

Leven, Franz-Josef (2005): Private Anleger und derivative Geldanlagen, Studie 31 des Deutschen Aktieninstituts e.V., Frankfurt.

Leven, Franz-Josef (2004): Aktienakzeptanz in Deutschland: Auf dem Weg der Erholung, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 243-266.

Leven, Franz-Josef (2006): Aktionärszahlen rückläufig – Steuerpolitik verunsichert Anleger, DAI-Kurzstudie 2/2006, online im Internet: http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publikationen.htm, Zugriff am 19.11.2006.

Link, Rainer (1991): Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, Wiesbaden.

Liodakis, Manolis (2006): What is Driving Equity Returns in the Results Season? A Quantitative Perspective, in: Citigroup Corporate Marketing (Hrsg.) (2006): IR University: The Market's Many Moving Parts, London, S. 1-15.

Lowe, Janet (2000): Die Graham-Methode, Benjamin Grahams Value-Investing, Rosenheim.

Luber, Thomas (2003): Betrachtung des Investor Marketing aus Sicht der Wirtschaftspresse, in: Ebel, Bernhard/Hofer, Markus (Hrsg.) (2003): Investor Marketing, Wiesbaden, S. 131-139.

Lynch, Peter (1989): One up on Wall Street, New York.

Mahler, Armin/Schneider, Uwe H. (2006): Systematisch geschwächt, in: Der Spiegel, Nr. 38, 18.9. 2006, S. 100-101.

Maier, Michael (1995): Shareholder Marketing, Eigene Aktionäre als Zielgruppe kommunikationspolitischer Maßnahmen, München.

Malkiel, Burton G. (2003): The Efficient Market Hypotheses and Its Critics, in: Journal of Economic Perspektives, Vol. 17, No. 1, Winter 2003, S. 59-82.

Markowitz, Harry (1952): Portfolio Selection, in: Journal of Finance, March 1952, Vol. 7, Issue 1, S. 77-91.

Mathesius, Jörn (2003): Wertmanagement durch Equity Carve-out, eine empirische Studie, Diss. Wirt. Flensburg (2003), online im Internet: http://www.zhb-flensburg.de/dissert/mathesius/Mathesius%20-% 20 Wertmanagement%20durch%20Equity%20Carve-out.pdf, Zugriff am 14.10.2004.

McCormack, Karyn/Tortoriello, Richard (2006): Stocks: Stability Is Sexy Again, online im Internet: http://www.businessweek.com/print/investor/content/apr2006/pi20060420_620314.htm, Zugriff am 26.9.2006.

Meffert, Heribert (2000): Marketing, Wiesbaden.

Meffert, Heribert/Bruhn, Manfred (2003): Dienstleistungsmarketing, Wiesbaden.

Meier-Pfister, Martin/Thommen, Andreas (2002): Erfolgsfaktor Investor Relations, Finanzkommunikation in der Schweiz, Zürich.

Mensch und Maschine Software AG (2006): Bericht zur Hauptversammlung 2006, online im Internet: http://www.mum.de/mum/investor/pdf/Mensch_und_Maschine_%20HV-Bericht_2006-05-30.pdf, Zugriff am 29.11.2006.

Metzker, Carol (2003): Integrated Communication, in: The IR Mentor, online im Internet: http://www.niri.org/gateways/ProDev/irbestpracVol1.cfm, Zugriff am 27.11.2006.

Michalkiewicz, Christian (2003): Aktienanalysten – Feinde oder Verbündete im Rahmen des Investor Marketing?, in: Ebel, Bernhard/Hofer, Markus (Hrsg.) (2003): Investor Marketing, Wiesbaden, S. 115-129.

Mittendorf, Thomas/Plöger, Andre (2003): Einbettung von Merger und Akquisition in wirtschaftstheoretische Erklärungsansätze, Hannover, Diskussionspapier Nr. 271, Universität

Hannover, Institut für Versicherungsbetriebslehre, online im Internet: http://www.wiwi.uni-hannover.de/fbbiwi/forschung/diskussionspapiere/dp-271.pdf, Zugriff am 27.9.2004.

Montier, James (2005): Seven Sins of Fund Management, A behavioral critique, Dresdner Kleinwort Wasserstein Macro Research, Equity Strategy, London.

Morris, Jon D. et al. (2005): Elaboration likelihood Model: A missing intrinsic emotional implication, in: Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing, Volume 14, No. 1/2005, S. 79-89.

Müller, Eva (2006): Schwaches Bild, General Electric, in: manager-magazin 10/2006, S. 71-78.

Müller, Sönke (1998): Der Börsengang der Telekom, München und Mering.

Mummendey, Hans Dieter (1979): Begriff und Messung von Einstellungen, in: Heigl-Evers, Anneliese (Hrsg.) (1979): Die Psychologie des 20. Jahrhunderts, Lewin und die Folgen, Band VIII, Zürich, S. 199-208.

National Investor Relations Institute (2004): Mission and Goals, online im Internet: http://www.niri.org/about/mission.cfm, Zugriff am 21.09.2004.

Nieschlag, Robert et al. (2002): Marketing, 19. Auflage, Berlin.

Nix, Petra (2000): Die Zielgruppen von Investor Relations, in: DIRK (Hrsg.) (2000): Investor Relations, Wiesbaden, S. 35-43.

Nix, Petra (2004): Der Geschäftsbericht – Flaggschiff der Unternehmenskommunikation, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 95-144.

Nix, Petra (2005): Investor Relations – Die unternehmerische Herausforderung, in: Kirchhoff, Klaus Rainer/Piwinger, Manfred (Hrsg.) (2005): Praxishandbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 299-315.

Nix, Petra et al. (2006): Wertorientierte Berichterstattung im Dax - Trends und Best Practices, PricewaterhouseCoopers, Frankfurt.

Noack, Ulrich (2000): Die Namensaktie – Zur Renaissance einer Aktienart, online im Internet: http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/texte/noack/NaVortr.htm, Zugriff am 29.11.2006.

Normann, Marcel/Langer, Thomas (2001): Altersvorsorge, Konsumwunsch und mangelnde Selbstdisziplin: Zur Relevanz deskriptiver Theorien für die Gestaltung von Altersvorsorgeprodukten, Universität Mannheim, online im Internet: http://www.sfb504.uni-mannheim.de/publications/dp01-40.pdf, Zugriff am 5.12.2006.

