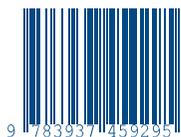
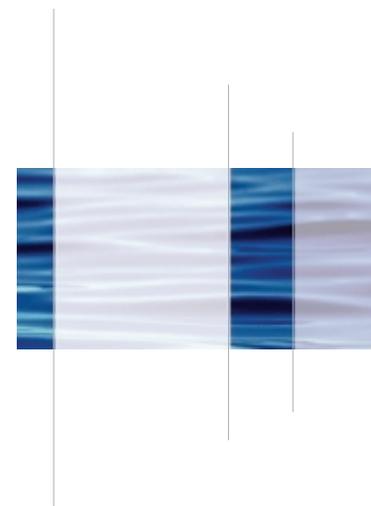


Fremdkapital ist in den Bilanzen europäischer und vor allem deutscher Unternehmen der mit Abstand größte Bilanzposten. Dominierte hier bisher bei vielen Unternehmen der Kontakt zu den „Hausbanken“, so führen die Regelungen des so genannten Baseler Akkords (Basel II) sowie ein zunehmendes Risikobewusstsein der Kreditinstitute in der jüngeren Vergangenheit zu einer Ausrichtung hin zu neuen Finanzierungsformen. Als eine Alternative bietet sich gerade für größere Unternehmen die Emission von Anleihen an. Diese erfordert – wie auch eine Aktienemission – das Interesse von Investoren.

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.



ISBN 978-3-937459-29-5



CLEMENS DENKS

Bondholder Relations

Informationsgewinnung und -verarbeitung von
Corporate-Bond-Investoren

DIRK FORSCHUNGSREIHE, BAND 7

CLEMENS DENKS

**Bondholder Relations:
Informationsgewinnung und -verarbeitung
von Corporate-Bond-Investoren**



DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

CLEMENS DENKS

**Bondholder Relations:
Informationsgewinnung und -verarbeitung
von Corporate-Bond-Investoren**

DIRK FORSCHUNGSREIHE: BAND 7

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

Clemens Denks: Bondholder Relations: Informationsgewinnung und -verarbeitung von Corporate-Bond-Investoren – Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., Band 7
Verlag: GoingPublic Media AG, Wolfratshausen, 2006
ISBN 978-3-937459-29-5

© 2006, 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, Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen,
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656, www.goingpublic.de

Titel, Satz: Projektbüro Jürgenliemk, D-Penzberg & H-Nagysepely
Druck: Joh. 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 Oktober 2006

ISBN 978-3-937459-29-5

Links:

Der große GoingPublic-Bookshop

www.goingpublic.de/bookshop

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.

www.dirk.org

Vorwort des Präsidenten des DIRK

DIE Kommunikation mit Fremdkapitalgebern hat sich in den vergangenen Jahren immer mehr zu einem festen Bestandteil der Finanzmarktkommunikation entwickelt. Die „Qualitätslücke“ zur Kommunikation mit dem Aktienmarkt ist jedoch vielfach noch nicht geschlossen. Der vorliegende siebte Band der DIRK-Forschungsreihe will hierzu einen Beitrag zu leisten.

In den zurückliegenden Jahren fand die Fremdkapitalbeschaffung vieler Unternehmen fast ausschließlich über die Kreditvergabe der traditionellen Hausbank statt. Die Regelungen des so genannten Baseler Akkords (Basel II) sowie ein zunehmendes Risikobewusstsein der Kreditinstitute haben in der jüngeren Vergangenheit zu einer Ausrichtung hin zu neuen Finanzierungsformen geführt.

Die Emission von Anleihen wird hierbei zunehmend als ein wirtschaftlich sinnvolles Instrument erachtet. Damit einhergehend gewinnt die Kommunikation mit den Anlegern und Multiplikatoren auf der Fremdkapitalseite (Fixed Income Investor Relations oder Bondholder Relations) stetig an Bedeutung. Ebenso wie in der Beziehung zu den Aktionären gilt dabei, dass die Unternehmen eine professionelle, offene und transparente Kommunikationspolitik betreiben müssen – häufig noch alles andere als eine Selbstverständlichkeit. Auch in der Literatur besteht auf diesem Gebiet noch erheblicher Nachholbedarf.

Die vorliegende Arbeit setzt sich 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.

Ich wünsche dem Buch seinen verdienten Erfolg und den Lesern viele Erkenntnisse und Anregungen für die tägliche Arbeitspraxis im Bereich Fixed Income Relations.

Frankfurt am Main, im Oktober 2006

Dr. Wolfram Schmitt

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

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Vorwort des Präsidenten des DIRK | 5 |
| Abbildungsverzeichnis | 9 |
| Tabellenverzeichnis | 10 |

A. Problemstellung und Zielsetzung dieser Diplomarbeit 11

B. Theoretische Grundlagen der Investor Relations und Bondholder Relations 13

| | |
|---|----|
| 1. Eingliederung und Teilgebiete von Investor Relations .. | 13 |
| 2. Zielsetzung von Investor Relations | 14 |
| 3. Zielsetzung von Bondholder Relations | 15 |
| 3. Gemeinsamkeiten und Unterschiede von Investor und Bondholder Relations | 19 |

C. Gründe für den Bedeutungszuwachs von Unternehmensanleihen 21

| | |
|---|----|
| 1. Regulatorische Rahmenbedingungen deutscher und internationaler Kreditinstitute | 21 |
| 2. Konsolidierungstendenzen innerhalb der „Bankenlandschaft“ | 23 |

D. Entwicklung der Kapitalmärkte für Unternehmensanleihen 27

E. Vorbereitung und Durchführung einer empirischen Untersuchung der aktuellen Informationsbeschaffungs- und Verarbeitungsprozesse institutioneller Corporate Bond-Investoren 31

| | |
|---|----|
| 1. Festlegung der Befragungsform | 31 |
| 2. Erstellung des Fragebogens | 31 |
| 3. Durchführung der Interviews und Interviewpartner ... | 39 |

| | |
|--|-----|
| F. Ergebnisse der empirischen Untersuchung | 43 |
| G. Empfehlungen zur Betreuung von Anleiheinvestoren | 81 |
| H. Schlusswort | 93 |
| Literaturverzeichnis | 95 |
| Zum Autor | 97 |
| DIRK-Profil | 98 |
| CIRO-Profil | 100 |

Abbildungsverzeichnis

| | |
|---|----|
| Abbildung 1: Eingliederung und Teilgebiete von Investor Relations | 13 |
| Abbildung 2: Ziele von Investor Relations | 14 |
| Abbildung 3: Entwicklung der Refinanzierungsstruktur des Volkswagen-Konzerns von 1999 bis 2003 | 16 |
| Abbildung 4: Zusammenhang zwischen größerer Transparenz und höherer Unternehmensbewertung | 18 |
| Abbildung 5: Rentabilität deutscher Kreditinstitute | 23 |
| Abbildung 6: Volumen der Fusionen und Übernahmen in der Bankenindustrie, weltweit in Milliarden US-Dollar | 24 |
| Abbildung 7: Ertragslage deutscher Kreditinstitute | 25 |
| Abbildung 8: Anzahl und Volumen von Anleiheemissionen westeuropäischer Unternehmen seit 1984 | 28 |
| Abbildung 9: Anzahl und Volumen von Anleiheemissionen deutscher Unternehmen seit 1984 | 28 |
| Abbildung 10: Anteil von Emissionen deutscher Unternehmen am europäischen Markt für Unternehmensanleihen | 29 |
| Abbildung 11: Umlauf von Unternehmensanleihen im internationalen Vergleich | 29 |
| Abbildung 12: Interviewpartner nach Herkunftsland | 40 |
| Abbildung 13: Interviewpartner nach Sektoren | 40 |
| Abbildung 14: Interviewpartner nach verwaltetem Vermögen | 41 |
| Abbildung 15: Wahrscheinlichkeit der Kontaktaufnahme durch Geschäftsführung/Vorstand | 58 |
| Abbildung 16: Wunschansprechpartner von Corporate-Bond-Investoren | 73 |
| Abbildung 17: Mögliche Aufgabenverteilung zwischen Bondholder Relations und Treasury | 83 |

Tabellenverzeichnis

| | |
|---|----|
| Tabelle I: Informationsquellen und deren Bedeutung für Corporate-Bond-Investoren. | 46 |
|---|----|

A. Problemstellung und Zielsetzung dieser Diplomarbeit

Fremdkapital ist in den Bilanzen europäischer und vor allem deutscher Unternehmen der mit Abstand größte Bilanzposten.¹ Die Beschaffung von Fremdkapital war für Unternehmen in der Vergangenheit vornehmlich eine Frage der Geschäftsbeziehung zu den vorhandenen „Hausbanken“. In jüngerer Vergangenheit jedoch hat in vielen Unternehmen eine Suche nach alternativen Refinanzierungsformen begonnen, da Bankkredite zunehmend restriktiver vergeben und höhere Kreditmargen eingefordert werden.

Gründe für diese Veränderungen wurden und werden in der breiten Öffentlichkeit diskutiert. Als wesentliche Einflussfaktoren können ausgemacht werden:

- a) Einführung von Basel II
- b) zunehmendes Risikobewusstsein der Kreditinstitute, um dem steigenden Ertragsdruck gerecht zu werden
- c) Konsolidierung innerhalb der Bankenlandschaft, unter anderem aufgrund der bisherigen Missachtung einer ausreichenden Gewinnorientierung

Als eine Alternative bietet sich gerade für größere Unternehmen die Emission von Anleihen an. Diese erfordert – wie auch eine Aktienemission – das Interesse von Investoren.

Investoren müssen gefunden, überzeugt und langfristig kontinuierlich betreut werden. Die Betreuung von Aktionären wird in der Zwischenzeit als eine Selbstverständlichkeit verstanden, der mit

1) Vgl. Grunow, H.-W. G., Oehm, G. F.: Credit Relations: Erfolgreiche Kommunikation mit Anleiheinvestoren. Berlin/Heidelberg 2004.

teilweise großen Investor Relations-Abteilungen Rechnung getragen wird. Doch wie steht es mit den Anleiheinvestoren?

Die Betreuung von Anleihegläubigern, auch als Bondholder Relations oder Credit Relations bezeichnet, ist in Deutschland eine sehr junge Disziplin und bisher weder in der Praxis noch in der Wissenschaft umfassend erforscht worden.

Diese Diplomarbeit will sich insbesondere mit den Informationsbedürfnissen, den Informationsgewinnungs- und Verarbeitungsprozessen von Anleihegläubigern auseinandersetzen. Ziel ist es, auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse konkrete Handlungsempfehlungen für Anleihe emittierende Unternehmen zu erarbeiten, um die Beziehungen zu den Anleihegläubigern optimieren zu können.

Im einleitenden Teil werden dazu die theoretischen Grundlagen zur Betreuung von Anleihegläubigern und der Abgrenzung zu Investor Relations erarbeitet.

Ebenfalls werden die regulatorischen Rahmenbedingungen der Kreditinstitute und aktuelle Marktentwicklungen an den Anleihemärkten beschrieben.

Die Diplomarbeit wird sich insbesondere

- auf Anleihen von Unternehmen beziehen, die nicht dem Finanzsektor zuzuordnen sind und
- auf deutsche und europäische Unternehmen und Kapitalmärkte konzentrieren.

Der Hauptteil beschreibt die Ergebnisse von 17 geführten Interviews mit internationalen Anleiheinvestoren, aus denen unter anderem die Handlungsempfehlungen abgeleitet werden.

B. Theoretische Grundlagen der Investor Relations und Bondholder Relations

1. Eingliederung und Teilgebiete von Investor Relations

In Anlehnung an Böhm² und Kirchhoff³ sind Investor Relations ein Teil der Informations- und Kommunikationspolitik eines Unternehmens und orientiert sich an den Informationsbedürfnissen der Kapitalgeber⁴. Bei den Kapitalgebern handelt es sich üblicherweise um Eigenkapitalgeber (nachfolgend wird von Aktionären ausgegangen) und Fremdkapitalgeber (nachfolgend wird von Anleihegläubigern ausgegangen). Weitere Adressaten für Unternehmensinformationen sind z.B. Kunden oder die Öffentlichkeit im Allgemeinen. Diesen Informationsbedürfnissen wird in den meisten Unternehmen durch Public Relations Rechnung getragen.



Abbildung 1: Eingliederung und Teilgebiete von Investor Relations

2) Vgl. Böhm, W.: Investor Relations der Emittenten von Unternehmensanleihen, Sternenfels 2004.

3) Vgl. Kirchhoff, K. R.: Die Grundlagen der Investor Relations. In: Kirchhoff, K. R., Pwinger, M. (Hrsg.): Praxis der Investor Relations: Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt. Neuwied 2004, S. 32-51.

4) Vgl. Grunow, H.-W. G., Oehm, G. F.: Credit Relations: Erfolgreiche Kommunikation mit Anleiheinvestoren. Berlin/Heidelberg 2004.

Im nachfolgenden Text werden unter Investor Relations die „klassischen“ Investor Relations verstanden, welche sich auf die Eigenkapitalgeber konzentrieren.

2. Zielsetzung von Investor Relations

Investor Relations sind ein Bindeglied zwischen den Aktionären und dem Unternehmen selbst. Durch eine zeitnahe Versorgung des Kapitalmarktes mit relevanten Unternehmensinformationen und einer stetigen Kommunikation mit den Eigenkapitalgebern soll vor allem der Shareholder Value, also der Börsenwert eines Unternehmens, erhöht werden. Als wesentliche Prämisse wird genannt, dass eine stetige Kommunikation und die damit verbundene Reduzierung der Unsicherheit der Aktionäre sowie die Volatilität einer Aktie reduziert wird. Eine geringere Unsicherheit reduziert die von den Aktionären geforderte Risikoprämie und erlaubt im Umkehrschluss eine höhere Bewertung der Aktie.^{5,6}

Als weitere (Neben-)Ziele werden genannt:



Abbildung 2: Ziele von Investor Relations⁷

5) Vgl. Huber, C.: Shareholder Value versus Bondholder Value im Asset Management. In: Kaiser, H., Vöcking, T. (Hrsg.): Strategische Anlagebetreuung: Assetklassen und Portfoliomanagement. Wiesbaden 2002, S. 385-406.

6) Damen, A., Jacobi, P., Rossbach, P.: Corporate Banking: Zukunftsorientierte Strategien im Firmenkundengeschäft. Frankfurt am Main 2001.

3. Zielsetzung von Bondholder Relations

Bondholder Relations dienen dem Erhalt und der Erhöhung des Bondholder Values, also der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens. Mit Kreditwürdigkeit sind die Fähigkeit und der Wille des Unternehmens gemeint, seine Verpflichtungen aus der Emission von Anleihen zu erfüllen, sobald Zahlungen fällig werden.⁸

Die Beurteilung der Kreditwürdigkeit ist ein subjektiver Vorgang, da es sich dabei um eine zukunftsorientierte Prognose handelt. In der Praxis ist es für die meisten Investoren jedoch schon allein aus Kosten- und Zeitgründen nahezu unmöglich, sich eine eigene Meinung zu jedem einzelnen Unternehmen zu bilden. Daher greifen Investoren üblicherweise auf so genannte Ratingagenturen zurück, die anhand objektiver Standards eine Kreditwürdigkeitsbeurteilung vornehmen und diese fortlaufend aktualisieren. Die bekanntesten Ratingagenturen sind *Standard & Poor's* und *Moody's*, die beide ihren Hauptsitz in den USA haben. Darüber hinaus existieren weitere Ratingagenturen mit teilweise nur regionaler Bedeutung, wie zum Beispiel *DBRS* in Kanada.

Viele Investoren können nur in Unternehmensanleihen investieren, wenn diese von den Ratingagenturen mit einem bestimmten „Mindestrating“ beurteilt werden, die in den Anlagerichtlinien der Investoren definiert sind. Aufgrund der sich damit ergebenden zentralen Bedeutung der Ratingagenturen für die emittierenden Unternehmen sind insbesondere die Ratingagenturen wichtiger Adressat der Bondholder Relations-Aktivitäten.

Bondholder Relations-Beziehungen sind entstanden als Reaktion sowohl auf die zunehmende Abhängigkeit der Unternehmen von der Investitionsbereitschaft von Anleiheinvestoren als auch der erstarkenden Informationsinteressen der Anleiheinvestoren selbst.

7) Quelle: 4managers.de: Investor Relations. Internet http://www.4managers.de/01-Themen/..%5C10_Inhalte%5Casp%5CInvestorRelations.asp?hm=1&um=1 (Stand: 25.07.2005), in Anlehnung an Kirchhoff, K. R.: Die Grundlagen der Investor Relations. In: Kirchhoff, K. R., Pwinger, M. (Hrsg.): Praxis der Investor Relations: Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt. Neuwied 2004, S. 32-51.

8) Vgl. Krämer, W. (Verf.)/Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH: Hintergrund Februar 2001: Shareholder und Bondholder – Ein grundsätzlicher Antagonismus – Oder: Bondholder aller Länder vereinigt Euch! Internet http://www.lazardnet.com/lam/de/pdfs/Hintergrund_Bondholder_0201.pdf (Stand: 25.07.2005)

So fordert Krämer von *Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH* beispielsweise „Bondholder aller Länder vereinigt Euch!“⁹ Ein weiterer Ausdruck der zunehmenden Emanzipation der Anleiheinvestoren ist die Publikation „Improving Market Standards in the Sterling and Euro Fixed Income Credit Markets“¹⁰, in dem von 26 bedeutenden Asset Management-Gesellschaften gemeinsam die Verbesserung der vorhandenen Dokumentations- und Informationsstandards für Anleiheemissionen gefordert wird. Ebenfalls wird häufig bemängelt, dass die Dokumentationsanforderungen an die emittierenden Unternehmen noch immer ausschließlich als Last verstanden werden und nicht als Möglichkeit, sich in positiver Form von anderen Emittenten abzugrenzen und dadurch Vorteile im Kampf um das Kapital der Investoren zu erlangen.

Als konkretes Beispiel für die zuvor beschriebene Zunahme der Abhängigkeit der Unternehmen von den Fremdkapitalmärkten sei hier der Volkswagen-Konzern genannt. In einem Zeitraum von fünf Jahren (1999-2003) hat sich die Fremdkapitalbeschaffung über die Kapitalmärkte von 6 Milliarden auf 39 Milliarden Euro mehr

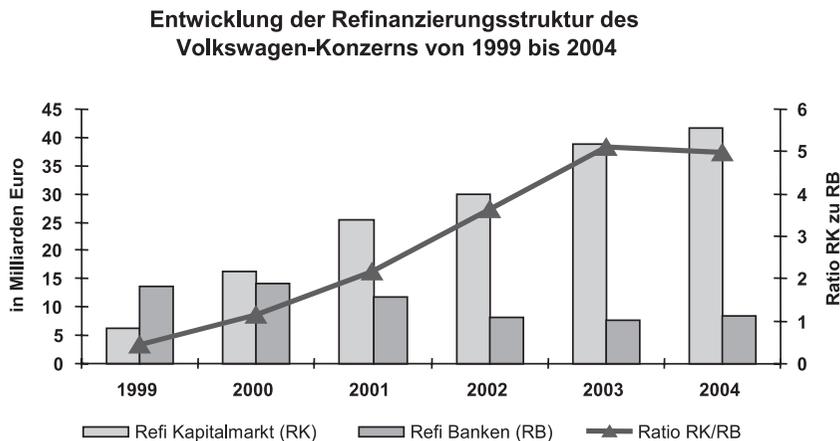


Abbildung 3: Entwicklung der Refinanzierungsstruktur des Volkswagen-Konzerns von 1999 bis 2003

9) Vgl. Krämer, W. (Verf.)/Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH: Hintergrund Februar 2001: Shareholder und Bondholder – Ein grundsätzlicher Antagonismus – Oder: Bondholder aller Länder vereinigt Euch! Internet http://www.lazardnet.com/lam/de/pdfs/Hintergrund_Bondholder_0201.pdf (Stand: 25.07.2005)

10) 26 Asset Management-Gesellschaften: Improving market standards in the Sterling and Euro Fixed Income Credit markets. Internet <http://www.uksip.org/pdfs/BOND.PDF> (Stand: 25.07.2005)

als versechsfacht, während sich die Refinanzierung über Bankdarlehen von 14 Milliarden auf 8 Milliarden fast halbiert hat.“ (s. *Abbildung 3*)

Aus Unternehmenssicht gibt es zwei wesentliche Faktoren, um die zusätzlichen Ressourcen für Bondholder Relations zur Verfügung zu stellen:

1. Sicherstellung der Liquidität: Die Liquidität ist von besonderer Wichtigkeit für Unternehmen, da ein Mangel an Liquidität ein Insolvenzgrund ist und die Existenz eines Unternehmens gefährdet. Dabei kann der kontinuierliche Kontakt und Informationsaustausch positiven Einfluss auf zukünftige Investitionsentscheidungen des Anleiheinvestoren und auf Empfehlungen von Kreditanalysten haben. Die Anleiheinvestoren von heute sind auch die Kapitalgeber von morgen. Ebenfalls bekommt das Unternehmen direktes Feedback von den Investoren, was beispielsweise bei der optimalen Terminierung einer neuen Bondemission hilfreich sein kann.

2. Reduzierung von Fremdkapitalkosten: Ähnlich wie bei Investor Relations soll durch die laufende Kommunikation die Unsicherheit der Bondinvestoren reduziert werden. Die Unsicherheit kann an der Volatilität der „Credit Spreads“ gemessen werden. Credit Spreads drücken die Renditedifferenz zwischen der Rendite der Unternehmensanleihe und einer Referenzrendite aus. Die Referenzgröße sind meistens Renditen von staatlichen Anleihen („Government Bonds“) oder von Zinstauschgeschäften unter Kreditinstituten („Zinsswaps“).

Eine reduzierte Volatilität erlaubt geringere Credit Spreads an den Kapitalmärkten. Dabei ist zu berücksichtigen, dass bereits begebene und ausstehende Unternehmensanleihen häufig die „Benchmark“, also Vergleichsmaßstab, für zukünftige Anleiheemissionen sind.

