

# STUDIEN DES DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS

Bernhard Pellens/André Schmidt

## **VERHALTEN UND PRÄFERENZEN DEUTSCHER AKTIONÄRE**

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



Deutsche Post DHL

DIRK

Deutscher  
Investor Relations  
Verband e.V.

Deutsches Aktieninstitut  
● ● ●

## AUTOREN

**Ruhr Universität Bochum, Lehrstuhl für  
Internationale Unternehmensrechnung**  
[www.iur.rub.de](http://www.iur.rub.de)

**Prof. Dr. Bernhard Pellens**  
Inhaber des Lehrstuhls  
Telefon +49 234 32 23832  
[pellens@iur.rub.de](mailto:pellens@iur.rub.de)

**Dr. André Schmidt**  
Wissenschaftlicher Assistent und Habilitand  
Telefon +49 234 32 28300  
[schmidt@iur.rub.de](mailto:schmidt@iur.rub.de)

Unter Mitarbeit von:  
**Fabian Engstermann, M.Sc.**

## REDAKTION

**Deutsches Aktieninstitut e.V.**  
[www.dai.de](http://www.dai.de)

**Dr. Norbert Kuhn**  
Leiter Unternehmensfinanzierung  
Telefon +49 69 92915-20  
[kuhn@dai.de](mailto:kuhn@dai.de)

**Dr. Franz-Josef Leven**  
Direktor  
Telefon +49 69 92915-24  
[leven@dai.de](mailto:leven@dai.de)

Herausgeber:

Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niederuau 13-19  
60325 Frankfurt am Main  
[www.dai.de](http://www.dai.de)

1. Auflage, Februar 2014  
Alle Rechte vorbehalten  
ISBN 978-3-934579-73-6

Für eine elektronische Fassung zum Download siehe [www.dai.de/aktionaersumfrage](http://www.dai.de/aktionaersumfrage)

## **VERHALTEN UND PRÄFERENZEN DEUTSCHER AKTIONÄRE**

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

## INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort Deutsche Post DHL . . . . .	9
Vorwort Deutsches Aktieninstitut e.V. . . . .	11
<b>1. Einleitung und Ergebnisüberblick . . . . .</b>	<b>13</b>
<b>2. Literaturüberblick . . . . .</b>	<b>20</b>
<b>3. Forschungsfragen . . . . .</b>	<b>25</b>
<b>4. Kurzübersicht über Befragungsmethodik und Rücklaufcharakteristika . . . . .</b>	<b>26</b>
<b>5. Befragungsergebnisse . . . . .</b>	<b>30</b>
<b>5.1 Angewandte Aktionärstypologie . . . . .</b>	<b>30</b>
<b>5.2 Informationsverhalten . . . . .</b>	<b>32</b>
5.2.1 Orientierungspunkte der Anlageentscheidung. . . . .	32
5.2.2 Bedeutung verschiedener Informationsquellen für die Anlageentscheidung . . . . .	33
5.2.3 Nutzungsintensität der einzelnen Bestandteile des Geschäftsberichts . . . . .	38
5.2.4 Bedeutung der Änderungen von Gewinn, Dividende und Cashflow. . . . .	42
<b>5.3 Ausschüttung . . . . .</b>	<b>44</b>
<b>5.4 Stimmrecht . . . . .</b>	<b>50</b>
<b>5.5 Stabilitätstests . . . . .</b>	<b>56</b>
<b>6. Vergleichsstudie: Institutionelle Investoren . . . . .</b>	<b>57</b>
<b>6.1 Kurzübersicht über Befragungsmethodik und Rücklaufcharakteristika . . . . .</b>	<b>57</b>
<b>6.2 Informationsverhalten . . . . .</b>	<b>59</b>
<b>6.3 Ausschüttung . . . . .</b>	<b>68</b>
<b>6.4 Stimmrecht . . . . .</b>	<b>71</b>
<b>6.5 Bedeutung von Privatanlegern für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts . . . . .</b>	<b>74</b>
<b>6.6 Vergleich private versus institutionelle Investoren . . . . .</b>	<b>77</b>

.....

<b>7. Schlussfolgerungen für Unternehmenspraxis, Politik und Wissenschaft</b> . . .	78
<b>8. Literatur</b> . . . . .	83
<b>9. Anhang</b> . . . . .	86
<b>9.1 Anschreiben</b> . . . . .	86
<b>9.2 Fragebogen für Privatanleger</b> . . . . .	87
<b>9.3 Fragebogen für institutionelle Investoren</b> . . . . .	89
<b>9.4 Details zur Befragungsmethodik</b> . . . . .	91
9.4.1 Bestimmung der Befragungsgesamtheit. . . . .	91
9.4.2 Konzeption des Fragebogens . . . . .	92
9.4.3 Durchführung der Befragung. . . . .	93
9.4.4 Rücklaufcharakteristika und Repräsentativität . . . . .	94
9.4.5 Vergleichsstudie Institutionelle Investoren . . . . .	96
9.4.6 Informationen zum Tabellenwerk . . . . .	97

## ABBILDUNGEN

<b>Abb. 1:</b>	Börsensituation zum Zeitpunkt der Befragungen . . . . .	13
<b>Abb. 2:</b>	Entwicklung der Zahl der direkten Aktionäre in Deutschland . . . . .	14
<b>Abb. 3:</b>	Erfahrung mit der Aktienanlage . . . . .	28
<b>Abb. 4:</b>	Diversifikation der Aktiendepots . . . . .	28
<b>Abb. 5:</b>	Anteil des in Aktien investierten Vermögens . . . . .	29
<b>Abb. 6:</b>	Anlageziele . . . . .	29
<b>Abb. 7:</b>	Orientierung an fundamentalen bzw. technischen Daten . . . . .	32
<b>Abb. 8:</b>	Bedeutung verschiedener Informationsquellen für private Aktionäre . . . . .	33
<b>Abb. 9:</b>	Aktualität verschiedener Informationsquellen für private Aktionäre . . . . .	35
<b>Abb. 10:</b>	Verständlichkeit verschiedener Informationsquellen für private Aktionäre . . . . .	35
<b>Abb. 11:</b>	Vertrauenswürdigkeit verschiedener Informationsquellen für private Aktionäre. . . . .	36
<b>Abb. 12:</b>	Nutzungsintensität verschiedener Bestandteile des Geschäftsberichtes durch private Anleger . . . . .	39
<b>Abb. 13:</b>	Bedeutung von Gewinn-, Cashflow- und Dividendenänderungen für Privatanleger . . . . .	42
<b>Abb. 14:</b>	Bedeutung von Dividende und Kurssteigerungen . . . . .	45
<b>Abb. 15:</b>	Steuerliche Überlegungen zur Dividende . . . . .	47
<b>Abb. 16:</b>	Bedeutung von Dividende und Aktienrückkauf . . . . .	48
<b>Abb. 17:</b>	Einstellungen privater Aktionäre zur Dividendenregelung . . . . .	49
<b>Abb. 18:</b>	Inanspruchnahme des Stimmrechts durch private Aktionäre . . . . .	50
<b>Abb. 19:</b>	Bereitschaft zum Kauf stimmrechtsloser Aktien . . . . .	52
<b>Abb. 20:</b>	Kursabschlag für Stimmrechtslosigkeit . . . . .	53
<b>Abb. 21:</b>	Mehrheitsaktionär und Wert des Stimmrechtes . . . . .	54
<b>Abb. 22:</b>	Bereicherungsangst privater Anleger . . . . .	55
<b>Abb. 23:</b>	Orientierungsgrößen institutioneller Anleger für die Anlageentscheidung . . . . .	60
<b>Abb. 24:</b>	Bedeutung verschiedener Informationsquellen für institutionelle Anleger . . . . .	62

.....

**Abb. 25:** Aktualität verschiedener Informationsquellen für institutionelle Anleger . . . 63

**Abb. 26:** Verständlichkeit verschiedener Informationsquellen  
für institutionelle Anleger . . . . . 63

**Abb. 27:** Vertrauenswürdigkeit verschiedener Informationsquellen  
für institutionelle Anleger . . . . . 64

**Abb. 28:** Nutzungsintensität verschiedener Bestandteile des Geschäftsberichtes  
durch institutionelle Anleger . . . . . 65

**Abb. 29:** Bedeutung von Gewinn-, Cashflow- und Dividendenänderungen  
für institutionelle Anleger . . . . . 66

**Abb. 30:** Beurteilung der Aktienkursvolatilität durch institutionelle Anleger . . . . . 68

**Abb. 31:** Bedeutung von Dividende und Kurssteigerungen aus Sicht  
institutioneller Anleger . . . . . 69

**Abb. 32:** Steuerliche Überlegungen hinsichtlich des Dividendenwunsches  
institutioneller Anleger . . . . . 70

**Abb. 33:** Einstellungen institutioneller Aktionäre zur Dividendenregelung . . . . . 70

**Abb. 34:** Einstellungen institutioneller Aktionäre zur Ausschüttung  
durch Aktienrückkäufe im Verhältnis zu Dividendenzahlungen . . . . . 71

**Abb. 35:** Ausübung des Stimmrechts durch institutionelle Aktionäre . . . . . 72

**Abb. 36:** Bereitschaft institutioneller Aktionäre zum Erwerb stimmrechtsloser Aktien. . . 72

**Abb. 37:** Preisabschlag für stimmrechtslose Aktien . . . . . 73

**Abb. 38:** Wirkung von Mehrheitsaktionären. . . . . 73

**Abb. 39:** Bereicherungsangst institutioneller Anleger . . . . . 74

**Abb. 40:** Einfluss von Privatanlegern aus Sicht institutioneller Anleger. . . . . 75

**Abb. 41:** Einfluss elektronischer Handelsplattformen . . . . . 76



## VORWORT DEUTSCHE POST DHL

Nach den in 2005 und 2009 publizierten Ergebnissen hat die Deutsche Post DHL jetzt gerne zum dritten Mal die Befragung ihrer Aktionäre zu den Themen Informationsverhalten, Dividendenpräferenz und Stimmrechte unterstützt.

Interessant sind dabei nicht nur die gewonnenen aktuellen Ergebnisse, sondern auch die Präferenzverschiebungen im Zeitablauf. So spielt die Dividende bei dem zu erwartenden Total Shareholder Return eine deutlich größere Rolle als noch in 2009. Es gehört nicht viel Phantasie dazu, dies auf das niedrige Zinsniveau und die höhere Volatilität an den Kapitalmärkten durch die Staatsschuldenkrise zurückzuführen.

Warum führt die Deutsche Post DHL diese Aktionärsbefragungen in Zusammenarbeit mit der Ruhr-Universität Bochum durch? Wir haben den Eindruck, dass die börsennotierten Gesellschaften viel über die Interessen ihrer institutionellen Investoren wissen, dies aber nicht unbedingt in gleichem Maße auf die Privatanleger zutrifft.

Ein Schwerpunkt unserer IR-Arbeit liegt in der Kommunikation mit den Retail-Investoren, schließlich sind sie derzeit mit gut € 3,3 Mrd in die Deutsche Post DHL investiert. Gerne unterstützen wir daher Wissenschaft und Politik mit dieser Aktionärsbefragung, um mehr über die Belange aller Investorengruppen zu erfahren.

Eins ist aus unserer Sicht unstrittig: Die Aktie ist und bleibt ein unverzichtbarer Vermögensbaustein und die Unternehmen müssen sich umfassend über die Interessen aller Anlegergruppen informieren. Dazu möchte die Deutsche Post DHL ihren Beitrag leisten.

Ich wünsche Ihnen viel Spaß bei dieser interessanten Lektüre,

**Larry Rosen**

Finanzvorstand  
Deutsche Post DHL



## VORWORT DEUTSCHES AKTIENINSTITUT E.V.

Nach den herben Rückschlägen in Folge der geplatzten New-Economy-Blase und der Finanzmarktkrise blicken wir auf ein äußerst erfolgreiches Börsenjahr 2013 zurück. Erstmals konnte der Deutsche Aktienindex DAX die Marke von 9.000 Punkten überschreiten und damit ein Allzeithoch erklimmen. Nachrufe auf die Aktienanlage, wie sie jahrelang lautstark zu vernehmen waren, sind verstummt.

Die Gründe für den Börsenboom sind vielfältig. Aktien sind im aktuell anhaltenden Niedrigzinsumfeld eine der wenigen Anlagemöglichkeiten, die eine positive Realrendite erwirtschaften. Darüber hinaus beträgt – auch in Phasen höherer Zinsen – der langfristige Renditeabstand der Aktienanlage gegenüber festverzinslichen Wertpapieren rund zwei Prozentpunkte. Aktien sollten daher fester Bestandteil des Vermögensaufbaus und der privaten Altersvorsorge sein.

Bedauerlicherweise fand die jüngste Aktienrallye nun ohne die meisten Privatanleger statt. 2013 zählen wir in Deutschland bislang rund 5 Mio. Aktionäre, das sind 7,5 Prozent der gesamten Bevölkerung. Obwohl die Zahlen in der letzten Zeit wieder ansteigen, sind dies im internationalen Vergleich immer noch zu wenig: In den USA hält jeder zweite Bürger Aktien, in Großbritannien oder Schweden jeder Fünfte.

Die Gründe für die geringen Aktionärsquoten in Deutschland reichen von den steuerlichen Rahmenbedingungen über eine immer noch stark ausgeprägte Risikoaversion bis hin zum System der staatlichen Altersvorsorge, das den Kapitalmarkt nicht nutzt. Ein wichtiger Grund ist aber auch, dass der Großteil der deutschen Privatanleger den Umgang mit der Aktie nicht gelernt hat. Allzu oft verhindert eine zu enge Fokussierung auf die Risiken den Blick auf die mit dieser Anlageform verbundenen Chancen. Für den richtigen Umgang mit den Risiken und die Nutzung der Chancen ist ein ökonomisches Grundlagen- oder Erfahrungswissen wesentlich. Das ist notwendig, damit die Entscheidung über ein Aktieninvestment auf eine fundierte Informationsbasis gestellt werden kann.

Wie und worüber informieren sich deutsche Privataktionäre? Darüber und über ihre Einstellung zu Dividenden und Stimmrechten klärt die vorliegende Studie auf. Sie erscheint nun in der dritten Auflage. Durch den Abgleich mit den Ergebnissen aus den Vorgängerstudien zeigt sie den Wandel des Informationsverhaltens über einen Zeitraum von fast zehn Jahren auf. Aufschlussreich ist dabei auch, wie das Informationsverhalten privater Anleger von dem institutioneller Anleger abweicht.

Damit liefert die Studie wichtige Erkenntnisse, wie Privatanleger richtig angesprochen und von den Vorteilen der Aktie überzeugt werden können. Dies ist nicht nur für die Investor-Relations-Politik börsennotierter Unternehmen wichtig, sondern auch für Banken und Vermögensberater sowie die Medien. Damit leistet die Studie einen wichtigen Beitrag zur Zielsetzung des Deutschen Aktieninstituts, die Aktienkultur in Deutschland zu stärken. Dafür möchten wir den Autoren der Studie ebenso wie der Deutschen Post DHL danken, die diese Untersuchung nun bereits zum dritten Mal ermöglicht.

### **Dr. Christine Bortenlänger**

Geschäftsführendes Vorstandsmitglied  
Deutsches Aktieninstitut e.V.



# 1. Einleitung und Ergebnisüberblick

Im Zeitraum Februar/März 2013 wurde bereits zum dritten Mal vom Lehrstuhl für Internationale Unternehmensrechnung der Ruhr-Universität Bochum mit Unterstützung der Deutsche Post DHL eine Befragung zu den Präferenzen und dem Verhalten von privaten und institutionellen Investoren in Deutschland durchgeführt. Dazu wurden knapp 425.000 Privatanleger der Deutsche Post DHL und rund 900 institutionelle Investoren hinsichtlich ihres Informationsverhaltens, ihrer Dividendenpräferenz sowie der Bedeutung des Stimmrechts befragt. Die Untersuchung ist inhaltlich und konzeptionell an die bereits im Winter 2003/2004 und im Winter 2007/2008 durchgeführten und als Studien des Deutschen Aktieninstituts Nr. 29 bzw. 42 veröffentlichten Umfragen angelehnt.<sup>1</sup> Da diesen beiden früheren Aktionärsstudien keine Untersuchungen vergleichbarer Größenordnung zu den genannten Themenkomplexen gegenüberstanden, stießen die Ergebnisse in der Öffentlichkeit auf großes Interesse.