Nöth, Markus/Weber, Martin (2001): Rationales und irrationales Herdenverhalten. Sind Schafe klüger? Mannheim.

Odean, Terrance (1998): Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? in: The Journal of Finance, online im Internet: http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/disposition/disposit.pdf, Zugriff am 8. 9.2004, S. 1775-1798.

OECD (2004): Principles of Corporate Governance, online im Internet: http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf, Zugriff am 9.11.2006.

OECD (2005): Taxation of Corporate and Capital Income, online im Internet: http://www.oecd.orgdataoecd/26/51/33717596.xls, Zugriff am 18.8.2005.

Parrino, Robert et al. (2003): Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover, Journal of Financial Economics, Vol. 68, S. 3-46.

Perrin, Petra Jörg (2005): Geschlechts- und ausbildungsspezifische Unterschiede im Investitionsverhalten, Dissertationsschrift Universität Bern, online im Internet: http://www.ifm.unibe.ch/download/forschung/dis/2005Joerg.pdf, Zugriff am 21.6.2006.

Peters, Jörg (2000): IR-Techniken und zielgruppengerechte Ansprache, in: DIRK (Hrsg.) (2000): Investor Relations, Wiesbaden, S. 59-72.

Pfeifer, Wolfgang (1989): Etymologisches Wörterbuch des Deutschen Q – Z, Autorenkollektiv des Zentralinstituts für Sprachwissenschaft, Akademie der Wissenschaften der DDR, Berlin.

Picot, Arnold/Schuller, Susanne (2001): Vertragstheoretische Interpretation des Risk-Management, in: Lange, Knut Werner/Wall, Friederike (Hrsg.) (2001): Risikomanagement nach dem KonTraG: Aufgaben und Chancen aus betriebswirtschaftlicher und juristischer Sicht, München, S. 236-258.

Pitt, Andrew (2006): Working with Equity Analysts, in: Citigroup Corporate Marketing (Hrsg.) (2006): IR University: The Market's Many Moving Parts, London, S. 1-15.

Piwinger, Manfred (2005): Investor Relations als Inszenierungs- und Kommunikationsstrategie, in: Kirchoff, Klaus Rainer/Piwinger, Manfred (Hrsg.): Praxishandbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 3-29.

Pohl, Alexander (2003): Die Equity Story als zentraler Bestandteil des Investor Marketing, in: Ebel, Bernhard/Hofer, Markus B. (Hrsg.) (2003): Investor Marketing, Wiesbaden, S. 153-164.

Prengel, Melanie (2003): Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die IR Arbeit – insbesondere im Internet, DIRK Forschungsreihe Band 2, Wolfratshausen.

Priddat, Bilger (2006): Fama: Die Kommunikation der Gerüchte, Abstracts, Märkte und Gerüchte, online im Internet: http://www.fama.uni-bonn.de/abstracts.html, Zugriff am 7.10.2006.

Pulham, Susan (2003): Ziele der IR: Kritische Bestandsaufnahme und neue Ansätze, FIFAM Forschungsbericht 06/03, online im Internet: http://www.fifam.rwth-aachen.de/1024/downloads/FIFAM%2006_03%20-% 20Ziele%20der%20Investor%20Relations. pdf, Abfrage am 21.3.2005.

PwC Deutsche Revision (2001): Investor Relations und Shareholder Value am Neuen Markt, online im Internet: http://www.whf-ag.de/images/aktuelles/IR-Studie%20whf-pwc.pdf, Zugriff am 24.11.2006.

Quinton, Brian (1999): Tracking stocks fly high After Sprint's success; AT&T wants one for its wireless online im Internet: http://telephonyonline.com/mag/telecom_tracking_stocks_fly/, Zugriff am 4.9.2006.

Regierungskommission (2006): Deutscher Corporate Governance Kodex, online im Internet: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/D_CorGov_Endfassung_Juni_2006.pdf, Zugriff am 10.11.2006.

Ribaudo, Patrizia (2006): Schlechte Rendite-Jäger, in: Die Welt, 3.11.06, S. WR1.

Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G. (1999): Neue Institutionenökonomik. Eine Einführung und kritische Würdigung, übersetzt von Monika Streissler, 2. Auflage, Tübingen.

Ridder, Christopher (2006): IR-Qualität: Determinanten und Wirkungen. Theoretische Konzeption mit empirischer Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt, DIRK Forschungsreihe, Band 6, Wolfratshausen.

Riess, Rainer/Steinbach, Martin (2005): Der Börsengang im General Standard und im Prime Standard, in: Kirchhoff, Klaus Rainer/Piwinger, Manfred (Hrsg.) (2005): Praxishandbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 269-278.

Roderick, Jack (2005): Investor Relations and Hedge Funds, in: Citigroup Corporate Marketing, IR-University (Hrsg.) (2006): The Market's Many Moving Parts, London.

Rolke, Lothar (2003): Produkt- und Unternehmenskommunikation im Umbruch, Was die Marketer und PR-Manager für die Zukunft erwarten, online im Internet: http://www.prportal.de/downloads/summary-studie-kommunikation.pdf, Zugriff am 11.10.2006.

Rolke, Lothar (2005): Kommunikation steigert den Unternehmenserfolg, online im Internet: http://www.innovations-report.de/html/berichte/wirtschaft_finanzen/bericht-45397. html, Zugriff am 1.10.2006.

Rometsch, Paul (2000): Strategische Alternativen für das Provisionsgeschäft von Kreditinstituten, online im Internet: Http://scholar.google.de/scholar?hl=de&lr=&q=cache:Nhr6CzcopuUJ:www.ruhr-uni-bochum.de/ikf/semesterberichte/sb51.pdf+kundenloyalit %C3%A4t%2Baktion%C3%A4r, Zugriff am 3.10.2006.

Roselieb, Frank (2004): Frühwarnsysteme in der Krisenkommunikation, online im Internet: http://www.google.de/search?q=cache:JsbdbSz6zI4J:www.krisennavigator.de/akf019-d.htm+kommunikationssubjekte%2Broselieb&hl=defn 23, Zugriff am 8.6.2006.