11) Geschäftsberichte der Volkswagen AG von 1999-2003. Internet <http://www.volkswagen.de>

Diese positiven Effekte einer verbesserten Kommunikations- und Informationspolitik mit den Kapitalgebern, was gleich zu setzen ist mit einer Reduzierung der Informationsasymmetrie, wurde im Rahmen diverser wissenschaftlicher Arbeiten nachgewiesen. So weisen beispielsweise Mazumdar, Sarin und Sengupta in „TO TELL OR NOT TO TELL: The Value of Corporate Disclosure“¹² empirisch nach, dass eine verstärkte Informations- und Kommunikationspolitik auch starken Einfluss auf die Konditionsgestaltung von Bankdarlehen hat, obwohl Kreditinstitute üblicherweise, zumindest im Vergleich zu einem Anleiheinvestor, einen privilegierten Informationszugang haben. Zum gleichen Ergebnis kommt Fan Yu von der University of California in der empirischen Studie „Accounting Transparency and the Term Structure of Credit Spreads“¹³.

Grafisch lässt sich dieser Zusammenhang auch darstellen.

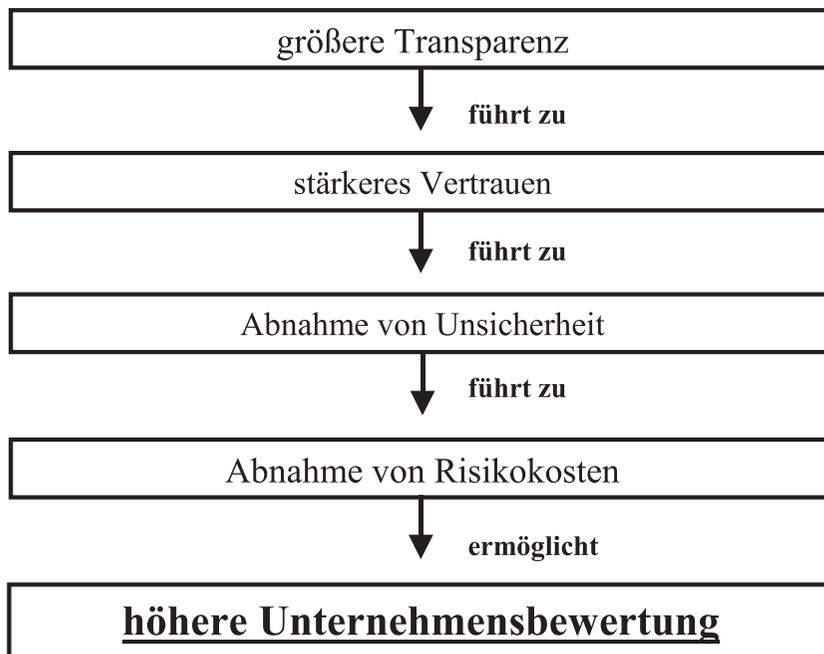


Abbildung 4: Zusammenhang zwischen größerer Transparenz und höherer Unternehmensbewertung

¹² Mazumdar, S. C., Sarin, A. und Sengupta, P.: TO TELL OR NOT TO TELL: The Value of Corporate Disclosure. Internet http://business.scu.edu/faculty/research/working_papers/pdf/sarin_apro2.pdf (Stand: 25.07.2005)

¹³ Yu, Fan: Accounting Transparency and the Term Structure of Credit Spreads. Internet <http://web.gsm.uci.edu/~fanyu/papers/trans.pdf> (Stand: 25.07.2005)

3. Gemeinsamkeiten und Unterschiede von Investor und Bondholder Relations

Investor und Bondholder Relations sind sich von der Ausgangsform her sehr ähnlich. Es geht bei beiden um Informations- und Kommunikationspolitik. Dennoch muss die Ausgestaltung teilweise unterschiedlich sein, um erfolgreiche Investor und Bondholder Relations betreiben zu können. Dies begründet sich in den teilweise unterschiedlichen Ausgangssituationen und Interessen von Aktionären und Anleiheinvestoren.

Von der rechtlichen Ausgangssituation her haben Anleiheinvestoren bei den laufenden Ausschüttungen und im Falle einer Insolvenz Vorrang vor den Aktionären. Dafür sind jedoch die Ertragschancen eines Aktionärs theoretisch unlimitiert, während sich der Ertrag eines Anleiheinvestors auf die zugesagte Verzinsung limitiert, unabhängig vom tatsächlichen Ergebnis des Unternehmens. Nachfolgend eine Übersicht der unterschiedlichen Ausgangssituationen von Aktionären und Anleiheinvestoren.¹⁴

Aktionär

- Anteil am Eigenkapital einer Gesellschaft
- Risiko-Wertpapier, Teilnahme am Wachstum
- unbegrenzte Laufzeit
- Entscheidungsbasis: zukünftige Kurssteigerungs- und Ausschüttungspotenziale

Anleiheinvestor

- Anteil am Fremdkapital einer Gesellschaft
- festverzinsliches Wertpapier, keine Teilnahme am Wachstum
- begrenzte Laufzeit
- Entscheidungsbasis: zukünftige Zinszahlungs- und Tilgungsfähigkeit

Aus diesen unterschiedlichen Ausgangssituationen ergeben sich auch unterschiedliche Erwartungshaltungen. Das bedeutet, dass ein und die gleiche Unternehmensnachricht von Aktionären und Anleiheinvestoren unterschiedlich bewertet werden kann. Die Erwartungshaltungen unterscheiden sich wie folgt:

¹⁴ In Anlehnung an Alpheus, I.: „My name is Bond, Corporate Bond“ oder Fixed Income IR – neue Herausforderungen für den IR-Manager. Internet <http://www.rwe.com/generator.aspx?property=Data/id=103620/praesentation-bond-alpheus-040517-pdf.pdf> (Stand: 25.07.2005)

Aktionär

- steigende Cashflows
- Steigerung des Unternehmenswertes
- kontinuierliche Dividendenfähigkeit
- hoher „Leverage“

Anleiheinvestor

- stabile Cashflows
- Vermeidung operativer Risiken
- gutes Kreditrating
- solide Unternehmensfinanzierung, hoher Eigenkapitalanteil

Insbesondere aus den unterschiedlichen Erwartungshaltungen an die Entwicklung der Cashflows ergeben sich Konflikte. Ehrgeizige Wachstumsziele oder erhöhte Dividenden werden von Aktionären häufig mit Aktienkurssteigerungen belohnt – und zur gleichen Zeit von den Anleiheinvestoren kritisiert und abgelehnt, da diese Maßnahmen den zur Zins- und Tilgungsleistung zur Verfügung stehenden Zahlungsstrom mindern.

Besonderer Streitpunkt zwischen Aktionären und Anleiheinvestoren ist das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital, das so genannte „Financial Leverage“. Häufig erhöhen die Unternehmen den Anteil an relativ „billigem“ Fremdkapital, um gleichzeitig den Anteil an „teurem“ Eigenkapital zu reduzieren. Ein besonders bekanntes Instrument zur Erhöhung des Financial Leverage sind Aktienrückkaufprogramme mit anschließender Einziehung der Aktien durch das Unternehmen.

Ziel entsprechender Maßnahmen ist eine Erhöhung der Eigenkapitalrendite bzw. des Gewinns pro Aktie (auch als EPS, Earning per Share, bezeichnet), um eine Höherbewertung der Aktie zu ermöglichen.

Meistens können diese Maßnahmen, trotz aller Ablehnung durch die Anleiheinvestoren und der anderen Gläubiger, erfolgreich umgesetzt werden, da die Kreditkonditionen relativ unelastisch auf das erhöhte Kreditrisiko des Unternehmens reagieren.

C. Gründe für den Bedeutungszuwachs von Unternehmensanleihen

Wie bereits in den Abschnitten zuvor ausgeführt, hat die Refinanzierung über die internationalen Kapitalmärkte, insbesondere durch Unternehmensanleihen, in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung für deutsche und europäische Unternehmen gewonnen. Nachfolgend sollen die wesentlichen Gründe und Entwicklungen kurz untersucht werden.

1. Regulatorische Rahmenbedingungen deutscher und internationaler Kreditinstitute

Die regulatorischen Rahmenbedingungen deutscher und internationaler Kreditinstitute unterliegen seit längerem vielfältigsten Veränderungen auf nationaler und internationaler Ebene. Nachfolgend werden nur die bedeutendsten Veränderungen und Regelungen kurz vorgestellt.

Die fünfte Novelle des Kreditwesengesetzes reduzierte mit Inkrafttreten die Kreditvergabekapazitäten deutscher Kreditinstitute von 50 % auf 25 % des vorhandenen Eigenkapitals der Kreditinstitute. Ende 1997 trat die sechste Novelle des Kreditwesengesetzes in Kraft, was weitere Einschränkungen für die Kreditinstitute¹⁵ mit sich brachte.¹⁶

¹⁵) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Aktuelle Entwicklungen in der Bankenaufsicht, Bestandteil des Jahresberichts 1995 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Berlin. Internet <http://www.bafin.de/jahresbericht/ba/jb1995/jbmain02.htm> (Stand: 25.07.2005)

¹⁶) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Erläuterungen zur Bekanntmachung über die Änderung und Ergänzung der Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute. Internet http://www.bafin.de/bekanntmachungen/ba/gst_erl.pdf (Stand: 25.07.2005)

Bis Ende 2005 sollen die Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft (MaK) vollständig umgesetzt werden, welche die formalen Erfordernisse im Kreditgeschäft deutlich erhöhen.

Ende 2006¹⁷ soll der viel diskutierte Basel II Gültigkeit erlangen, der eine erhebliche Herausforderung für die Kreditinstitute darstellt. Im Rahmen von Basel II geht es insbesondere um die Einführung verstärkt Risiko orientierter Eigenkapitalvorschriften.¹⁸ Danach werden Kreditinstitute zukünftig mehr Eigenkapital für Kredite an bonitätsschwache Kreditnehmer unterhalten müssen als an finanziell stärkere Kreditnehmer. Erreicht wird dies durch eine aufsichtsrechtlich differenziertere Bewertung der vorhandenen Kreditrisiken.

Beispiel:

Die Bank *Moneta* vergibt ein Darlehen in Höhe von 100 Millionen Euro an das Unternehmen *Gamma Industries*. Die Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers ist nicht erstklassig, sondern nur als durchschnittlich zu bewerten.

Bisher muss die Bank *Moneta* dieses Darlehen gemäß Paragraph 10 des Kreditwesengesetzes¹⁹ und dem ergänzenden Grundsatz 1²⁰ mit 8 % Eigenkapital unterlegen, in diesem Beispiel somit 8 Millionen Euro.

Mit Basel II wird sich die Eigenkapitalanforderung zur Unterlegung dieses Darlehens vermutlich erhöhen, beispielsweise auf 12 %. In absoluten Zahlen steigt damit das erforderliche Eigenkapital zur Unterlegung dieses Darlehens um 4 Millionen Euro.

Wenn man die vermutlichen Folgen von Basel II nun auch auf die Kreditkonditionen dieses Darlehens ermitteln möchte, muss man sich nur vor Augen führen, dass die meisten Banken gewisse Renditeanforderungen an das eingesetzte Eigenkapital haben. Da in diesem Beispiel das eingesetzte Eigenkapital um 50 % gestiegen

¹⁷ Deutsche Bundesbank: Basel II – Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung.

Internet http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_basel.php (Stand: 25.07.2005)

¹⁸ Deutsche Bundesbank: Neue Eigenkapitalanforderungen an Kreditinstitute (Basel II). Deutsche Bundesbank Monatsbericht September 2004. Frankfurt am Main 2004.

¹⁹ Deutsche Bundesbank: Gesetz über das Kreditwesen KWG – Überarbeitete Lesefassung der Sechsten KWG-Novelle. Internet http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/kwg_0407.pdf (Stand: 25.07.2005)

²⁰ Deutsche Bundesbank: Grundsatz 1. Internet http://www.bundesbank.de/download/banken_aufsicht/pdf/grundsatz1.pdf (Stand: 25.07.2005)

ist, muss auch der Konditionsbeitrag dieses Darlehens um 50 % steigen, um eine identische Eigenkapitalrendite zu erzielen. Einfacher gesprochen, die Nettomarge der Bank für dieses Darlehen muss um 50 % steigen, um keine Verschlechterung der Eigenkapitalverzinsung zu erleiden.

Die Summe der vorgenannten Maßnahmen erhöht die Kosten für das klassische Kreditgeschäft mit Unternehmen deutlich und wird es gleichzeitig im Volumen weiter limitieren.

2. Konsolidierungstendenzen innerhalb der „Bankenlandschaft“

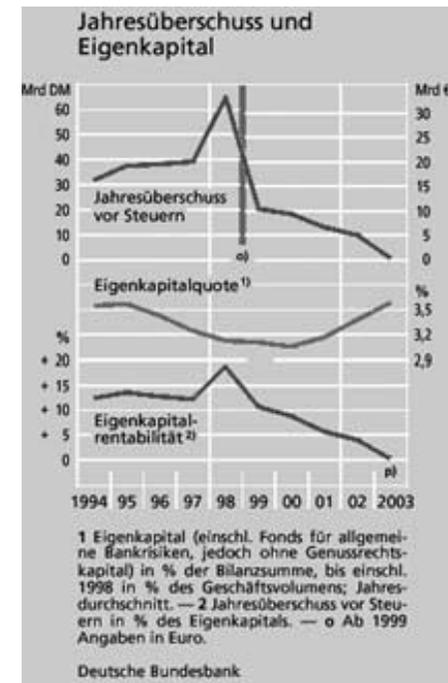


Abbildung 5:
Rentabilität deutscher Kreditinstitute

In regelmäßigen Abständen wird von Mega-Fusionen und Übernahmen von Banken berichtet. Jüngstes Beispiel ist die Übernahme der Bank *One* durch die *JP Morgan Chase Bank* in den USA.

Es handelte sich dabei bereits um zwei der größten Banken in den USA und weltweit. Die Übernahme hatte ein Transaktionsvolumen von rund 60 Milliarden US-Dollar.²¹ In Deutschland dürfte die Fusion der *Bayerischen Hypothekbank AG* mit der *Vereinsbank AG* im Jahre 1997 noch gut in Erinnerung sein. Doch neben diesen Mega-Transaktionen gab es unzählige Fusionen kleinerer und mittelgroßer Kreditinstitute.

So hat beispielsweise die Anzahl der Kreditinstitute in Deutschland von 2.518 Banken in 2001 auf 2.294 Banken im Jahr 2003²² abgenommen, Tendenz weiter fallend. In den USA hat sich die Zahl der Geschäftsbanken von 1980 bis 2002 von über 14.000 auf unter 8.000 reduziert. Es handelt sich um eine globale Konsolidierungstendenz in der Bankenindustrie, die sich nicht auf bestimmte Länder beschränkt^{23,24} und weiterhin andauert. Dies zeigt auch eine Grafik der Fusions- und Übernahmeaktivitäten innerhalb der Bankenindustrie:²⁵



Abbildung 6: Volumen der Fusionen und Übernahmen in der Bankenindustrie, weltweit in Milliarden US-Dollar

Ziel dieser Fusionen ist es, die Fixkosten im Bankgeschäft im Verhältnis zum Gesamtgeschäftsvolumen zu reduzieren und somit die Rentabilität zu erhöhen²⁶, welche sich in den letzten Jahren nach-

21) boerse.ARD.de: Fusions-Fieber in den USA. Internet http://boerse.ard.de/content_rb.jsp?key=dokument_73559&date=16.12.2004 (Stand: 16.12.2004)

22) Deutsche Bundesbank: Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2003. Bestandteil des Monatsberichtes September 2004 der Deutschen Bundesbank. Internet http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200409_mba_ertragslage.pdf (Stand: 25.07.2005)

23) Mayo, M. L., Rutschow, R. C., Ganiyev: More Bank Consolidation Expected. Hrsg.: Prudential Equity Group, LLC, New York/USA 2004.

24) Rubinstein, M., Vatchov, I., Faure, A., Macintosh, A., Allchin, E.: European Wholesale Banks: Bigger bets, riskier revenues ... Hrsg.: Credit Suisse First Boston Equity Research, London/UK 2004

25) Ohne Verfasser. Erstellt von JP Morgan Chase Bank Ltd., London, basierend auf Daten von Thomson Financial, London/UK 2005.

teilig entwickelt hat (s. *Abbildung 7* für die deutschen Kreditinstitute²⁷). Außerdem geht es um die Differenzierung und Konsolidierung der vorhandenen Kreditportfolios²⁸ und den Erhalt einer „kritischen“ regionalen, national oder international wahrnehmbaren Größe.

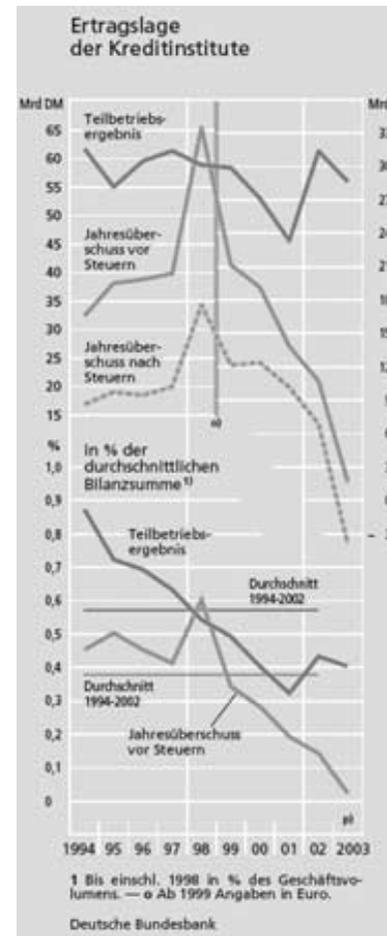


Abbildung 7: Ertragslage deutscher Kreditinstitute

Abschließend werden die Auswirkungen dieser Fusionstendenzen aus Unternehmenssicht kurz beschrieben werden.

26) Ohne Verfasser. Making Connections: Consolidation for European Financial Services Firms. Hrsg. von A.T. Kearney, Inc., Chicago/USA 2003.

27) Deutsche Bundesbank: Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2003. Bestandteil des Monatsberichtes September 2004 der Deutschen Bundesbank. Internet http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200409_mba_ertragslage.pdf (Stand: 25.07.2005)

28) Ohne Verfasser. Crossborder M&A in European Banking, Präsentation der McKinsey&Company. Frankfurt am Main 2003.

Gerade im Fall der Fusion von zwei Großbanken kann beobachtet werden, dass insbesondere große Unternehmen häufig bei beiden Banken Kreditlinien unterhalten und diese nach Fusion, bei kumulativer Betrachtung, nur noch in reduzierter Höhe vorhanden sind. So verbleibt beispielsweise von zwei Kreditlinien je 100 Millionen Euro nach der Fusion nur noch eine Kreditlinie von 150 Millionen Euro. Mit der Fusion geht üblicherweise das Bestreben der fusionierten Bank nach einer Reduzierung des einzelnen Kreditportfolios einher.

Damit bedeutet die Fusion für alle beteiligten Parteien, sowohl für die Bank(en) als auch das Unternehmen, einen Verlust – einerseits den Verlust von zinstragendem Aktivgeschäft, andererseits den Verlust von Refinanzierungsmöglichkeiten. Das Anleiheemissionsgeschäft bietet sich gerade in diesem Beispiel als ideale Lösung an, um den negativen Implikationen einer Fusion entgegenzusteuern.

Ein weiterer Nachteil der Fusionstendenzen im Bankensektor aus Sicht der Unternehmen ist, dass die Marktmacht der einzelnen (noch verbleibenden) Banken deutlich steigt und die Wettbewerbsintensität abnimmt.

D. Entwicklung der Kapitalmärkte für Unternehmensanleihen

Die vorgenannten Argumente haben das Interesse der Unternehmen an der Emission von Unternehmensanleihen gesteigert. Dieses gestiegene Interesse ging einher mit der Einführung des Euro im Jahr 1999, welches zu einem rasanten Zusammenwachsen der europäischen Kapitalmärkte führte. Ebenfalls steigt seit Ende der 90er Jahre das Interesse der Investoren an Unternehmensanleihen, was sich mit mehreren Argumenten begründen lässt.^{29, 30, 31}

- Der Euro hat sich als zweite Weltwährung neben dem US-Dollar fest etabliert.
- Geldanlagen bei Banken wurden umgeschichtet in Wertpapieranlagen.
- Umbau der europäischen Alterssicherungssysteme Richtung Kapitaldeckung
- Unternehmensanleihen bieten Portfoliomanagern einen stark gesuchten Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen, um die Renditeanforderungen der Investoren noch befriedigen zu können.