**Abb. 1: Börsensituation zum Zeitpunkt der Befragungen**

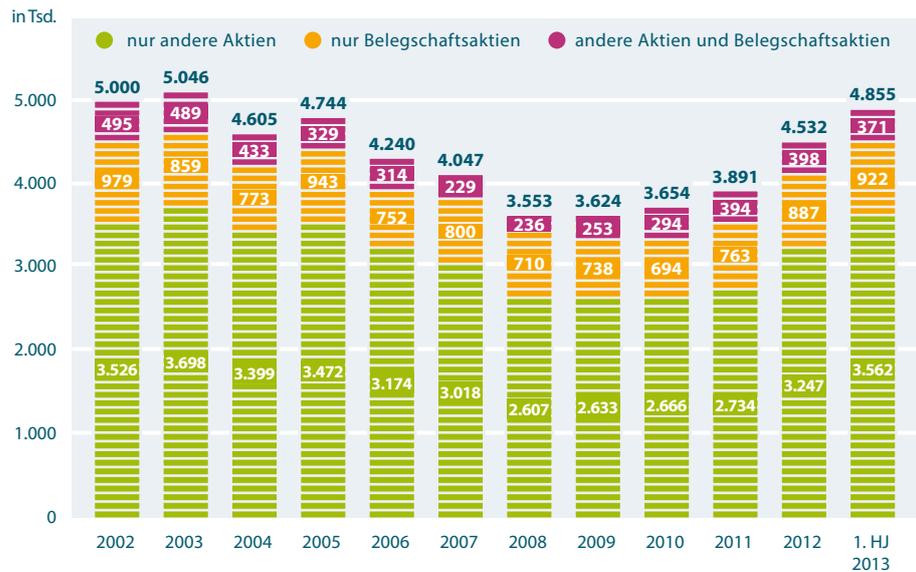


Seit der Durchführung der letzten Studie im Winter 2007/2008 hat sich sowohl im wirtschaftlichen als auch regulatorischen Umfeld einiges verändert. Mit Blick auf die wirtschaftlichen Entwicklungen sind insbesondere die Konsequenzen der Finanz- und Wirtschaftskrise sowie der europäischen Staats- und Schuldenkrise zu nennen. So führte die Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2008 und 2009 zu deutlichen Kurseinbrüchen an den Börsen (vgl. Abb. 1), bevor sich die Aktienmärkte ab 2009 wieder erholten und bis 2011 Kurs auf Höchstmarken nahmen. Mit den Auswirkungen der – nach wie vor nicht überwundenen – europäischen Staats- und Schuldenkrise ging 2011 der nächste Kurseinbruch an den Börsen einher, bevor sich diese erneut erholten und der DAX im Jahr 2013 sogar seinen historischen Höchststand von über

<sup>1</sup> Vgl. Ernst/Gassen/Pellens (2005) und Ernst/Gassen/Pellens (2009). Da die letzten Fragebögen der beiden Studien erst Anfang 2004 bzw. 2008 eingegangen sind, werden die Jahre 2004 bzw. 2008 im Folgenden als Befragungszeitpunkt für die Vorgängeruntersuchungen verwendet.

9.400 Punkten erreichte. Damit fällt die aktuelle Untersuchung – wie auch die in 2007/2008 durchgeführte – in einen Zeitraum, in dem die zuvor krisengebeutelten Börsen erneut Höchstmarken erreichten. Darüber hinaus ist festzustellen, dass die Anzahl der Privataktionäre seit der letzten Befragung stetig zugenommen hat und im ersten Halbjahr 2013 mit 4,86 Mio. Direktaktionären den zwischenzeitlichen Höchststand erreicht hat (vgl. Abb. 2), ohne hierdurch jedoch das Niveau zum Zeitpunkt der erstmaligen Durchführung der Befragungsstudie zu erreichen.

**Abb. 2: Entwicklung der Zahl der direkten Aktionäre in Deutschland<sup>2</sup>**



Begleitet wurden diese Entwicklungen auf der regulatorischen Seite unter anderem durch das Inkrafttreten des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG) im Mai 2009. Hier wurden u.a. weitergehende Überwachungspflichten des Aufsichtsrates reguliert. Darüber hinaus trat am 1. September 2009 das Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) in Kraft, mit dem aus Aktionärsicht eine Verbesserung der Präsenz in der Hauptversammlung sowie eine Stärkung der Aktionärsrechte (z.B. Deregulierung des Depotstimmrechts, Bevollmächtigung, Briefwahl, Online-(Teilnahme an der) Hauptversammlung) angestrebt wurden. Und auch aktuell wurde in den Koalitionsverhandlungen zwischen der CDU/CSU und SPD intensiv über eine stärkere Kompetenzverlagerung auf die HV bezüglich der Vorstandsvergütung diskutiert. So soll die Hauptversammlung künftig jährlich zwingend über die Angemessenheit des Vergütungssystems einschließlich der Höhe des maximalen Vergütungsbetrags abstimmen.

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen stellt sich die Frage, inwieweit sich die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen und die verschiedenen regulatorischen Änderungen auf das Informationsverhalten und die Präferenzen von Aktionären ausgewirkt haben. Diese Frage wurde zum Anlass genommen, die knapp fünf Jahre zurückliegende und bereits zweifach durchgeführte Aktionärsbefragung der Deutsche Post DHL im Februar/März 2013 erneut zu wiederholen.<sup>3</sup> Um insbesondere Aussagen zu den Verhaltens- und Präferenzänderungen der Anleger im Zeitablauf treffen zu können, werden die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung mit denjenigen der vorhergehenden Studien verglichen.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Vgl. Deutsches Aktieninstitut (2013), S.5.

<sup>3</sup> Wir danken der Deutsche Post DHL für die Möglichkeit, die Befragung erneut durchzuführen. Herrn Dr. Tjark Schütte danken wir für die inhaltliche und organisatorische Unterstützung.

<sup>4</sup> Analog zu Fußnote 1 wird im weiteren Verlauf das Jahr 2013 genannt, wenn auf die aktuellen Ergebnisse Bezug genommen wird.

Eine auf die speziellen Informationsanforderungen der Investoren gerichtete Finanzberichterstattung wurde bereits mit der europaweiten Etablierung der seit 2005 im Konzernabschluss kapitalmarktorientierter Unternehmen anzuwendenden International Financial Reporting Standards (IFRS) vollzogen. Hierbei ist festzustellen, dass eine „stable platform“ bis heute in weiter Ferne zu liegen scheint. Dies betrifft insbesondere die zunehmenden Angabepflichten im Anhang des IFRS-Konzernabschlusses. Darüber hinaus hat die sogenannte Nachhaltigkeitsberichterstattung (CSR-Reporting) infolge der zunehmenden Sensibilisierung der Öffentlichkeit für die ökologische und soziale Verantwortung von Unternehmen in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung hinzugewonnen. Und auch die rasante Zunahme der sogenannten Social Media wie Facebook und Twitter wirken sich grundlegend auf das allgemeine Informationsverhalten aus. Schließlich ist zu berücksichtigen, dass zum 01.01.2009 im Rahmen der Unternehmenssteuerreform die pauschale Abgeltungssteuer auf Kapitaleinkünfte in Kraft getreten ist. Hierdurch wurde das bis dahin geltende Halbeinkünfteverfahren abgeschafft und eine vollumfängliche Besteuerung von Veräußerungsgewinnen auf Aktien eingeführt. Angesichts dieser Entwicklungen im regulatorischen, wirtschaftlichen und sozioökonomischen Umfeld innerhalb der letzten fünf Jahre könnte davon auszugehen sein, dass sich auch das Informations- und Stimmrechtsverhalten sowie die Dividendenpräferenzen der Anleger im Zeitverlauf verändert haben. Auf Basis der vorliegenden Studie lassen sich diesbezüglich die folgenden zentralen Ergebnisse festhalten:

Wie bereits in den Jahren 2004 und 2008 sind die Wirtschaftspresse bzw. das Fernsehen aus Sicht der Privatanleger mit Abstand sowohl der bedeutendste als auch der aktuellste, verständlichste und vertrauenswürdigste Informationskanal, wenn es darum geht, Aktienkauf- oder Aktienverkaufsentscheidungen zu treffen. Hieran ändert auch die Tatsache nichts, dass der Geschäftsbericht – ebenso wie der Zwischenbericht – im Vergleich zur 2008er Befragung deutlich an Bedeutung hinzugewonnen hat, wobei dieser vor dem Zwischenbericht an zweiter Stelle liegt. Analog zum Bedeutungsanstieg werden sowohl der Geschäftsbericht als auch der Zwischenbericht im Vergleich zu 2008 als aktueller, verständlicher und insbesondere vertrauenswürdiger eingestuft. Während dem Zwischenbericht hierbei – im Unterschied zu 2008 – eine im Vergleich zum Geschäftsbericht höhere Aktualität zugesprochen wird, rangiert letzterer hinsichtlich Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit vor dem Zwischenbericht.

Dass insbesondere die Vertrauenswürdigkeit von Geschäfts- und Zwischenbericht deutlich zugenommen hat, könnte darauf zurückzuführen sein, dass die großen, gehäuft vor 2004 aufgetretenen Bilanzskandale zunehmend aus dem Bewusstsein der Kapitalmarktteilnehmer verschwinden. Darüber hinaus könnten die im Zuge der Bilanzskandale und zuletzt auch im Rahmen des BilMoG vom Gesetzgeber durchgeführten Maßnahmen zur Stärkung des Anlegervertrauens in die Berichterstattung Wirkung gezeigt haben. Zu nennen wären in diesem Zusammenhang beispielsweise die Einrichtung der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) als „Bilanzpolizei“, die Einführung eines Bilanzzeichens, die Stärkung der Unabhängigkeit und Kontrolle von Wirtschaftsprüfern, die Verpflichtung des Aufsichtsrats zur Überwachung des Rechnungslegungsprozesses, des internen Kontrollsystems, des Risikomanagementsystems sowie des internen Revisionssystems und die Verantwortung des Vorstands für die Einrichtung, die angemessene Ausgestaltung und den Nachweis der Wirksamkeit des internen Kontroll- und Risikomanagementsystems.

Im Unterschied zu diesen Entwicklungen hat die Beratung durch Finanzinstitute bzw. Broker im Vergleich zu 2008 ganz erheblich an Bedeutung verloren. Parallel hierzu ist auch der Anteil derjenigen Anleger, welche die Aktualität, die Verständlichkeit sowie die Vertrauenswürdigkeit der Beratung durch Finanzinstitute bzw. Broker als sehr hoch oder hoch einstufen,

drastisch gesunken. Dieser Tatbestand kann mutmaßlich auf das im Zuge der Finanzkrise ans Tageslicht gebrachte Verhalten der Bankmitarbeiter zurückgeführt werden. So hat speziell die Finanzkrise dazu geführt, dass das Ansehen vieler Banken und sonstiger Finanzinstitutionen bzw. -intermediäre in der Öffentlichkeit stark gelitten hat. Diese Einschätzung deckt sich im Übrigen mit den Erkenntnissen, die sich hinsichtlich der Frage zu den Benachteiligungsängsten von Privataktionären durch verschiedene Stakeholder-Gruppen ergeben. So ist im Vergleich zu 2008 speziell derjenige Anteil der Privataktionäre erheblich angestiegen, der die Wahrscheinlichkeit einer Bereicherung von Banken auf Kosten der Anleger als (sehr) hoch einstuft.

Schließlich ist anzumerken, dass Social Media wie Facebook, Twitter und Blogs hinsichtlich ihrer Bedeutung, Aktualität, Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit mit deutlichem Abstand (noch) auf dem letzten Platz rangieren. Bemerkenswert ist hierbei allerdings, dass dieses Ergebnis nicht auf die im Rahmen des Rücklaufs deutlich unterrepräsentierte Anlegergruppe der unerfahrenen und damit tendenziell jüngeren Privataktionäre zu übertragen ist. So schätzt ein Viertel dieser Gruppe die Bedeutung von Social Media für das Treffen von Anlageentscheidungen als hoch oder sogar sehr hoch ein. Diese Beobachtung überrascht insofern nicht, da dieser Informationskanal speziell bei jüngeren Menschen bereits heute eine sehr wichtige Rolle im Alltag einnimmt.

Hinsichtlich der Nutzungsintensität der einzelnen Bestandteile des Geschäftsberichts entsprechen die vorliegenden Erkenntnisse weitgehend denjenigen der Vorgängerstudien. So werden die klassischen Rechenwerke Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) und Bilanz von den Privataktionären am intensivsten genutzt. Angesichts der Tatsache, dass die IFRS-Rechnungslegung innerhalb der letzten Jahre an Komplexität gewonnen hat, stimmt positiv, dass im Zeitvergleich über alle Anlegergruppen hinweg ein Bedeutungszuwachs der klassischen Rechenwerke zu verzeichnen ist. Umgekehrt erscheint allerdings ernüchternd, dass einerseits die international sehr beachtete Kapitalflussrechnung (Cashflow-Rechnung) trotz eines Bedeutungszuwachses nach wie vor deutlich hinter der Eigenkapitalentwicklungsrechnung und auch dem Brief an die Aktionäre liegt. Andererseits stimmt – trotz einer eindeutigen Bedeutungszunahme – die nach wie vor verhältnismäßig geringe Nutzung des Anhangs kritisch, ohne den die Zahlen der Kernrechenwerke teilweise nur schwer zu interpretieren sein dürften. Diese geringe Nutzungsintensität bestimmter Geschäftsberichts-inhalte ist möglicherweise leider immer noch auch auf mangelnde Bilanzkenntnisse bei den Privatanlegern zurückzuführen.

Weitergehend ist festzustellen, dass Privatanleger positive Erfolgstrends wie bereits 2004 und 2008 stärker gewichten als negative. Allerdings ist die Schere der unterschiedlichen Gewichtung von guten und schlechten Nachrichten im Vergleich zur 2008er Befragung wieder weiter auseinandergegangen. Darüber hinaus ist zu beobachten, dass die Relevanz von Dividendenänderungen für Anlageentscheidungen im Vergleich zur 2008er Befragung zugenommen hat, während die Bedeutung von Gewinn- und Cashflowänderungen gesunken ist. Ein möglicher Erklärungsansatz für diesen Befund könnte darin liegen, dass das Vertrauen in die Aussagekraft von Gewinnen durch das im Zuge der Finanzkrise insbesondere in der Wirtschaftspresse viel kritisierte Fair Value Accounting gelitten hat. Da die Presse für die Privatanleger den wichtigsten Informationskanal darstellt, könnte sich die kritische Berichterstattung ebenfalls negativ auf die Wahrnehmung der IFRS-Rechnungslegung bzw. speziell auf den Aussagegehalt des IFRS-Gewinns ausgewirkt haben. Der absolute und relative Bedeutungszuwachs von Dividenden lässt sich demgegenüber dadurch erklären, dass Dividenden oftmals am vom Management längerfristig erwarteten Gewinntrend ausgerichtet werden und damit als objektiver, zahlungsstrombasierter Performanceindikator interpretiert werden können.

Der Bedeutungszuwachs von Dividendenänderungen deckt sich auch mit der Entwicklung der Dividendenpräferenz von Privatanlegern. So haben sich seit 2008 – auch wenn die absolute Mehrheit der Befragten nach wie vor ein tendenziell ausgewogenes Verhältnis von Dividenden und Kurssteigerungen bevorzugt – deutliche Verschiebungen in Richtung hoher Dividenden und geringer Kurssteigerungen ergeben. Ursächlich hierfür könnte einerseits die krisengetriebene Zeit der letzten Jahre sein, die weltweit zu einem sehr volatilen Kapitalmarktumfeld geführt hat. In einem solchen Umfeld könnte gerade eine nachhaltige Dividendenpolitik potenzielle Kursverluste ausgleichen und eine dauerhafte Rendite des einzelnen Investors sicherstellen. Darüber hinaus könnte das aktuelle Niedrigzinsumfeld dazu geführt haben, dass „Dividendentitel“ von den Aktienanlegern besonders präferiert werden.