Russel, Philip S./Torbey, Violet M. (2002): The Efficient Market Hypothesis on Trial, A Survey, Carrollton, Georgia/USA, State University of West Georgia, online im Internet: http://www.westga.edu/~bquest/2002/market.htm, Zugriff am 8.10.2004.

Sachverständigenrat für die Begutachtung der gamtwirtschaftlichen Entwicklung (2005): Jahresgutachten 2005/06, Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, Wiesbaden.

SAP (2006): Pressemitteilung: Hauptversammlung der SAP beschließt Dividende und Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, online im Internet: http://www.sap.com/germany/company/press/archive/press_show.epx?ID=3549, Zugriff am 10.10.2006.

Sasse, Marc (2002): Hauptversammlung und Internet, Berlin, zugleich juristische Dissertation Fernuniversität – Gesamthochschule Hagen, online im Internet: http://www.jurawelt.com/download/dissertationen/tenea_jurawelbd15.pdf, Zugriff am 12.12. 2005.

Scherrer, Christoph (2001): Zukunft der Wirtschaft, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf, online im Internet: http://www.boeckler.de/pdf/p_arbp_045.pdf, Zugriff am 4.12.2006.

Schierek, Dirk/Weber, Martin (2000): Der Home Bias, Mannheim.

Schlienkamp, Christoph (2004): Fundamentale Aktienanalyse, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 365-382.

Schmidt, Holger (2000): Die IR-Instrumente, in: DIRK (Hrsg.) (2000): Investor Relations, S. 45-58.

Schnetzer, Anne (2001): Road Show – notwendiges und/oder hinreichendes Instrument der Investor Relations, in: Kirchhoff, Klaus Rainer/Piwinger, Manfred (Hrsg.) (2001): Die Praxis der Investor Relations, Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt, 2. Aufl., Neuwied und Kriftel, S. 318–331.

Schulz, Hans-Dieter (2002): Technische Analyse, in: Gerke, Wolfgang (Hrsg.) (2002): Börsenlexikon, Wiesbaden, S. 757-762.

Schulz, Jürgen (2001): Management von Risiko- und Krisenkommunikation – zur Bestandserhaltung und Anschlussfähigkeit von Kommunikationssystemen, Berlin (2001), Diss. Humboldt-Universität zu Berlin, online im Internet: http://edoc.hu-berlin.de/dissertationen/schulz-juergen-2001-02-19/HTML/schulz.html, Zugriff am 16.10.2004.

Schulz, Klaus Peter (2006): Wir nennen das Schwarmintelligenz, in: Die Welt, 2. 09. 2006, S. 16.

Schulz, Michael (1999): Aktienmarketing. Eine empirische Erhebung zu den Informationsbedürfnissen deutscher institutioneller Investoren und Analysten, Schriftenreihe Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Band 40, Sternenfels.

Schüttrumpf, Veit-Gunnar (2000): Die Hauptversammlung als IR-Event, in: DIRK (Hrsg.) (2000): Investor Relations, Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden, S. 153-164.

SEC (2006): Commission Guidance regarding client commission practices under Section 28 (e) of the Securities and Exchange Act of 1934, online im Internet: http://www. sec. gov/rules/interp/2006/34-54165.pdf, Zugriff am 17.11.06.

Shiller, Robert (2001): Irrational Exbuberance, New York.

Shleifer, Andrei (2000): Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance, Oxford.

Siersleben, Kirsten (2004): Wir haben ein Interesse an einer global diversifizierten Aktionärsstruktur, in GoingPublic, 03/2004, S. 8-9, online im Internet: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/60_beitraege_gpm/gpm_investor_targeting.pdf, Zugriff am 30.08.2006.

Simon, H. (1959): Theories of decision making in economics and behavioral science, in: American Economic Review, Vol. 49, No. 3, S. 253-283.

Simon, Herbert A. (1978): Rational Making in Business-Organizations, online im Internet: http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1978/simon-lecture.pdf, Zugriff am 29.11.2006.

Simon, Hermann et al. (2000): Die Equity Story als Marketing-Instrument, online im Internet:http://www.marketingmix.de/Internetdatabase/publication.nsf/0/eeac9999 f8db822fc125695300356bdc?OpenDocument&Click=, Zugriff am 27.9.2006.

Simon, Hermann et al. (2002): Investor Marketing, online im Internet: http://www. simon-kucher.com/Internetdatabase/publication.nsf/0/6A14B071ABB761FCC1256B6B0038 9E1F , Zugriff am 30.9.2006.

Specht, Dirk et al. (2001): Investor Relations und Shareholder Value am Neuen Markt. Was der Kapitalmarkt wissen will, PwC Deutsche Revision, Frankfurt am Main.

Spence, Michael (2002): Signaling in Retrospect and the Informational Structure of the Market, in: American Economic Review, Juni 2002, Vol. 92 Issue 3, S. 434-459.

Spiegelberg, Rupert/Lindner, Michael (2005): Online Investor Relations – Gegenwart und Zukunft, in: Kirchhoff, Klaus Rainer/Piwinger, Manfred (Hrsg.) (2005): Praxishandbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 429-444.

Spremann, Klaus (2000): Portfoliomanagement, München.

Spremann, Klaus (2003): Finanzanalysen und Unternehmensbewertung, Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, Universität St. Gallen, online im Internet: http://www.sbf.unisg.ch/org/sbf/web.nsf/c2d5250e0954edd3c12568e40027f306/e006adca2f3f4de1c1256cd200342041/$FILE/01finanzwirtschaft.pdf, Zugriff am 26. 10.2006.

Standard&Poor's (2005): Stichwort Industrial Fundamentals, Telecommunications Services, online im Internet: http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/EquityIndustryFundamentalsPg&r=1&b=1&l=EN&s=19&ig=92, Zugriff am 25.9.2006.

Staud, Wieland (2004): Technische Analyse, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 401-418.

Streuer, Olaf (2004): Aufgaben der IR, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 39-64.

Streuer, Olaf (2004): Investor Relations – Begriff, Historie und Entwicklungsperspektiven, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 3-18.

Streuer, Olaf (2004): Ziele der Investor Relations, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 19-38.

Stubenrauch, Anja (2002): Investoren, in: Meier-Pfister, Martin/Thommens, Andreas S. (Hrsg.) (2002): Erfolgsfaktor Investor Relations? Finanzkommunikation in der Schweiz, Zürich, S. 59-70.