Abschließend sollen die vorgenannten Entwicklungen mittels mehrerer Grafiken nachgewiesen werden. Die erste Grafik, *Abbildung 8*, zeigt das Volumen und die Anzahl von Unternehmensanleiheemissionen westeuropäischer Unternehmen im Zeitverlauf seit 1982.³²

29) Deutsche Bundesbank: Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen. Monatsbericht April 2004 der Deutschen Bundesbank. Internet http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200404mba_anleihen.pdf (Stand: 25.07.2005)

30) Europäische Zentralbank: THE JOINT ECB-CFS Research Network on Capital Market and Financial Integration in Europe, Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe: Results and Experience After Two Years. Internet <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/capitalmarketsfinancialintegration200412en.pdf> (Stand: 25.07.2005)

31) Europäische Zentralbank: The Euro Bond Market Study. Internet <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eurobondmarketstudy2004en.pdf> (Stand: 25.07.2005)

32) Daten wurden heruntergeladen von der Datenbank „Dealogic Bondware Plus“. Internet <http://www.dealogic.com>

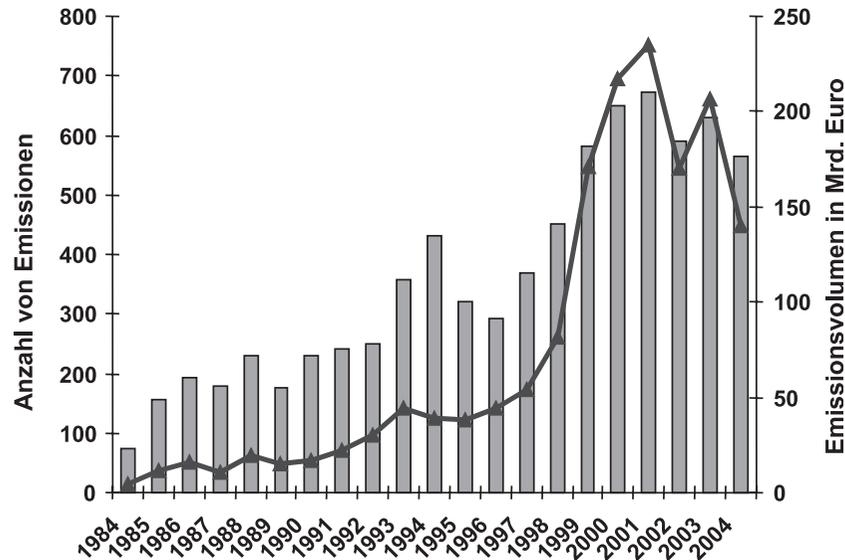


Abbildung 8: Anzahl und Volumen von Anleiheemissionen westeuropäischer Unternehmen seit 1984

Die Entwicklung der Emissionstätigkeit deutscher Unternehmen verhält sich sehr ähnlich, siehe *Abbildung 9*.³³ Stellt man diese Zahlen ins Verhältnis, dann ist ein deutlicher Anstieg des Anteils von Emis-

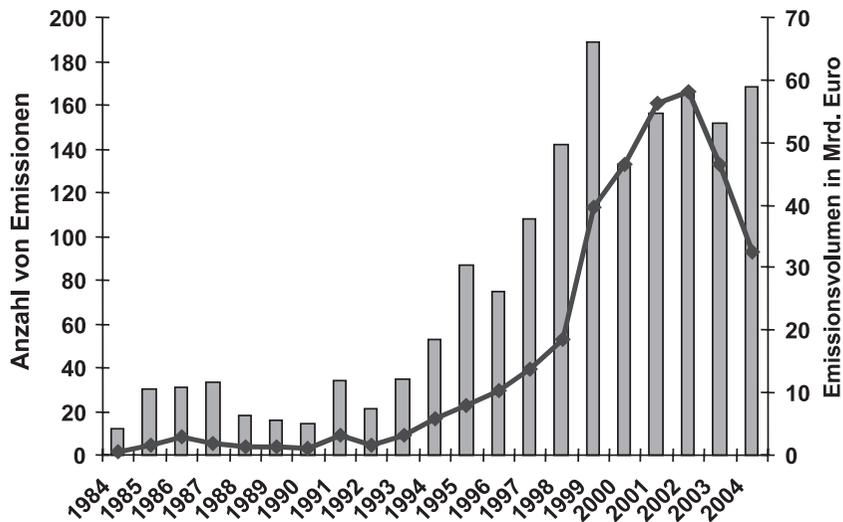


Abbildung 9: Anzahl und Volumen von Anleiheemissionen deutscher Unternehmen seit 1984

33) Daten wurden heruntergeladen von der Datenbank „Dealogic Bondware Plus“. Internet <http://www.dealogic.com>

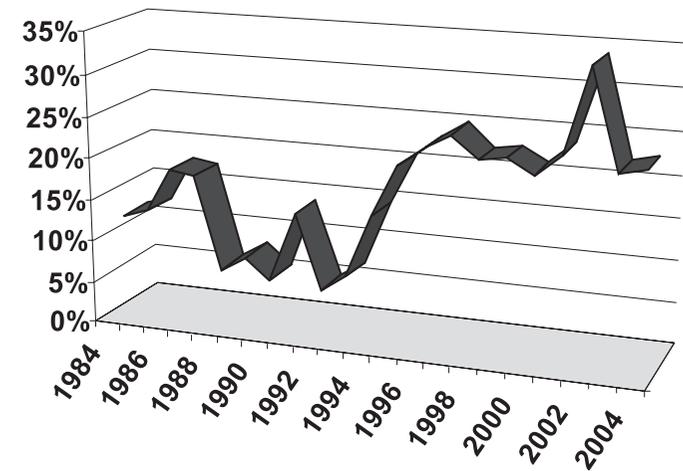


Abbildung 10: Anteil von Emissionen deutscher Unternehmen am europäischen Markt für Unternehmensanleihen

sionen deutscher Unternehmen am europäischen Markt für Unternehmensanleihen festzustellen, siehe *Abbildung 10*.³⁴ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt die *Deutsche Bundesbank* in einer Untersuchung aus dem Jahr 2004³⁵, siehe *Abbildung 11*. Ge-

Umlauf von Unternehmensanleihen *) im internationalen Vergleich

Stand: September 2003

| Position | Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Sitz in | | | | |
|------------------------------|--|------------|---------|--------------------------|------|
| | Deutschland | Frankreich | Italien | Ver-einigtes König-reich | USA |
| Marktumlaufl in % des BIP | 6 | 23 | 12 | 26 | 26 |
| Marktwachstum seit 1993 in % | + 907 | + 280 | + 1 522 | + 524 | + 63 |
| Marktwachstum seit 1998 in % | + 613 | + 144 | + 1 119 | + 139 | + 22 |

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, eigene Berechnungen. — * Geldmarkt- und Rentenpapiere.

Abbildung 11: Umlauf von Unternehmensanleihen im internationalen Vergleich

34) Daten wurden heruntergeladen von der Datenbank „Dealogic Bondware Plus“. Internet <http://www.dealogic.com>, eigene Berechnungen.

35) Deutsche Bundesbank: Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen, Monatsbericht April 2004 der Deutschen Bundesbank. Internet http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200404mba_anleihen.pdf (Stand: 25.07.2005)

rade dieser Vergleich lässt nur den Schluss zu, dass europäische Unternehmen und insbesondere deutsche Unternehmen noch erhebliches Entwicklungspotenzial bei der Emission von Unternehmensanleihen haben.

Der Markt für europäische Unternehmensanleihen wird damit aller Voraussicht nach weiterhin stark wachsen – und der Aufbau professioneller Bondholder Relations weiter an Bedeutung gewinnen.

E. Vorbereitung und Durchführung einer empirischen Untersuchung der aktuellen Informationsbeschaffungs- und Verarbeitungsprozesse institutioneller Corporate-Bond-Investoren

1. Festlegung der Befragungsform

Die Ermittlung der aktuellen Informationsbeschaffungs- und Verarbeitungsprozesse von institutionellen Corporate-Bond-Investoren wurde im Rahmen von direkten Interviews mit entsprechenden Investoren durchgeführt. Wesentlicher Grund für die Wahl dieser Form der Datenerhebung war die erwartete hohe Feedback-Qualität, insbesondere im Vergleich zum Versand von „Massen-E-Mails“ mit angehängtem Fragebogen und Bitte um Rückmeldung.

2. Erstellung des Fragebogens

Die Bearbeitung des Fragebogens im Rahmen eines telefonischen Interviews mit einem Investoren sollte in 20 Minuten möglich sein. Daraus ergab sich bereits eine erste Limitierung des Fragenumfangs. Der finale Fragebogen bestand aus acht Fragenbereichen mit insgesamt 25 Unterfragen. Der Umfang der Fragen erwies sich später als ambitioniert, aber dennoch machbar im Rahmen eines 20-minütigen Interviews.

Die Fragen (jeweils in **fetter Schrift**) und deren Zielsetzung (jeweils in *kursiver Schrift*) werden nachfolgend kurz erläutert:

FRAGEBOGEN ZUR EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG

o. Vorab-Fragen

- a) Ist Ihr Haus auf bestimmte Fixed-Income-Instrumente/-Emittenten spezialisiert?
- b) Welche Spezialisierung haben Sie ?

Mit diesen beiden Fragen soll ermittelt werden, ob der Investor im Corporate-Bond-Segment engagiert ist und der Interviewpartner sich im Bereich der Corporate Bonds besonders gut auskennt oder es sich dabei für ihn nur einen Teilbereich der täglichen Arbeit handelt. Diese Fragen sollen später Einfluss auf die qualitative Gewichtung der Antworten nehmen.

i. Informationsquellen

- a) Welche Informationsquellen nutzen Sie zur Beurteilung des Emittenten?
- b) Welche Bedeutung haben diese Informationsquellen?
Bitte bewerten Sie mit Zahlen von 1 bis 4.
1 = sehr wichtig, 4 = nur sehr geringe Bedeutung
- c) Welchen Zugang haben Sie zu diesen Informationsquellen, und welche Schwierigkeiten ergeben sich möglicherweise dabei?

| Informationsquelle | Wird genutzt? Ja/Nein | Bedeutung | Zugang + Probleme |
|-----------------------------|--------------------------|-----------|----------------------|
| Internet im Allgemeinen | | | |
| Reuters | | | |
| Bloomberg | | | |
| Tageszeitung | | | |
| Researchmaterial von Banken | | | |

| | | | |
|---|--|--|--|
| Gespräch mit Bankanalysten | | | |
| Berichte der Ratingagenturen | | | |
| Geschäftsbericht und andere Publikationen | | | |
| Verkaufsprospekte | | | |
| Internetseite des Emittenten | | | |
| Roadshow des Emittenten | | | |
| Gespräch mit Unternehmensvertreter | | | |

Mit den Fragen a) und b) sollen die Interviewpartner aus einer vorgegebenen Auswahl von Informationsquellen die für ihre tägliche Arbeit relevanten aussuchen und entsprechend gewichten. Dies soll später auch Aufschluss darüber geben, über welche Informationsquellen der Investor besonders gut oder weniger gut erreicht werden kann.

Die Frage c) zielt darauf ab, ob Probleme beim Zugang zu diesen Informationsquellen bestehen. Dies erlaubt Aufschluss darüber, ob Informationen über diese Medien wirklich beim Investoren ankommen oder nicht. Ebenfalls kann ein Emittent möglicherweise gerade bei diesen für den Investoren schwer zugänglichen Informationen (z. B. Ratingberichte) aushelfen und sich daher positiv hervorheben.

2. Verbindung zum Emittenten

- a) Über welche Kommunikationskanäle steht der Emittent mit Ihnen in Kontakt?

| | |
|--|--|
| Newsletter/Presseverteiler/Mailing | |
| (Regelmäßiger) Kontakt zu Unternehmensvertretern | |
| Roadshows und andere Präsentationen | |
| Emittent sucht keinen Kontakt | |
| Broker/Sales von Banken | |

b) Wer nimmt seitens des Emittenten Kontakt mit Ihnen auf?

| | |
|---------------------------|--|
| Investor Relations | |
| Bondholder Relations | |
| Public Relations | |
| Geschäftsführung/Vorstand | |
| Treasury | |

c) Wie häufig wünschen Sie sich eine Kontaktaufnahme durch den Emittenten?

Würde dies eine Erhöhung oder Reduzierung im Vergleich zur aktuellen Situation bedeuten?

_____ mal pro Jahr Erhöhung/Reduzierung? _____

Der gesamte zweite Fragenkomplex bezieht sich auf die aktuellen Verbindungen zum Emittenten. Die Frage a) bezieht sich auf die Instrumente, über die eine Kommunikation erfolgt, die Frage b) erfragt die aktuellen Kontaktpersonen seitens des Emittenten. Die Häufigkeit der Kontaktaufnahme und eine Wertung, ob eine Kontaktaufnahme häufiger oder weniger häufig erwünscht wird, wird durch die Frage c) erfragt. Gerade eine Aussage zur gewünschten Häufigkeit bringt eine gewisse Tendenzaussage zur Zufriedenheit über die Quantität der Kontaktaufnahme zum Ausdruck.

3. Informationen zur Vorbereitung von Investmententscheidungen

- Welche Informationen werden von Ihnen für die Vorbereitung einer Anlageentscheidung benötigt?
- Sammeln Sie diese Informationen fortlaufend oder jeweils unmittelbar vor einer Investmententscheidung?
- Kurz vor einer Anleiheemission kommt es häufig zu Investorenkonferenzen, Conference Calls und Roadshows etc.

Welchen Stellenwert haben diese Kommunikations-/ Marketinginstrumente für die Vorbereitung der Investmententscheidung?

Bei der Frage a) geht es um die Ermittlung der für eine Anlageentscheidung relevanten Informationen. Diese Informationen müssen dem Investor unter allen Umständen vorliegen, damit ihm ein Kauf einer bestimmten Anleihe möglich ist. Die Frage b) bezieht sich auf die Vorgehensweise bei der Sammlung dieser Informationen. Sammelt ein Investor beispielsweise keine Informationen auf fortlaufender Basis, erscheint eine regelmäßige Kontaktaufnahme durch den Emittenten weniger geboten als bei einem Investor mit regelmäßiger Informationssammlung. Mit der Frage c) soll die Relevanz der am häufigsten verwendeten Marketinginstrumente der Emittenten bei Begebung einer Anleihe hinterfragt werden.

4. Anlageentscheidungsprozess

- Welche Gremien entscheiden über die Investmententscheidung? Wie ist der Prozessablauf?
- Wie häufig werden Vorschläge durch diese Gremien abgelehnt und was sind die wesentlichen Gründe?
- Entscheidet wirklich die Story des Emittenten oder die Markttechnik?

Nachdem mit den Fragen zu 3. die für eine Anlageentscheidung relevanten Informationen erfragt wurden, beschäftigt sich dieser Fragenkomplex mit dem internen Prozess der Anlageentscheidung. Zuerst wird mit Frage a) der Prozess der Anlageentscheidung und die möglicherweise involvierten Gremien erfragt. Die Frage b) zielt auf Gründe der Ablehnung von Investmentvorschlägen ab. Sollte der Grund der Ablehnung im Umfang oder der Qualität der seitens des Emittenten zur Verfügung gestellten Informationen liegen, lässt sich über diese Frage möglicherweise Optimierungspotenzial für den Kommunikationsprozess Investor – Emittent erarbeiten. Die Frage c) zielt darauf ab, ob der gesamte Kom-

munikationsaufwand der Emittenten wirklich einen Einfluss auf die Entscheidung eines Investoren hat oder letztlich doch die gerade herrschende Marktsituation für oder gegen eine Investition entscheidet.

5. Kommunikation nach Transaktionsabschluss

- a) Welche Informationen benötigen oder wünschen Sie sich vom Emittenten auch nach Abschluss einer Bondemission? Welche Aktivitäten würden Sie begrüßen?

| Information/Aktivität | Gewünscht/Benötigt |
|---|--------------------|
| Unaufgeforderte Zusendung von Unternehmensberichten | |
| Aufnahme in den Presseverteiler | |
| Regelmäßige Kontaktaufnahme durch das Unternehmen | |
| Hinweis auf Researchmaterial von Banken | |
| Einladung zu Konferenzen und Tagungen | |
| Weiterleitung der Berichte von Ratingagenturen | |

- b) Wie verändert sich aus Ihrer Sicht die Qualität und der Umfang der Kommunikation nach Abschluss einer Bondemission?
 c) Inwieweit hat die Kommunikation nach Abschluss einer Bondemission Einfluss auf Ihre Teilnahme bei zukünftigen Bondemissionen?

Nach erfolgreichem Abschluss einer Emission stellt sich die Frage, ob und welche weiteren Informationen und Aktivitäten vom Emittenten noch erwünscht werden. Die Frage b) zielt auf eine qualitativ subjektive Aussage nach Veränderung der Qualität und Quantität der Kommunikation nach Abschluss der Transaktion ab. Schließlich stellt sich die

Frage, ob die Kommunikations- und Informationsaufwendungen seitens des Emittenten nach Abschluss der Transaktion auch wirklich Auswirkungen auf zukünftige Anlageentscheidungen haben, also sich wirklich ein wirtschaftlich greifbarer Nutzen aus diesen Maßnahmen ergibt.

6. Bondholder Relations

- a) Unterscheidet sich Ihre Kommunikation mit Bondholder Relations-Abteilungen im Vergleich zu klassischen Investor Relations-Abteilungen? Welche Vor- und Nachteile haben Sie bisher erfahren?
 b) Durch welche Abteilungen möchten Sie nach Möglichkeit betreut werden? BHR, IR, PR oder Treasury – alle oder nur eine Abteilung?
 c) Wünschen Sie sich eine Verbesserung des bondspezifischen Know-hows bei Ihren Ansprechpartnern der Emittenten? Wenn ja, welche Schwächen haben Sie erfahren?

Mit der ersten Frage a) zu Bondholder Relations sollen bisherige Erfahrungen mit reinen Bondholder Relations-Abteilungen erfragt werden. Gerade die Nennung von Vor- und Nachteilen soll erste qualitative Aussagen über den Mehrwert reiner Bondholder Relations liefern. Mit b) soll der „Wunschansprechpartner“ der Investoren erfragt werden. In der betrieblichen Praxis stehen den Investoren häufig mehrere Ansprechpartner zur Verfügung. Es stellt sich jedoch die Frage, welche/n Ansprechpartner der Investor bevorzugt und aus welchem Grund es diese Präferenz gibt. Die Nennung der Präferenz gibt wiederum Aufschluss auf die für Investoren besonders wertvollen Informationen. Es lassen sich daraus aber auch Ansätze zur Optimierung der bisherigen Kommunikationsstrategien des Emittenten entwickeln. Nennt der Investor beispielsweise Treasury als bevorzugten Ansprechpartner, wird er aber üblicherweise durch Investor Relations angesprochen, ist eine mögliche Schlussfolgerung, dass das treasuryspezifische Know-how in Investor Relations durchaus noch ausgebaut werden sollte. Die Frage c)

zielt in eine ähnliche Richtung wie b), allerdings weniger zwecks Abgrenzung der Relevanz unterschiedlicher Abteilungen für den Investoren, sondern zur Erfragung möglicher allgemeiner Wissensdefizite im Anleihebereich.

7. Interne Organisation

- a) Wie häufig tauschen Sie sich mit Ihren Kollegen auf der Aktienseite aus?
- b) Würden Sie es begrüßen, zu Veranstaltungen der Aktienseite (Präsentationen, Einzelgespräche) eingeladen zu werden? Warum?
- c) Fühlen Sie sich bei der Informationsversorgung gegenüber Ihren Kollegen auf der Aktienseite benachteiligt?
- d) Welche Datenbanken oder Datensammlungen gibt es in Ihrem Hause über die Emittenten?

Die Fragen zur internen Organisation sollen helfen, das Zusammenwirken und die Abhängigkeiten der Aktien- und Rentenseite der Investoren besser zu verstehen. In der Praxis sind viele anleihebegebenen Unternehmen auch gleichzeitig börsennotierte Unternehmen (beispielsweise Volkswagen AG, RWE AG, Continentale AG etc.). Insbesondere größere Investoren kaufen sowohl die Aktien als auch die Anleihen dieser Unternehmen. Die Grundannahme dieses Fragenkomplexes ist, dass die Aktien- und Rentenseite auf Seiten des Investoren getrennt ist. Mit Frage a) soll erfragt werden, inwieweit die Informationen der Kollegen auf der Aktienseite überhaupt für die Rentenseite interessant sind. Die Frage b) zielt auf den Grund des Interesses oder Desinteresses an diesen Informationen ab. Gerade diese Fragestellung verspricht besonders interessante Optimierungsansätze für den Emittenten, da der Investor unmittelbar Informationen als interessant und schwer zugänglich nannte, die mit wenig zusätzlichem Aufwand zur Verfügung gestellt werden können – sie sind bei Emittenten bereits vorhanden, werden nur bisher dem Investoren auf der Rentenseite nicht zugänglich gemacht. Frage c) sollte eine subjektive Bewertung der vom Emittenten gewährten

Betreuung auf der Rentenseite im Vergleich zur Aktienseite provozieren – und das häufig genannte Argument, dass Anleiheinvestoren noch immer „stiefmütterlich“ im Vergleich zu Aktionären behandelt werden, verifizieren oder korrigieren. Frage d) will erfragen, inwieweit Informationen über Emittenten strukturiert gespeichert und weiterverarbeitet werden, z.B. für Modellsimulationen.

8. Abschließende Frage

- Welche Kritikpunkte und Anregungen haben Sie zur bisherigen Betreuung von Anleiheinvestoren?
Welche weiteren Veränderungen wünschen Sie sich?

Mit dieser abschließenden Frage soll dem Interviewpartner nochmals die Möglichkeit gegeben werden, bisher nicht genannte, aber aus seiner Sicht für dieses Thema relevante Punkte zu thematisieren.

3. Durchführung der Interviews und Interviewpartner

Zur Durchführung der Interviews wurden im ersten Schritt 50 potenzielle institutionelle Investoren identifiziert, bei denen die Vermutung besteht, in Corporate Bonds investiert zu sein. Dabei wurde insbesondere Wert auf eine regionale, sektorale und größenmäßige Streuung gelegt. Es wurden Investoren aus Deutschland, Frankreich, Schweiz, Niederlande, Großbritannien, USA, Japan und Italien identifiziert. Die identifizierten Unternehmen waren in den Sektoren Asset Management, Versicherungen und Banken zu finden.

Im nächsten Schritt erfolgte eine Kontaktaufnahme mit diesen Investoren. Die wohl größte Herausforderung der empirischen Untersuchung war, diese Investoren für ein Interview zu interessieren und die richtigen Ansprechpartner zu finden. Von den 50 eingangs identifizierten Investoren konnten insgesamt 17 Investoren für ein Interview gewonnen werden.

Die Interviews fanden zwischen dem 10. März und dem 30. März 2005 statt.

Die 17 Interviewpartner werden nachfolgend nicht namentlich genannt, aber nach Herkunftsland, Sektor und Größe (gemessen am verwalteten Vermögen, den so genannten „Assets under Management“) gegliedert.

Herkunftsland:

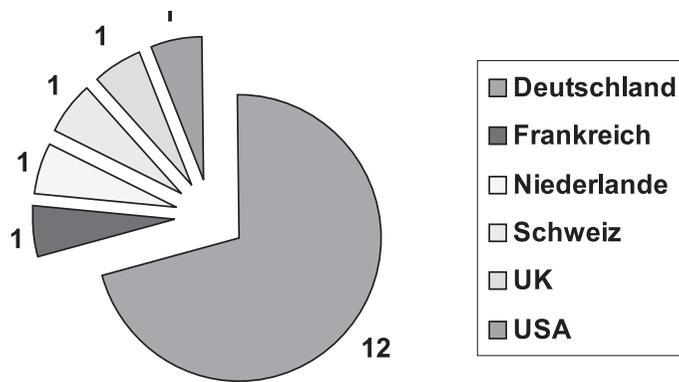


Abbildung 12: Interviewpartner nach Herkunftsland

Sektoren:

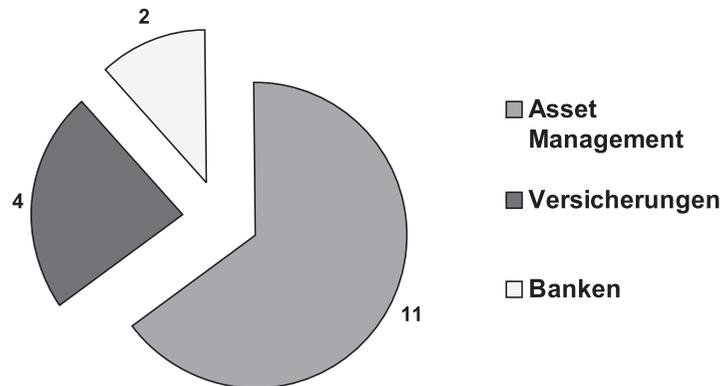


Abbildung 13: Interviewpartner nach Sektoren

Größe, gemessen am Volumen des verwalteten Vermögens:

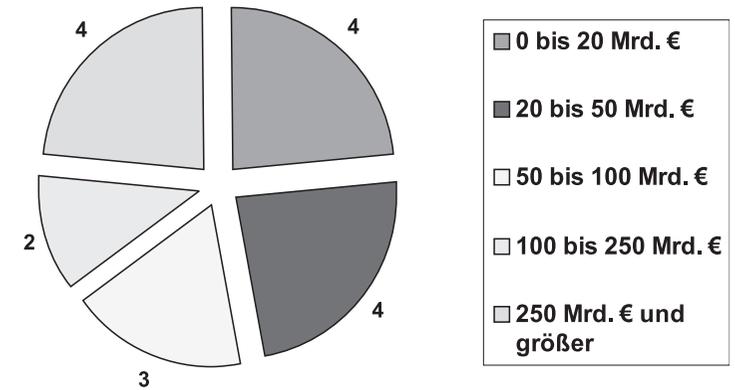


Abbildung 14: Interviewpartner nach verwaltetem Vermögen

Zusammenfassend: Es konnten 17 Investoren aus fünf verschiedenen Ländern mit einem kumulativen Wert von „Assets under Management“ in Höhe von 2.750 Milliarden Euro für dieses Interview gewonnen werden.