Zusätzlich ist zu beachten, dass ein Jahr nach der letzten Befragung im Zuge der Unternehmenssteuerreform 2008 das derzeit rechtskräftige pauschale Abgeltungsteuersystem für Kapitaleinkünfte in Kraft getreten ist. Dieses hat durch die unbeschränkte Besteuerung von Kursgewinnen zu einer steuerlichen Gleichbehandlung von Kursgewinnen und Dividenden geführt, so dass die gestiegene Dividendenpräferenz unter anderem auch auf diese Änderung zurückzuführen sein könnte. Gleichzeitig erklärt die Einführung der pauschalen Abgeltungsbesteuerung, dass der Einfluss steuerlicher Überlegungen auf den Dividendenwunsch seit 2008 deutlich gesunken ist. Abschließend ist zu beobachten, dass Privatanleger Ausschüttungen in Form von Dividenden gegenüber Aktienrückkäufen bevorzugen.

Die geltende Regulierung eines gewinnabhängigen Dividendenvorschlags durch die Unternehmensleitung (Vorstand und Aufsichtsrat) stößt nach wie vor auf breite Zustimmung der Privatanleger. Im Unterschied zu 2008 ist allerdings festzustellen, dass sich leichte Verschiebungen bezüglich der beiden Alternativen eines freien Dividendenvorschlags durch Vorstand und Aufsichtsrat sowie einer ergebnisunabhängigen Mindestdividende ergeben haben. So ist der Anteil derjenigen Privatanleger, die eine ergebnisunabhängige Mindestdividende fordern, im Vergleich zu 2008 leicht gestiegen, während der korrespondierende Anteil hinsichtlich der freien Festsetzung des Dividendenvorschlags vergleichsweise stärker zugelegt hat. Insofern wird von den Aktionären bisher keine Kompetenzverlagerung zu ihren Gunsten hinsichtlich der Entscheidung über die Gewinnverwendung gewünscht.

Die Bedeutung des Stimmrechts für die Privatanleger hat in den vergangenen fünf Jahren merklich abgenommen. So ist insbesondere der Anteil derjenigen, die ihr Stimmrecht in Zukunft weder selber nutzen noch auf einen Bevollmächtigten übertragen möchten, gegenüber 2008 um acht Prozentpunkte auf nunmehr 36 % gestiegen. Diese Feststellung deckt sich mit den nach wie vor zu beobachtenden geringen Hauptversammlungspräsenzen deutscher börsennotierter Unternehmen in den vergangenen Jahren und wirft vielfältige Fragen hinsichtlich der verschiedenen Gesetzesinitiativen zur Kompetenzsteigerung der Hauptversammlung auf.

Nach wie vor erklären sich – bei einer leichten Zunahme gegenüber 2008 – rund 60 % der Privatinvestoren bereit, stimmrechtlose Aktien zu erwerben. Der geforderte Aufschlag auf den Kurs, für den die Anleger bereit wären, auf ihr Stimmrecht zu verzichten, liegt nach wie vor bei rund 20 %.

Hinsichtlich des Einflusses eines Mehrheitsaktionärs auf den Wert des Stimmrechts sowie den Wert der Aktie insgesamt decken sich die vorliegenden Ergebnisse mit denjenigen der 2008er Befragung. Einerseits geben 85 % der Befragten an, dass sich die Existenz eines Mehrheitsaktionärs deutlich negativ auf den Wert des Stimmrechts auswirkt. Andererseits fällt der korrespondierende Anteil hinsichtlich des Wertes der Aktie insgesamt mit 48 % (2008: 46 %) deutlich niedriger aus. Nach wie vor wenig rational erscheint darüber hinaus,

dass ein Großteil der Investoren sein Stimmrecht nicht nutzt, obwohl diese offensichtlich große Befürchtungen hegen, dass sich insbesondere Mehrheitsaktionäre und Banken auf ihre Kosten bereichern. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass die Privatanleger in 2008 noch die größten Ängste vor einer Bereicherung von Großaktionären und der Unternehmensleitung auf ihre Kosten hatten.

Parallel zu der Privataktionärsbefragung wurde erneut eine zweite Studie mit institutionellen Investoren durchgeführt, um Unterschiede im Informations- und Entscheidungsverhalten zwischen diesen beiden Anlegergruppen untersuchen zu können. Die entsprechenden Ergebnisse bestätigen weitgehend die bereits 2004 und 2008 festgestellten Unterschiede.

So spielt für institutionelle Anleger der direkte Informationsaustausch mit dem Management vor dem Quartalsbericht, dem direkten Investor-Relations-Kontakt und dem Geschäftsbericht, der nur auf dem vierten Platz rangiert, mit Abstand die größte Rolle. Die Bedeutung des Quartals- und Geschäftsberichts hat gegenüber 2008 deutlich abgenommen, liegt aber immer noch klar über dem Niveau der 2004er Untersuchung.

Innerhalb des Geschäftsberichts nutzen institutionelle Anleger erstmals die im angloamerikanischen Raum traditionell stark beachtete Kapitalflussrechnung am intensivsten, dicht gefolgt von der Gewinn- und Verlustrechnung. Im Unterschied zur 2008er Untersuchung hat die Bilanz klar an Bedeutung eingebüßt und liegt hierdurch nunmehr hinter dem Anhang, dessen Nutzungsintensität dem Niveau von 2008 entspricht. Insgesamt werden der Geschäftsbericht sowie dessen Bestandteile immer noch deutlich intensiver von den institutionellen Anlegern genutzt als von den Privataktionären.

Die bedeutendsten Orientierungsgrößen für Anlageentscheidungen sind aus Sicht institutioneller Anleger nach wie vor die Managementqualität sowie die Ertragslage, dicht gefolgt von der allgemeinen strategischen Ausrichtung des jeweiligen Unternehmens. Besonders auffällig ist der im Vergleich zu 2008 massive Bedeutungszuwachs der Dividendenpolitik (+38 Prozentpunkte), der sich mit den vergleichbaren Antworten der Privataktionäre deckt. Parallelen zu letzteren ergeben sich zunächst bei der Frage, welche Relevanz institutionelle Anleger der Veränderung von Gewinn, Dividende und Cashflow um plus/minus 10% bezüglich Anlageentscheidungen beimessen. Hier hat die Relevanz der Dividende seit 2008 deutlich zugenommen, während Gewinnänderungen drastisch an Bedeutung verloren haben. Diese Beobachtung deutet darauf hin, dass auch die institutionellen Anleger für mit der IFRS-Rechnungslegung in Verbindung gebrachte volatilere Gewinnentwicklungen sensibilisiert sind und diese nicht zwingend mit einer nachhaltigen Cashflow-Entwicklung gleichsetzen. Entsprechend könnte der stärkere Fokus auf die Dividendenpolitik und Dividendenänderungen auf die Signalling-Wirkung von Dividenden, die in diesem Kontext als Indikator für einen nachhaltigen Gewinntrend zu interpretieren sind, zurückzuführen sein. Institutionelle Investoren gewichten anhand von Gewinn- und Cashflowänderungen gemessene gute und schlechte Erfolgstrends wie bereits 2008 tendenziell gleich. Dies gilt jedoch nicht für Dividenden, bei denen Kürzungen in Übereinstimmung mit der Signalling-Hypothese eine höhere Bedeutung beigemessen wird als Erhöhungen.

Diese Einschätzungen spiegeln sich darüber hinaus in der Dividendenpräferenz der institutionellen Investoren wider. So hat sich der Fokus der Institutionellen hinsichtlich des idealen Verhältnisses von Dividenden und Kurssteigerungen seit 2008 – wenn auch nicht so stark wie bei den Privatanlegern – deutlich zugunsten von Dividenden verschoben. Infolge dessen präferiert die Mehrheit der institutionellen Anleger nunmehr die Kombination von mittlerer Dividende und mittleren Kurssteigerungen. Steuerliche Überlegungen haben bei einem Großteil der Institutionellen keinen Einfluss auf deren Dividenden-

präferenz. Weiterhin findet sich im Kreis der institutionellen Anleger verglichen mit den Privatinvestoren ein deutlich höherer Anteil, der dafür plädiert, dass Vorstand und Aufsichtsrat den Dividendenvorschlag autonom festsetzen können sollten. Dass dieser Anteil auch im Vergleich zu 2008 erheblich größer ausfällt, ist der Tatsache geschuldet, dass sich der vorliegende Datensatz zu 46% aus angloamerikanischen Anlegern zusammensetzt, die sich allesamt für dieses im US-amerikanischen Raum etablierte System der Dividendenfestsetzung aussprechen. So wird seitens der nicht-angloamerikanischen Investoren das in Deutschland bestehende System der Ausschüttungsbemessung präferiert.

Hinsichtlich der Frage, ob die institutionellen Anleger die ihnen zustehenden Stimmrechte unabhängig von den Empfehlungen/dem Verhalten von Proxy-Voting-Dienstleistern ausüben, ist festzustellen, dass alle Institutionellen selbständig darüber entscheiden, wie sie bei Hauptversammlungsbeschlüssen abstimmen. Ein Drittel der Antwortenden gibt in diesem Zusammenhang aber an, dass Empfehlungen von Proxy-Beratungsdienstleistern zumindest zur Kenntnis genommen werden. Weiterhin zeigt sich, dass etwas weniger als die Hälfte der Institutionellen bereit wäre, in stimmrechtslose Aktien zu investieren. Von den angloamerikanischen Investoren gibt lediglich rund ein Viertel an, dass sie stimmrechtslose Aktien erwerben würden.

Die Benachteiligungsängste auf Seiten der institutionellen Anleger sind im Vergleich zu den Privatinvestoren und auch im Vergleich zur 2008er Befragung mit Blick auf alle vier differenzierten Stakeholdergruppen signifikant geringer. Gleichwohl wird speziell der Einfluss eines Mehrheitsaktionärs sowohl hinsichtlich des Wertes des Stimmrechts als auch hinsichtlich des Wertes der Aktie nach wie vor kritisch gesehen. Dies gilt wiederum in besonderem Maße für die angloamerikanischen Investoren.

Abschließend sollten die institutionellen Investoren sowohl die Bedeutung von Privatinvestoren als auch die Relevanz von elektronischen Handelsplattformen oder sogenannten Dark Pools für die Informationseffizienz sowie das Handelsvolumen von Eigenkapitalmärkten einschätzen. Nach Ansicht der überwiegenden Mehrheit der institutionellen Anleger sind Privatinvestoren diesbezüglich von eher untergeordneter Bedeutung und spielen für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte keine Rolle. Hinsichtlich der korrespondierenden Beurteilung von elektronischen Handelsplattformen bzw. Dark Pools fällt das Urteil demgegenüber nicht derart drastisch aus. Mehr als die Hälfte der institutionellen Anleger geht davon aus, dass elektronische Handelsplattformen/Dark Pools zumindest etwas Einfluss auf die Informationseffizienz von Eigenkapitalmärkten ausüben. Mit Blick auf das Handelsvolumen wird demgegenüber von einem signifikant größeren Einfluss ausgegangen. Dabei gehen knapp 20% der Befragten sogar von einem großen Einfluss aus.

Die nachfolgende Studie gliedert sich wie folgt: Nach einem kurzen Literaturüberblick (zweiter Abschnitt), der Formulierung der Forschungsfragen (dritter Abschnitt) und einem kurzen Methodenabriss (vierter Abschnitt) finden sich im fünften Abschnitt die zentralen Ergebnisse der Privatanlegerbefragung, während der sechste Abschnitt den Aufbau und die Ergebnisse der Befragung der institutionellen Anleger enthält. Im abschließenden siebten Abschnitt werden vielfältige, aus der Untersuchung resultierende Handlungsempfehlungen für die Unternehmenspraxis, für den Gesetzgeber und die wissenschaftliche Forschung dargestellt.

## 2. Literaturüberblick

Die Anzahl verhaltenswissenschaftlicher Befragungsstudien zu den Bedürfnissen von Privatanlegern ist seit den 1990er Jahren sowohl für Deutschland als auch für das englischsprachige Ausland überschaubar. Meist werden die Informationsinteressen und die Informationsbeschaffung von Privatanlegern abgefragt.<sup>5</sup> Ohne Anspruch auf Vollständigkeit werden im Folgenden die Inhalte der in Tab. 1 identifizierten Studien kurz zusammengefasst.

**Tab. 1: Befragungsstudien zum Informationsverhalten von Privatanlegern**

Quelle	Methodik	Land	Untersuchungsgesamtheit	Rücklauf
Epstein / Pava (1993)	Fragebogen	USA	2.359 US-amerikanische Investoren mit mindestens 100 Aktien	246 (10,4%)
Anderson / Epstein (1996)	Fragebogen	Australien	2.359 zufällig aus Aktionärsregistern ausgewählte australische Investoren	436 (18,5%)
Anderson / Epstein (1996)	Fragebogen	Neuseeland	1.000 zufällig aus Aktionärsregistern ausgewählte neuseeländische Investoren	251 (25,1%)
Bartlett / Chandler (1997)	Fragebogen	UK	300 zufällig ausgewählte britische Aktionäre eines mittelgroßen pharmazeutischen Unternehmens	76 (25,3%)
Hank (1999)	Fragebogen	Deutschland	300 Besucher des Aktionstags Börse Dezember 1997	116 (38,7%)
Hank (1999)	Telefon	Deutschland	10 Interviewpartner	NA
Hodge (2003)	Fragebogen	USA	13.250 Mitglieder der „National Association of Investors Corporation“ (Privatanlegervereinigung)	414 (3,1%)
Hodge / Pronk (2006)	Online-Befragung	Niederlande	Aufrufe des Online-Quartalsberichts des Philips-Konzerns (im Durchschnitt 5.440)	NA

<sup>5</sup> Vgl. für eine ausführliche Darstellung der Untersuchungen Bonse (2004), S. 84-170, insb. S. 88-94, der auch auf die hier nicht gewürdigten Studien eingeht, die sich lediglich mit institutionellen Investoren befassen. Zu früheren Studien vgl. auch Epstein/Pava (1993), S. 27-44, sowie Bartlett/Chandler (1997), S. 248-249.

Quelle	Methodik	Land	Untersuchungsgesamtheit	Rücklauf
Maditinos / Šević / Theriou (2007)	Fragebogen / Interviews	Griechenland	520 Privatanleger (insgesamt 1.014 Anleger verschiedener Anlegergruppen)	224 (43,1 %)
Maditinos / Šević / Theriou / Tsinani (2007)	Fragebogen	Griechenland	750 Privatanleger	248 (33,1 %)
Elliott / Hodge / Jackson (2008)	Fragebogen	USA	13.250 Mitglieder der „National Association of Investors Corporation“ (Privatanlegervereinigung)	414 (3,1 %)
Cohen / Holder-Webb / Nath / Wood (2011)	Online-Befragung	USA	750 zufällig ausgewählte US-Bürger über 18 Jahren, die innerhalb des letzten Jahres Aktien gekauft haben und an der Informationsbeschaffung als Grundlage ihrer Investmententscheidung beteiligt gewesen sind	750
Bhattacharya / Hackethal / Kaesler / Loos / Meyer (2012)	Anschreiben per Mail und ggf. telefonischer Kontakt	Deutschland	8.195 zufällig ausgewählte Kunden aus einem Bestand von mehreren hunderttausend Kunden einer großen deutschen Maklerfirma (Anlageberatung)	385 (4,7 %)
Zerfaß / Köhler / Kiss / Adler / Haker / Müller / Ratter / Raulf (2012)	Online-Befragung	Deutschland	Ohne Einschränkung im November und Dezember 2011 online verfügbare Befragung	530

Es existieren zwei Befragungsstudien zu den Informationsbedürfnissen deutscher Privatanleger. Dies ist zum einen die Studie von Hank, die auf einem Sample von 300 Besuchern eines Münchener Aktionärstages basiert. Es ist somit davon auszugehen, dass diese Untersuchungsgesamtheit nur eingeschränkt repräsentativ für die Grundgesamtheit der deutschen Aktionäre sein kann, da aus der Bereitschaft, einen Aktionärstag aufzusuchen, wohl eher auf ein überdurchschnittliches Interesse an der Aktienanlage geschlossen werden kann.<sup>6</sup> Hank kommt hier u.a. zu dem Ergebnis, dass Presseberichte und – mit geringem Abstand – Geschäftsberichte als zentrale Informationsinstrumente verwendet werden. 56 % seiner Befragten geben an, bereits einmal an einer Hauptversammlung teilgenommen zu haben. Hinsichtlich der genutzten Bestandteile des Geschäftsberichts wird die GuV am wichtigsten eingestuft, gefolgt von Lagebericht, Bilanz, Anhang, Bericht des Vorstands und „sonstige Artikel“.