Sturany, Klaus (2005): Investor Relations zwischen Kapitalmarktwirklichkeit und -regulierung, DIRK-Jahreskonferenz, Frankfurt, online im Internet: http://www.dirk.org/upload/pdf/jahreskonferenz/jahreskonferenz8/050606_Keynote_Sturany.pdf, Zugriff am 16.11.2006.

Subramanian, Devika et al. (1997): Ants and Reinforcement Learning: A Case Study in Routing in Dynamic Networks, online im Internet: http://scholar.google.de/scholar?hl=de&lr=&q=cache:MoAT8rVJUFQJ:historical.ncstrl.org/tr/ps/rice_cs/TR96-259.ps+bad+news+travel+fast, Zugriff am 16.11. 2006.

Thaler, Richard (1983): Related Disciplines, in: Journal of Economic Literature, Volume 21, Issue 3 (Sep., 1983), S. 1046-1048.

Thommen, Jean-Paul/Achleitner, Ann-Kristin (2003): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 4. Auflage, Wiesbaden.

Triebe, Benjamin (2006): Verdacht auf Insiderhandel greift um sich, online im Internet: http://www.ftd.de/unternehmen/finanzdienstleister/114388.html, Zugriff am 19.9. 2006.

Tunder, Ralph/Götting, Phillip (2006): Muss Loyalität eine Einbahnstraße sein?, in: Absatzwirtschaft, Ausgabe 8/2006, S. 28-30.

Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1986): Rational Choice and the Framing of Decisions, Journal of Business 1986, Vol. 59, No. 4, S. 251-278.

Tyrrell, Mike/Brown, Meg (2006): Socially Responsible Investment, in: Citigroup Corporate Marketing (Hrsg.) (2006): IR University: The Market's Many Moving Parts, London, S. 1-41.

U.S. Securities and Exchange Commission (2000): Index Funds, online im Internet: http://www.sec.gov/answers/indexf.htm, Zugriff am 2.10.2006.

U.S. Securities and Exchange Commission (2004): SEC charges Paula H. Rieker with violating Federal Securities Laws while serving as investor relations official at Enron, Litigation Release No. 18717/May 19, 2004, online im Internet: http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18717.htm, Zugriff am 13.10.2004.

Vollbrecht, Oliver (2004): Privatanleger: die wahren Helden des Kapitalmarktes, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 291-300.

von Düsterlho, Jens-Eric (2000): Der Umgang mit Analysten, in: DIRK (Hrsg.) (2000): Investor Relations, Wiesbaden, S. 73-79.

von Düsterlho, Jens Eric/Huber, Alexander-Jan (2004): Analysten und Investorenkonferenzen, in: DIRK (Hrsg.) (2004): Handbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 187-199.

von Ghyczy, Tihamér (2004): Die Geburt des homo oeconomicus, online im Internet: http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,313969-4,00.html, Zugriff am 3.09.2004.

von Rosen, Rüdiger (2001): Die Informationspolitik muss überzeugen, in: Handelsblatt vom 18. September 2001, S. B1.

von Rosen, Rüdiger (2001): Research-Berichte sind kein Ersatz für eigene Analysen, online im Internet: http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/0/41256A99002BDD55C1256A8600518A94?OpenDocument, Zugriff am 3.12.2006.

Vossmann, Frank/Weber, Martin (1999): Der Dispositionseffekt. Vom merkwürdigen Charme der Verlierer, Behavioral Finance Group, Reihe „Forschung für die Praxis", Lehrstuhl für Bankbetriebslehre, Band 3, Universität Mannheim.

WalmartWatch, o.V. (2005): Live from Bud Walton Arena: "You better be ready to be better", online im Internet: http://walmartwatch.com/blog/archives/live_from_bud_walton_arena_you_better_be_ready_to_be_better, Zugriff am 21.9.2006.

Weber, Martin et al. (1999): Behavioral Finance, Idee und Überblick, aus der Reihe „Forschung für die Praxis", Behavioral Finance Group, Universität Mannheim.

Weber, Martin/Löffler, Gunter (1999): Über- und Unterreaktion von Finanzanalysten, aus der Reihe „Forschung für die Praxis", Behavioral Finance Group, Band 7, Mannheim.

Weiber, Rolf (1996): Was ist Marketing? Ein informationsökonomischer Erklärungsansatz, Arbeitspapier zur Marketingtheorie Nummer 1, 2. Auflage, Trier 1996.

Welch, Jack/Byrne John A. (2003): Was zählt, Die Autobiographie des besten Managers der Welt, Aus dem Amerikanischen von Stephan Gebauer und Ulrike Zehetmayr, München.

Wendler, Lutz/Keller, Rudi (2005): Geschäftsberichte – häufig viel zu kompliziert, online im Internet: http://www.abendblatt.de/daten/2005/10/27/496658.html, Zugriff am 3.12.2006.

Wendt, Otger (2005): Investor Relations für institutionelle Anleger, in: Kirchhoff, Klaus Rai-

ner/Piwinger, Manfred (Hrsg.) (2005): Praxishandbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 417-422.

Wetzel, Daniel (2006): Fluch der prallen Kassen, in: Die Welt, 18.10.06, S. 16.

Wichels, Daniel (2002): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, Schloß Reichartshausen/Wiesbaden.

Wiedebach, Christoph (o. J.): Stichwort „Aktien Investmentanalyse", online im Internet: http://www.oppenheim.de/de/04_research/05_aktieninvestmentanalyse/04_05.htm, Zugriff am 6.12.2006.

Wiedemann, Peter M. (2000): Risikokommunikation für Unternehmen, Leitfragen im Auftrage des Vereins Deutscher Ingenieure, Düsseldorf, online im Internet: http://www.fz-juelich.de/mut/vdi/vdi_bericht/index.html, Zugriff am 28.10.2004

Wiehle, Ulrich et al. (2004): Kennzahlen für Aktionäre, 2. Auflage, Wiesbaden.

Willman, Paul et al. (2002): Traders, managers and loss aversion in investment banking: a field study, in: Accounting, Organisations and Society, Volume 27, No. 1, January 2002, S. 85-98.

Wirtschaftsprüferkammer (2004): Die Tätigkeit der Wirtschaftsprüfer und vereidigten Buchprüfer, online im Internet: http://www.wpk.de/pdf/wpk-broschueretaetigkeit_der_wp_vbp.pdf, Zugriff am 27.5.2006.