F. Ergebnisse der empirischen Untersuchung

Im nächsten Schritt werden die Ergebnisse der Untersuchung in Reihenfolge der Fragen vorgestellt und diskutiert. Dies dient zur Vorbereitung der Ableitung von Handlungsempfehlungen für Emittenten im nächsten Kapitel dieser Diplomarbeit. Die Fragen werden dabei jeweils in **fetter Schrift** hervorgehoben, die Ergebnisse in normaler Schrift direkt im Anschluss an jede Frage erläutert.

FRAGEBOGEN ZUR EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG

I. Vorab-Fragen

- a) Ist Ihr Haus auf bestimmte Fixed-Income-Instrumente/-Emittenten spezialisiert?

Die Antworten lassen sich aufteilen in Investoren mit und ohne Einschränkungen ihres Anlageuniversums.

Investoren ohne Einschränkungen im Anlageuniversum

- 11 von 17 befragten Investoren, entspricht 64,7 %
- internationale Ausrichtung und Eigentümerstruktur
- repräsentieren 2,6 von 2,75 Billionen Euro, entspricht 94,5 %

Investoren mit Einschränkung auf Euro-denominierte Corporate Bonds im Investment Grade³⁶-Bereich

- 6 von 17 befragten Investoren, entspricht 35,3 %
- ausschließlich kleinere und mittelgroße Versicherungen und Asset Manager

36) Bezeichnung von Anleihen, die als relativ sicher angesehen werden und für ein Investment geeignet sind, Gegenteil sind „Junk Bonds“, eine Formulierung für Anleihen, bei denen die Rückzahlung zweifelhaft erscheint

- repräsentieren 0,15 von 2,75 Billionen Euro, entspricht lediglich 5,5 %

Als wesentlichen Grund für diese Einschränkung wurde von diesen Investoren die Knappheit vorhandener Ressourcen genannt. Aus ihrer Sicht würde eine Erweiterung des Anlageuniversums erhebliche Investitionen, Personal und technische Infrastruktur erfordern, um die inhärenten Risiken weiterhin optimal steuern und überwachen zu können. Diese Investoren betrachten ihr Anlagevolumen jedoch als zu gering, um eine Erweiterung ihres Anlageuniversums unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten empfehlen zu können – ein Investor brachte es mit der Aussage auf den Punkt, es „würde schlichtweg die Masse dazu fehlen, um das zu rechtfertigen“.

b) Welche Spezialisierung haben Sie ?

Sieben Interviewpartner gaben an, dass sie sich ausschließlich mit Corporate Bonds beschäftigen und ihre Investitionsentscheidungen grundsätzlich auch keinen Rating- oder Währungsbeschränkungen unterliegen würden. Die zehn weiteren Interviewpartner gaben an, sich neben Corporate Bonds noch mit weiteren Bonds wie Staatsanleihen etc. zu beschäftigen und/oder im Corporate Bond-Bereich Restriktionen zu unterliegen. Die am häufigsten genannte Restriktion war, dass nur in Euro-denominierte Anleihen im Investment Grade-Bereich investiert werden darf.

Die Spezialisierung ausschließlich auf Corporate Bonds war gerade bei den mittelgroßen und großen Investoren zu beobachten und erscheint als folgerichtige Konsequenz zu den Ausführungen zur Vorab-Frage a). Sie repräsentieren mehr als 70 % des in dieser Diplomarbeit „vertretenen“ Anlagevolumens.

Befragt nach ihrer Funktion gaben alle 17 Interviewpartner an, als Portfolio- bzw. Assetmanager aktiv zu sein. Fünf der Ansprechpartner waren in leitender Position bei den Investoren beschäftigt.

I. Informationsquellen

a) Welche Informationsquellen nutzen Sie zur Beurteilung des Emittenten?

Vier Investoren gaben an, kein *Reuters*-Informationssystem zu nutzen, da es aus ihrer Sicht keine Bedeutung im Bondmarkt hat. Ansonsten gaben sämtliche Interviewpartner an, alle genannten Informationsquellen grundsätzlich zur Beurteilung des Emittenten mit unterschiedlicher Gewichtung zu nutzen. Von einigen Investoren wurden darüber hinaus noch folgende Informationsquellen spontan als relevant genannt:

- Informationen vom hauseigenen Analystenteam
- allgemeiner Meinungsaustausch mit anderen Investoren
- Informationen von Kunden und Zulieferern des Emittenten
- Veranstaltungen von Brokern und Banken zwecks Präsentation mehrerer Emittenten zur gleichen Zeit (Eurobond Conference London etc.)
- Informationsaustausch mit der Aktienseite im eigenen Haus

Die häufige Nennung, *Reuters* gar nicht als Informationssystem zu nutzen, wurde mit einer Überlegenheit von *Bloomberg* im Bondmarkt begründet. Drei der vier Nennungen erfolgten von Investoren mit „Assets under Management“ von unter 20 Milliarden Euro. Es ist zu vermuten, dass es sich bei der Entscheidung, nur *Bloomberg* und nicht noch zusätzlich einen *Reuters*-Anschluss vorzuhalten, auch um eine Kostenfrage handelt. Ein *Reuters*-Anschluss kostet laut Aussage einiger Interviewpartner ca. 20.000 Euro pro Jahr und ist daher durchaus als relevanter Kostenblock anzusehen.

b) Welche Bedeutung haben diese Informationsquellen?

Bitte bewerten Sie mit Zahlen von 1 bis 4. 1 = sehr wichtig, 4 = nur sehr geringe Bedeutung.

In der folgenden *Tabelle 1* wird eingangs ausgewiesen, wie häufig welche Bewertungszahl genannt wurde. Anschließend wird die

| Informationsquelle | 1 | 2 | 3 | 4 | Anzahl Nennungen | Summe Bew.-Z. | Durch- schnitt |
|---|-----------|----------|----------|----------|---------------------|------------------|-------------------|
| Internet im Allgemeinen | 0 | 2 | 6 | 7 | 15 | 50 | 3,33 |
| Reuters | 0 | 2 | 4 | 6 | 12 | 40 | 3,33 |
| Bloomberg | 13 | 3 | 0 | 0 | 16 | 19 | 1,19 |
| Tageszeitung | 2 | 3 | 6 | 4 | 15 | 42 | 2,80 |
| Researchmaterial von Banken | 6 | 8 | 1 | 0 | 15 | 25 | 1,67 |
| Gespräch mit Bankanalysten | 5 | 7 | 4 | 0 | 16 | 31 | 1,94 |
| Berichte der Ratingagenturen | 7 | 7 | 1 | 1 | 16 | 28 | 1,75 |
| Geschäftsbericht und andere Publikationen | 5 | 4 | 5 | 1 | 15 | 32 | 2,13 |
| Verkaufsprospekte | 4 | 3 | 4 | 4 | 15 | 38 | 2,53 |
| Internetseite des Emittenten | 2 | 4 | 6 | 4 | 16 | 44 | 2,75 |
| Roadshow des Emittenten | 5 | 5 | 4 | 1 | 15 | 31 | 2,07 |
| Gespräch mit Unternehmensvertreter | 10 | 4 | 1 | 1 | 16 | 25 | 1,56 |
| Informationen vom hauseigenen Analystenteam | 3 | 0 | 0 | 0 | 3 | 3 | 1,00 |
| Allgemeiner Meinungsaustausch mit anderen Investoren | 1 | 1 | 0 | 0 | 2 | 3 | 1,50 |
| Informationen von Kunden und Zulieferern des Emittenten | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1,00 |
| Veranstaltungen von Brokern und Banken | 0 | 0 | 3 | 0 | 1 | 3 | 3,00 |
| Informationsaustausch mit der Aktienseite im eigenen Haus | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1,00 |

Tabelle 1: Informationsquellen und deren Bedeutung für Corporate Bond-Investoren

Anzahl der Nennungen sowie die Summe der genannten Bewertungszahlen ausgewiesen, um zu einer durchschnittlichen Gewichtung der Bedeutung der einzelnen Informationsquellen zu gelangen.

c) Welchen Zugang haben Sie zu diesen Informationsquellen und welche Schwierigkeiten ergeben sich möglicherweise dabei?

Neben einer Priorisierung wurden die Interviewpartner auch nach Problemen beim Zugang zu diesen Informationen befragt. Darüber hinaus wurden unaufgefordert weitere Anmerkungen gemacht, die nachfolgend in Reihenfolge der Informationsquellen wiedergegeben werden.

Internet im Allgemeinen

Alle Interviewpartner gaben an, das Medium zu nutzen, messen ihm jedoch keiner großen Bedeutung bei. Ein Interviewpartner führte aus, dass das Internet als Informationsquelle nicht ausreichend verlässlich ist und die Informationen stets nochmals verifiziert werden müssen, bevor sie verwertet werden können.

Reuters

Nahezu alle Interviewpartner führten aus, *Reuters* so gut wie gar nicht zu nutzen, teilweise bestehen keine Anschlüsse oder es wird über die Abmeldung nachgedacht.

Bloomberg

Alle Interviewpartner verfügen über einen *Bloomberg*-Terminal und messen diesem Medium eine sehr große Bedeutung zu. Von allen vorgegebenen Informationsquellen erhielt es mit einem Durchschnitt von 1,19 die höchste „Note“. Gerade die hohe Informationsqualität und die besondere Spezialisierung auf den Bondbereich inklusive diverser eingebauter Rechen- und Kommunikationsprogramme wurden als wesentlicher Vorteil gegen-

über *Reuters* genannt. *Reuters* bietet zwischenzeitlich gleichwertige Programme an, dennoch scheint die Marktmacht und der Vorsprung von *Bloomberg* nahezu uneinholbar.

Tageszeitung

Zwei Interviewpartner sehen einen besonderen Vorteil in Tageszeitungen, dass sie Sachverhalte, Geschehnisse und Informationen in einer Struktur und Ganzheitlichkeit wiedergeben, die sie bei Informationen über E-Mail oder *Bloomberg/Reuters* vermissen. Insbesondere wurden die nur bruchstückhaften Informationen über die Newsticker als erforderlich, aber als wenig hilfreich für das Gesamtverständnis beschrieben.

Researchmaterial von Banken

Dem Researchmaterial wird mit einer Note von 1,67 auch eine wesentliche Bedeutung beigemessen. Mehrere Interviewpartner führten an, bereits deutlich zu viel Researchmaterial von Banken zu erhalten. Ein Interviewpartner führte aus, dass er insbesondere an Researchmaterial interessiert ist, das nicht von der eigenen Institutsgruppe erstellt wurde. Die höchste Benotung erfolgte durch kleinere Investmenthäuser und Versicherungen, die kein eigenes Research betreiben.

Gespräche mit Bankanalysten

Mehrere Interviewpartner führten aus, dass die Gespräche mit bestimmten Bankanalysten sehr informativ sind, andere Bankanalysten hingegen keinesfalls beachtet werden sollten, da die Qualität des Research sehr schlecht sei. Es komme darauf an, die „Qualität“ und den Arbeitsstil des Analysten herauszufinden – und diese hängt aussagegemäß sehr stark vom direkten Kontakt des Analysten zum Emittenten ab. Ein Interviewpartner nannte die Bankanalysten als deren Zugang zum Emittenten.

Aus diesen Aussagen lässt sich ableiten, dass „der“ gute direkte Kontakt zu bestimmten Bankanalysten durchaus auf mehr Investoren „durchschlägt“.

Berichte der Ratingagenturen

Das Verhältnis der Investoren zu den Ratingagenturen kann durchaus als diffus beschrieben werden. Mehrere Interviewpartner äußerten sich kritisch über die Performance der Ratingagenturen in den letzten Jahren – es wurde stets die Enron- und Worldcom-Pleite angeführt. In diesem Zusammenhang erscheint es nennenswert, dass die Noten 3 und 4 von sehr großen Investoren vergeben wurden – sie haben aussagegemäß ihre Researchabteilungen (häufig auch durch ehemalige Mitarbeiter der Ratingagenturen) massiv ausgebaut, um eine gewisse Unabhängigkeit von den Ratingagenturen zu erlangen. Dennoch, in Ermangelung anderer objektiver Informationsquellen und aufgrund der häufigen Verankerung von Mindestratings in den Anlagevorschriften der Asset Manager und Versicherungen wird den Berichten der Ratingagenturen eine hohe bis sehr hohe Bedeutung beigemessen.

Zwei Interviewpartner hoben die direkten Gespräche mit den Ratingagenturen als besonders wichtig hervor.

Drei kleinere Investoren führten an, keinen direkten Zugriff auf die Datenbanken und Berichte der Ratingagenturen zu haben – begründet wurde dies mit den damit verbundenen Kosten.

Geschäftsberichte und andere Publikationen

Einzigste spontane Anmerkung eines Interviewpartners war, dass die Geschäftsberichte teilweise zu unübersichtlich seien und die wesentlichen Kennzahlen nicht gefunden werden können.

Kritische Fragen nach dem Grund für die geringe Bedeutung (durchschnittliche Note von 2,13) von Geschäftsberichten, die an sich als die ultimative Informationsquelle für interessierte Dritte gelten, wurden wie folgt beantwortet:

- Die Geschäftsberichte enthalten überwiegend historische Daten und nur wenige zukunftsorientierte Aussagen, die jedoch für Investoren besonders wichtig sind.
- Die zur Unternehmensanalyse erforderlichen Daten können häufig einfacher und in strukturierterer Form über Informationssysteme wie *Bloomberg* oder *Reuters* abgefragt werden.

- Übersichtlichkeit ist nicht gegeben.
- Es findet meistens keine kritische Auseinandersetzung mit den Herausforderungen und Problemen des Unternehmens statt, sehr oft wird alles „schöngeredet“.
- Der Geschäftsbericht wird missverstanden als reine Marketingmaßnahme statt als objektive Informationsquelle für Investoren.

Verkaufsprospekte

Die Note 1 wurde von vier Investoren vergeben, die insgesamt 750 Milliarden Euro repräsentieren – die Note 4 wurde ebenfalls von vier Investoren vergeben, die aber nur knapp 180 Milliarden Euro repräsentieren. Zu begründen ist dieses Ergebnis mit dem Hintergrund, dass die letztgenannten kleineren Investoren überwiegend in Corporate Bonds von Daueremittenten im Investment Grade-Bereich wie *Volkswagen* oder *DaimlerChrysler* investieren und bei diesen Unternehmen eine angemessene Dokumentation antizipiert wird. Dies geht einher mit der mehrfach geäußerten Problematik limitierter Ressourcen als auch des limitierten Einflusses auf die Dokumentationsverhandlungen mit den Emittenten.

Drei Interviewpartner beschrieben die Verkaufsprospekte als „eine große Papierverschwendung“ – lediglich die Formulierungen zum Schutze der Investoren, die so genannten „Financial Covenants“³⁷, „Material Adverse Change Clauses“³⁸, „Rating Trigger“³⁹ und „Negative Pledge Clause“⁴⁰ seien interessant, würden aber weniger als 5 % der Dokumentation umfassen.

Internetseite des Emittenten

Zwei Interviewpartner nannten die Internetseiten vieler Emittenten unübersichtlich, teilweise würden sich nicht einmal die Geschäftsberichte ohne Probleme finden. Darüber hinaus wurden sonst keine weiteren Kommentare oder Probleme mit den Internetauftritten der Emittenten genannt.

37) Financial Covenants sind Regelungen zum Schutze der Investoren. Häufig werden bestimmte Bilanzrelationen, z. B. Fremdkapital zu Eigenkapital, vereinbart. Sollten die vereinbarten Grenzwerte über- oder unterschritten werden, leiten sich daraus Rechte, z. B. Erhöhung der Nominalverzinsung, für die Investoren ab.

38) Beschreibt die Auswirkungen von einer wesentlichen Verschlechterung der Unternehmenssituation auf die Rechte der Investoren.

39) Beschreibt die Auswirkungen eines Über- oder Unterschreitens bestimmter Ratingkategorien auf die Investoren.

40) Regelt die Stellung der Gläubiger untereinander.

Auch hier muss hinterfragt werden, warum die Bedeutung dieses Mediums mit einer Note von gerade einmal 2,75 aus Sicht der Investoren als relativ gering einzustufen ist. Die Rückfragen ergaben, dass es sich hier um ähnliche Probleme wie beim Geschäftsbericht handelt. Ebenfalls wurde mehrfach ausgeführt, dass die Internetauftritte den Anforderungen von Privatinvestoren gerecht werden, jedoch in keinsten Weise den Informationsanforderungen von institutionellen Investoren Rechnung tragen.

Roadshow des Emittenten

Nahezu alle Interviewpartner, unabhängig von der Größe des Hauses, äußerten sich zu dieser Frage sehr differenziert. Die entscheidende Frage sei der Emittent. Sofern es sich um einen Daueremittenten mit regelmäßiger Berichterstattung handle, sei die Teilnahme an einer Roadshow weniger interessant, da die Wahrscheinlichkeit von wirklichen Neuigkeiten sehr gering sei.

Ganz anders sieht es jedoch aus Sicht der Investoren aus, wenn es sich um einen neuen oder seltenen Emittenten handelt. Hier sei es sehr wohl hilfreich und geboten, zur Roadshow zu gehen. Da diese Frage später noch ausführlich diskutiert wird (Frage 3 c), soll hier auf weitere Ausführungen verzichtet werden.

Gespräch mit Unternehmensvertreter

Viele Interviewpartner betonten die herausragende Bedeutung dieser Informationsquelle und vergaben häufig die Note „1 +++“. Die Noten 3 und 4 wurden vom kleinsten und drittkleinsten Investoren vergeben. Als Problem wurde der Zugang zum Top-Management der Unternehmen genannt.

Dieses Medium ist damit die wohl mit Abstand wichtigste Informationsquelle für institutionelle Investoren. Besonders ihre Aktualität, die unmittelbare Reaktion und das „Durchbrechen“ der Anonymität tragen zu ihrer Bedeutung bei.

Weiterführende Ausführungen folgen im nachfolgenden Text, siehe dazu die Antworten zum Fragenblock 2 und 6.

Informationen vom hauseigenen Analystenteam

Diese Informationsquelle wurde von einem sehr großen Investoren als besonders bedeutend genannt. Der gleiche Interviewpartner gab an, dass das hauseigene Researchteam massiv aufgestockt wurde, siehe dazu auch die Ausführungen zu „Berichte der Ratingagenturen“.

Allgemeiner Meinungs-austausch mit anderen Investoren

Zwei Investoren nannten den Meinungs-austausch mit anderen Investoren als wichtige Informationsquelle, um mehr über deren Meinung und Beweggründe für oder gegen eine Investition in bestimmte Corporate Bonds zu erfahren. Ebenfalls wurde die Funktion mehrerer Investoren als „Lead Investors“ hervorgehoben – also Investoren, deren Teilnahme an einer Emission einen positiven Einfluss auf die Anlageentscheidung anderer Investoren hat.

Informationen von Kunden und Zulieferern des Emittenten

Ein Investor nannte die Befragung von Kunden und Zulieferern, also den Kontaktpunkten eines Emittenten entlang der Wertschöpfungskette, um mehr Informationen über den Emittenten zu erfahren. Dieses Verfahren wird bei kleineren oder von den Ratingagenturen nicht bewerteten Emittenten angewendet und hat sich aussagegemäß sehr bewährt.

Veranstaltungen von Brokern und Banken

Gelegenheiten zu Gesprächen mit mehreren Emittenten wie beispielsweise bei Kongressen von Brokern oder Banken wurde von einem kleineren Emittenten als sehr zeiteffiziente Möglichkeit der Informationsbeschaffung direkt von Unternehmensvertretern genannt.

Informationsaustausch mit der Aktienseite im eigenen Haus

Aussagegemäß wurde mehrfach die Erfahrung gemacht, dass der Aktienseite im eigenen Hause andere Informationen zu den Themen „Unternehmensakquisitionen“ und „Aktienrückkauf“ gegeben wurden als der Bondseite. Da gerade diese Themen asymmetrische Auswirkungen auf die Aktien- und Rentenseite haben (siehe

he auch Kapitel B.4. Gemeinsamkeiten und Unterschiede von Investor und Bondholder Relations), soll dadurch die Nachhaltigkeit der Aussagen des Unternehmens überprüft werden.

2. Verbindung zum Emittenten

d) Über welche Kommunikationskanäle steht der Emittent mit Ihnen im Kontakt?

| | |
|--|--|
| Newsletter/Presseverteiler/ Mailing | selten gewünscht, nur bei kleineren Unternehmen |
| (regelmäßiger) Kontakt zu Unternehmensvertretern | findet selten statt, meistens nur bei sehr großen Unternehmen und Investoren |
| Roadshows und andere Präsentationen | regelmäßig |
| Emittent sucht keinen Kontakt | totale Kommunikationsverweigerung kommt selten vor |
| Broker/Sales von Banken | mehr als ausreichend |

Newsletter/Presseverteiler/Mailing

Fünf Investoren gaben an, regelmäßig über Newsletter/ Presseverteiler oder Mailings mit Informationen versorgt zu werden. Nahezu alle Investoren führten aus, dass dieser Kommunikationskanal nur bei kleineren Emittenten von Interesse ist – gerade bei großen Unternehmen gibt es aussagegemäß viel zu viel allgemeine Informationen, die in Anbetracht der knappen Zeitressourcen nicht bearbeitet werden können. Mehrere Investoren baten explizit nicht um Aufnahme in entsprechende Verteiler. Die vorgenannten Medien scheinen daher zu allgemein und nicht zielgruppenspezifisch zur Betreuung von Investoren eingesetzt zu werden.