<sup>6</sup> Diese Möglichkeit wird auch vom Verfasser der Studie eingeräumt, vgl. Hank (1999), S. 147.

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

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

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

In einer weiteren Studie befragt Hodge US-amerikanische Privataktionäre (Mitglieder der „National Association of Investors Corporation“), wie oft ihrer Meinung nach Manager von kapitalmarktorientierten Unternehmen Gewinne manipulieren. Darüber hinaus sollen die Teilnehmer die Unabhängigkeit von Wirtschaftsprüfern sowie die Relevanz und Verlässlichkeit von testierten Finanzberichten einschätzen. Das Antwortverhalten der Privatanleger ergibt, dass diese im Durchschnitt bei 50% der veröffentlichten Gewinngrößen von einer Manipulation durch das Management ausgehen. Hinsichtlich der Unabhängigkeit der Wirtschaftsprüfer gehen 34% davon aus, dass diese im Zeitablauf gesunken ist, während nur 11% eine Steigerung der Unabhängigkeit von Wirtschaftsprüfern in den letzten fünf Jahren vor der Untersuchung sehen. Ebenso ist die Zahl derjenigen, die glauben, dass die Verlässlichkeit von Finanzberichten in den letzten fünf Jahren abgenommen hat, größer als die Zahl derer, die von einem zwischenzeitlichen Anstieg ausgehen. Lediglich hinsichtlich der Relevanz von Finanzberichten verhält es sich spiegelverkehrt. Diesen scheinbaren Widerspruch, wonach die Verlässlichkeit von

Finanzberichten als geringer und gleichzeitig die Relevanz als höher erachtet wird, erklärt Hodge damit, dass Anleger Finanzberichte angesichts ihrer gesunkenen Verlässlichkeit intensiver bzw. kritischer lesen, um die Gültigkeit der berichteten Informationen nachzuprüfen. Dies könnte nach Ansicht des Autors letztlich zu einem Anstieg der wahrgenommenen Relevanz führen.

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

Anknüpfend an die Beobachtung, dass Privataktionäre dazu tendieren, eher auf gefilterte (MD&A) als ungefilterte (Finanzbericht i.e.S.) Berichtsinformationen zuzugreifen, untersuchen Elliott/Hodge/Jackson, inwiefern die Art der verwendeten Informationen Auswirkungen auf den Anlageerfolg hat. Die Autoren kommen zum Ergebnis, dass unerfahrene Privatanleger am Aktienmarkt erfolgreicher agieren, wenn sie verstärkt gefilterte Informationen in ihre Anlageentscheidungen einbeziehen. Dieser Zusammenhang hängt jedoch von der Erfahrung der Anleger ab. Je erfahrener ein Aktionär ist, desto schwächer wird dieser Zusammenhang, bis er sich schließlich ins Gegenteil umkehrt. Demnach sind erfahrene Anleger erfolgreicher, wenn sie auf ungefilterte Informationen zurückgreifen. Elliott/Hodge/Jackson führen dies darauf zurück, dass Anleger die ungefilterten Informationen aus Bilanz, GuV etc. mit zunehmender Erfahrung besser verstehen und nutzen können. Vor diesem Hintergrund halten die Autoren fest, dass komplexe bzw. umfangreiche Informationen unerfahrene Anleger eher überfordern als unterstützen. Dementsprechend profitiert diese Gruppe von Intermediären, welche im Vorfeld die Unternehmensdaten für sie aussieben bzw. verdichten.

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

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

Maditinos/Šević/Theriou/Tsinani nutzen in ihrer Studie eine modifizierte Version des Fragebogens von Dong/Robinson/Veld, um die Dividendenpräferenz von griechischen Privatanlegern zu untersuchen. Vor dem Hintergrund, dass Ausschüttungsentscheidungen u.a. durch steuerliche Überlegungen beeinflusst werden, stellt der griechische Kapitalmarkt einen interessanten Untersuchungsrahmen dar: In Griechenland unterliegen sowohl Dividendeneinkünfte als auch Kurssteigerungen keiner Besteuerung. Somit sind Maditinos/Šević/Theriou/Tsinani in der Lage, die Dividendenpräferenz losgelöst von steuerlichen Erwägungen zu untersuchen. Dazu wurden 750 Fragebögen an private Anleger verschickt, von denen schließlich 248 in die Untersuchung einbezogen werden (Rücklauf von 33,1%). Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die befragten Privataktionäre auch unter Ausschluss steuerlicher Aspekte eine starke Präferenz für Dividenden haben. Als Begründung wird angeführt, dass griechische Anleger Aktien nicht primär zur Wertsteigerung, sondern zur Finanzierung ihrer Konsumausgaben aus den laufenden Dividendenzahlungen halten.

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

Die Studie von Cohen/Holder-Webb/Nath/Wood untersucht mit Unterstützung eines Marktforschungsinstituts die Nutzung nicht-finanzieller Informationen der Kategorien Economic Performance, Governance und Corporate Social Responsibility von 750 US-amerikanischen Privataktionären. Zu der Frage, welche nicht-finanziellen Informationen den stärksten Einfluss auf die Investitionsentscheidung nehmen, ist im Ergebnis festzuhalten, dass nicht-finanziellen Indikatoren der Kategorie Economic Performance die größte Relevanz beigemessen wird. Im Detail erachteten die Befragten hierbei Ausführungen zu Marktanteilen, Produktinnovationen sowie Kundenzufriedenheit als besonders wichtig. Daneben untersucht die Studie, über welche Informationsquelle den Befragten nicht-finanzielle Informationen zur Verfügung gestellt werden sollten. Den Präferenzen der Befragungsteilnehmer folgend sollten Angaben zur Economic Performance entweder durch qualifizierte Dritte (NGO, Rating-Agenturen, etc.) oder über geprüfte Dokumente bereitgestellt werden.

Ebenso präferieren 43,4% der Befragten die Bereitstellung von Informationen zur Governance des Unternehmens über geprüfte Dokumente. Demgegenüber werden die Erläuterungen zur Corporate Social Responsibility in erster Linie von Dritten erwartet. Die Bereitstellung von Informationen aus den drei im Rahmen der Befragungsstudie differenzierten Bereichen über die Homepage bzw. Internetseiten des Unternehmens schätzt ein Großteil der Befragten als zu selbstgefällig ein.

Abschließend ist die Studie von Bhattacharya/Hackethal/Kaesler/Loos/Meyer von Interesse. Die Autoren untersuchen mit Unterstützung einer großen deutschen Maklerfirma, wie Privatinvestoren reagieren, wenn ihnen aktiv die Möglichkeit angeboten wird, eine kostenfreie, objektive bzw. unverzerrte Anlageberatung zu erhalten. Befragt wurde eine Zufallsauswahl von 8.195 aktiven Kunden aus dem mehrere hunderttausend Personen umfassenden Gesamtkundenbestand des Unternehmens. Den ausgewählten Personen wurde das Angebot zunächst per E-Mail unterbreitet. Sofern hierauf keine Reaktion erfolgte, wurden diese zusätzlich telefonisch kontaktiert. Hierbei wurde betont, dass die Anlageempfehlungen systemgeneriert werden und die Anlageberatung unabhängig von Emittenten von Finanzprodukten erfolgt. Darüber hinaus wurde betont, dass im Falle der Inanspruchnahme dieses kostenfreien Beratungsangebots auch keine Provisionszahlungen für Handelsaktivitäten anfallen, die auf den generierten Empfehlungen basieren. Insgesamt nahmen 385 und damit 4,7% der insgesamt 8.195 kontaktierten Personen das Beratungsangebot an.

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

### 3. Forschungsfragen

Wie bereits in den Vorgängerstudien sollen mit der vorliegenden Befragungsstudie die Informationsbedürfnisse und Verhaltensweisen von Privataktionären untersucht werden. Der Literaturüberblick hat bereits verdeutlicht, dass nach wie vor nur wenige Erkenntnisse zu diesen Themenfeldern vorliegen. Insgesamt stehen erneut folgende drei Forschungsfragen im Mittelpunkt:

- Welche Informationskanäle nutzen deutsche Privatanleger, wie bewerten sie diese, welche Teile des Geschäftsberichts werden verwendet und wie reagieren die deutschen Privatanleger auf Unternehmensnachrichten?

- Wie ist es um die Dividendenpräferenz deutscher Anleger bestellt, spielen steuerliche Motive hierbei eine Rolle und wie wird die aktuelle Regulierung der Gewinnausschüttung beurteilt? Werden Aktienrückkaufprogramme den Dividendenzahlungen vorgezogen?
- Wird das Stimmrecht in Anspruch genommen und wird es als werthaltig angesehen? Wie wird die Rolle von Mehrheitsaktionären bewertet?

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

- Sind die im Rahmen der Vorgängeruntersuchung gewonnenen Ergebnisse im Zeitablauf stabil?
- Wirkt sich ggf. auch eine Veränderung des Börsenumfeldes, wie sie zwischen den Jahren 2008 und 2013 stattgefunden hat, auf die Informationsbedürfnisse bzw. das Verhalten sowie die Dividendenpräferenz von Anlegern aus?

Im Folgenden wird zunächst ein kurzer Überblick über die Studienmethodik gegeben, bevor im vierten Abschnitt die Befragungsergebnisse präsentiert werden.

## 4. Kurzüberblick über Befragungsmethodik und Rücklaufcharakteristika

Die Privatanleger der Deutsche Post DHL wurden im Februar 2013 mittels eines zweiseitigen Fragebogens (vgl. Kapitel 9. Anhang, Abschnitt 2) postalisch befragt. Bereits bei der ersten Befragung wurde bei der konzeptionellen Ausgestaltung des Fragebogens besonderes Augenmerk auf möglichst allgemeinverständliche, eindeutige Formulierungen gelegt. Darüber hinaus wurde dieser sowohl von wissenschaftlicher Seite als auch von Testbefragten ausführlich geprüft. Analog zu den Vorgängerstudien wurden die Befragungsteilnehmer in einem begleitenden Anschreiben (vgl. Kapitel 9. Anhang, Abschnitt 1) darauf hingewiesen, dass die Befragung anonym erfolgt.<sup>7</sup>

Infolge von Änderungen in der Aktionärsstruktur der Deutsche Post DHL ist die Anzahl der befragten Aktionäre gegenüber der 2008er Befragung von 465.321 (2004: ca. 800.000) auf nunmehr 424.699 und damit um knapp 9 Prozent gesunken. Von den angeschriebenen Personen antworteten 46.243 (2004: 88.655; 2008: 44.321), so dass die Rücklaufquote mit gerundet 10,9% auf einem Niveau wie bereits bei der 2004er Befragung (11%) und um knapp 1,4 Prozentpunkte über derjenigen der 2008er Befragung (9,5%) liegt. Da sämtliche fehler- bzw. lückenhaften Fragebögen nicht in die Auswertung einbezogen wurden, umfasst die Untersuchungsgesamtheit, die im Folgenden auch als Rücklauf bezeichnet wird, insgesamt 38.127 Fragebögen (2008: 36.499).

<sup>7</sup> Vgl. für eine detailliertere Schilderung der Befragungsmethodik Kapitel 9. Anhang, Abschnitt 4.

Vergleiche mit den demographischen Erkenntnissen zum Aktienbesitz in Deutschland, die regelmäßig und im vorliegenden Fall 2012 von NFO Infratest im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts ermittelt werden, ergeben, dass Männer, gut ausgebildete Personen, ältere Personen und Personen mit gehobener Wohnsituation im Rücklauf teilweise stark überrepräsentiert sind. Diese Rücklaufverzerrung wurde wie bereits bei den beiden Vorgängeruntersuchungen aus den Jahren 2004 und 2008 mittels eines geeigneten Gewichtungsverfahrens eliminiert. Im Unterschied zur 2008er Befragung, bei der für die Gewichtung auf die NFO Infratest-Daten des Jahres 2003 zurückgegriffen wurde, ist im Rahmen der vorliegenden Untersuchung eine Anpassung auf die zum Zeitpunkt der Datenauswertung verfügbaren 2012er Ergebnisse der NFO Infratest-Studie vorgenommen worden. Diese Anpassung führt dazu, dass die demographischen Merkmale des gewichteten Rücklaufs (vgl. Tab. A.5.21-24)<sup>8</sup> im Wesentlichen denjenigen der NFO Infratest-Studie 2012 entsprechen und die Ergebnisse des Rücklaufs damit als repräsentativ für die Grundgesamtheit der deutschen Aktionäre angesehen werden können.

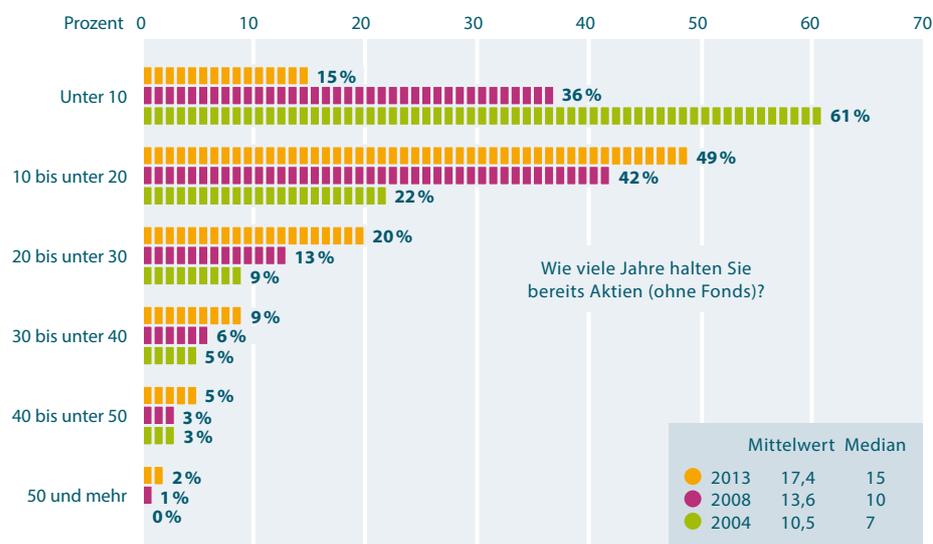
Zusätzlich zu den rein demographischen Angaben wurden die Aktionäre hinsichtlich ihrer Anlageerfahrung, der Größe ihres persönlichen Portfolios, ihrer Anlagestrategie und erstmals auch ihrer Risikobereitschaft befragt. Die Messung der Risikobereitschaft erfolgt angesichts der Restriktionen hinsichtlich des Fragebogenumfanges über eine einfache Wahl-dilemma-Frage:<sup>9</sup> Die Befragungsteilnehmer wurden danach gefragt, ob sie den Erwerb eines festverzinslichen Wertpapiers mit sicheren Zinsen von 5.000 Euro p.a. oder den Erwerb eines variabel verzinslichen Wertpapiers, bei dem die Verzinsung zustandsabhängig vom Marktzinsniveau abhängt (mit jeweils 33%iger Wahrscheinlichkeit 1.000 Euro p.a., 5.500 Euro p.a. oder 10.000 Euro p.a.), vorziehen würden. Alternativ konnten die Befragten auch Indifferenz zwischen den beiden Alternativen angeben. Die Antworten dienen als Indikator für die Risikobereitschaft der Befragten, wobei die stärkste Risikoaversion durch die Wahl des festverzinslichen Wertpapiers und die höchste Risikobereitschaft durch die Wahl des variabel verzinslichen Wertpapiers indiziert wird. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die Frage nach der Anlagestrategie konzeptionell von derjenigen aus den Vorgängerstudien abweicht. Es wird nicht mehr nach dem Ziel gefragt, das die Anlagestrategie des Befragten „am besten“ beschreibt. Stattdessen haben die Befragten die Bedeutung von vier unterschiedlichen Anlagezielen („Langfristige Vermögensbildung“, „Kurzfristige Gewinne“, „Schutz vor inflationsbedingten Vermögensverlusten“ und „Regelmäßiges Einkommen aus Dividenden/Verkauf“) auf einer fünfstufigen Likertskala (1 = sehr hohe; 5 = sehr geringe) einzeln zu beurteilen.