Wissenschaftszentrum Berlin (2001): Die Kraft des Herdenverhaltens, Forschungsschwerpunkt Markt und politische Ökonomie, online im Internet: http://www.wz-berlin.de/publikation/pdf/mit92/wzbmit-92-29-31.pdf, Zugriff am 9.10.2004.

Wöhe, Günter (1990): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 17. Auflage, München.

Wolbert, Joachim (2006): Chance DRS 15: Bedeutung des Lageberichts für IR, online im Internet: http://www.dirk.org/upload/pdf/jahreskonferenz/jahreskonferenz9/ 2.3._Chance_DRS_15_Zunehm_Bedeutung_Lagebericht_PwC.pdf, Zugriff am 2.12.2006.

Wolf, Klaus (2006): Corporate Compliance – ein neues Schlagwort? Ansatzpunkte zur Umsetzung der Compliance in der Finanzberichterstattung, DStR 44/2006, S. 1995-2000.

Wunderlin, Rainer/Meise, Niklas (2005): Zugangsmöglichkeiten zum US-amerikanischen Kapitalmarkt für deutsche Aktiengesellschaften, in: Kirchhoff, Klaus Rainer/Piwinger, Manfred (Hrsg.) (2005): Praxishandbuch Investor Relations, Wiesbaden, S. 279-295.

Zhou, Ping/Ruland, William (2006): Dividend Payout and Future Earnings Growth, in: Financial Analysts Journal, Ausgabe 3/2006, S. 58-69.

Anhang

Fragebogen Deutsche Telekom AG 2005

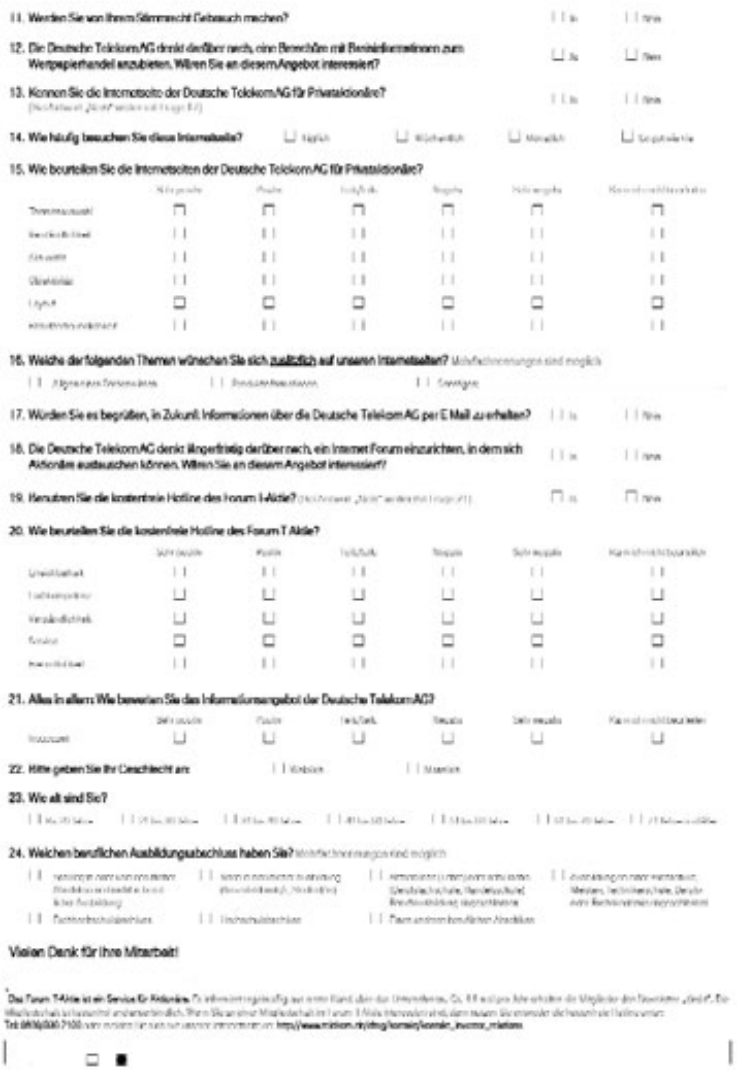
Sehr geehrte Aktionärin, sehr geehrter Aktionär,

Ihre Meinung ist uns wichtig!

Um die Kommunikation mit Ihnen als Aktionär kontinuierlich zu verbessern, möchten wir Sie bitten, den angehängten Fragebogen zum Thema Aktionärsinformation auszufüllen. Bitte benutzen Sie hierfür einen blauen oder schwarzen Stift und senden Sie ihn gemeinsam mit den Anmeldeunterlagen zur Hauptversammlung zurück. Der Fragebogen wird sofort nach Eingang der Unterlagen gelesen, so dass Ihre Antworten anonym bleiben. Sie können selbstverständlich Fragen unbeantwortet lassen. Die Ergebnisse der Studie werden im nächsten Newsletter „direkt" des Forum T-Aktie veröffentlicht. Wir würden uns über Ihre Mithilfe sehr freuen.

Vielen Dank

1. Wie würden Sie Ihre Kenntnisse im Umgang mit Aktien einstufen?
2. Wie oft pro Woche informieren Sie sich im Schnitt über:
3. Wie oft handeln Sie durchschnittlich im Jahr mit Aktien? (Transaktionen pro Jahr)
4. Welche Informationsquellen nutzen Sie überwiegend, um sich über die Deutsche Telekom AG zu informieren?
5. Welche Themengebiete interessieren Sie besonders, wenn Sie sich über die Deutsche Telekom AG informieren?
6. Beziehen Sie den Newsletter „direkt" des Forum T-Aktie?
7. In welchem Umfang lesen Sie den Newsletter „direkt"?
8. Für welche Themen im Newsletter „direkt" interessieren Sie sich besonders?
9. Welche der folgenden Themen wünschen Sie sich zusätzlich im Newsletter „direkt"?
10. Wie beurteilen Sie den Newsletter „direkt"?



11. Werden Sie von Ihrem Stimmrecht Gebrauch machen?

12. Die Deutsche Telekom AG denkt darüber nach, eine Börsebüro mit Basisdienstleistungen zum Wertpapierhandel anzubieten. Wären Sie an diesem Angebot interessiert?