(Regelmäßiger) Kontakt zu Unternehmensvertretern

Fünf Interviewpartner gaben an, dass der Emittent regelmäßig mit ihnen in Kontakt stehen würde. Unter diesen fünf Investoren befinden sich die drei größten Investoren im Rahmen dieser Studienarbeit. Die verbliebenen Interviewpartner führten aus, kaum oder im selte-

nen Extremfall gar keinen Kontakt zum Emittenten zu unterhalten. Befragt nach den Gründen für den mangelnden Kontakt ergaben sich zwei unterschiedliche Argumente. Einerseits sind gerade kleinere Versicherungen und Asset Manager dankbar über den nicht bestehenden Kontakt, da er aus ihrer Sicht weitere zeitliche Ressourcen in Anspruch nehmen würde, die aus ihrer Sicht nicht vorhanden sind. Andererseits sind mehrere Interviewpartner dabei, die sich über die bestehende Situation unzufrieden zeigten, und drei Interviewpartner fügten noch hinzu, dass „die Emittenten sich eh’ nur melden würden, wenn sie Geld brauchen“. Die Letztgenannten vertreten mittelgroße Emittenten.

Als wesentliches Ergebnis ist festzuhalten, dass mit zunehmender Größe der direkte Kontakt zwischen Investoren und Emittenten eine Selbstverständlichkeit ist, während er bei kleineren Investoren gar nicht erwünscht ist. Im mittleren Segment scheint es dagegen gewisse Missstimmungen über die Kontakte zum Emittenten zu geben.

Roadshows und andere Präsentationen

Ausnahmslos alle Interviewpartner gaben an, zu Roadshows und anderen Präsentationen des Emittenten durch Banken und Broker eingeladen zu werden. Die direkte Einladung durch den Emittenten wurde nur sehr selten genannt.

Befragt nach der Häufigkeit der Teilnahme an diesen Veranstaltungen führte die Mehrheit aus, dass es auf den Emittenten ankomme. Gerade bei kleineren oder neuen Emittenten nehme man sehr gern teil, während man keinen großen Nutzen an der Teilnahme von Veranstaltungen von großen und regelmäßig emittierenden Unternehmen sehe, da diese sehr häufig entsprechende Veranstaltungen durchführen würden.

Einige Investoren führten an, dass die meisten Roadshows und Präsentationen nur bei einer anstehenden Emission erfolgen und dass auch eine „non-deal-related“ Roadshow wünschenswert wäre. Aus ihrer Sicht sollten Roadshows und Präsentationen stattfinden, wenn es Neuigkeiten gibt, die alle Investoren (derzeitige und zukünftige) betreffen und nicht nur, wenn der Emittent wieder Geld brauche.

Emittent sucht keinen Kontakt

In Anlehnung zum vorletzten Punkt führten die Interviewpartner aus, dass es nur wenige Unternehmen gäbe, die sich einer Kommunikation geradezu verweigern. Entsprechende Emittenten werden sehr kritisch gesehen. Weitere Ausführungen zu diesem Thema erfolgen unter Frage 5 c).

Broker/Sales von Banken

Alle Interviewpartner führten aus, über Broker und die Salesteams der Banken ausreichend mit Informationen zum Emittenten versorgt zu werden. Es sei häufig nicht das Problem, Informationen zu bekommen, sondern aus der Informationsflut noch die wichtigen Informationen herauszufiltern.

e) Wer nimmt seitens des Emittenten Kontakt mit Ihnen auf?

| | |
|---------------------------|-----------------------|
| Investor Relations | 10 von 16 = 62,5 % |
| Bondholder Relations | 1 von 16 = 6,25 % |
| Public Relations | 0 von 16 = 0 % |
| Geschäftsführung/Vorstand | nur selten oder nie |
| Treasury | nur bei Neuemissionen |

Investor Relations

Wenn eine Kontaktaufnahme seitens des Emittenten erfolgt, dann scheint es sich mehrheitlich um Investor Relations zu handeln. Zehn von 16 Interviewpartnern gaben an, dass Investor Relations regelmäßig mit ihnen kommunizieren würden bzw. dies der Normalfall wäre. Drei Interviewpartner führten aus, dass Investor Relations nur selten oder gar keinen Kontakt aufnehmen würden, und die verbleibenden drei Investoren sagten, es bestünde keinerlei Kontakt zu Investor Relations.

Darüber hinaus wurden weitere sehr interessante Argumente genannt, die nachfolgend kurz wiedergegeben werden:

- ... Meistens ist es ein ganzes Team, das aus allen genannten Abteilungen/Personen besteht.
- ... auf der Bondseite eher selten.
- ... Bei größeren Unternehmen sind es meistens Investor Relations.
- ... Es besteht gar kein Kontakt zu den genannten Abteilungen, wenn überhaupt, dann Public Relations.
- ... Investor Relations werden für Detailfragen genutzt, aber Strategiegespräche erfolgen nur mit dem Vorstand.
- ... Es erfolgt keine Kontaktaufnahme!
- ... Investor Relations kommunizieren mit uns, aber nur unregelmäßig.
- ... Kontaktaufnahme erfolgt ganz selten und ist an sich auch nicht erwünscht aufgrund unserer knappen Ressourcen. Bisher hat der Umfang der Kommunikation völlig ausgereicht, bei zusätzlichem Bedarf würden wir uns melden.

Bondholder Relations

Lediglich ein Interviewpartner führte aus, bisher jemals von einer reinen Bondholder Relations-Abteilung angesprochen worden zu sein. Zwei Interviewpartner sagten, sie hätten noch nie etwas von Bondholder Relations-Abteilungen gehört. Die verbliebenen Investoren sagten, sie hätten natürlich schon von reinen Bondholder Relations-Abteilungen gehört, seien aber noch nie von einer angesprochen oder betreut worden. Man höre „im Markt“ aber zunehmend, dass reine Bondholder Relations-Abteilungen gerade bei größeren Daueremittenten etabliert werden sollen.

Vier Interviewpartner sagten, dass sie Investor Relations und Bondholder Relations als eine Einheit betrachten.

Public Relations

Sämtliche Interviewpartner sagten, dass die Public Relations-Abteilung keine Bedeutung für sie habe. 16 Interviewpartner sagten auch, sie seien noch nie von einer Public Relations-Abteilung an-

gesprochen worden. Ein Interviewpartner sagte, lediglich bei sehr kleinen Emittenten komme es vor, dass eine Ansprache von institutionellen Bondinvestoren durch eine Public Relations-Abteilung erfolge.

Als wesentlicher Grund für die mangelnde Bedeutung wurde vor allem das geringe Know-how über die finanzwirtschaftliche Situation und die Unternehmensstrategie genannt, welches jedoch stark im Vordergrund der Interessen von institutionellen Bondinvestoren stehe.

Geschäftsführung/Vorstand

Rund die Hälfte der Interviewpartner führte aus, nur selten oder sehr selten von der Geschäftsführung oder vom Vorstand kontaktiert zu werden. Die andere Hälfte sagte, sie seien bisher nie von der Geschäftsführung oder vom Vorstand aktiv kontaktiert worden.

Alle Interviewpartner sagten, dass der Kontakt durch diese Personenkreise natürlich begrüßt werde, schließlich gebe es keinen besseren Kontakt, um mehr Informationen über Strategie, Ziele und Situation eines Unternehmens zu erhalten. Allerdings erfolge dies bei weitem weniger, als sich die Investoren dies wünschen.

Eine aus den Interviews abgeleitete Regel ist, dass bei zunehmender Größe des Emittenten eine Kontaktaufnahme durch die Geschäftsführung/den Vorstand unwahrscheinlicher wird. Dem wirkt entgegen, dass bei zunehmender Größe des Investoren die Wahrscheinlichkeit einer Kontaktaufnahme durch diesen Personenkreis zunimmt. Aus der Perspektive eines Dritten machen diese Erkenntnisse durchaus Sinn – beispielsweise hat ein Vorstand einer großen Gesellschaft weniger Zeit, aber ganze Abteilungen für diese Tätigkeit. Andererseits kommt es durchaus vor, dass sich der Vorstand dem Dialog mit Investoren stellt – aber dann ist aufgrund der knappen Zeit eine Priorisierung erforderlich, die mit einer hohen Wahrscheinlichkeit große Investoren bevorzugt. (s. *Abbildung 15*)

Treasury

Die Interviewpartner führten aus, dass Treasury üblicherweise nur im Rahmen von Neuemissionen zusammen mit Investor Relations

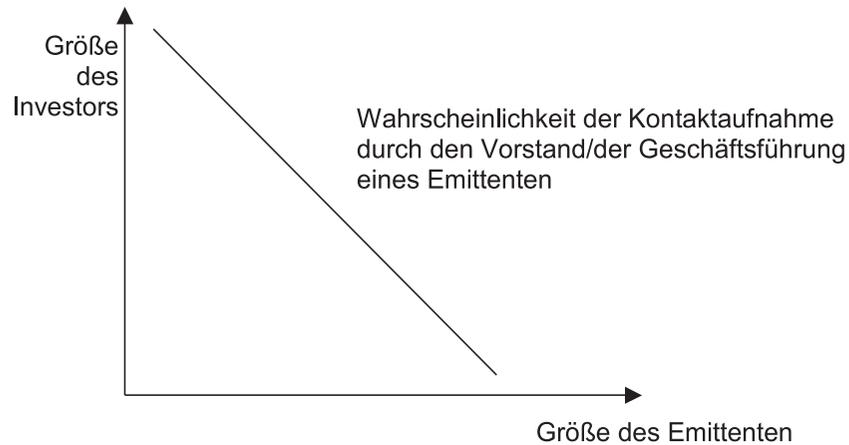


Abbildung 15: Wahrscheinlichkeit der Kontaktaufnahme durch Geschäftsführung/Vorstand des Emittenten

und/oder der Geschäftsführung bzw. dem Vorstand Kontakt mit ihnen aufnimmt. Eine Treasury-Abteilung mit laufendem Kontakt zu Investoren oder aktiver Kontaktaufnahme konnte im Rahmen dieser Diplomarbeit nicht ermittelt werden.

Dem Treasury wird von rund der Hälfte der Interviewpartner ein hoher Stellenwert für Bondinvestoren eingeräumt, da diese Abteilung direkt an den für sie relevanten Finanzkennzahlen arbeitet. Ohne bereits zu viel von den Antworten zur Frage 6 b) vorwegzunehmen, nachfolgend einige von interessanten Interviewpartnern gemachte Ergänzungen:

... vorrangig bei Roadshows.

... besonders interessant ist die Kombination von Vorstand/CFO und Treasury, dies ergibt sich häufig aus der internen Struktur des Unternehmens.

... wenn, dann üblicherweise zusammen mit einer Bank, kommt selten allein.

... nur in 10 % der Fälle.

... Treasury wird gern als Ansprechpartner genutzt, um Kontakt zum CFO und CEO erlangen zu können.

... nur sehr unregelmäßig, analog Geschäftsführung/Vorstand.

c) Wie häufig wünschen Sie sich eine Kontaktaufnahme durch den Emittenten?

Würde dies eine Erhöhung oder Reduzierung im Vergleich zur aktuellen Situation bedeuten?

| Häufigkeit Kontaktaufnahme | Nennungen | Veränderung? |
|---------------------------------------|----------------------|--------------------------------------|
| 0 x pro Jahr | 2 von 10 | gleich bleibend |
| 1 x pro Jahr | 6 von 10 | 4 x gleich bleibend, 2 x Erhöhung |
| 2 - bzw. 3 x pro Jahr 4 x pro Jahr | 0 von 10 2 von 10 | - Erhöhung |

Auch zu dieser Frage äußerten sich die Interviewpartner sehr differenziert. Wesentliches Kriterium zur Beantwortung dieser Frage war für die Interviewpartner

- die Größe des Unternehmens,
- die Häufigkeit und Nachhaltigkeit der Unternehmenskommunikation (quartalsweise Berichterstattung inklusive von Conference Calls pro Quartalsabschluss und laufende Präsentationen versus jährlicher Berichterstattung und unregelmäßiger Kommunikation) und
- die Höhe des Bestandes der Bonds des Emittenten im Bestand.

Als Grundregel arbeitete sich heraus, dass mit zunehmender Unternehmensgröße eine verstärkte Kontaktaufnahme durch den Emittenten erwünscht wird. Mit abnehmender Regelmäßigkeit der Berichterstattung und der Nachhaltigkeit der Aussagen ist ebenfalls eine verstärkte Kontaktaufnahme erwünscht. So kann es durchaus sein, dass von einem mittelgroßen, nicht börsennotierten Unternehmen mit nur jährlicher Berichterstattung mit ausstehenden Anleihen genauso häufig eine Kontaktaufnahme erwünscht wird wie von einem vielfach größeren Unternehmen, das quartalsweise über die Geschäftsergebnisse berichtet und daher deutlich mehr Transparenz bietet. Die Höhe des Bestandes korreliert positiv mit einem häufigeren

Wunsch nach Kontaktaufnahme – je höher der Bestand, desto mehr Kontaktaufnahmen durch den Emittenten wünscht sich der Investor. In Anbetracht dieser logisch nachvollziehbaren Argumente scheinen die teilweise gemachten zahlenmäßigen Aussagen zweitrangig, sollten aber eingangs mit aufgeführt werden.

3. Informationen zur Vorbereitung von Investmententscheidungen

a) Welche Informationen werden von Ihnen für die Vorbereitung einer Anlageentscheidung benötigt?

Der Umfang der erforderlichen Informationen hängt vorrangig davon ab, wie bekannt der Emittent ist und ob bereits Anleihen dieses Emittenten gekauft wurden. In diesem Beispiel soll davon ausgegangen werden, dass es sich um einen für den Investoren neuen Emittenten handelt und daher der maximale Umfang an Informationen erforderlich ist.

Für die Interviewpartner sind folgende Informationen für die Vorbereitung einer Anlageentscheidung erforderlich:

Basisdaten des Emittenten

- Bilanz
- Gewinn- und Verlustrechnung
- Cashflow

Weitere Informationen zum Unternehmen

- Wettbewerbssituation innerhalb der eigenen Branche
- Situation innerhalb der Zulieferer- und Kundenbranche (Umfeldanalyse)
- Strategie und geplante Entwicklung des Unternehmens (insbesondere Investments oder Desinvestments)
- Managementenerfahrung und bewiesene Qualität der Geschäftsführung/des Vorstandes
- persönliches Gespräch mit Unternehmensvertreter

Informationen über das Wertpapier/die Emission

- Laufzeit, Kupon, Spread, bei Emission auch das Bankenkonsortium, da die Zusammensetzung des Bankenkonsortiums erheblichen Einfluss auf die Sekundärmarktperformance innerhalb der ersten Wochen nach Anleiheemission haben kann
- Grund für die Emission; geplante Mittelverwendung
- Dokumentation der Anleihe, um Covenants und andere gläubigerschützende Regelungen zu überprüfen
- Volumen der Anleihe(-emission) wegen der Indexgewichtung in Rentenindizes wie der iBoxx- oder MSCI-Familie. Dies ist besonders wichtig für Investoren, die bestimmte Indizes „tracken“, also entweder zu 100 % identisch abbilden oder diese als „Benchmark“, also Vergleichsmaßstab, für ihre Performanceanalyse nutzen. Ebenfalls besonders wichtig für die Bewertung der Handelbarkeit: je kleiner das Volumen, desto schwieriger ist es, im Notfall einen Käufer zu finden.

Research

- Aktien- und Rentenresearch aus dem eigenen Hause inklusive persönliche Gespräche mit den Analysten
- Researchberichte von anderen Banken und Brokern
- Ratingberichte der großen Ratingagenturen wie Standard & Poor's und Moody's

Relative Value-Analyse

Vergleich des Anleihespreads des Investments mit vergleichbaren alternativen Investments im gleichen Sektor und/oder mit gleichem Rating zwecks einer Relative Value-Analyse. Dabei soll ermittelt werden, ob ein Investment in diese Anleihe einen wirklichen Mehrwert bringt oder nur Transaktionskosten und Risiken produziert werden.

b) Sammeln Sie diese Informationen fortlaufend oder jeweils unmittelbar vor einer Investmententscheidung?

Mehr als drei Viertel der Interviewpartner gaben an, Informationen zu Emittenten, von denen sich Anleihen im Portfolio befinden,

fortlaufend zu sammeln. Lediglich ein Investor gab explizit an, Informationen auch über Wertpapiere im Bestand nicht fortlaufend zu sammeln. Es handelte sich hier um einen kleineren Investor aus der Versicherungsbranche. Begründet wurde die Aussage damit, dass nur Anleihen von Unternehmen gekauft würden, die über ein gutes Rating verfügen und sehr bekannt sind, also Emittenten wie *DaimlerChrysler*, *Siemens* oder *RWE*.

Ebenfalls fehle die Zeit für solche Tätigkeiten, so bestehe beispielsweise auch kein eigenes Analystenteam.

Mehrere Interviewpartner gaben an, dass sie trotz der fortlaufenden Sammlung von Informationen unmittelbar vor einer Investitionsentscheidung die gesamten vorhandenen Informationen nochmals durchgehen und situativ ihre Informationssammlung verstärken würden.

c) Kurz vor einer Anleiheemission kommt es häufig zu Investorenkonferenzen, Conference Calls und Roadshows etc. Welchen Stellenwert haben diese Kommunikations-/Marketinginstrumente für die Vorbereitung der Investmententscheidung?

Auch zu dieser Frage gab es deutlich differenzierte Aussagen. Größte Gemeinsamkeit war, dass aus der Sicht der Hälfte der Interviewpartner auch hier wieder die Größe, der Bekanntheitsgrad, die seitens des Unternehmens bisher gelebte Transparenz und die Höhe des existierenden oder geplanten Investments über die Bedeutung dieser Maßnahmen entscheidet. Vier Investoren gaben an, dass gerade Roadshows besonders wichtig für die Vorbereitung ihrer Anlageentscheidung sind, und drei weitere Investoren gaben an, dass diese Maßnahmen gar keine Bedeutung für sie haben.

Ebenfalls unterschieden sehr viele Interviewpartner zwischen Roadshow und Conference Call. Dem Conference Call wird ein deutlich geringerer Stellenwert als der Roadshow eingeräumt. Sechs Interviewpartner sagten, grundsätzlich an keinen Conference Calls teilzunehmen.

In Anbetracht der besonders vielfältigen und zugleich hochinteressanten, teilweise auch sehr kritischen, Aussagen nachfolgend ein Auszug:

... haben einen nachgelagerten Stellenwert bei großen Unternehmen. Bei kleineren Emittenten sind diese Veranstaltungen deutlich interessanter, insbesondere auch um Kontakte aufzubauen. Diese Kontakte dienen dann als wertvoller Ausgangspunkt zu weiteren Kontakten innerhalb des Unternehmens.

... Maßnahmen haben geringere Bedeutung, gerade aufgrund der Befangenheit der Unternehmensvertreter, sie reden immer positiv. Aussagen zu Covenants und Rating Triggern in anderen bestehenden Verträgen werden eh' nie beantwortet. Auf den Roadshows sollte klarer geantwortet werden und über kritische Punkte offener gesprochen werden. Gerade bei Put-Optionen und Covenants sind immer wieder böse Überraschungen zu erleben. Ebenso gibt es meistens leider keine Auskünfte zu sonstigen außerbilanziellen Verpflichtungen.

(Anmerkung: Dieser Investor war eine Tochter einer großen deutschen Bank. Der Interviewpartner verneinte die Frage, ob mit dem Mutterhaus über bestehende Covenant-Klauseln in anderen Verträgen gesprochen wird. Viele Banken sind Kreditgeber im Rahmen von syndizierten Kreditlinien und haben daher möglicherweise Einsicht in mindestens einen Kreditvertrag mit dem Emittenten. Die Gläubigerschutzklauseln sind bei syndizierten Kreditlinien häufig die „aggressivsten“, die ein Emittent bereit ist zu akzeptieren. Dies begründet sich in der Größe der syndizierten Kreditlinien – meistens handelt es sich um mehrere Milliarden Euro.)

... wichtig ist, dass wir eine eigene Meinung zum Credit haben.

... gleiches Prinzip wie bei den anderen Fragen. Wenn es ein unbekannter Name ist, dann gehen wir hin, ansonsten nehmen wir an der Roadshow gar nicht mehr teil. Roadshows sollten aus un-

serer Sicht laufend, insbesondere in Ausnahmesituationen stattfinden. Wenn es sich um einen bekannten Namen handelt, greifen wir auf unsere hausinternen Analysten zurück.

... Roadshow ist wichtig, aber noch wichtiger sind die persönlichen Gespräche.

... Idealerweise sollte es eine fortlaufende Kommunikation geben, auf Roadshows sollte eigentlich nicht mehr viel Neues bekannt gegeben werden – anderenfalls müssten wir den gesamten Credit neu bewerten.

... auch in einem schwierigen Umfeld ist eine Roadshow vorteilhaft.

... wir gehen zu den Roadshows, um einerseits das direkte Gespräch zu suchen und andererseits, um die Stimmung der anderen Investoren wahrzunehmen.

... Conference Calls werden sehr schlecht besucht, wir werden meistens von unserer Mutter angebettelt, mit teilzunehmen. Roadshows werden gern in Deutschland, Frankreich und UK besucht, in anderen Ländern ist dieses Instrument weniger beliebt.

... Bloomberg-Roadshows werden zunehmend wichtiger.

4. Anlageentscheidungsprozess

a) Welche Gremien entscheiden über die Investmententscheidung?

Wie ist der Prozessablauf?

Im Rahmen der Befragung stellten sich Gemeinsamkeiten bei den unterschiedlichen Investorengruppen heraus. Entsprechend wird die Antwort nach Investorengruppen gegliedert.