Mit Blick auf die Aktienanlageerfahrung zeigen die Ergebnisse (vgl. Abb. 3; Tab. A.5.14), dass sich im Zeitablauf eine deutliche Verschiebung hin zu erfahreneren Anlegern ergeben hat. Während das arithmetische Mittel (Median) der Jahre, seit denen Privatanleger Aktien halten, 2004 noch bei 10,5 (7) Jahren lag, liegt dieses (dieser) für die aktuelle Befragung bei 17,4 (15) Jahren. Im Vergleich zur 2008er Studie fällt die Anlageerfahrung im Mittel (Median) um 3,8 (5) Jahre höher aus. Ursächlich hierfür ist die deutliche Verschiebung bei denjenigen, die seit weniger als zehn Jahren Aktien halten. Während in 2004 noch 61 % der Befragten dieser Gruppe zuzuordnen waren (2008: 36 %), beträgt der prozentuale Anteil nunmehr nur noch 15 %. Die Abnahme von 21 Prozentpunkten von 2008 auf 2013 verteilt sich hierbei auf alle der verbleibenden Kategorien. Insofern deuten die Ergebnisse darauf hin, dass der oben beschriebene Rückgang der Aktionärsanzahl im Wesentlichen auf die Gruppe der unerfahreneren Anleger entfallen ist.

<sup>8</sup> Sämtliche Tabellen, auf die hier und im Folgenden unter der Referenz A.5 sowie A.6 verwiesen wird, sind im Internet abrufbar unter: [www.dai.de/aktionaersumfrage](http://www.dai.de/aktionaersumfrage)

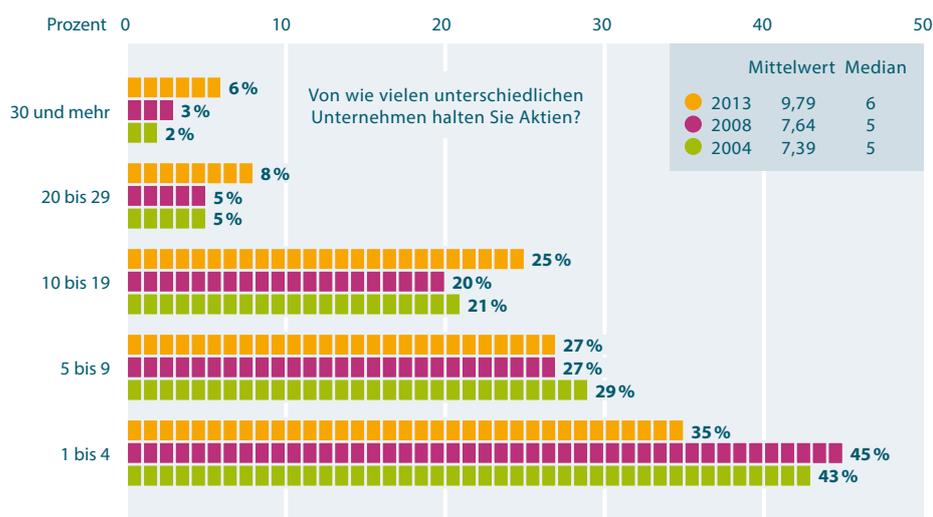
<sup>9</sup> Vgl. grundlegend Kogan/Wallach (1964) sowie Wärneryd (1996).

**Abb. 3 : Erfahrung mit der Aktienanlage**



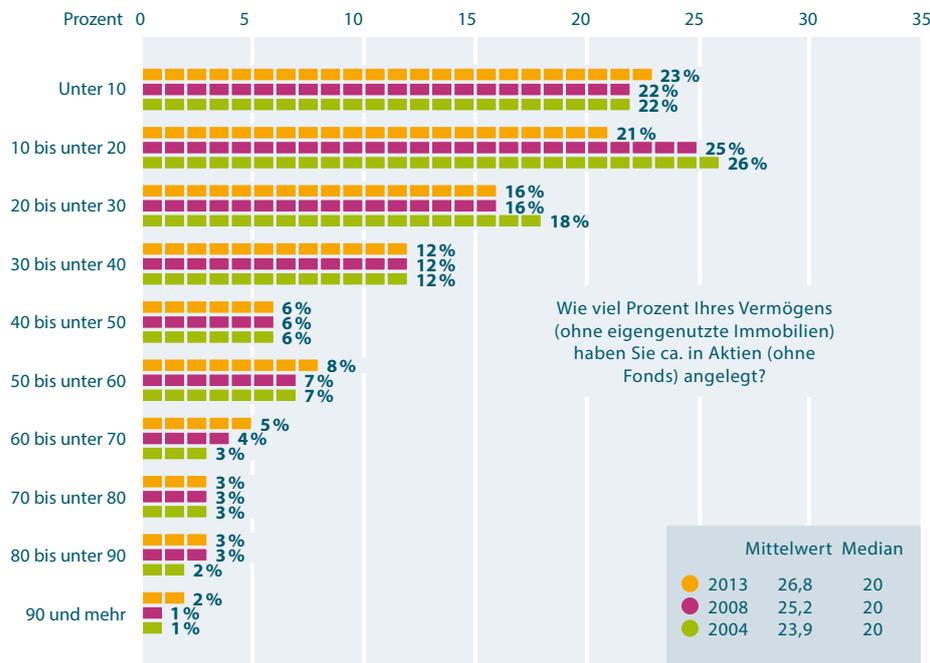
Diese Einschätzung könnte sich auch in den Zahlen zur Diversifikation des Aktiendepots widerspiegeln (vgl. Abb. 4; Tab. A.5.16). Während sich die Zusammensetzung des Portfolios von 2004 auf 2008 kaum geändert hatte, ist die Anzahl derjenigen, die Aktien von lediglich einer bis vier Gesellschaften im Depot halten, seit der letzten Studie von 45% um 10 Prozentpunkte auf 35% gefallen. Diese 10 Prozentpunkte verteilen sich nunmehr auf diejenigen Anleger, die Aktien von mehr als neun verschiedenen Unternehmen im Portfolio haben. Entsprechend sind auch der Mittelwert sowie der Median gegenüber den Vorgängerstudien auf 9,79 (2008: 7,64; 2004: 7,39) bzw. 6 (2008: 5; 2004: 5) angestiegen.

**Abb. 4: Diversifikation der Aktiendepots**



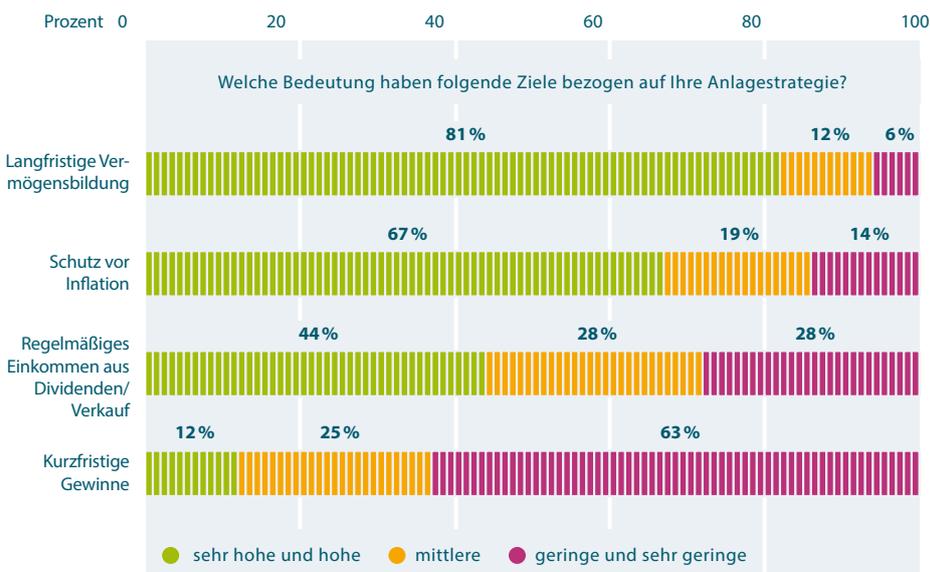
Leicht zugenommen hat der durchschnittliche Anteil des Vermögens (ohne selbstgenutzte Immobilien), den die Investoren in Aktien angelegt haben (vgl. Abb. 5; Tab. A.5.15). Demnach ist im Mittel ein Anstieg um knapp 2 Prozentpunkte von 25% (2004: 24%) auf 27% zu verzeichnen, wobei der Median seit der 2004er Befragung konstant auf einem Niveau von 20% liegt.

**Abb. 5: Anteil des in Aktien investierten Vermögens**



Bei der Frage, welche Bedeutung die vier oben bereits genannten Anlageziele bezogen auf die Anlagestrategie der Privatinvestoren haben, geben 81 % des gewichteten Rücklaufs an, dass für sie speziell der langfristige Vermögensaufbau eine hohe bzw. sehr hohe Bedeutung hat (vgl. Abb. 6; Tab. A.5.17). Hierzu korrespondierend bewerten 61 % der Privatanleger auch den Inflationsschutz als (sehr) wichtiges Motiv ihrer Anlagestrategie.

**Abb. 6: Anlageziele**



Kurzfristige Gewinnmitnahmen stellen in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der beiden Vorgängerstudien nach wie vor nur eine untergeordnete Zielsetzung dar. Es lässt sich daher der Schluss ziehen, dass – auch wenn die Fragen zwischen der vorliegenden und den beiden vorausgehenden Untersuchungen konzeptionell voneinander abweichen – die langfristige Vermögensbildung nach wie vor das wichtigste Anlageziel der Privatinvestoren darstellt, während die kurzfristige Gewinnmitnahme weiterhin von eher untergeordneter Bedeutung ist.<sup>10</sup>

Fast die Hälfte (48 %) des gewichteten Rücklaufs würde eine sichere gegenüber einer unsicheren Verzinsung, die im Durchschnitt gegenüber der risikolosen Anlagealternative höher ausfällt, vorziehen (vgl. Tab. A.5.18). Während sich 27 % des gewichteten Rücklaufs für die risikoreichere variable Verzinsung entscheiden würden, äußern die verbleibenden 25 % Indifferenz zwischen den beiden unterschiedlichen Anlagealternativen. Hervorzuheben ist, dass die risikobehaftete Anlagealternative speziell seitens der erfahrenen Anleger (Profis) bevorzugt wird. Eine entsprechende Wahl treffen 43 %, während der Anteil in den anderen differenzierten Gruppen regelmäßig zwischen 20 % und maximal 33 % liegt. Es ist folglich davon auszugehen, dass tendenziell erfahrenere Anleger bereit sind, höhere Risiken bei der Geldanlage einzugehen.

Rund 15 % des gewichteten Rücklaufs sind oder waren Mitarbeiter der Deutsche Post DHL (vgl. Tab. A.5.19). Damit liegt dieser Anteil deutlich unter dem im Rahmen der NFO Infratest-Studie 2012 ermittelten Anteil von knapp 27 % der Aktionäre, die (auch) Belegschaftsaktien halten. Bei den Vorläuferuntersuchen belief sich der Anteil im gewichteten Rücklauf noch auf 21 % für 2008 bzw. 20 % für 2004. Die Gruppe der befragten Anleger, die über eine Ausbildung im wirtschaftlichen Bereich verfügen, ist seit 2008 (2004) um 3 (5) Prozentpunkte auf 30 % gestiegen (vgl. Tab. A.5.20).

## 5. Befragungsergebnisse

### 5.1 ANGEWANDTE AKTIONÄRSTYPOLOGIE

Um das Antwortverhalten der Privatanleger detaillierter analysieren zu können, werden anhand der demographischen Merkmale und Angaben zum Anlageverhalten sowie zur Anlageerfahrung erneut zunächst drei nicht überschneidungsfreie Klassifikationsebenen mit jeweils zwei differenzierten Gruppen gebildet. Darüber hinaus wird erstmals eine vierte Klassifikationsebene mit zwei differenzierten Gruppen gebildet, die auf die Risikobereitschaft von Investoren abstellt:<sup>11</sup>

#### Klassifikationsmerkmal Expertise

- **Profis (PROFIS):** Anleger mit vergleichsweise großem Aktienengagement, fachrelevanter Ausbildung, abgeschlossenem Hochschulstudium und langjähriger Erfahrung (ca. 8 % des repräsentativen Rücklaufs).

<sup>10</sup> In 2008 (2004) gaben 76 % (76 %) an, dass die langfristige Vermögensbildung am besten ihre Anlagestrategie beschreibt. Bezogen auf die Ziele des regelmäßigen Einkommens aus Dividenden/Veräußerungen bzw. der kurzfristigen Gewinne betragen die Anteile 20 % (17 %) bzw. 4 % (7 %). Vgl. auch Ernst/Gassen/Pellens (2005), S. 18 und Ernst/Gassen/Pellens (2009), S. 24.

<sup>11</sup> Vgl. im Einzelnen auch Tab. 2 in Kapitel 9, Anhang, Abschnitt 4.

- **Einsteiger (EINSTEIGER):** Anleger ohne längere Erfahrung mit wenigen Titeln im Portfolio, die aufgrund ihrer Ausbildung keine wirtschaftlichen Fachkenntnisse besitzen (keine einschlägige Ausbildung und keine Hochschulreife; ca. 2 % des repräsentativen Rücklaufs).

Die verbleibenden 90 % und damit die überwiegende Mehrheit der Anleger sind weder als Profis noch als Einsteiger zu kategorisieren und bilden somit eine heterogene Residualgruppe, die nicht weiter separat untersucht wird.

### Klassifikationsmerkmal Anlagephilosophie

- **Fundamentale Investoren (FUNDINV):** Anleger, die angeben, dass sie sich bei ihrer Investitionsentscheidung eher an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens orientieren (ca. 13 % des repräsentativen Rücklaufs).
- **Technische Investoren (TECHINV):** Anleger, die angeben, dass sie sich bei ihrer Investitionsentscheidung eher an der Kursentwicklung der Aktie orientieren (ca. 16 % des repräsentativen Rücklaufs).

Die verbleibenden 71 % der Privatanleger haben folglich entweder angegeben, dass sie ihre Investitionsentscheidungen nicht eigenständig treffen oder dass sie sich sowohl an der wirtschaftlichen Tätigkeit als auch an der Kursentwicklung orientieren.

### Klassifikationsmerkmal Anlageziel

- **Value Investoren (VALUEINV):** Investoren, die angeben, dass ihr Anlageziel vorrangig im langfristigen Vermögensaufbau besteht (ca. 65 % des repräsentativen Rücklaufs).
- **Growth Investoren (GROWTHINV):** Investoren, die angeben, dass ihr Anlageziel vorrangig in der kurzfristigen Gewinnerzielung besteht (ca. 2 % des repräsentativen Rücklaufs).

Damit verbleiben 33 % der Anleger im gewichteten Rücklauf, die weder der kurzfristigen Gewinnerzielung, noch dem langfristigen Vermögensaufbau eine primäre Bedeutung beimessen. Diese werden infolge der Heterogenität dieser Gruppe nicht weiter separat analysiert.

### Klassifikationsmerkmal Risikobereitschaft

- **Risikoaverse Investoren (RISIKO[-]):** Investoren, die festverzinsliche Wertpapiere mit einer sicheren Verzinsung gegenüber variabel verzinslichen Wertpapieren mit unsicherer Verzinsung, die aber im Erwartungswert höher liegt, bevorzugen (ca. 48 % des repräsentativen Rücklaufs).
- **Risikofreudigere Investoren<sup>12</sup>(RISIKO[+]):** Investoren, die variabel verzinsliche Wertpapiere mit unsicherer Verzinsung gegenüber festverzinslichen Wertpapieren mit einer sicheren Verzinsung, aber im Vergleich zu den unsicheren Zahlungsströmen geringem Erwartungswert, bevorzugen (ca. 27 % des repräsentativen Rücklaufs).

Die verbleibenden 25 % geben in Abgrenzung zu den beiden differenzierten Gruppen Indifferenz zwischen den beiden Alternativen an. Angesichts der weniger eindeutigen Risikokategorisierung wird diese Gruppe daher nicht separat analysiert.

<sup>12</sup> Hinsichtlich des hier gewählten Begriffs „risikofreudigere Investoren“ ist zu beachten, dass dieser im vorliegenden Fall nicht mit der theoretischen Definition gleichzusetzen ist, nach der das persönliche Sicherheitsäquivalent eines „risikofreudigen Investors“ größer ist als der Erwartungswert eines unsicheren Zahlungsstroms (vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 292f). Diese Risikoeinstellung lässt sich konzeptionell nicht aus Frage 18 des Fragebogens ableiten.