13. Kennen Sie die Internetseite der Deutsche Telekom AG für Privataktionäre?

14. Wie häufig besuchen Sie diese Internetseite?

15. Wie beurteilen Sie die Internetseiten der Deutsche Telekom AG für Privataktionäre?

16. Welche der folgenden Themen wünschen Sie sich zusätzlich auf unseren Internetseiten?

17. Würden Sie es begrüßen, in Zukunft Informationen über die Deutsche Telekom AG per E-Mail zu erhalten?

18. Die Deutsche Telekom AG denkt längerfristig darüber nach, ein Internet Forum einzurichten, in dem sich Aktionäre austauschen können. Wären Sie an diesem Angebot interessiert?

19. Benutzen Sie die kostenfreie Hotline des Forum T-Aktie?

20. Wie beurteilen Sie die kostenfreie Hotline des Forum T-Aktie?

21. Alles in allem: Wie bewerten Sie das Informationsangebot der Deutsche Telekom AG?

22. Bitte geben Sie Ihr Geschlecht an:

23. Wie alt sind Sie?

24. Welchen beruflichen Ausbildungsabschluss haben Sie?

Vielen Dank für Ihre Mitarbeit!

Zum Autor

Thilo Theilen, Jahrgang 1980, studierte an der Universität Trier Wirtschaftswissenschaften mit dem Schwerpunkt „Service, Administration, Management“. Bereits seine Diplomarbeit widmete Herr Theilen dem Thema Investor Relations: „Krisenprävention im Rahmen von Investor Relations“. Nach Abschluss des Studiums Ende 2004 promovierte er als externer Doktorand am Lehrstuhl für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften an der Universität Trier mit dem Thema „Investor Marketing – eine Aufgabe für Investor Relations?“. Die Promotion wurde zunächst durch ein Vollzeit-Stipendium der Deutschen Telekom AG gefördert und im Bereich Investor Relations bei der Deutschen Telekom AG betreut. Seinen Abschluss fand die Promotion im Jahr 2007, nachdem die Dissertation Ende 2006 zur Begutachtung eingereicht wurde.

Seit November 2005 arbeitet Thilo Theilen als Senior Experte Investor Relations bei der Deutschen Telekom AG, zunächst zuständig für die Betreuung von Privatinvestoren und später für institutionelle Investoren und Analysten.

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

Wer wir sind

Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. ist der deutsche Berufsverband für Investor Relations (IR). Als Sprachrohr der IR-Professionals vertritt der DIRK die Belange seiner Mitglieder aktiv im Dialog mit den Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarkts, der Politik und der Öffentlichkeit. Seinen Mitgliedern bietet der Verband aktive fachliche Unterstützung und fördert den regelmäßigen Austausch untereinander sowie mit IR-Fachleuten aus aller Welt. Darüber hinaus setzt er Maßstäbe für die professionelle Aus- und Weiterbildung des IR-Nachwuchses in Deutschland.

Mit über 270 Mitgliedern setzt der DIRK die Standards für die Kommunikation zwischen Unternehmen und dem Kapitalmarkt. Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Aktiengesellschaften bis hin zu kleinen Unternehmen und solchen, die den Gang an die Börse noch vor sich haben oder Fremdkapitalinstrumente emittieren.

Was wir tun

Das Ziel, eine effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt zu erreichen, verfolgt der DIRK, indem er

- die Professionalisierung der Investor Relations weiter vorantreibt,
- die gemeinsamen Interessen der Mitglieder im Dialog mit allen Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarktes, der Politik und der Öffentlichkeit aktiv vertritt,
- seine Mitglieder mit Expertise aus den eigenen Reihen und durch Kontakte zu kompetenten Partnern unterstützt,
- den regelmäßigen Erfahrungs- und Informations-Austausch unter den Mitgliedern und mit IR-Verantwortlichen in aller Welt fördert,

- sich als maßgebliche Instanz für Aus- und Weiterbildung des Investor Relations-Nachwuchses in Deutschland positioniert und
- die wissenschaftliche Begleitung des Berufsfeldes fördert und betreibt.

Was wir bieten

Der DIRK bietet seinen Mitgliedern eine Vielzahl hochkarätiger Veranstaltungen, Diskussionsforen, Publikationen und Weiterbildungsmöglichkeiten. Dazu gehören

- die jährliche DIRK-Konferenz mit Top-Keynote-Sprechern, Vorträgen, Expertenrunden, Workshops und Fachmesse sowie der Verleihung des „Deutschen Investor Relations-Preises“
- halbjährliche Mitgliederversammlungen mit Fachvorträgen und praxisnahen Berichten
- regelmäßige regionale Treffen und Praxis-Workshops zu aktuellen Themen
- der CIRO – Certified Investor Relations Officer: Erster und einziger funktionsspezifischer Studiengang für IR-Mitarbeiter
- die enge Zusammenarbeit und der regelmäßige Austausch mit kapitalmarktrelevanten Institutionen
- die Veröffentlichung von Studien, Umfragen, Forschungsarbeiten und wissenschaftlichen Publikationen im IR-Bereich
- die Zusammenarbeit mit ausgesuchten Hochschulen zur Förderung des IR-Nachwuchses
- Stellungnahmen und Vertretung der Mitgliederinteressen in diversen Fachgremien
- die DIRK-Website (www.dirk.org) mit umfassenden Informationen rund um IR
- HIRE – Hire Investor Relations Experts: Stellenbörse zur Vermittlung von IR-Stellen und Praktika

Weitere Informationen

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.
Baumwall 7 (Überseehaus)
20459 Hamburg

T. +49 (0)40.4136 3960
F. +49 (0)40.4136 3969

E-Mail: info@dirk.org

Website: www.dirk.org

CIRO

Certified
Investor Relations
Officer

Das Weiterbildungsprogramm des DIRK

Vor dem Hintergrund der ständig steigenden Anforderungen seitens des Kapitalmarktes wird eine alle Aspekte der IR-Arbeit umfassende Weiterbildung bereits seit längerer Zeit gefordert. Der DIRK hat sich dieser Aufgabe angenommen und bietet mit dem CIRO (Certified Investor Relations Officer) ein umfassendes funktionsspezifisches Weiterbildungsprogramm an.