Asset Managementgesellschaften

Die Portfoliomanager der Asset Managementgesellschaften erhalten üblicherweise übergreifende Rahmenbedingungen von Strategiekomitees vorgegeben. Diese Rahmenbedingungen orientieren sich insbesondere an der verwendeten Benchmark (wie viel Abweichung wird zugelassen?), dem Rating des Emittenten, der Laufzeit und dem Sektor. Weitere Regelungen ergeben sich aus den möglicherweise bestehenden individuellen Anlagevorschriften für das Sondervermögen. Die Hierarchie ist bei den Asset Managementgesellschaften sehr flach. Im täglichen Geschäft entscheiden meistens die Portfoliomanager selbst über ihre Investmententscheidungen. Mehrere Interviewpartner sagten, es gebe maximal eine Teambesprechung, aber weitere Maßnahmen seien nicht erforderlich, so lange man sich im Rahmen der Vorgaben bewege.

Versicherungsgesellschaften

Auch bei den Versicherungsgesellschaften orientieren sich die Portfoliomanager an den bestehenden Anlagevorschriften. Dennoch benötigt der Portfoliomanager gerade bei der Teilnahme an Neuemissionen die Zustimmung seines Vorgesetzten, der häufig der Bereichsleiter „Vermögen“ ist. Ebenso gaben die Interviewpartner aus den Versicherungen an, dass es bei ihnen diverse Ausschüsse und Gremien gibt, die sich laufend mit der Anlagestrategie und der Anlageperformance beschäftigen und natürlich die Vorgaben des Portfoliomanagers mit bestimmten. Der Portfoliomanager ist dabei meist Teilnehmer dieser Ausschüsse und Gremien. Insgesamt scheinen die Entscheidungswege etwas länger und die Hierarchie deutlich vielschichtiger.

Banken

Die Banken unterliegen dem Kreditwesengesetz (KWG) und müssen daher bei jeder Investition die Auswirkungen auf verschiedenste Kennziffern prüfen. Ohne auf die einzelnen Regularien im Detail einzugehen, sei der Paragraph 13 des KWG (Großkredite) und der Grundsatz I (Eigenmittelausstattung) genannt. Als Folge ergibt

sich häufig (gerade bei kleineren Banken) die Notwendigkeit für einen Vorstandsbeschluss, der teilweise sogar einstimmig fallen muss. Für eine Bank ist der Erwerb eines Corporate Bonds gleichzusetzen mit der Kreditvergabe an ein Unternehmen.

Die für eine Anlageentscheidung erforderliche Zeit und die Anzahl der zu durchlaufenden Hierarchien scheinen bei Banken am höchsten zu sein.

b) Wie häufig werden Vorschläge durch diese Gremien abgelehnt und was sind die wesentlichen Gründe?

Sofern die Vorschläge und Ideen der Portfoliomanager einer Genehmigung bedürfen, werden sie sehr selten abgelehnt. Dies wurde damit erklärt, dass die Portfoliomanager und die zustimmungspflichtigen Gremien bzw. Personen laufend in Kontakt stehen und eine kontinuierliche Abstimmung erfolgt. Das bedeutet, dass z.B. unmittelbar nach Bekanntgabe einer Neuemission erste mündliche Gespräche stattfinden und meistens nur bei einem Konsens die Idee weiterverfolgt wird.

Sollte es dennoch zu einer Ablehnung kommen, scheinen folgende Argumente wesentlich:

- gesetzliche oder andere formalen Gründe
- Anleihe ist zu teuer und bietet keinen Relative Value
- keine gute Meinung zum Namen, Investitionsentscheidung lässt sich im Falle eines Ausfalls nicht begründen
- zu hohe Gewichtung gegenüber der Benchmark
- Bonität/Rating
- wenn das Chance-/Risikoverhältnis aus subjektiver Sicht nicht stimmt
- Emittent ist intransparent und hält sich mit seiner Kommunikation zurück
- übergeordnete unternehmenspolitische Gründe, z.B. aufgrund einer Selbstverpflichtung, keine Unternehmen zu finanzieren, die nachweislich an umweltzerstörenden Projekten arbeiten

c) Entscheidet wirklich die Story des Emittenten oder die Markttechnik?

Große Einigkeit herrschte über die Tatsache, dass es sich hier um eine sehr „knifflige“ Frage handelt.

Sieben von 17 Interviewpartnern gaben an, dass allein die Story des Emittenten, also die Fundamentaldaten entscheiden würden. Teilweise wurde diese Aussage damit begründet, dass man ausschließlich „Buy and Hold Investor“ sei, also die Wertpapiere kaufe, um sie für die gesamte Laufzeit bis Endfälligkeit im Bestand zu belassen. Mehrere andere Interviewpartner sagten, dass die Steuerung des Risikos schon ausreichend anspruchsvoll sei und man die Überrendite durch eine optimale Titelselektion und nicht durch Trading, also den Handel mit kurzfristiger Gewinnerzielungsabsicht, erreichen möchte.

Weitere zehn Interviewpartner gaben an, dass es eine Kombination aus Story und Markttechnik sei. Als Beweggründe wurden folgende Argumente genannt:

- Fundamentaldaten sind derzeit nicht relevant, in den letzten 24 Monaten konnte alles nahezu blind gekauft werden. Wenn dieser Zustand wieder dreht, werden Fundamentaldaten sicherlich wieder verstärkt im Vordergrund stehen. Im Moment entscheidet jedenfalls nur die Markttechnik. (Anmerkung: Dieses Interview fand vor der Gewinnwarnung durch General Motors am 16. März 2005 statt, siehe auch Kapitel E.3. Durchführung der Interviews und Interviewpartner.)
- Wenn der Markt läuft, dann rücken die Fundamentaldaten auch schon einmal in den Hintergrund.
- Beides ist wichtig. Wir versuchen uns jedoch auf die Fundamentals zu konzentrieren und uns nicht von der Markttechnik treiben zu lassen.

Kein Investor gab an, dass ausschließlich die Markttechnik entscheidend sei.

Eine besondere Konzentration bestimmter Antworten in einzelnen Investorengruppen konnte nicht festgestellt werden.

Es bleibt festzuhalten, dass das gesamte Umfeld einen deutlichen Einfluss auf die Risikobereitschaft der Investoren hat – „läuft“ der Markt, dann steigt die Risikoneigung und auch schlechte Bonitäten dürften eine gute Chance zur Emission von Anleihen haben. Herrscht am Markt jedoch eine negative Stimmung, dann dürfte es auch für bonitätsmäßig gute Investoren schwierig werden, ihre Anleihen erfolgreich zu platzieren.

5. Kommunikation nach Transaktionsabschluss

- a) Welche Informationen benötigen oder wünschen Sie sich vom Emittenten auch nach Abschluss einer Bondemission? Welche Aktivitäten würden Sie begrüßen?

| Information/Aktivität | Gewünscht/Benötigt |
|---|---|
| Unaufgeforderte Zusendung von Unternehmensberichten | 8 von 16 (50 %) = gewünscht 8 von 16 (50 %) = nicht gewünscht |
| Aufnahme in den Presseverteiler | 2 von 16 (12,5 %) = gewünscht 14 von 16 (87,5 %) = nicht gew. |
| Regelmäßige Kontaktaufnahme durch das Unternehmen | 10 von 15 (66,6 %) = gewünscht 5 von 15 (33,3 %) = nicht gew. |
| Hinweis auf Researchmaterial von Banken | 16 von 16 (100 %) = nicht gew. |
| Einladung zu Konferenzen und Tagungen | 15 von 16 (93,75 %) = gewünscht 1 von 16 (6,25 %) = nicht gew. |
| Weiterleitung der Berichte von Ratingagenturen | 8 von 16 (50 %) = gewünscht 8 von 16 (50 %) = nicht gewünscht |

Unaufgeforderte Zusendung von Unternehmensberichten

Die Hälfte der Interviewpartner würde eine unaufgeforderte Zusendung von Unternehmensberichten begrüßen, die andere Hälfte

sieht keine Notwendigkeit dafür. Wesentliche Gründe für den nicht bestehenden Bedarf sind die Abrufbarkeit über andere Medien (Internet) on Demand sowie die Rückgriffsmöglichkeiten auf das hauseigene Analytenteam.

Aufnahme in den Presseverteiler

Lediglich zwei Investoren würden die Aufnahme in den Presseverteiler des Emittenten begrüßen. Bei diesen beiden Investoren handelt es sich um einen Asset Manager und eine Versicherung mit jeweils weniger als 25 Milliarden Euro unter Management. Die restlichen Interviewpartner sprachen sich gegen eine Aufnahme in den Presseverteiler auf. Begründet wurde dies mit der mangelnden Relevanz für die Investoren sowie den begrenzten Zeitressourcen.

Regelmäßige Kontaktaufnahme durch das Unternehmen

Zwei Drittel der Interviewpartner würden eine Kontaktaufnahme durch den Emittenten begrüßen, ein Drittel sieht keine Notwendigkeit für eine regelmäßige Kontaktaufnahme. Die genannten wesentlichen Gründe gegen eine laufende Kontaktaufnahme waren:

- ... Informationsversorgung wird üblicherweise schon durch die Banken/den Broker sichergestellt.
- ... für den Analysten vielleicht interessant, für mich als Portfoliomanager eher störend bei der täglichen Arbeit.
- ... Kontaktaufnahme bei Neuemission würde ausreichen, es sei denn, das Unternehmen lässt sich für lange Zeit nicht am Markt blicken.
- ... Ist interessant, gerade im Fall von Präsentationen oder Gesprächsmöglichkeiten mit dem Vorstand.
- ... Dafür ist keine Zeit vorhanden.

Eine Häufung bestimmter Antworten in einzelnen Investorengruppen konnte nicht beobachtet werden.

Hinweis auf Researchmaterial von Banken

Kein Investor wünscht sich einen Hinweis seitens des Emittenten auf veröffentlichtes Researchmaterial von Banken. Aussagegemäß erhalte man bereits mehr als genug Research von den Banken.

Einladung zu Konferenzen und Tagungen

Lediglich ein Interviewpartner hat kein Interesse an Einladungen zu Konferenzen und Tagungen bekundet. Bei allen anderen Interviewpartnern bestand grundsätzliches Interesse an diesen Veranstaltungen. Ob man allerdings wirklich teilnehme, hänge vor allem vom Thema und von den Teilnehmern seitens des Emittenten ab.

Weiterleitung der Researchberichte von Ratingagenturen

Die Hälfte der Interviewpartner würde eine Weiterleitung der veröffentlichten Researchberichte sehr begrüßen, da sie selbst keinen Zugang zu den Ratingagenturen haben. Entsprechende Zugänge sind aussagegemäß mit hohen Kosten verbunden. Natürlich bekomme man die Informationen dann über andere Banken oder Informationssysteme, aber eine direkte Weiterleitung der vollständigen Ratingberichte wäre begrüßenswert.

Die andere Hälfte der Interviewpartner sieht keine Notwendigkeit für die Weiterleitung dieser Berichte, da man über einen eigenen Zugang zu den Ratingagenturen verfüge.

Sonstige Angaben

Ein weiterer Investor würde die Zusendung des vollständigen Emissionsprospektes nach Abschluss der Transaktion sehr begrüßen.

Mehrere Investoren führten aus, dass man es sehr begrüßen würde, seitens des Emittenten angesprochen zu werden, welche Informationen man zukünftig wünscht, um eine optimale und bedarfsgerechte Informationsversorgung zu erzielen. Häufig erhalte man viel zu viel oder gar keine Informationen – beides sei keine Optimallösung.

b) Wie verändert sich aus Ihrer Sicht die Qualität und der Umfang der Kommunikation nach Abschluss einer Bondemission?

Nur ein Interviewpartner führte an, dass sich Qualität und Umfang der Kommunikation nach Abschluss der Bondemission verbessere oder auch gleich bleiben würde. Alle weiteren Interviewpartner

führten aus, dass aus ihrer Sicht Qualität und Umfang nach Abschluss der Bondemission rückläufig seien.

c) Inwieweit hat die Kommunikation nach Abschluss einer Bondemission Einfluss auf Ihre Teilnahme bei zukünftigen Bondemissionen?

Unmittelbar in Anlehnung an die Antworten zur vorhergehenden Frage ist für alle Investoren der Rückgang der Kommunikation keine kritische Angelegenheit, die die Teilnahme an zukünftigen Transaktionen beeinflussen würde. Es sei wichtig, einen Mindestumfang an Informationen (z.B. Quartalsberichte) zu erhalten und bei Bedarf auch einen kompetenten Ansprechpartner beim Emittenten vorfinden zu können. Die Kommunikation mit den Anleiheinvestoren sei immer noch ein kleiner Baustein des Ganzen.

Das schließe natürlich nicht aus, dass sich ein Emittent durch eine besondere Transparenz und Kontinuität in der Kommunikation nicht von anderen Emittenten vorteilhaft abheben könne – und das könne durchaus zu positiven Auswirkungen bei zukünftigen Anlageentscheidungen führen. Dies drückt sich auch in diversen Kommentaren aus, die nachfolgend auszugsweise wiedergegeben werden:

- ... Es hat schon Einfluss, wenn man das Gefühl hat zu wissen, dann ist das eine sehr gute Voraussetzung für weitere Emissionen.
- ... hat großen Einfluss – wenn nicht kommuniziert wird, ist für uns keine weitere Investition möglich.
- ... Wenn noch Fragen nach Transaktionsende offen sind und diese nicht beantwortet werden, hat dies einen üblen Nachgeschmack.
- ... Wir sehen es positiv, wenn das Unternehmen Chancen zur Präsentation nutzt. Wir honorieren eine stetige, offene und nachhaltige Kommunikation bei zukünftigen Bondemissionen, da uns der Emittent einen guten Grund dafür gibt.
- ... Ein Emittent, der mit uns spricht, hat es leichter, zukünftig wieder Geld von uns zu bekommen.

- ... Wenn es für uns dort einen Zusammenhang gibt, dann ist er positiv korreliert. Offene Kommunikation gerade in Krisenzeiten wird honoriert.
- ... Gerade eine verlässliche Kommunikation und eine kritische Auseinandersetzung mit der eigenen Situation werden belohnt, insbesondere in schlechten Zeiten.
- ... Hat für uns wesentlichen Einfluss. Infos und Kontakte müssen weiter fließen. Ebenfalls sehen wir nur ungern schüchterne oder zurückhaltende Aussagen. Transparenz und Service zählt für uns – und wir sind gern bereit, das zu honorieren!

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Kommunikation nach Abschluss der Bondemission nur dann einen negativen Einfluss auf zukünftige Investitionsentscheidungen hat, wenn sie völlig abbricht oder nicht ehrlich ist. Im Gegenzug jedoch scheint es eine große Chance für alle Emittenten zu sein, sich positiv hervorzuheben und besser bei zukünftigen Emissionen berücksichtigt zu werden. Aufgrund der Aussagen könnte man den Eindruck gewinnen, dass diese Chance noch von sehr vielen Unternehmen nicht wahrgenommen wird.

6. Bondholder Relations

a) Unterscheidet sich Ihre Kommunikation mit Bondholder Relations-Abteilungen im Vergleich zu klassischen Investor Relations-Abteilungen?

Welche Vor- und Nachteile haben Sie bisher erfahren?

Wie bereits zur Frage 2 b) ansatzweise diskutiert, haben nur sehr wenige Interviewpartner bisher direkte Erfahrung mit reinen Bondholder Relations-Abteilungen gemacht. Entsprechend war es für sie schwierig, über Vor- und Nachteile zu berichten.

Drei Interviewpartner führten aus, dass sie durchaus positive Erfahrungen mit einer Bondholder Relations-Abteilung oder einen speziellen Ansprechpartner für Corporate Bond Investors in Investor Relations gemacht haben. Sie gaben an, dass diese Ansprechpartner

die Informationsbedürfnisse und Sorgen der Investoren besser verstehen.

Insgesamt gab es zu dieser Frage jedoch kaum verwertbare Antworten.

b) Durch welche Abteilungen möchten Sie nach Möglichkeit betreut werden? BHR, IR, PR oder Treasury – alle oder nur eine Abteilung?

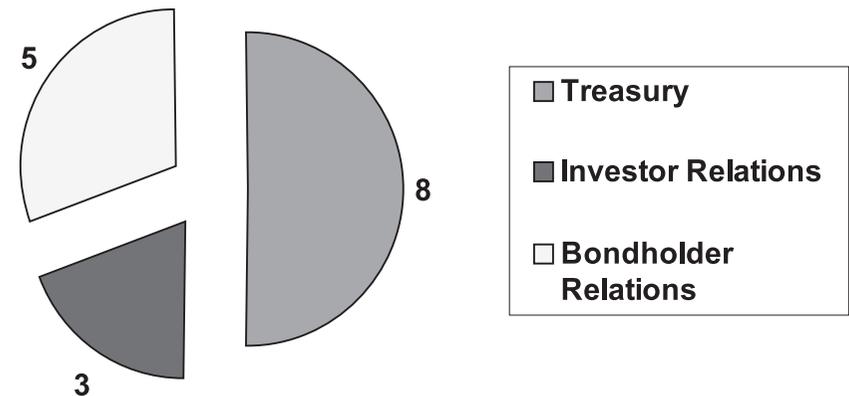


Abbildung 16: Wunschansprechpartner von Corporate-Bond-Investoren

Alle Interviewpartner führten aus, stets nur aus einer Hand betreut werden zu wollen. Dabei sei es vom Grundsatz her irrelevant, wer diese Betreuung durchführe, wichtig sei, dass diese Person über alle erforderlichen Informationen verfüge und ein kompetenter und verlässlicher Ansprechpartner sei.

In Anbetracht der Tatsache, dass es sich hier mehr um eine idealtypische Vision handelt, die wohl kaum in einem Unternehmen anzutreffen ist, wurde weiter nach den aktuellen Präferenzen gefragt.

Kein Interviewpartner nannte Public Relations als Ansprechpartner. Drei Interviewpartner nannten Investor Relations mit der Begründung, dass diese stets zu erreichen und üblicherweise sehr gut im Unternehmen vernetzt sind, so dass die Antwort relativ schnell und zuverlässig erfolgt.

Fünf Interviewpartner wünschten sich eine richtige Bondholder Relations-Abteilung als Ansprechpartner und erwarten sich von

dieser eine Symbiose aus klassischer Investor Relations mit treasury-spezifischem Knowhow.

Acht Interviewpartner nannten Treasury als gewünschten Ansprechpartner. Die Interviewpartner begründeten dies damit, dass einerseits der CFO üblicherweise der Leiter des Treasury ist und das Treasury andererseits direkten Zugang zu den für die Anleiheinvestoren interessanten Zahlen habe. (s. *Abbildung 16*)

c) Wünschen Sie sich eine Verbesserung des bondspezifischen Know-hows bei Ihren Ansprechpartnern der Emittenten? Wenn ja, welche Schwächen haben Sie erfahren?

Die Hälfte der Interviewpartner ist mit dem vorhandenen bondspezifischen Know-how ihrer Ansprechpartner zufrieden. Mehrfach wurde darauf hingewiesen, dass die Banken den Emittenten stark unterstützen und vorbereiten und daher Defizite eher die Ausnahme sind.

Die andere Hälfte der Interviewpartner wünscht sich dagegen eine Verbesserung des vorgehaltenen Know-hows. Folgende Schwächen wurden genannt:

- Seitens des Managements und auch anderer Unternehmensvertreter besteht keinerlei Sensibilität für die Volatilität der eigenen Bonds und den daraus resultierenden Auswirkungen auf die Portfoliomanager, die nach Performance gesteuert werden.
- Sind noch immer sehr auf den Aktienmarkt fokussiert.
- Sind sich des Konfliktes zwischen Anleiheinvestoren und Shareholdern nicht bewusst.
- Die Antworten des Emittenten im Rahmen von Conference Calls sind teilweise sehr ungenau und daher keine Hilfe für den Investoren.
- Emittent sollte sich über die fatalen Auswirkungen bestimmter Bankenkonsortien bei Emission bewusst sein. Dies sei durchaus ein Grund, nicht an einer Emission teilzunehmen.

7. Interne Organisation

a) Wie häufig tauschen Sie sich mit Ihren Kollegen auf der Aktienseite aus?

Bis auf drei Interviewpartner pflegen alle einen mehr oder minder regelmäßigen Informationsaustausch mit ihrer Aktienseite. Mehrere Interviewpartner sagten, dass sich gerade in diesem Bereich innerhalb der letzten Jahre sehr viel getan habe. Bei vielen Investoren hat sich der regelmäßige Austausch bereits institutionalisiert, bei zwei Investoren sitzen diese Gruppen sogar räumlich zusammen. Darüber hinaus sagten zwei Interviewpartner, man arbeite auch an gemeinsamen Informationsplattformen, um das jeweils vorhandene Wissen allen Analysten- und Portfoliomanagern zugänglich zu machen. Insgesamt entstand der Eindruck, dass die Investoren sehr stark an der Intensivierung des Austauschs der Aktien- und Rentenseite arbeiten würden. Eine Häufung von bestimmten Antworten bei einzelnen Investorengruppen oder Investorengrößen war nicht möglich.

b) Würden Sie es begrüßen, zu Veranstaltungen der Aktienseite (Präsentationen, Einzelgespräche) eingeladen zu werden? Warum?

Etwa die Hälfte der Interviewpartner führte aus, dass sie bereits zu den Veranstaltungen der Aktienseite mit eingeladen werde und auch umgekehrt. Es wurde mehrfach erläutert, dass auch hierzu ein institutionalisierter Austausch stattfindet oder gar ein gemeinsamer Terminkalender besteht. Mehrere andere sagten, dass sie dies definitiv begrüßen würden. Befragt nach den Gründen für ihre Antworten wurden folgende Argumente genannt:

- ... um abzugleichen, ob die Informationen auf der Aktien- und Rentenseite konsistent sind.
- ... gerade strategische Fragen werden von der Aktienseite intensiver diskutiert.
- ... ist sehr sinnvoll, um ein ganzheitlicheres Bild vom Emittenten zu erhalten.

- ... auf der Aktienseite treten die höherwertigen Unternehmensvertreter auf.
 - ... wäre besonders hilfreich, wenn man sich selbst nicht 100%ig sicher ist über einen Emittenten.
 - ... die Aktienseite erhält bessere Informationen zu den Themen Strategie und Unternehmensaussichten.
 - ... besonders interessant bei Emittenten, die nur von wenigen Banken „gecovert“ werden.
 - ... bei direkten Treffen mit den Unternehmen besteht der Vorteil, dass diese Treffen meistens in der Muttersprache und nicht in Fremdsprache wie bei Roadshows und Conference Calls stattfinden.
- Nur zwei Interviewpartner würden es nicht begrüßen, zu derartigen Veranstaltungen mit eingeladen zu werden. Aus ihrer Sicht sind die Interessenslagen von Aktionären und Anleiheinvestoren zu verschieden, als dass sie sich einen Nutzen davon versprechen würden.

c) Fühlen Sie sich bei der Informationsversorgung gegenüber Ihren Kollegen auf der Aktienseite benachteiligt?