Zusätzlich werden zwei spezielle Anlegergruppen untersucht, von denen erwartet wird, dass sie sich systematisch von den sonstigen Aktionären unterscheiden:

- **Dividendenorientierte Investoren (DIVIDENDINV):** Diese Gruppe umfasst Investoren, die nicht erkennen lassen, dass sie bereit sind, mit ihrem Investment unternehmerisches Risiko zu übernehmen. Dies wird dadurch deutlich, dass sie Pflichtdividenden unabhängig von der Gewinnsituation fordern, eine starke Dividendenpräferenz besitzen und bereit sind, stimmrechtslose Aktien zu erwerben (ca. 7 % des repräsentativen Rücklaufs).<sup>13</sup>
- **Misstrauische Investoren (MISSTINV):** Diese Gruppe umfasst Investoren, die die Gefahr für äußerst hoch halten, dass sich andere Unternehmensbeteiligte auf ihre Kosten bereichern. Nur diejenigen Investoren, die die Bereicherungsgefahr für alle angeführten Stakeholdergruppen (Unternehmensleitung, Mehrheitsaktionäre, sonstige Großaktionäre und Banken) für sehr groß halten, werden in diese Gruppe aufgenommen (ca. 4 % des repräsentativen Rücklaufs).

Zudem werden zuletzt als Gruppe Spät die nach dem 04.03.2013 eingegangenen Fragebögen erfasst (ca. 3 % des repräsentativen Rücklaufs). Da Späteinsendern im Rahmen der Rücklaufanalyse regelmäßig unterstellt wird, in ihrem Beantwortungsverhalten Nicht-Antworten ähnlich zu sein, können aus der Analyse dieser Gruppe Anhaltspunkte für nicht eliminierte Rücklaufverzerrungen gewonnen werden.

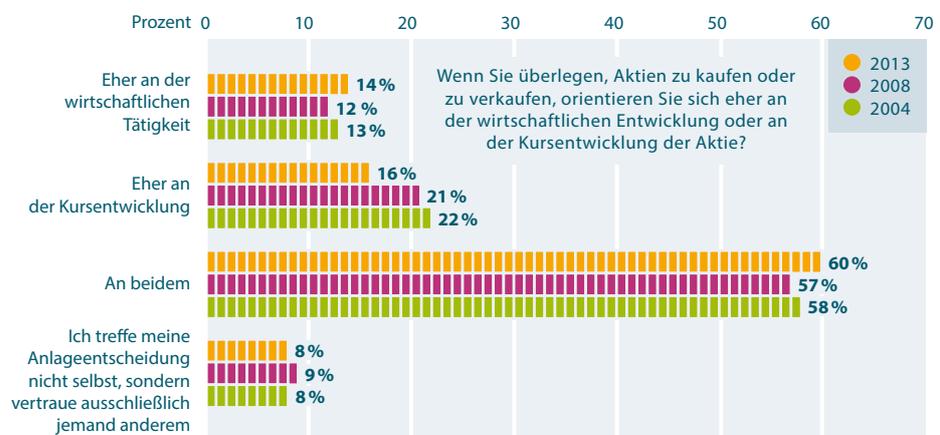
Die nachfolgenden Ergebnisse werden für die drei Forschungsgebiete Informationsverhalten, Dividendenpräferenz und Einstellung zum Stimmrecht separat dargestellt. An den Stellen, an denen es sich aufgrund der Daten anbietet, wird jeweils auf Unterschiede in der Beantwortung durch die einzelnen Aktionärstypen hingewiesen.

## 5.2 INFORMATIONSVERHALTEN

### 5.2.1 Orientierungspunkte der Anlageentscheidung

Der Großteil der deutschen Privatanleger orientiert sich wie auch bereits 2004 und 2008 bei seiner Anlageentscheidung sowohl an realwirtschaftlichen Daten als auch – technisch motiviert – an historischen Kursverläufen (vgl. Abb. 7; Tab. A.5.1).

**Abb. 7 : Orientierung an fundamentalen bzw. technischen Daten**



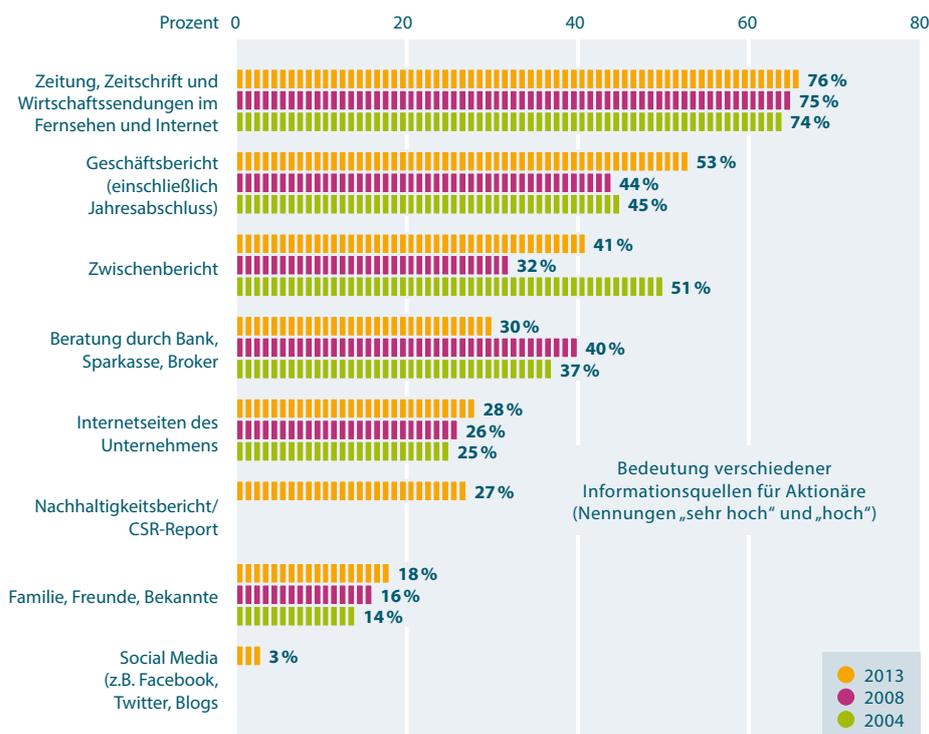
<sup>13</sup> Im Rahmen der letzten Studie wurde diese Gruppe noch als „risikoaverse Investoren“ (Raversinv) bezeichnet. Da die Risikoeinstellung der Investoren nunmehr aber gesondert untersucht wird, wurde die Bezeichnung gegenüber 2008 angepasst.

Bei näherer Betrachtung fällt auf, dass die technische Aktienanalyse nach wie vor am ehesten von kurzfristig orientierten Investoren favorisiert wird (vgl. Tab. A.5.1). Insgesamt betrachtet scheint sie aber erheblich an Bedeutung verloren zu haben, was sich in einem Einbruch von fünf Prozentpunkten gegenüber 2008 widerspiegelt. Diese Entwicklung ist – ausgenommen die kurzfristig orientierten Investoren, von denen 37 % ihre Anlageentscheidungen auf der technischen Aktienanalyse basieren – über alle der im vorausgehenden Abschnitt differenzierten Investorengruppen zu beobachten. Während die technische Analyse beispielsweise noch im Jahr 2004 vor allem auch für unerfahrene Anleger (27 %) von großer Bedeutung war, gaben bei der aktuellen Befragung nur noch 18 % (2008: 21 %) der Einsteiger an, diese Analyseform zu bevorzugen. Stattdessen wird die Anlageentscheidung in dieser Anlegergruppe wie auch schon 2008 vermehrt vollständig an Dritte delegiert. Im Vergleich zu 2008 ist dieser Anteil bezogen auf die Gruppe der unerfahrenen Anleger leicht von rund 23 % auf 21 % gefallen, er liegt damit aber immer noch deutlich über dem Wert von ca. 14 % für 2004. Der Anteil derjenigen, die sich bei Anlageentscheidungen primär an der wirtschaftlichen Tätigkeit und somit an Fundamentaldaten orientieren, ist mit 14 % gegenüber 2008 leicht um 2 Prozentpunkte gestiegen. Wie auch schon in 2008 und 2004 ist diese Orientierung der Anlageentscheidung am weitesten in der Gruppe der versierten Anleger verbreitet (vgl. Tab. A.5.1).

### 5.2.2 Bedeutung verschiedener Informationsquellen für die Anlageentscheidung

Die Presse bzw. das Fernsehen ist wie bereits in den Jahren 2004 und 2008 der meistgenutzte und am besten bewertete Informationskanal über alle Aktionärsgruppen hinweg (vgl. Tab. A.5.2). Dies gilt sowohl hinsichtlich der generellen Bedeutung (vgl. Abb. 8) als auch für die Bereiche Aktualität (vgl. Abb. 9), Verständlichkeit (vgl. Abb. 10) und Vertrauenswürdigkeit (vgl. Abb. 11).

**Abb. 8 : Bedeutung verschiedener Informationsquellen für private Aktionäre**

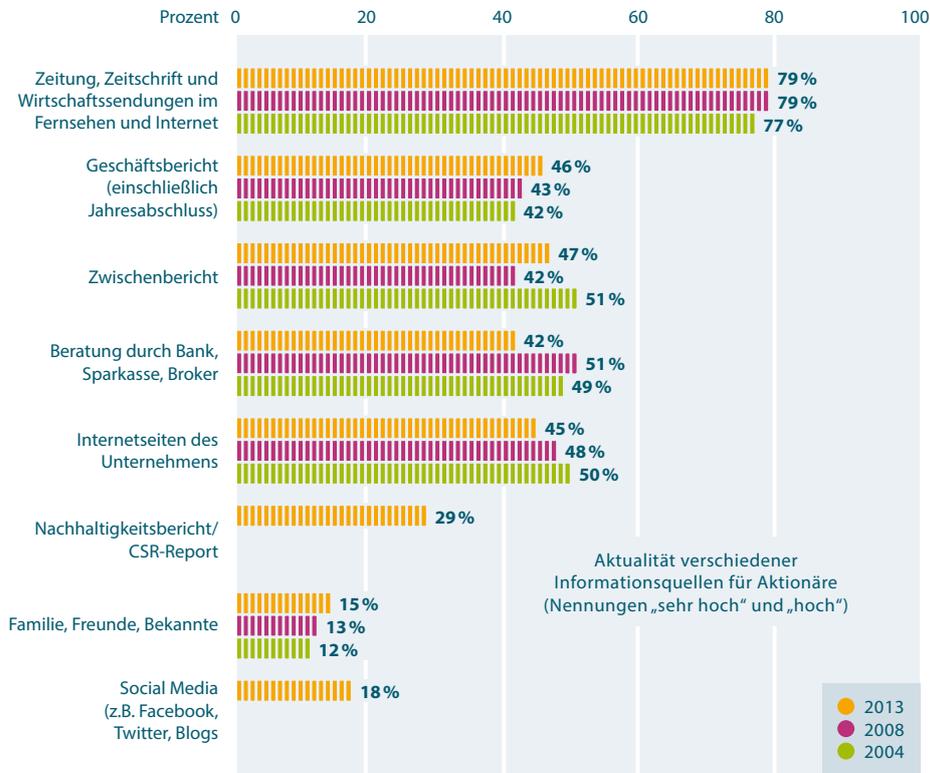


Der Geschäftsbericht mit dem Konzernabschluss als zentraler regulierter Bestandteil wird demgegenüber weiterhin als weniger bedeutend und vor allem als weniger verständlich eingeschätzt. Hierbei ist genauso wie in den Jahren 2008 und 2004 zu beobachten, dass die unerfahrenen Aktionäre den Geschäftsbericht für wesentlich bedeutender halten als die erfahrenen Anleger. Gleichwohl ist im vorliegenden Fall insbesondere die im Zeitablauf zu beobachtende Entwicklung der Wahrnehmung des Geschäftsberichtes interessant. So hat dieser – wie in Abbildung 8 deutlich wird – seit 2008 über alle Anlegergruppen hinweg erheblich an Bedeutung hinzugewonnen. Der Anteil derjenigen, die dem Geschäftsbericht eine hohe oder sogar sehr hohe Bedeutung beimessen, ist um 9 Prozentpunkte gestiegen. Dieser Anstieg wird besonders bei der Anlegergruppe der Profis deutlich, bei der ein Wachstum um rund 11 Prozentpunkte festzustellen ist (vgl. Tab. A.5.2).

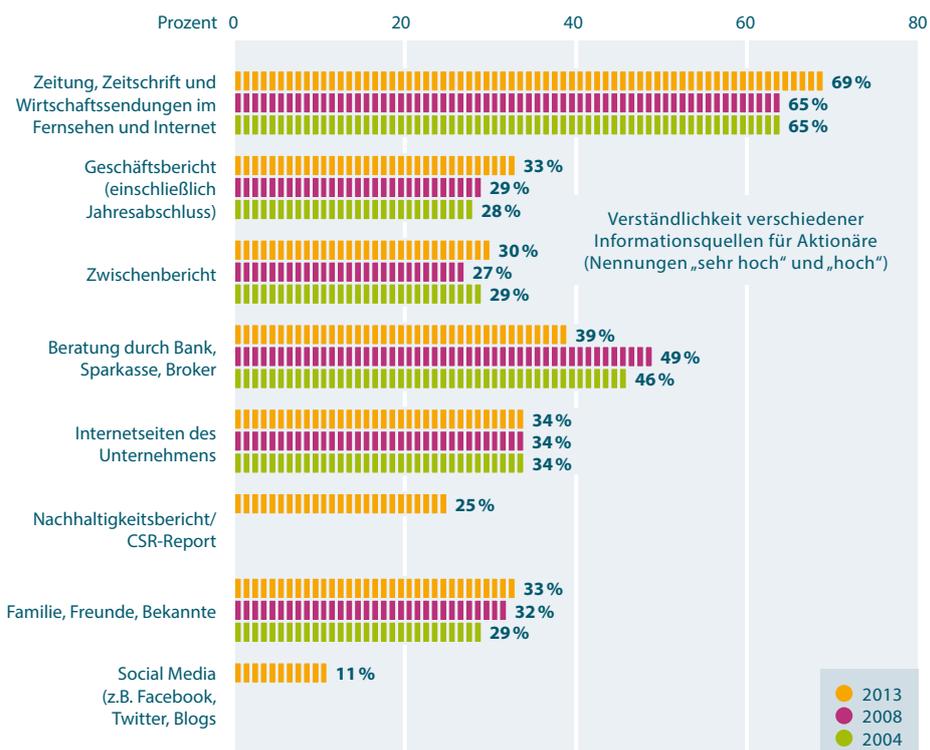
Analog zum Anstieg der Bedeutung sind über fast alle Anlegergruppen hinweg die Aktualität, Verständlichkeit und insbesondere Vertrauenswürdigkeit des Geschäftsberichts – wenn auch nicht im gleichen Ausmaß wie dessen Bedeutung – gestiegen. Während der Anteil derjenigen, die dem Geschäftsbericht eine hohe oder sehr hohe Vertrauenswürdigkeit beimessen, im Vergleich zu 2008 um rund 6 Prozentpunkte angestiegen ist (vgl. Abb. 11), fällt die entsprechende Zunahme bei Aktualität (vgl. Abb. 9) und Verständlichkeit (vgl. Abb. 10) mit jeweils ca. 3 Prozentpunkten geringer aus. Nach wie vor schenken vor allem die unerfahrenen Anleger dem Berichtswerk verstärkt Vertrauen. So stieg der Anteil derer, welche die Vertrauenswürdigkeit des Geschäftsberichtes als hoch oder sehr hoch beurteilen, in der Gruppe der unerfahrenen Anleger von 54 % auf 60 %. Bei den erfahrenen Anlegern hat der Geschäftsbericht noch deutlicher an Glaubwürdigkeit hinzugewonnen. Hier ist eine Zunahme um fast 12 Prozentpunkte von 42 % auf nunmehr 54 % festzustellen. Diese Entwicklungen könnten darauf zurückzuführen sein, dass die großen, gehäuft vor 2004 aufgetretenen Bilanzskandale zunehmend aus dem Bewusstsein der Kapitalmarktteilnehmer verschwinden.