Das Studium ist modular aufgebaut und deckt in fünf aufeinander abgestimmten Teilen vor allem die Breite und Vielschichtigkeit der Aufgaben eines IR-Managers ab. Unter der Devise „IR von A bis Z“ werden Zusammenhänge zwischen den einzelnen Themengebieten vermittelt.

Die Wissens- und Stoffvermittlung erfolgt in Form von drei sich ergänzenden Lehrmethoden. Das Selbststudium mittels Studienbriefen wird unterstützt durch Online-Tutoring. Abgerundet wird jedes Modul durch eine zweitägige Präsenzveranstaltung, wobei diese nicht lediglich dem Wiederholen der Studienbriefinhalte, sondern insbesondere auch der Vertiefung und interaktiven Erarbeitung von besonders wichtigen Themengebieten dient.

Der vollständige CIRO-Studiengang dauert 6 Monate und kann berufsbegleitend absolviert werden, wobei die Kombination von „learning on the job“ und praxisbezogenem theoretischem Lernstoff in idealer Weise geeignet ist, die Breite des für erfolgreiche IR-Arbeit notwendigen Wissens direkt umsetzbar zu vermitteln.

Erfolgreich beendet wird der Studiengang seitens der Teilnehmer mit dem Bestehen einer anspruchsvollen schriftlichen und mündlichen Prüfung und darauf folgender CIRO-Zertifizierung.

Ziel des DIRK ist, mit dieser Zertifizierung einen Standard im Bereich der IR-Weiterbildung zu setzen.

Weitere Informationen unter www.dirk.org.

Die DIRK-Forschungsreihe!

Lucy Brauns Arbeit „Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt“, erster Band der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., stellt ausführlich dar, welche kommunikativen Möglichkeiten Investor Relations-Verantwortlichen in der Krise zur Verfügung stehen, und reflektiert das Thema dabei eindrucksvoll anhand der spezifischen Besonderheiten des Neuen Marktes.

Lucy Braun: Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt, DIRK Forschungsreihe, Band 1, Februar 2003, broschiert, 21,80 Euro

Im zweiten Band aus der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. werden die Regeln zur Unternehmensleitung und -kontrolle in einen größeren Kontext gestellt. Hierzu gehört nicht nur die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland mit Gesetzesreformen und privaten Regelwerken, sondern auch ein Vergleich mit Regelwerken anderer Länder, insbesondere den USA. Aufbauend hierauf werden Handlungsempfehlungen und Anregungen zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex gegeben.

Melanie Prengel: Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet, DIRK Forschungsreihe, Band 2, September 2003, broschiert, 29,– Euro

This research project by Sonja Leise focuses on the question whether the knowledge of behavioural finance can help investor relations managers to approach their key investors more effectively. The author used secondary literature as well as primary research to draw interesting conclusions. Furthermore, investor relations and behavioural finance are defined and links between both topics are identified.

Sonja Leise: How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, DIRK Forschungsreihe, Band 3, Juni 2004, broschiert, 29,– Euro

Margit Wendling untersucht mit ihrer Forschungsarbeit, gleichzeitig Band 4 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., welchen Einfluss neben den fundamentalen Unternehmensdaten auch qualitative Faktoren, darunter insbesondere die Marke, auf Aktieninvestments haben.

Margit Wendling: Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments, DIRK Forschungsreihe, Band 4, Februar 2005, broschiert, 29,– Euro

In seiner Ausarbeitung „WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)“, gleichzeitig Band 5 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., schildert Rechtsanwalt und Autor Jens Wolfram detailliert die Balance zwischen den Interessen der verschiedenen Institutionen, welche vom AnSVG betroffen sind, und gibt aus langjähriger Erfahrung mit der Umsetzung kapitalmarktregulierender Gesetze heraus praxistaugliche Empfehlungen für die tägliche Investor Relations-Arbeit.

Jens Wolfram: WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG), DIRK Forschungsreihe, Band 5, Oktober 2005, broschiert, 39,– Euro

Mit seiner Dissertation „Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt“, gleichzeitig Band 6 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., bietet Autor Dr. Christopher Ridder eine Fülle von Ansatzpunkten zur direkten Anpassung der IR-Arbeit in der Praxis.

Christopher Ridder: Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt, DIRK Forschungsreihe, Band 6, Mai 2006, broschiert, 59,– Euro

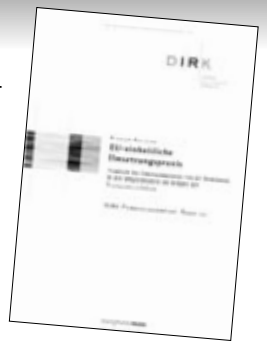
Clemens Denks setzt sich mit seiner Forschungsarbeit, gleichzeitig Band 7 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., insbesondere mit den Informationsgewinnungs- und Informationsverarbeitungsprozessen von Anleihegläubigern auseinander. Auf Basis der hieraus gewonnenen Erkenntnisse werden konkrete Handlungsempfehlungen für anleiheemittierende Unternehmen gegeben und erläutert, wie die Beziehungen zu Fremdkapitalinvestoren verbessert werden können.

Clemens Denks: Bondholder Relations: Informationsgewinnung und -verarbeitung von Corporate-Bond-Investoren, DIRK Forschungsreihe, Band 7, Oktober 2006, broschiert, 29,– Euro

Pia Tiffe setzt sich in der vorliegenden Arbeit, gleichzeitig Band 8 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., mit den Anforderungen an die IR aus Sicht der Finanzanalysten auseinander. Sie analysiert dafür zunächst theoretisch die Instrumente der IR. Im empirischen Teil der Arbeit werden die Ergebnisse einer Befragung deutscher Finanzanalysten zusammengefasst.

Pia Tiffe: Beurteilung von Investor Relations-Maßnahmen aus Sicht von Finanzanalysten – Eine theoretische und empirische Analyse, DIRK Forschungsreihe, Band 8, Mai 2007, broschiert, 29,– Euro

Die DIRK-Forschungsreihe!