Nahezu alle Interviewpartner erläuterten, dass sich dieses Defizit zunehmend reduziert. Aus Sicht von neun Interviewpartnern gibt es hier keinen Unterschied mehr, während sechs Interviewpartner durchaus der Meinung sind, dass es noch immer einen Unterschied bei Qualität und Umfang der Informationsversorgung gibt. Dies wurde von diesen sechs Interviewpartnern mit folgenden Argumenten begründet:

- Die Aktienseite hat mehr Kapazitäten als die Rentenseite.
- Vorstand geht mehr auf die Aktionäre zu, da häufig das eigene Gehalt und die Arbeitsplatzsicherheit vom Aktienkurs abhängig ist.
- Die Aktienanalysten werden von den Emittenten besser betreut als die Bondanalysten.
- Die Aktienseite hat schon wesentlich länger einen gewachsenen Kontakt zum Emittenten, während diese auf der Rentenseite häufig erst entstehen.
- Es ist häufiger mehr eine Frage der Salesteams der Banken als die Betreuung durch den Emittenten. Viele Salesleute auf der

Versicherungsseite sind noch nicht familiär mit Corporate Bonds und bevorzugen es noch immer, neue Pfandbriefe und Bundesanleihen zu verkaufen.

d) Welche Datenbanken oder Datensammlungen gibt es in Ihrem Hause über die Emittenten?

Drei Interviewpartner führten aus, dass sie jeweils virtuelle Kreditakten mit allen relevanten Bilanzkennzahlen, Unternehmensmeldungen und Research vorhalten. Ebenfalls drei Interviewpartner gaben an, dass alle Anleiheprospekte von Anleihen, die man selbst im Bestand habe, auf einer Datenbank vorgehalten werden. Alle anderen Interviewpartner gaben an, sich überwiegend auf externe Datenbanken wie Bloomberg, Reuters oder die Ratingagenturen zu stützen. Ebenfalls nutze man intensiv die Internetplattformen von den Banken, welche umfassendes Research als auch diverse andere Funktionen anbieten.

8. Abschließende Frage

Welche Kritikpunkte und Anregungen haben Sie zur bisherigen Betreuung von Anleiheinvestoren?

Welche weiteren Veränderungen wünschen Sie sich?

Die Antworten zu dieser Frage gingen teilweise weit über das Thema dieser Diplomarbeit hinaus. Dennoch stellen sie wertvolle Hinweise dar, die nicht ungenannt bleiben sollten. Daher gliedert sich diese Antwort zuerst in einen Abschnitt, der sich mit Hinweisen zu den Informationsgewinnungs- und Verarbeitungsprozessen von Corporate Bond Investoren beschäftigt. Anschließend werden alle weiteren Hinweise erläutert.

Sonstige Hinweise zu den Informationsgewinnungs- und Verarbeitungsprozessen von Corporate-Bond-Investoren

Sechs Investoren brachten nochmals in allgemeiner Form zum

Ausdruck, dass sie von den Emittenten mehr Engagement und Aktivität auf der Bondseite erwarten.

Mehrere Interviewpartner gaben an, dass sie auch gern Informationen über die Höhe der Orderbücher sowie der Logik der Zuteilung nach Abschluss einer Emission erhalten würden. Diese Informationen ist aus ihrer Sicht hilfreich, um die Sekundärmarktperformance der Neuemission besser prognostizieren zu können.

Ein Interviewpartner meinte, dass sich die Emittenten und Banken teilweise besser abstimmen sollten, da der Informationsfluss nicht stimmig sei.

Fünf Interviewpartner von großen in Deutschland ansässigen Investoren machten eindringlich auf das Problem mangelnder Dokumentations- und Informationsstandards aufmerksam. So gebe es beispielsweise keine einheitlichen Standards bzgl. der Gläubigerschutzvorschriften, also der Covenants, Rating Triggers, Negative-Pledge- und Material-Adverse-Change-Klauseln. Dieser Mangel herrsche insbesondere bei Emittenten im Investment Grade-Bereich vor, im High-Yield-Segment haben sich aussagegemäß bereits gewisse Standards etabliert.

Die aktuelle Situation erfordere bei richtigem Vorgehen stets bei jeder Emission eine Überprüfung dieser Klauseln durch das Rechtswesen, was aber kaum erfolgt oder erfolgen kann, schon allein aus zeitlichen Gründen. Im Ergebnis können die Investoren diese Regelungen nur schwer einschätzen und fühlen sich einem in großen Teilen unkalkulierbarem Risiko ausgesetzt.

Zwei dieser Investoren wiesen auf einen Arbeitskreis des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.⁴¹ hin. Es handelt sich dabei um den Arbeitskreis „Corporate Bonds Standards Initiative“, der Anfang 2004 von mehreren Mitgliedern des BVI gegründet wurde. Wesentliche Forderungen dieses Arbeitskreises

41) Online unter <http://www.bvi.de>

an die Informationspolitik dieser Emittenten und die begleitenden Banken sind:⁴²

- Verfügbarkeit der Prospekte und Roadshowmaterialien aller ausstehenden Anleihen, auch Private Placements, im Internet des Ausstellers
- Offenlegung aller Covenants in ausstehenden Anleihen (auch Private Placements), wünschenswert auch Loans; ebenso bestehende Cross-Default-Klauseln und Rating Trigger
- Offenlegung aller substanziellen gewährten Garantien, Dividendenzahlungen sowie Gewinnabführungen
- genaue Beschreibung der Ansiedelung der Neuemission in der Kapitalstruktur und Unternehmensorganisation
- Nennung zuständiger Investor Relations, Treasurer, CFO mit Name, Adresse, Telefon- und Faxnummer sowie E-Mail-Adresse, idealerweise auch auf der Internetseite des Unternehmens
- geplante und maximale Mittelaufnahme durch die anstehende Neuemission und genaue Spezifizierung der Mittelverwendung
- Einhaltung einer Lock-up Period (keine Neuemissionen zwei Wochen vor und zwei Tage nach regulärer Kapitalmarktberichterstattung (Quartalszahlen, Jahresabschlüsse)

Dieser Arbeitskreis lehnt sich auch an die „Group of 26“ an, eine Vereinigung von 26 großen Investmentgesellschaften, die sich mit ähnlichen Problemen und Zielen beschäftigt. Von der „Group of 26“ wurde eine interessante Studie mit dem Titel „Improving market standards in the Sterling and Euro Fixed Income credit markets“⁴³ im Oktober 2003 veröffentlicht.

Sonstige Hinweise

Großen Unmut brachten einige Interviewpartner über den Verlauf diverser Neuemissionen in jüngerer Vergangenheit zum Ausdruck. So würden sie anfangs mit attraktiven Spreads von den Bankenkonsortien angesprochen und zur Zeichnung animiert. Im weiteren Verlauf werde jedoch häufig das Volumen der Neuemission aufge-

42) Präsentation des BVI mit dem Titel „BVI Corporate Standards Initiative“, Stand 08.11.2004 – Gemeinsam Ziele erreichen. Die Präsentation liegt nur in gedruckter Form vor und kann weder online abgerufen noch in gedruckter Form bestellt werden.
43) 26 Asset Management Gesellschaften (Hrsg.): Improving market standards in the Sterling and Euro Fixed Income Credit markets. Internet <http://www.ukcip.org/pdfs/BOND.PDF> (Stand: 25.07.2005)

stockt und gleichzeitig das Spreadniveau reduziert. Dieses Vorgehen mag zwar erfolgreich sein, wird aber nicht geschätzt und kann aus sagegemäß durchaus Auswirkungen auf die Teilnahme weiterer Emissionen haben.

Ebenfalls empfohlen mehrere Interviewpartner, dass die Unternehmen einen größeren Wert auf die Zusammensetzung der Bankenkonsortien bei der Neuemission legen. Darüber hinaus sollten die beteiligten Banken sich zu einer längeren Pflege der Papiere im Sekundärmarkt verpflichten.

G. Empfehlungen zur Betreuung von Anleiheinvestoren

In diesem abschließenden Kapitel der Diplomarbeit sollen die gewonnenen Erkenntnisse anhand eines fiktiven Beispiels in Handlungsempfehlungen umgewandelt werden.

Ausgangsprämissen:

Das börsennotierte Unternehmen *Omega AG* (nachfolgend *Omega*) hat seine Konzernzentrale in Deutschland und ist im Telekommunikationsbereich tätig. Der Umsatz des Unternehmens beträgt 30 Milliarden Euro pro Jahr. Zur Refinanzierung begibt *Omega* regelmäßig selbst auch über konzerneigene Finanzierungsgesellschaften im Ausland großvolumige Anleihen, die vorrangig an den europäischen Kapitalmärkten platziert werden und auch von Privatinvestoren über die Börse gekauft werden können.

Aufgrund der zunehmenden strategischen Bedeutung der Anleiheinvestoren für die laufende Refinanzierung von *Omega* wird die Entscheidung getroffen, eine Bondholder Relations-Abteilung zu etablieren, um die Betreuung der Anleiheinvestoren optimal zu gestalten. Als Maxime wird dabei vorgegeben, dass die Kommunikation mit den Anleiheinvestoren so gut sein muss, dass sich im Laufe der Zeit ausreichend Vertrauen aufbaut, um auch beim „Durchschreiten“ eines schlechten Kreditzyklus weiter auf die Investitionsbereitschaft der Investoren zählen zu können.

Zur Umsetzung wurde ein Konzept erarbeitet, das sich wie folgt gliedert:

- 1.) Ansiedlung der Bondholder Relations-Abteilung innerhalb der bestehenden Organisation

- 2.) Anforderungen an das Personal der Bondholder Relations-Abteilung
- 3.) Fortlaufende Analyse bestehender und zukünftiger Bondholderstrukturen
- 4.) Ausgestaltung des Informationsmanagements
- 5.) Verschiedene Medien des Informationsmanagements
- 6.) Controlling der Maßnahmen
- 7.) Bonusregelungen des Managements und der Mitarbeiter

Die einzelnen Punkte werden nachfolgend in genannter Reihenfolge vorgestellt.

1.) Ansiedlung der Bondholder Relations-Abteilung in der Unternehmensorganisation

Aufgrund der großen Überschneidungen der Informationsbedürfnisse von Aktionären und Anleiheinvestoren sollte die Bondholder Relations-Abteilung als ein Teilbereich der bereits bestehenden Investor Relations-Abteilung etabliert werden. Auf diese Weise wird auch effektiv sichergestellt, dass sowohl Aktionäre als auch Anleiheinvestoren die gleichen Informationen erhalten. Innerhalb der Investor Relations-Abteilung sollte dieses Konzept zu einer Erweiterung des Wahrnehmungshorizontes aller Mitarbeiter führen, was schließlich den Investoren und im Rückschluss dem Unternehmen zugute kommt.

Innerhalb des *Omega*-Konzerns sollte es nach Möglichkeit nur eine zentrale Abteilung geben, die mit Anleiheinvestoren des Konzerns kommuniziert. Nur so können der Koordinationsaufwand niedrig gehalten und divergierende Informationen „im Markt“ vermieden werden.

Lediglich bei Neuemissionen sollte das Treasury von *Omega* mit in den Kommunikationsprozess eingebunden werden, da es über Zeitpunkt und Ausgestaltung der Emission entscheidet. In der

Praxis haben sich Modelle bewährt, in denen das Treasury bei Neuemissionen aufgrund des Informationsvorsprungs im Vordergrund steht und bei allen Folgeaktivitäten zu Gunsten von Bondholder Relations in den Hintergrund tritt.

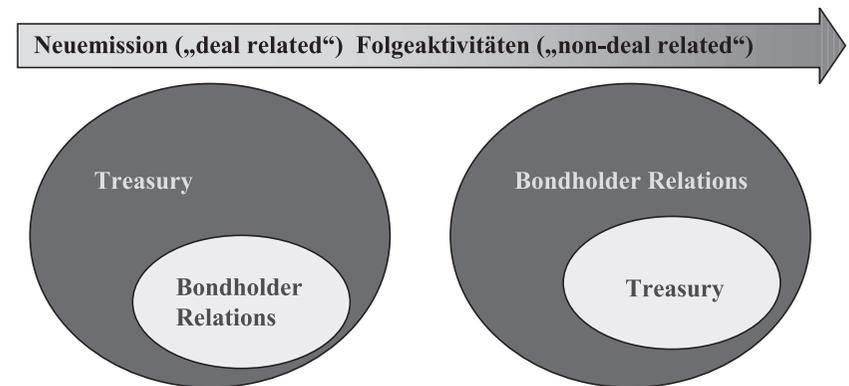


Abbildung 17: Mögliche Aufgabenverteilung zwischen Bondholder Relations und Treasury⁴⁴

2.) Anforderungen an das Personal der Bondholder Relations-Abteilung

Die Mitarbeiter sollten den Anforderungen der Investor Relations-Abteilung von *Omega* gerecht werden, zusätzlich aber noch über erhebliches Wissen im Corporate-Finance-Bereich verfügen. Eigene Erfahrungen mit Corporate Bonds (Analyse, Handel, Investment, Emission etc.) als auch Treasurykenntnisse sind sehr vorteilhaft. Damit soll sichergestellt werden, dass Anleiheinvestor und Mitarbeiter kompetent auf gleicher Ebene kommunizieren können und auch die richtigen Rückschlüsse gezogen werden.

3.) Fortlaufende Analyse bestehender und zukünftiger Bondholderstrukturen

Im ersten Schritt sollte die bereits bei *Omega* vorhandene Datenbank aller Aktionäre anhand laufender Gespräche mit Anleiheinvestoren und unter Mithilfe von Banken und sonstigen Informationsdiensten

44) In Anlehnung an Alphéus, I., Dr. Lowis, S.: FixedIncome – neue Herausforderung (aber auch neue Chance) für den IR-Manager. Internet <http://www.rwe.com/generator.aspx?property=Data/id=208596/050606-download.pdf> (Stand: 25.07.2005)

um die bekannten Anleiheinvestoren erweitert werden. Diese Datenbank ist als lebendes Objekt anzusehen und muss laufend gepflegt werden.

Im nächsten Schritt werden Profile über die institutionellen Anleiheinvestoren angelegt. Besonders wichtig sind dabei die relevanten Ansprechpartner mit Kontaktdetails, die Größe des Investments im Zeitverlauf, Größe der gesamten Assets under Management, Sitz und Sektor des Investoren, Eigentümerstrukturen (Töchter von kreditgebenden Banken), die Verknüpfung zur Aktienseite des Anleiheinvestors, die Anlagevorschriften sowie Protokolle bisheriger Gespräche.

Außerdem werden auf der Datenbank Zeichnungs- und Zuteilungsinformationen von Bondemissionen erfasst, also das Orderbuch nach Abschluss einer Emission.

Anhand dieser Datenbasis kann im Laufe der Zeit beobachtet werden, ob ein Investor zum Beispiel verstärkt an den Bondemissionen teilnimmt oder möglicherweise keine Papiere mehr zeichnet. Daraus ergeben sich Gesprächsansätze zum Hinterfragen der Gründe. Werden noch die ursprünglichen, von Treasury für die Bondemission mandatierten Banken hinzugefügt, könnte beispielsweise auch eine ex-post Betrachtung der Performance der Banken vorgenommen werden – z.B. mit dem Kriterium der Haltedauer des Investoren.

Nach Abschluss des Aufbaus einer solchen Datenbank ist jederzeit eine dynamische Auswertung der Daten möglich, die Entwicklungen auf Makro- als auch Mikroebene offen legen und bei der Ermittlung von Steuerungsansätzen unterstützen. Es erscheint wichtig, den Markt zu verstehen und seine Veränderungen statistisch zu erfassen, um sein zukünftiges Verhalten prognostizieren zu können.

4.) Ausgestaltung des Informationsmanagements

In Anbetracht der massiven Informationsüberflutung der Investoren und andererseits der Kosten für die Bereitstellung von Informa-

tionen scheint eine vom Investoren gesteuerte Informationsversorgung sinnvoll. Konkret sollte *Omega* alle bekannten Anleiheinvestoren befragen, welche Informationen sie wie häufig in welcher Form und Sprache erhalten möchten. Ebenfalls gilt es, das Interesse an direkten Kontaktaufnahmen zu erfragen. Die Befragung sollte über einen Internetlink oder im Rahmen von Gesprächen durchgeführt und alle 12 bis 18 Monate wiederholt werden. Dabei ist jedoch stets zu berücksichtigen, dass zumindest ein gewisses Mindestmaß an Informationsversorgung bestehen bleibt. *Omega* sollte sich nicht selbst die Möglichkeit nehmen, auf sich aufmerksam zu machen.

5.) Verschiedene Medien und Instrumente des Informationsmanagements

Wie bereits zuvor erwähnt, gibt es eine Vielzahl von unterschiedlichen Informationsquellen, über die sich ein Anleiheinvestor relevante Informationen über *Omega* beschaffen kann. Daher erscheint eine Fokussierung auf bestimmte Medien und Instrumente durchaus sinnvoll.

a) Einzelgespräche zwischen Unternehmensvertreter und Anleiheinvestor

Das unmittelbare und direkte Gespräch mit Anleiheinvestoren sollte bei *Omega* den höchsten Stellenwert einnehmen. Die persönliche Atmosphäre eines Einzelgesprächs (auch als „one on one“ bezeichnet) erlaubt es, auch erklärungsbedürftige Sachverhalte, die im Tagesgeschäft untergehen oder nicht in der Allgemeinheit diskutiert werden sollen, umfassend und verbindlich zu vermitteln. Gerade große institutionelle Investoren kaufen meistens nicht aufgrund des ihnen vorliegenden *Omega*-Geschäftsberichts, wohl aber aufgrund eines überzeugenden Gesprächs mit einem Unternehmensvertreter. Die Anleiheinvestoren begrüßen es außerordentlich, wenn es sich bei den Unternehmensvertretern auch um Vorstandsmitglieder handelt. Durch die Teilnahme dieses Personenkreises wird auch sichergestellt, dass ein Gespür für die Interessen der Anleiheinvestoren

und die Sicht des Kapitalmarktes im Management entsteht, da jedes Gespräch auch direktes Feedback für *Omega* selbst bedeutet. Einzelgespräche benötigen viel Zeit – eine Ressource, die insbesondere im Management sehr knapp ist. Entsprechend ist es die Verantwortung, die vorhandenen Zeitressourcen optimal auf die Anleiheinvestoren zu verteilen.

b) Investorenkonferenzen, Tagungen und Gruppenveranstaltungen

Veranstaltungen dieser Art werden meistens von Banken und Brokern organisiert. Dabei trifft eine Vielzahl von institutionellen Investoren und Unternehmen zusammen. Sie eignen sich hervorragend, um die Aufmerksamkeit eines großen (potenziellen) Investorenkreises innerhalb von nur kurzer Zeit auf *Omega* zu lenken. Veranstaltungen dieser Art sollten daher so häufig wie möglich besucht werden, zumal meistens keine Kosten für die Teilnahme entstehen und die Organisation von den Banken bzw. Brokern übernommen wird.

c) Investorentage der *Omega AG*

Der Begriff „Bondholder Relations“ drückt bereits aus, dass es um Beziehungen geht. Der Aufbau von Beziehungen braucht Zeit und sollte nicht immer nur in rein dienstlicher Form erfolgen. Daher sollten die wichtigsten Anleiheinvestoren zumindest einmal jährlich zu einem hauseigenen Investorentag eingeladen werden, dem sich eine Veranstaltung in lockerer Atomsphäre anschließt, z.B. unter Einbindung von neuen *Omega*-Produkten in der Freizeitindustrie und mit anschließendem Abendessen. Ziel ist es, dem Anleiheinvestor die Möglichkeit zu geben, den Namen „*Omega*“ sowohl mit positiven Gefühlen und Gesichtern zu verbinden als auch ein besseres Verständnis für die Produkte zu vermitteln.

Zu a), b) und c) ist noch zu ergänzen, dass diese Veranstaltungen – wann immer möglich und sinnvoll – von der Investor Relations- und der Bondholder Relations-Abteilung der *Omega* zusammen organisiert werden. Entsprechend werden auch grundsätzlich die

Ansprechpartner der Aktien- und der Anleiheinvestoren gemeinsam eingeladen. Dies erfordert zwar eine höhere Koordination bei *Omega* und dem Investor selbst, spart aber Doppelarbeiten und vermeidet Inkonsistenzen in der Kommunikation mit Investoren. Ebenfalls wird mit diesem Ansatz dem möglichen Gefühl einer Ungleichbehandlung zwischen Aktionären und Anleiheinvestoren durch *Omega* aktiv entgegengewirkt.

d) Internetauftritt

Sowohl Investor Relations als auch Bondholder Relations werden auf der Eingangsseite von *Omega* unter „Investor Relations“ zusammengefasst. Anschließend verzweigen sich die beiden Bereiche immer nur dort, wo es wirklich sinnvoll und erforderlich ist (beispielsweise bei den Anleiheemissionsprospekten), da es anderenfalls zu einer weit reichenden Duplizierung der Inhalte kommen würde.

Neben den üblichen Inhalten von Investor Relations, die hier nicht weiter diskutiert werden sollen, sollte die *Omega* spezifisch für die Anleiheinvestoren mindestens folgende Informationen auf der Internetseite veröffentlichen:

- Fälligkeitenprofil aller ausstehenden Finanzverbindlichkeiten
- Übersicht aller ausstehenden Anleihen, ergänzt um die einzelnen Verkaufsprospekte
- Informationen über bestehende Kreditlinien, insbesondere syndizierte Kreditlinien
- Übersicht aller bisher verwendeten „Financial Covenants“ und anderer Vertragsklauseln zur Absicherung der Stellung der Anleihegläubiger
- Ratings von *Omega* sowie die Ratingberichte (sofern die Zustimmung der Ratingagenturen vorliegt) oder Hinweise auf diese
- Spezifisches Fixed-Income-Research von Bankanalysten und Brokern
- Sektion mit „Frequently Asked Questions“ – wichtig dabei ist, dass die Fragen wirklich inhaltlich beantwortet werden und nicht nur (wie leider viel zu oft) aus inhaltsleeren Phrasen bestehen

- Indizes, in denen *Omega*-Anleihen enthalten sind
- Informationen für Privatanleger, an welcher Börse sie *Omega*-Anleihen kaufen und verkaufen können
- Emissionskalender für zukünftige Anleiheemissionen
- Präsentationen ausschließlich an Anleiheinvestoren adressiert
- Ansprechpartner in der Bondholder Relations-Abteilung
- „Mission Statement“
- Übersicht über die Entwicklung der Credit Spreads im Sektor als auch von *Omega* selbst

e) Geschäftsbericht

Der Geschäftsbericht sollte einen Großteil der vorgenannten Informationen ebenfalls enthalten. Der Geschäftsbericht sollte nicht nur als reine Marketingveranstaltung verstanden werden, sondern auch Fakten über die Finanzierungsaktivitäten sowie der weiteren Planungen enthalten. Daher sollte er einen Großteil der unter d) Internet genannten Informationen ebenfalls enthalten. Eine Option wäre ein eigener Abschnitt zum Thema „Bondholder Relations“, möglicherweise eingebettet in den Investor Relations-Abschnitt.