Darüber hinaus ist auch nicht auszuschließen, dass die im Zuge der Bilanzskandale und zuletzt auch im Rahmen des BilMoG vom Gesetzgeber durchgeführten Maßnahmen zur Stärkung des Anlegervertrauens in die Berichterstattung Wirkung gezeigt haben. Zu nennen wären in diesem Zusammenhang die Einrichtung der DPR als „Bilanzpolizei“, die Einführung eines Bilanzzeichens, die Stärkung der Unabhängigkeit und Kontrolle von Wirtschaftsprüfern, die Verpflichtung des Aufsichtsrats zur Überwachung des Rechnungslegungsprozesses, des internen Kontrollsystems, des Risikomanagementsystems sowie des internen Revisionssystems und die Verantwortung des Vorstands für die Einrichtung, die angemessene Ausgestaltung und den Nachweis der Wirksamkeit des internen Kontroll- und Risikomanagementsystems.

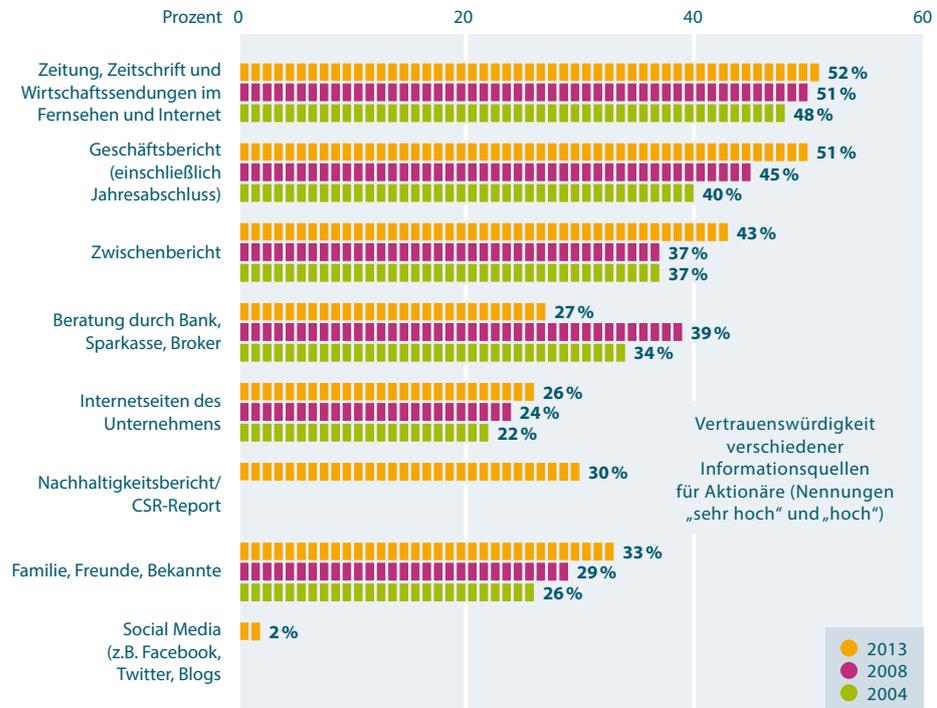
**Abb. 9: Aktualität verschiedener Informationsquellen für private Aktionäre**



**Abb. 10: Verständlichkeit verschiedener Informationsquellen für private Aktionäre**



**Abb. 11: Vertrauenswürdigkeit verschiedener Informationsquellen für private Aktionäre**



Wie der Geschäftsbericht hat auch der Zwischenbericht seit 2008 erheblich an Relevanz hinzugewonnen. So ist – gemessen an den Ergebnissen der 2008 durchgeführten Aktionärsbefragung – ein Anstieg derjenigen, die die Bedeutung des Zwischenberichts als hoch oder sehr hoch einstufen, um rund 9 Prozentpunkte auf 41 % zu verzeichnen. Damit schneidet der Zwischenbericht im Vergleich zum Geschäftsbericht wie auch schon 2008 deutlich schlechter ab. Die absolute Differenz in der Bedeutung von Geschäftsbericht und Zwischenbericht von knapp 12 Prozentpunkten ist gleich geblieben. Damit hat der Zwischenbericht zwar absolut, nicht aber relativ im Verhältnis zum Geschäftsbericht an Bedeutung hinzugewonnen. Ganz erheblich ist jedoch der Bedeutungszuwachs des Zwischenberichts in der Gruppe der unerfahrenen Anleger, bei denen der Anstieg gegenüber 2008 fast 20 Prozentpunkte beträgt (von 30 % in 2008 auf 50 % in 2013). Aber selbst bei den erfahrenen Anlegern umfasst der Bedeutungszuwachs immer noch knapp 11 Prozentpunkte.

Analog zur Entwicklung der Bedeutung des Zwischenberichts ist – im Unterschied zu den Ergebnissen der 2008er Studie – festzustellen, dass nunmehr auch dessen Aktualität, Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit höher ausfallen. Der jeweilige Zuwachs innerhalb dieser drei Kriterien fällt in etwa so aus wie beim Geschäftsbericht. Während der Anteil derjenigen, die die Verständlichkeit des Zwischenberichts als hoch bzw. sehr hoch erachten, gegenüber 2008 um 3 Prozentpunkte (ebenso beim Geschäftsbericht) gestiegen ist, hat sich der entsprechende Anteil hinsichtlich der Vertrauenswürdigkeit um 6 Prozentpunkte erhöht (ebenfalls 6 Prozentpunkte beim Geschäftsbericht). Lediglich die Aktualität des Zwischenberichts ist im Vergleich zum Geschäftsbericht leicht angestiegen. So ist bei der Aktualität des Zwischenberichts ein Zuwachs von 5 Prozentpunkten zu verzeichnen, dem eine entsprechende Erhöhung von 3 Prozentpunkten beim Geschäftsbericht gegenübersteht. Diese Entwicklung führt dazu, dass der

Zwischenbericht im Vergleich zum Geschäftsbericht nunmehr wieder – im Unterschied zu den Ergebnissen von 2008 – als aktueller eingestuft wird. Bei der Verständlichkeit und der Vertrauenswürdigkeit rangiert aber der Geschäftsbericht wie auch in 2008 vor dem Zwischenbericht.<sup>14</sup>

Die Beratung durch Finanzinstitute bzw. Broker hat mit einer Minderung von gerundet neun Prozentpunkten im Vergleich zu 2008 (2013: 30%; 2008: 40%) erheblich an Bedeutung verloren. Parallel hierzu ist der Anteil derjenigen Anleger, welche die Aktualität, die Verständlichkeit sowie die Vertrauenswürdigkeit der Beratung durch Finanzinstitute bzw. Broker als sehr hoch oder hoch einstufen, im Durchschnitt um Werte zwischen rund zehn und zwölf Prozentpunkten gesunken (Aktualität: -10 Prozentpunkte; Verständlichkeit: -10 Prozentpunkte; Vertrauenswürdigkeit: -12 Prozentpunkte). Interessant ist, dass die Bedeutungsabnahme nur unwesentlich durch die Gruppe der erfahrenen Anleger, sondern maßgeblich durch das Antwortverhalten der anderen Anlegergruppen geprägt wird. Demgegenüber haben die Aktualität, die Verständlichkeit sowie die Vertrauenswürdigkeit abgesehen von einer Ausnahme bei grundsätzlich allen Anlegergruppen meist stark abgenommen. Als Ausnahme ist die Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit von Banken und sonstigen Finanzinstituten aus Sicht der unerfahrenen Investoren zu nennen. Diese hat ausgehend von 2008 um 5 Prozentpunkte von 32% auf 37% zugenommen. Dies überrascht angesichts der Tatsache, dass die Vertrauenswürdigkeit bei dieser Gruppe von 2004 auf 2008 noch um über 6,5 Prozentpunkte gesunken war. Zusammenfassend spiegelt sich in diesen Ergebnissen die nach der Finanzkrise insgesamt gesunkene Reputation der Banken wider.

Die Social Media wie Facebook, Twitter oder Blogs belegen hinsichtlich ihrer Bedeutung als Informationsquelle für Anlageentscheidungen bei Weitem den letzten Platz. Neben der Tatsache, dass nur 3% der auf diese Frage Antwortenden den Social Media eine hohe bzw. sehr hohe Bedeutung beimessen, sticht insbesondere der außergewöhnlich hohe Anteil von rund 52% der Befragten ins Auge, die zu den Social Media keinerlei Angaben gemacht haben. Dies betrifft hierbei nicht nur die Frage nach der Bedeutung dieser Informationskanäle, sondern auch die korrespondierenden Einschätzungen zu deren Aktualität, Vertrauenswürdigkeit und Verständlichkeit. Insofern scheinen Social Media trotz der immensen Verbreitung im Alltag noch keine bedeutende Rolle für Anlageentscheidungen eingenommen zu haben. Relativierend kann allerdings argumentiert werden, dass Social Media insbesondere von jüngeren Menschen genutzt werden, die im hier ausgewerteten Rücklauf – trotz der Gewichtung – deutlich unterrepräsentiert sind. Eine entsprechende Indikation findet sich bei der Analyse der differenzierten Anlegergruppen. Während der Anteil derjenigen, bei denen die Social Media eine hohe oder sehr hohe Bedeutung für ihre Anlageentscheidungen aufweisen, im Regelfall zwischen 2% und 5% rangiert, liegt der entsprechende Wert für die Gruppe der Anfänger bei 25%. Da speziell diese Gruppe eher jüngere Privatanleger umfasst, ist dies ein wichtiger Hinweis darauf, dass den Social Media wie bereits im Alltag vieler junger Menschen auch bei wirtschaftlichen Entscheidungen künftig eine wichtige Rolle zukommen könnte. Abschließend ist zu betonen, dass die unerfahrenen Anleger Social Media als deutlich vertrauenswürdiger und verständlicher beurteilen als die anderen Anlegergruppen (vgl. Tab. A.5.2).

<sup>14</sup> Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit beim Zwischenbericht als hoch bzw. sehr hoch im Vergleich zum Geschäftsbericht: 42,93% versus 50,78%. Einschätzung der Verständlichkeit des Zwischenberichts als hoch bzw. sehr hoch im Vergleich zum Geschäftsbericht: 30,13% versus 32,78%.

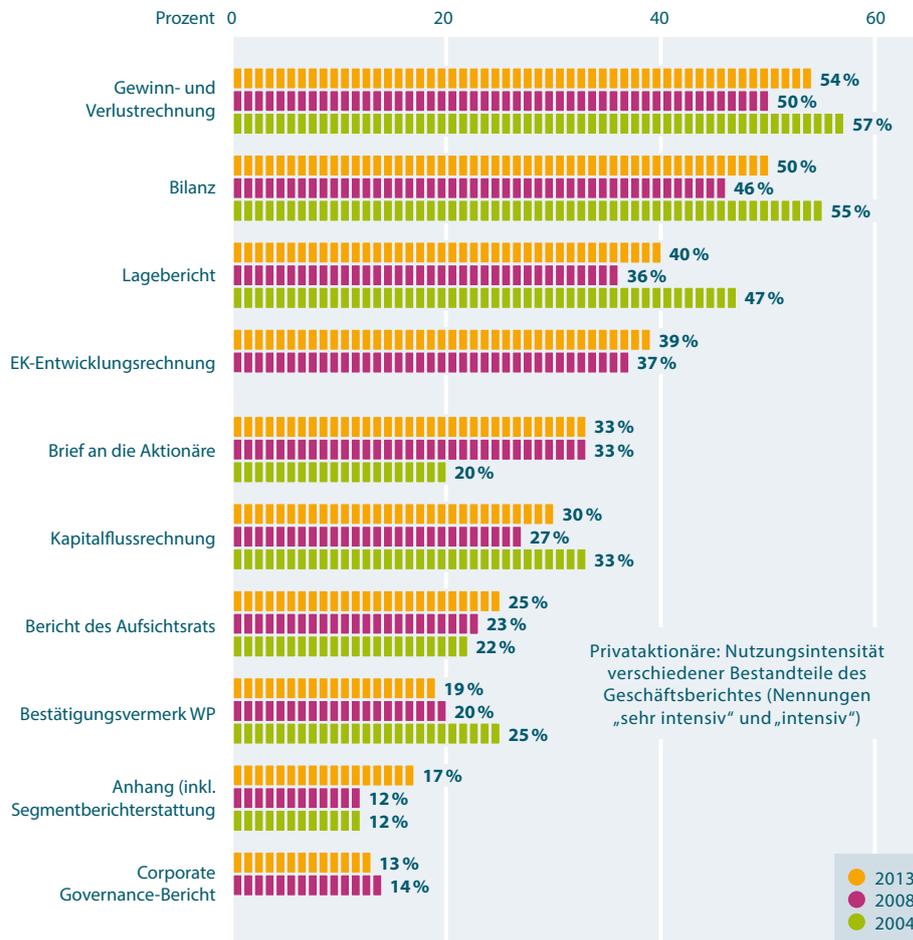
Weitgehend ohne große Bedeutung sind im Durchschnitt wie bereits bei den Befragungen in 2004 und 2008 Familie, Freunde und Bekannte als Informationsquelle für Anlageentscheidungen. Diese Einschätzung gilt jedoch nicht für die Gruppe der unerfahrenen Anleger. In dieser Gruppe wird die Bedeutung des sozialen Umfelds von knapp 25 % der Befragten als sehr hoch oder hoch bezeichnet. Im Vergleich zu 2008 fällt dieser Wert zwar um ca. 9 Prozentpunkte niedriger aus, liegt damit aber immer noch um knapp 7 Prozentpunkte über dem korrespondierenden Wert aus 2004. In den Kategorien Aktualität, Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit sind im Durchschnitt jeweils geringfügige Zunahmen von 2 bis 3 Prozentpunkten festzustellen, während sich hier bei den Unerfahrenen ein differenziertes Bild ergibt. Während die Aktualität bei dieser Gruppe um knapp 8 Prozentpunkte auf 29 % gestiegen ist, ist die Verständlichkeit von 38 % in 2008 auf 30 % gefallen. Der Anteil derjenigen, die die Vertrauenswürdigkeit von Familien, Freunden und Bekannten als hoch bzw. sehr hoch einschätzen, liegt mit 36 % leicht über dem 2008er Niveau. Auffällig ist der Anstieg in der Gruppe der Erfahrenen, in der der entsprechende Wert deutlich von 26 % auf 35 % gestiegen ist.

Nahezu identische Bedeutung messen Privatanleger den Internetseiten des Unternehmens (28 %) und dem Nachhaltigkeitsbericht (27 %) für das Treffen von Anlageentscheidungen bei. Mit Blick auf den Nachhaltigkeitsbericht fällt hierbei – wie auch bereits bei den Social Media – auf, dass knapp 50 % der hier ausgewerteten Fragebögen keine Angabe zu dessen Bedeutung enthalten. Dem stehen 30 % hinsichtlich der Bedeutung der Internetseiten gegenüber. Darüber hinaus ist mit Blick auf die verschiedenen Anlegergruppen festzustellen, dass der Nachhaltigkeitsbericht speziell für die erfahrenen Anleger von eher untergeordneter Bedeutung ist, da diesem nur 19 % eine hohe oder sehr hohe Relevanz zusprechen. Des Weiteren werden die Aktualität und Verständlichkeit der Internetseiten des Unternehmens mit einem Anteil von durchschnittlich 45 % bzw. 34 % deutlich höher eingeschätzt als Aktualität (29 %) und Verständlichkeit (25 %) des Nachhaltigkeitsberichts. Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass der Nachhaltigkeitsbericht – trotz der in der Unternehmenspraxis und Wissenschaft derzeit intensiv geführten Diskussion – aus Privatanlegerperspektive bisher nicht wirklich wahrgenommen wird.

### **5.2.3 Nutzungsintensität der einzelnen Bestandteile des Geschäftsberichts**

Hinsichtlich der Nutzungsintensität der einzelnen Bestandteile des Geschäftsberichts (vgl. Abb. 12; Tab. A.5.3) entsprechen die Erkenntnisse weitgehend denjenigen, die schon im Rahmen der 2008er Untersuchung gewonnen werden konnten. So zeichnet sich nach wie vor eine – gegenüber 2008 sogar um 4 bzw. 5 Prozentpunkte gestiegene – Präferenz für die „klassischen Rechenwerke“ Bilanz und GuV ab. Der Anstieg in der Nutzungsintensität von Bilanz und GuV betrifft alle Anlegergruppen mit einer Ausnahme: Der Prozentsatz der unerfahrenen Anleger, welche die GuV sehr intensiv oder intensiv nutzen, fiel von 65 % in 2008 um knapp 10 Prozentpunkte auf gerundet 54 %.