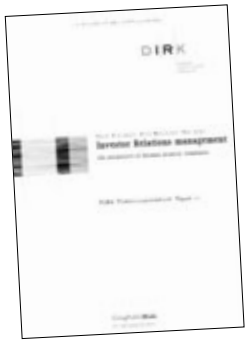


Liberalisierte und globalisierte Finanzmärkte zwingen Unternehmen heutzutage in einen Wettbewerb um Investoren. Die zunehmenden Informationsbedürfnisse der Anleger und immer engmaschigere rechtliche Vorgaben stellen die kapitalmarktorientierten Unternehmen vor enorme Herausforderungen. Moderne Investor Relations geht über die bloße Kommunikation von Fakten hinaus, sie reduziert Skepsis und schafft Transparenz durch den Aufbau einer direkten Beziehung zum Investor. Sara Pierbattisti untersucht in der vorliegenden Arbeit die Wechselwirkungen zwischen Unternehmen und Investor sowie die organisatorische Einbindung in die Unternehmensstruktur mit Hilfe wissenschaftlicher Theorien.

Sara Pierbattisti: Die Investor Relations-Arbeit in deutschen Unternehmen: Theoretische und empirische Befunde zu Bestand und Entwicklung der IR-Arbeit der Unternehmen des DAX 30 und des MDAX. DIRK Forschungsreihe, Band 9, Oktober 2007, broschiert, 29,– Euro

Emittenten auf den europäischen Kapitalmärkten werden sich mehr und mehr daran gewöhnen müssen, dass sie sich nicht nur nach Vorschriften eines nationalen Gesetzgebers zu richten haben, sondern auch an die Maßgaben Europas gebunden sind. Das heißt folglich, dass sie mit den Gesetzen der Europäischen Union (EU) und sämtlicher Mitgliedstaaten konfrontiert sind. Durch die EU-Transparenzrichtlinie kommen auf Emittenten neue verschärfte Vorschriften bezüglich der Finanzberichterstattung zu. Für Anleger sind insbesondere Regelungen zur Bekanntgabe von bedeutenden Beteiligungen von Interesse. Florian Preising untersucht in der vorliegenden Arbeit, ob eine europäische Harmonisierung in Richtung eines EU-Finanzbinnenmarktes durch die Transparenzrichtlinie stattgefunden hat.

Florian Preising: EU-einheitliche Umsetzungspraxis: Vergleich des Umsetzungsstatus von EU-Richtlinien in den Mitgliedstaaten am Beispiel der Transparenzrichtlinie. DIRK Forschungsreihe, Band 10, Januar 2008, broschiert, 29,– Euro



The history of exchange-listed real estate companies is comparatively short and little academic research has been published on financial market communication in this sector in recent years.

"Financial Market Communication of Real Estate Companies" was the title of a project course at the European Business School (EBS) in the summer term 2007, in which the students undertook to find answers to these and further questions. This book – published as volume 11 of the "DIRK-Forschungsreihe" – is a compilation of articles presenting the findings of their research. It covers a wide range of financial communication topics from a presentation of the conceptual design of Investor Relations departments and an analysis of communication strategies to an empirical validation of the theoretical concepts.

Mark Mietzner, Dirk Schiereck (Editors): Investor Marketing – Investor Relations management – The perspective of German property companies, Band 11, Mai 2008, broschiert, 59,– Euro

Bestellcoupon

FAX-ORDER
089-2000 339-39
www.goingpublic.de/dirk

JA, ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

☐ **LUCY BRAUN**
Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt
DIRK Forschungsreihe, Band 1, 21,80 Euro

☐ **MELANIE PRENGEL**
Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet
DIRK Forschungsreihe, Band 2, 29,-- Euro

☐ **SONJA LEISE**
How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities
DIRK Forschungsreihe, Band 3, 29,-- Euro

☐ **MARGIT WENDLING**
Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments
DIRK Forschungsreihe, Band 4, 29,-- Euro

☐ **JENS WOLFRAM**
WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)
DIRK Forschungsreihe, Band 5, 39,-- Euro

☐ **CHRISTOPHER RIDDER**
Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt
DIRK Forschungsreihe, Band 6, 59,-- Euro

☐ **CLEMENS DENKS**
Bondholder Relations – Informationsgewinnung und -verarbeitung von Corporate-Bond-Investoren
DIRK Forschungsreihe, Band 7, 29,-- Euro

☐ **PIA TIFFE**
Beurteilung von Investor Relations-Maßnahmen aus Sicht von Finanzanalysten – Eine theoretische und empirische Analyse
DIRK Forschungsreihe, Band 8, 29,-- Euro

☐ **SARA PIERBATTISTI**
Die Investor Relations-Arbeit in deutschen Unternehmen: Theoretische und empirische Befunde zu Bestand und Entwicklung der IR-Arbeit der Unternehmen des DAX 30 und des MDAX
DIRK Forschungsreihe, Band 9, 29,-- Euro

☐ **FLORIAN PREISING**
EU-einheitliche Umsetzungspraxis: Vergleich des Umsetzungsstatus von EU-Richtlinien in den Mitgliedstaaten am Beispiel der Transparenzrichtlinie
DIRK Forschungsreihe, Band 10, 29,-- Euro

☐ **MARK MIETZNER, DIRK SCHIERECK (EDITORS)**
Investor Marketing – Investor Relations management – The perspective of German property companies
DIRK Forschungsreihe, Band 11, 59,-- Euro

.....
Name/Vorname

.....
Straße/Hausnummer

.....
Postleitzahl/Ort

.....
Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Media AG
Hofmannstr. 7a
81379 München
Tel. 089-2000 339-0, Fax -39
eMail: buecher@goingpublic.de
www.goingpublic.de/dirk

Die DIRK-Forschungsreihe!

Zum Nachbestellen!

Thilo Theilen: Investor Marketing – Eine Aufgabe für Investor Relations?

JA, Bestellcoupon

ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

FAX-ORDER
089-2000 339-39

www.goingpublic.de/dirk

☐ **THILO THEILEN**
Investor Marketing – Eine Aufgabe für Investor Relations?
DIRK Forschungsreihe, Band 12, 59,– Euro

Name/Vorname .....

Straße/Hausnummer .....

Postleitzahl/Ort .....

Datum/Unterschrift .....

DIRK 12

Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Media AG
Hofmannstr. 7a, 81379 München
Tel. 089-2000 339-0, Fax 089-2000 339-39
eMail: buecher@goingpublic.de
www.goingpublic.de/dirk