Wichtig ist, dass der Geschäftsbericht eine wirkliche Hilfe für die Anleiheinvestoren im täglichen Geschäft ist und nicht nur „als Staubfänger“ im Schrank steht.

f) *Bloomberg* und *Reuters*

Omega sollte sich auf *Bloomberg* fokussieren, da die meisten relevanten Investoren *Bloomberg* nutzen. Dabei sollte auch aktiv von der Möglichkeit der Online-Roadshows Gebrauch gemacht werden, die mit relativ wenig Aufwand über *Bloomberg* gebucht werden können.

Sehr wichtig ist, dass die auf *Reuters* und *Bloomberg* vorhandenen Daten kontinuierlich proaktiv durch *Omega* selbst auf Aktualität geprüft werden. Nur so kann sichergestellt werden, dass das Risiko einer Investorentscheidung auf Basis falscher Informationen so weit wie möglich reduziert wird.

g) Researchberichte von Banken und Brokern

Noch immer werden die Anleihen von Unternehmen, auch von *Omega*, nur „stiefmütterlich“ von den Analysten und Brokern „gecovert“. Wesentlicher Grund ist, dass die meisten Analysten in den einzelnen Häusern noch immer eine deutlich höhere Anzahl von Unternehmen bearbeiten als auf der Aktienseite. Ebenfalls bestehen meistens kaum Kontakte zwischen *Omega* und den Analysten. Daher wird es eines der wesentlichen Aufgaben der neuen Bondholder Relations-Abteilung von *Omega* werden, den Kontakt zu diesen Analysten aufzubauen, sie mit entsprechenden Informationen zu versorgen und stärker mit dem *Omega*-Geschäftsmodell vertraut zu machen. Ziel dieser Maßnahmen ist es, die Qualität und die Anzahl der Analysen und Kommentare über Anleihen von *Omega* deutlich zu erhöhen.

h) Berichte der Ratingagenturen

Auf die Bedeutung der Ratingberichte wurde bereits umfassend hingewiesen. Eine Empfehlung an die neue Bondholder Relations-Abteilung ist, sich aktiv in den Ratingprozess einzubringen. Üblicherweise wird das Thema „Rating“ vom Treasury betreut.

Durch die aktive Teilnahme am Ratingprozess kann einerseits die Sichtweise von Bondholder Relations eingebracht werden, und andererseits wird es den zukünftigen Kollegen von Bondholder Relations leichter fallen, die Fragen der Investoren und Analysten bezüglich des Ratings kompetent zu beantworten.

Ebenfalls muss immer wieder erneut unterstrichen werden, dass das Rating extrem wichtig ist und massiven Einfluss auf die Refinanzierungskosten von *Omega* hat. Daher sind gute Beziehungen zu den Ratingagenturen von besonderer Bedeutung. Gleichzeitig sollte *Omega* nicht davon zurückschrecken, hart für ein gutes Rating zu streiten.

i) Verkaufsprospekte

Omega ist ein Unternehmen der Telekombranche, welche in den letzten Jahren an den Kreditmärkten diverse Höhen und Tiefen

erlebt hat. Auf die Bedeutung der Emissionsprospekte wurde bereits hingewiesen und soll hier nicht weiter diskutiert werden. Wichtig ist jedoch, dass *Omega* aus der Kritik der Investoren lernt und sich dadurch positiv von anderen Emittenten abgrenzt. Es wird empfohlen, dass *Omega* alle Verkaufsprospekte vereinheitlicht. Ebenfalls werden die für Anleiheinvestoren besonders bedeutsamen Financial Covenants und weitere Regelungen zur Sicherung ihrer Stellung innerhalb der Gruppe der Gläubiger auf wenigen Seiten zusammengefasst. Damit soll den Anleiheinvestoren zeit- und kostenaufwendiges (und teilweise frustrierendes) Suchen erspart bleiben.

6.) Controlling der Maßnahmen

Die Maßnahmen der neuen Bondholder Relations-Abteilung müssen fortlaufend „controllt“ werden, um die Effektivität und Wirtschaftlichkeit zu gewährleisten. Schließlich verursachen alle Aktivitäten Kosten, und der Nachweis einer entsprechenden Wertschöpfung erscheint daher angemessen. Dies hilft auch der neuen Abteilung selbst bei der internen Legitimation.

Problematisch ist die Wahl der Controllinginstrumente. Eine reine Budgetierung ist nicht sachgerecht, da es weder Qualität noch die Quantität der Maßnahmen erfasst.

Als Controllinginstrumente werden eine Mischung aus

- Budgetierung,
- Messung der Anzahl der Investorentreffen,
- Bewertung externer Auftritte, z.B. bei Konferenzen, oder der Internetseite durch Dritte,
- Messung der Schwankung der Credit Spreads im Vergleich zu anderen Unternehmen im gleichen Sektor (beispielsweise durch Vergleich mit Sektorindex),
- Entwicklung der Größe, des Volumens und der Heterogenität des Anleiheinvestoren-Universums,
- Entwicklung der Anleihepositionen der Investoren,
- Ergebnisse einer regelmäßigen Online-Befragung der „Kunden“ von Bondholder Relations empfohlen. Ziel ist eine kontinuier-

liche Verbesserung der Qualität der erbrachten Leistungen und der erzielten Wertschöpfung, und zwar aus der Perspektive „des Marktes“ statt aus rein innerbetrieblicher Sicht.

7.) Bonusregelungen des Managements und der Mitarbeiter

Ein weiterer Punkt ist die Bonusregelung der Mitarbeiter und des Managements. Da sich diese bisher fast ausschließlich am Aktienkurs und am Geschäftsergebnis orientiert hat, bestand nur wenig Anreiz, auch die Interessen der Anleiheinvestoren mit zu berücksichtigen. Es wird daher angeregt, beispielsweise die Veränderung von Kreditratings durch die Ratingagenturen oder die absolute Veränderung sowie die Volatilität der Credit Spreads der ausstehenden *Omega*-Anleihen bei der Ermittlung der Bonuszahlung zumindest teilweise mit zu berücksichtigen und diese Ziele auch zu operationalisieren.

H. Schlusswort

Viele Unternehmen erkennen zunehmend die Bedeutung ihrer Anleiheinvestoren und wollen dieser Erkenntnis auch Rechnung tragen. Vermutlich gibt es hierzu auch keine Alternative – einerseits reduzieren die Banken zunehmend ihre Kreditlinien und üben Druck auf die Kreditmargen aus, andererseits wächst das Finanzierungsvolumen vieler Unternehmen, gerade aus dem Absatzfinanzierungsgeschäft heraus.

Als Königsweg scheint sich der Kapitalmarkt anzubieten, auf dem sich Unternehmen durch Emission von Anleihen zu günstigen Konditionen Kapital beschaffen können. Doch auch hier muss das Vertrauen der Investoren gewonnen – und vor allem erhalten werden. Auch die Hausse der letzten zwei Jahre an den Kreditmärkten sollte über diese Tatsache nicht hinwegtäuschen. Das Vertrauen der Anleiheinvestoren ist für ein Unternehmen mit laufender Refinanzierung an den Kapitalmärkten existenziell wichtig – mit hoher Wahrscheinlichkeit sogar wichtiger als das der Aktionäre!

Diese Diplomarbeit wäre ohne die Hilfe verschiedenster Personen nicht möglich gewesen. Ich bedanke mich insbesondere bei den Interviewpartnern, die diese Diplomarbeit erst möglich gemacht haben. Ebenfalls danke ich Herrn Peters von der *Agentur PwF Investor Relations* in Frankfurt, Herrn Dr. Holst von der *Hamburger Sparkasse* und Herrn Professor Roland von der *Hochschule Harz* für die aktive Unterstützung!

Literaturverzeichnis

- 26 Asset Management Gesellschaften: Improving market standards in the Sterling and Euro Fixed Income Credit markets. Internet <http://www.uksip.org/pdfs/BOND.PDF> (Stand: 25.07.2005)
- 4managers.de: Investor Relations. Internet <http://www.4managers.de/01-Themen/..%5C10-Inhalte%5Casp%5CInvestorRelations.asp?hm=1&cum=1> (Stand: 25.07.2005)
- Alphéus, I., Dr. Lowis, S.: FixedIncome – neue Herausforderung (aber auch neue Chance) für den IR-Manager. Internet <http://www.rwe.com/generator.aspx/property=Data/id=208596/050606-download.pdf> (Stand: 25.07.2005)
- Alphéus, I.: „My name is Bond, Corporate Bond“ oder Fixed Income IR – neue Herausforderungen für den IR-Manager. Internet <http://www.rwe.com/generator.aspx/property=Data/id=103620/presentation-bond-alpheus-040517-pdf.pdf> (Stand: 25.07.2005)
- boerse.ARD.de: Fusions-Fieber in den USA. Internet http://boerse.ard.de/content_rb.jsp?key=dokument_73559&xdate=16.12.2004 (Stand: 16.12.2004)
- Böhm, W.: Investor Relations der Emittenten von Unternehmensanleihen. Sternenfels 2004.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Aktuelle Entwicklungen in der Bankenaufsicht. Bestandteil des Jahresberichtes 1995 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Berlin. Internet <http://www.bafin.de/jahresbericht/ba/jb1995/jbmain02.htm> (Stand: 25.07.2005)
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Erläuterungen zur Bekanntmachung über die Änderung und Ergänzung der Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute. Internet http://www.bafin.de/bekanntmachungen/ba/gsr_ertl.pdf (Stand: 25.07.2005)
- Credit Suisse First Boston Equity Research (Hrsg.): European Wholesale Banks: Bigger bets, riskier revenues ... London / UK 2004.
- McKinsey&Company: Crossborder M&A in European Banking, Präsentation der McKinsey&Company. Frankfurt am Main 2003.
- Damen, A., Jacobi, P., Rossbach, P.: Corporate Banking: Zukunftsorientierte Strategien im Firmenkundengeschäft. Frankfurt am Main 2001.
- Datenbank „Dealogic Bondware Plus“. Internet <http://www.dealogic.com> (Stand: 25.07.2005)
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Neue Eigenkapitalanforderungen an Kreditinstitute (Basel II). Deutsche Bundesbank Monatsbericht September 2004. Frankfurt am Main 2004.
- Deutsche Bundesbank: Basel II – Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung. Internet http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_basel.php (Stand: 25.07.2005)
- Deutsche Bundesbank: Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2003. Bestandteil des Monatsberichts September 2004 der Deutschen Bundesbank. Internet http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200409mba_ertragslage.pdf (Stand: 25.07.2005)
- Deutsche Bundesbank: Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2003. Bestandteil des Monatsberichts September 2004 der Deutschen Bundesbank. Internet http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200409mba_ertragslage.pdf (Stand: 25.07.2005)

Deutsche Bundesbank: Gesetz über das Kreditwesen KWG – Überarbeitete Lesefassung der Sechsten KWG-Novelle.
Internet http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/kwg_0407.pdf (Stand: 25.07.2005)

Deutsche Bundesbank: Grundsatz 1. Internet <http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/grunsatz1.pdf> (Stand: 25.07.2005)

Deutsche Bundesbank: Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen, Monatsbericht April 2004 der Deutschen Bundesbank.
Internet http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200404mba_anleihen.pdf (Stand: 25.07.2005)

Europäische Zentralbank: The Euro Bond Market Study.
Internet <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eurobondmarketstudy2004en.pdf> (Stand: 25.07.2005)

Europäische Zentralbank: THE JOINT ECB-CFS Research Network on Capital Market and Financial Integration in Europe, Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe: Results and Experience After Two Years.
Internet <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/capitalmarketsfinancialintegration20042en.pdf> (Stand: 25.07.2005)

Grunow, H.-W. G., Oehm, G. F.: Credit Relations: Erfolgreiche Kommunikation mit Anleiheinvestoren. Berlin/Heidelberg 2004.

Huber, C.: Shareholder Value versus Bondholder Value im Asset Management. In: Kaiser, H., Vöcking, T. (Hrsg.): Strategische Anlagebetreuung: Assetklassen und Portfoliomanagement. Wiesbaden 2002, S. 385-406.

Kearney, A. T. (Hrsg.): Making Connections: Consolidation for European Financial Services Firms. Chicago/USA 2003.

Kirchhoff, K. R.: Die Grundlagen der Investor Relations. In: Kirchhoff, K., Piwinger, M. (Hrsg.): Praxis der Investor Relations: Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt. Neuwied 2004, S. 32-51.

Krämer, W. (Verf.)/Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH: Hintergrund Februar 2001: Shareholder und Bondholder – Ein grundsätzlicher Antagonismus – Oder: Bondholder aller Länder vereinigt Euch!
Internet http://www.lazardnet.com/lam/de/pdfs/Hintergrund_Bondholder_0201.pdf (Stand: 25.07.2005)

Mazumdar, S. C., Sarin, A., Sengupta, P.: TO TELL OR NOT TO TELL: The Value of Corporate Disclosure. Internet http://business.scu.edu/faculty/research/working_papers/pdf/sarin_aproz.pdf (Stand: 25.07.2005)

Präsentation des BVI: BVI Corporate Standards Initiative – Gemeinsam Ziele erreichen. (Stand: 08.11.2004)

Prudential Equity Group, LLC (Hrsg.): More Bank Consolidation Expected. New York/USA 2004.

Volkswagen AG: Geschäftsberichte von 1999 - 2003. Internet <http://www.volkswagen.de>

Yu, Fan: Accounting Transparency and the Term Structure of Credit Spreads.
Internet <http://web.gsm.uci.edu/~fanyu/papers/trans.pdf>, (Stand: 25.07.2005)

Zum Autor

CLEMENS DENKS ist seit 2005 als Investor Relations Officer bei der Volkswagen AG in Wolfsburg tätig. Nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Commerzbank AG arbeitete er in verschiedenen Treasury-Abteilungen des Volkswagen Konzerns im In- und Ausland, unter anderem auch im Bereich der Kapitalmarktgeschäfte. Er absolvierte eine Weiterbildung zum diplomierten Bankbetriebswirt (Bankakademie e.V.) und ein Studium zum Diplom-Kaufmann (FH) an der Hochschule Harz.





Wer wir sind

Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. ist der deutsche Berufsverband für professionelle Investor Relations. Mit über 200 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 im General Standard. Eine zunehmende Rolle spielen zudem nicht börsennotierte Mitglieder, die den Gang an die Börse noch vor sich haben oder Fremdkapitalinstrumente emittieren.

Im Jahr 1994 gegründet, verfügt der DIRK heute über eine professionelle Organisation mit ständiger Geschäftsstelle und regionalen Treffpunkten. Unseren Mitgliedern bieten wir aktive fachliche Unterstützung und fördern den regelmäßigen Austausch untereinander sowie mit IR-Fachleuten aus aller Welt. Darüber hinaus setzen wir uns für die Aus- und Weiterbildung des IR-Nachwuchses in Deutschland ein.

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 IR-Nachwuchses in Deutschland positioniert
- die wissenschaftliche Begleitung des Berufsfeldes fördert und betreibt

Was wir bieten

Der DIRK bietet seinen Mitgliedern eine Vielzahl an hochkarätigen Veranstaltungen, Diskussionsforen, Publikationen und Weiterbildungsmöglichkeiten.

- Jährliche DIRK-Konferenz mit Top Keynote Sprechern, Panels, Workshops, Fachmesse, IR-Preisverleihung und Gala-Dinner
- Halbjährliche Mitgliederversammlungen
- Regelmäßige regionale Stammtische
- CIRO – Certified Investor Relations Officer: Erster und einziger funktions-spezifischer Studiengang für IR-Mitarbeiter
- Enge Zusammenarbeit und regelmäßiger Austausch mit kapitalmarkt-relevanten Institutionen
- DIRK-Forschungsreihe: Veröffentlichung interessanter Forschungsarbeiten im IR-Bereich
- DIRK-Stimmungsbarometer
- Stellungnahmen und Vertretung der Mitgliederinteressen in diversen Fachgremien
- DIRK-Website www.dirk.org
- 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

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 funktionspezifisches 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 theoretischen 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!



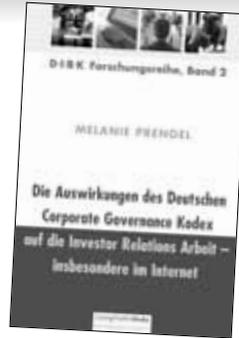
Lucy Brauns Arbeit „Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt“, erster Band der Forschungsreihe des Deutschen Investor Relations Verband (DIRK) e.V., stellt ausführlich dar, welche kommunikativen Möglichkeiten Investor Relations-Verantwortlichen in der Krise zur Verfügung

stehen, und reflektiert das Thema dabei eindrucksvoll anhand der spezifischen Besonderheiten des Neuen Marktes. Am Ende stehen ein komprimierter Überblick über das Spektrum der Anforderungen an effiziente Risiko- und Krisenkommunikation mit Investoren sowie empirisch abgeleitete Hypothesen für erfolgreiche Investor Relations im Krisenfall.

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 Deutschen Investor Relations Verband (DIRK) 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. Die Ausführungen zu organisatorischen und kommunikativen Anforderungen an die Investor Relations-Arbeit, insbesondere auch im Internet, sollen den verantwortlichen Investor Relations-Managern als Impuls und Denkanstoß für die Umsetzung in der Praxis dienen.

Melanie Pregel: Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet, DIRK Forschungsreihe, Band 2, September 2003, 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

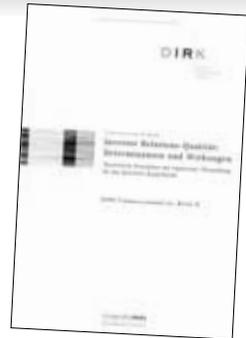
Rechtsanwalt und Autor Jens Wolfram detailliert die Balance zwischen den Interessen der verschiedenen Institutionen, welche vom AnSVG betroffen sind, und gibt aus langjähriger Erfahrung mit der Umsetzung kapitalmarktregulierender Gesetze heraus praxistaugliche Empfehlungen für die tägliche Investor Relations-Arbeit.

Jens Wolfram: WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG), DIRK Forschungsreihe, Band 5, Oktober 2005, broschiert, 39,- Euro

In den letzten Jahren haben die Investor Relations-Aktivitäten börsennotierter Unternehmen erheblich an Bedeutung gewonnen. Gleichzeitig sind die Erwartungen der Aktionäre und potentiellen Investoren an eine zeitnahe und fundierte Information deutlich gestiegen.

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. Die Arbeit zeigt sehr detailliert, auf welche Bestandteile der IR-Arbeit Investoren und Analysten besonderen Wert legen und inwieweit ihr Verhalten durch IR-Arbeit beeinflussbar ist. Das Aufzeigen der Sicht der Kapitalmarktteilnehmer versetzt IR-Verantwortliche in die Lage, ihre IR-Strategie an den Anforderungen des Kapitalmarkts auszurichten, eine fundiertere Ressourcenverteilung vorzunehmen und den Erfolg ihrer IR-Arbeit zu messen.

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



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 Deutscher Investor Relations Verband (DIRK), welchen Einfluss neben den fundamentalen Unternehmensdaten auch qualitative Faktoren, darunter insbesondere die Marke, auf Aktieninvestments haben. Die daraus resultierenden Möglichkeiten und Grenzen für das Aktienmarketing, unterstützt durch Ergebnisse einer empirischen Befragung von IR-Managern und Analysten, sollen Hinweise darauf liefern, ob sich Unternehmen und IR-Abteilungen der neuen Herausforderung des Sharebranding stellen müssen und wie sich Nutzen, Funktionen und Strategien der Markenführung auf das Produkt Aktie übertragen lassen.

Margit Wendling: Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments, DIRK Forschungsreihe, Band 4, Februar 2005, broschiert, 29,- Euro



JA, Bestellcoupon

ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

- | | | |
|--|--|---|
| <input type="checkbox"/> LUCY BRAUN Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt DIRK Forschungsreihe, Band 1, 21,80 Euro | <input type="checkbox"/> MELANIE PRENGEL Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet DIRK Forschungsreihe, Band 2, 29,- Euro | <input type="checkbox"/> SONJA LEISE How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities DIRK Forschungsreihe, Band 3, 29,- Euro |
| <input type="checkbox"/> MARGIT WENDLING Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments DIRK Forschungsreihe, Band 4, 29,- Euro | <input type="checkbox"/> JENS WOLFRAM WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) DIRK Forschungsreihe, Band 5, 39,- Euro | <input type="checkbox"/> CHRISTOPHER RIDDER Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt DIRK Forschungsreihe, Band 6, 59,- Euro |

Name/Vorname

Straße/Hausnummer

Postleitzahl/Ort

Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Media AG
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656
eMail: buecher@goingpublic.de
www.goingpublic.de/buecher

Die DIRK-Forschungsreihe!



Zum Nachbestellen!

Clemens Denks: **Bondholder Relations: Informationsgewinnung und -verarbeitung von Corporate-Bond-Investoren**, DIRK Forschungsreihe, Band 7, Oktober 2006, broschiert, 29,- Euro

JA, Bestellcoupon
ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

FAX-ORDER
08171-419656

www.goingpublic.de/buecher



CLEMENS DENKS

Bondholder Relations: Informationsgewinnung und -verarbeitung von Corporate-Bond-Investoren

DIRK Forschungsreihe, Band 7, 29,- Euro

Name/Vorname

Straße/Hausnummer

Postleitzahl/Ort

Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:

GoingPublic Media AG

Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen

Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656

eMail: buecher@goingpublic.de

www.goingpublic.de/buecher