**Abb. 12: Nutzungsintensität verschiedener Bestandteile des Geschäftsberichtes durch private Anleger**



Der durchschnittliche Bedeutungszuwachs der Bilanz beträgt 4 Prozentpunkte. Er liegt bei den separaten Anlegergruppen jeweils zwischen 3,5 und 6 Prozentpunkten. Versierte Anleger nutzen die Bilanz nach wie vor stärker als unerfahrene Investoren (vgl. Tab. A.5.3). Dennoch stimmt der über alle Anlegergruppen zu beobachtende Bedeutungszuwachs der zentralen Rechenwerke insofern positiv, als die IFRS-Rechnungslegung innerhalb der letzten Jahre nicht an Komplexität verloren hat. Möglicherweise liegt die gestiegene Bedeutung in diesem Zusammenhang auch an der Tatsache, dass die IFRS-Bilanzierungsregeln seit der letztmaligen Befragung verhältnismäßig wenigen Änderungen unterworfen wurden bzw. die Neuregelungen erst ab dem Jahr 2013 greifen und sich demnach noch nicht in den Geschäftsberichten der letzten fünf Jahre niederschlagen konnten.

Ernüchternd erscheint, dass die international sehr beachtete Kapitalflussrechnung mit einem Anteil von 30% absolut betrachtet zwar um 3 Prozentpunkte an Bedeutung gewonnen hat, diese aber nach wie vor deutlich hinter der Eigenkapitalentwicklungsrechnung (39%) und auch dem Brief an die Aktionäre (33%) rangiert. Gerade vor dem Hintergrund der Finanzkrise und der damit verbundenen Diskussion um eine ausgewogene Kapitalstruktur sowie der vielfältigen Kritik an der Fair Value-Bilanzierung wäre zu erwarten gewesen, dass die Kapitalflussrechnung deutlich an Bedeutung gewinnt. Auch gemessen an den Ergebnissen internationaler Studien nutzen die deutschen Privatanleger die Kapitalflussrechnung

anscheinend immer noch wesentlich weniger als die US-Amerikaner und in etwa genauso häufig wie Australier und Neuseeländer.<sup>15</sup> Darüber hinaus fällt auf, dass die Kapitalflussrechnung analog zu den 2004er und 2008er Ergebnissen immer noch wesentlich intensiver von versierten (39 %) als von unversierten Investoren (29 %) genutzt wird (vgl. Tab. A.5.3).

Im Unterschied zu den Kernrechenwerken fällt der Bedeutungszuwachs bei der Eigenkapitalentwicklungsrechnung (+2 Prozentpunkte) und dem Brief an die Aktionäre (+1 Prozentpunkt) moderater aus. Interessant ist, dass speziell die Eigenkapitalentwicklungsrechnung deutlich weniger von unerfahrenen Investoren genutzt wird. So ist der Anteil derjenigen Privatanleger, welche die Eigenkapitalentwicklungsrechnung intensiv oder sogar sehr intensiv nutzen, von 47 % auf 40 % gesunken, während dieser Anteil bei den professionellen Investoren von 36 % auf 39 % gestiegen ist (vgl. Tab. A.5.3).

Angesichts der zentralen Bedeutung, die dem Anhang zum Verständnis der Rechenwerke zukommt, ist es als positiv zu beurteilen, dass der Anteil derjenigen, die diesen intensiv oder sehr intensiv nutzen, seit 2008 von 12 % auf 17 % angestiegen ist. Relativierend könnte dieses Ergebnis aber auch darauf zurückzuführen sein, dass die Segmentberichterstattung im Rahmen der aktuellen Befragung keinen eigenständig zu beurteilenden Geschäftsberichtsbestandteil mehr bildet, sondern als spezifischer Bestandteil des Anhangs aufgeführt wird.<sup>16</sup> Da die vergangenen Studien gezeigt haben, dass gerade die versierten Investoren die Segmentberichterstattung intensiv nutzen, könnte der bei dieser Gruppe zu beobachtende Bedeutungsanstieg des Anhangs, dem ein Zuwachs um 7 Prozentpunkte auf 29 % zugrunde liegt, eine entsprechende Indikation bieten. Darüber hinaus stimmt die Anhangsnutzung seitens der unerfahrenen Investoren insoweit kritisch, als der Anteil derjenigen, die den Anhang (sehr) intensiv nutzen, um 2 Prozentpunkte auf nur noch 11 % gefallen ist. Ursächlich hierfür könnte sein, dass der Anhang aufgrund seiner enormen Komplexität speziell für den unerfahrenen Anleger kaum nachvollziehbar ist.

Interessant ist darüber hinaus die Bedeutungsentwicklung des Lageberichts, in den auch der 2008 im Fragebogen noch separat aufgeführte Vergütungsbericht eingebettet ist. So ist der Anteil derjenigen, die den Lagebericht (sehr) intensiv nutzen, gegenüber 2008 um 4 Prozentpunkte auf nunmehr 40 % gestiegen. Der Lagebericht rangiert damit in seiner Bedeutung unmittelbar hinter der Bilanz und knapp vor der Eigenkapitalentwicklungsrechnung. Ursächlich für diesen Bedeutungszuwachs könnte sein, dass gerade innerhalb des Lageberichts auch Aussagen bezüglich der künftigen Entwicklungen sowie Risikoeinschätzungen des Unternehmens zu finden sind. Besonders auffällig ist wie bereits im Kontext des Anhangs, dass versierte Investoren den Lagebericht deutlich intensiver nutzen als die unerfahrenen Anleger. Während von letzteren lediglich 33 % (-3 Prozentpunkte gegenüber 2008) den Lagebericht (sehr) intensiv nutzen, beträgt der Anteil bei den Profis 53 % und fällt damit gegenüber 2008 um 6 Prozentpunkte höher aus.

Den aus Sicht der Privatanleger unbedeutendsten Geschäftsberichtsbestandteil bildet im Unterschied zur 2008er Befragung, bei der der Anhang den letzten Platz einnahm, der Corporate Governance-Bericht. Dieser wird nur von 13 % des gewichteten Rücklaufs (sehr) intensiv gelesen; gegenüber 2008 fällt dieser Anteil um 1 Prozentpunkt geringer aus. Diese marginale Bedeutungseinbuße ist bei allen Anlegergruppen zu beobachten, ausgenommen die unerfahrenen Anleger. Zumindest in dieser Gruppe ist der Anteil derer, die den Corporate

<sup>15</sup> Vgl. Anderson/Epstein (1996), S. 46. Hierbei ist allerdings zu beachten, dass diese Studie bereits ca. 17 Jahre zurückliegt und dass davon auszugehen ist, dass die Nutzung der Kapitalflussrechnung seitdem international eher zugenommen hat.

<sup>16</sup> In diesem Sinne haben 2008 noch 22 % des gewichteten Rücklaufs angegeben, die Segmentberichterstattung intensiv oder sehr intensiv zu nutzen. Vgl. Ernst/Gassen/Pellens (2009), S. 30.

Governance-Bericht intensiv lesen, um 6 Prozentpunkte auf 15% gestiegen. Das insgesamt nur sehr schwach ausgeprägte Interesse an diesem Bericht lässt sich letztlich wohl dadurch begründen, dass Fragestellungen der Corporate Governance bei Anlageentscheidungen von privaten deutschen Investoren im Regelfall nur eine sehr untergeordnete Rolle spielen.

Zu den Geschäftsberichtsbestandteilen, die von unerfahrenen Investoren stärker genutzt werden als von den versierten Investoren, zählen neben der Eigenkapitalentwicklungsrechnung und dem Corporate Governance-Bericht der Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers (20% der Unerfahrenen) sowie der Bericht des Aufsichtsrats (24% der Unerfahrenen). Speziell den beiden zuletzt genannten Berichtsinstrumenten wird seitens der Privatinvestoren keine besonders hohe Bedeutung beigemessen (vgl. Tab. A.5.3). Während der Anteil der (sehr) intensiven Nutzer des Bestätigungsvermerks im Durchschnitt des gewichteten Rücklaufs seit 2008 um 1 Prozentpunkt auf 19% gefallen ist, hat der entsprechende Anteil mit Bezug zum Bericht des Aufsichtsrats um 2 Prozentpunkte auf rund 25% zugelegt.

Die Analyse des Antwortverhaltens der restlichen Gruppen bestätigt die Ergebnisse der Untersuchungen aus den Jahren 2004 und 2008. So geht bereits aus den Antworten zur Frage nach den primären Informationsquellen hervor, dass der Geschäftsbericht für technisch orientierte Anleger im Vergleich zu den anderen Gruppen deutlich geringere Relevanz besitzt. Dementsprechend werden auch die einzelnen Bestandteile des Geschäftsberichtes von dieser Anlegergruppe am wenigsten beachtet. Ähnlich verhält es sich auch bei den kurzfristig orientierten Investoren, die zumindest dem Brief an die Aktionäre eine noch geringere Bedeutung beimessen als technische Investoren. Die im Verhältnis zu den anderen Investorengruppen geringere Nutzungsintensität der Geschäftsberichtsbestandteile durch die auf kurzfristige Gewinnerzielung ausgerichteten Investoren könnte darauf zurückzuführen sein, dass diese überrepräsentativ häufig technisch motivierten Anlagestrategien folgen. Interessant ist, dass bei dieser Gruppe die klassischen Geschäftsberichtsbestandteile Lagebericht, Bilanz, GuV und Anhang in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen haben. So ist der Anteil derjenigen, die den Lagebericht sehr intensiv bzw. intensiv nutzen, gegenüber 2008 um 5 Prozentpunkte angestiegen. Bezogen auf die Bilanz, GuV und den Anhang beträgt der Zuwachs 6, 2 und 1 Prozentpunkt. Die Kapitalflussrechnung hat dagegen deutlich an Bedeutung eingebüßt (-4 Prozentpunkte). Analog zu den Ergebnissen der 2008er Studie ist darüber hinaus erwartungsgemäß festzustellen, dass Investoren mit dem Ziel der langfristigen Vermögensbildung (Value-Investoren) sämtliche Geschäftsberichtsbestandteile gründlicher lesen als Growth-Investoren.

Die risikofreudigeren Investoren nutzen speziell die klassischen Geschäftsberichtsbestandteile Bilanz, GuV, Cashflowrechnung und Lagebericht deutlich intensiver als die risikoaversen Anleger. Ursächlich hierfür ist, dass sich insbesondere die Gruppen der risikobereiteren und der versierten Investoren überschneiden. So sind es – wie bereits dargestellt – gerade die versierteren Anleger, die den genannten Geschäftsberichtsbestandteilen eine überproportional hohe Bedeutung beimessen.

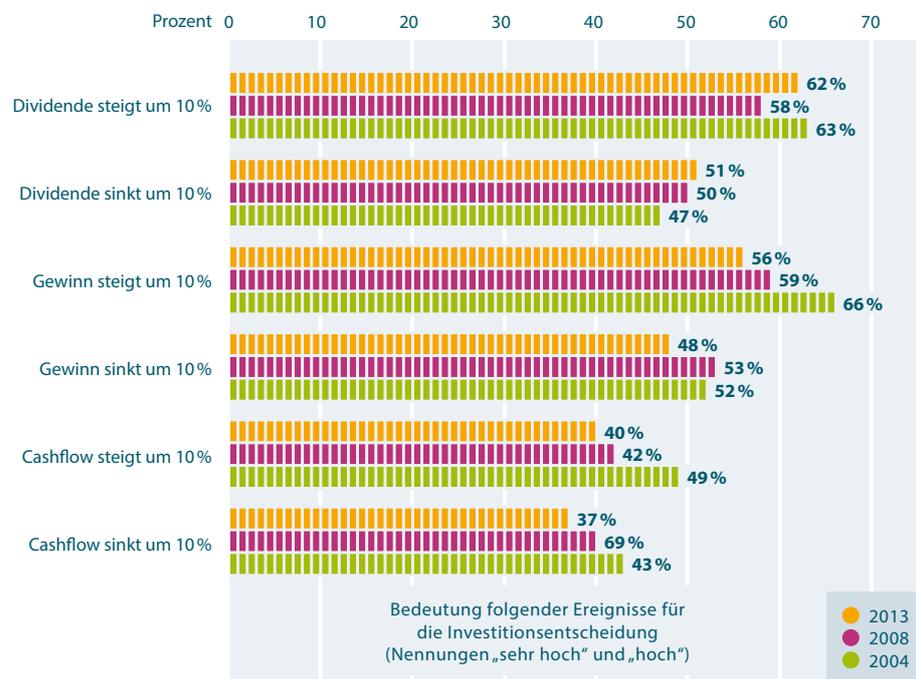
Weiterhin gilt, dass die spezielle Gruppe der misstrauischen Investoren den Geschäftsbericht – mit zwei Ausnahmen – weniger intensiv nutzt als der Durchschnitt der Investoren. Im Vergleich zum Durchschnitt stärker genutzt werden seitens dieser Gruppe der Anhang (19%) sowie der Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers, den 20% der misstrauischen Investoren intensiv oder sehr intensiv lesen. Interessant ist hierbei, dass speziell der Bestätigungsvermerk seitens dieser Gruppe im Vergleich zu allen anderen Investorengruppen am häufigsten „sehr intensiv“ genutzt wird (vgl. Tab. A.5.3). In der Gesamtbetrachtung bleibt aber der bereits 2008 gewonnene Eindruck bestehen, dass misstrauische Investoren die Möglichkeit, durch Informationen eine bessere Kontrolle ausüben zu können, nur sehr eingeschränkt wahrnehmen.

Abschließend ist mit Blick auf die Gruppe der dividendenorientierten Anleger festzustellen, dass bei dieser die Nutzungsintensität des Briefs an die Aktionäre deutlich um rund 4 Prozentpunkte abgenommen hat. Die Nutzungsintensität von Lagebericht, Bilanz, GuV sowie Anhang haben demgegenüber (leicht) überdurchschnittlich um rund 5 (Lagebericht und Bilanz) bzw. 7 Prozentpunkte (GuV und Anhang) zugenommen. Dennoch ist in der Gesamtwürdigung festzustellen, dass die einzelnen Bestandteile des Geschäftsberichts von dividendenorientierten Investoren immer noch weniger intensiv genutzt werden als vom Durchschnitt aller Aktionäre.

#### 5.2.4 Bedeutung der Änderungen von Gewinn, Dividende und Cashflow

Danach befragt, ob Änderungen des Gewinns, der Dividende oder des Cashflows für die Anlageentscheidung maßgeblich sind und ob ein Steigen bzw. Fallen dieser Größen mehr Bedeutung besitzt, kamen die Anleger bei der Untersuchung aus dem Jahr 2004 unabhängig von ihrer Klassifizierung noch zu einer eindeutigen Reihenfolge: Gewinnveränderungen wurde die höchste Bedeutung beigemessen, gefolgt von Dividenden- und Cashflowänderungen. Während sich dieses Ergebnis bereits im Rahmen der 2008er Studie relativiert hat, zeigen die aktuellen Ergebnisse eine eindeutige Zunahme der Relevanz von Dividendenänderungen sowie eine Abnahme der Bedeutung von Gewinn- und Cashflowänderungen für die Anlageentscheidung (vgl. Abb. 13; Tab. A.5.4).

**Abb. 13: Bedeutung von Gewinn-, Cashflow- und Dividendenänderungen für Privatanleger**



62 % des gewichteten Rücklaufs messen Dividenden erhöhungen eine hohe oder sehr hohe Bedeutung für die eigene Anlageentscheidung bei, während es mit Blick auf Gewinn- und Cashflow erhöhungen 56 % bzw. 40 % sind. Gegenüber 2008 hat die Dividendenrelevanz um 4 Prozentpunkte zugelegt, während die entsprechenden Anteile bei Gewinn- und Cashflow erhöhungen um rund 4 bzw. 2 Prozentpunkte gesunken sind.

Bei Dividenden-, Gewinn- und Cashflowminderungen zeigt sich ein analoges Bild auf insgesamt niedrigerem Niveau. Der Anteil der Investoren, die Dividendenminderungen eine hohe bzw. sehr hohe Bedeutung für die eigene Anlageentscheidung beimessen, ist gegenüber 2008 um 1 Prozentpunkt auf 51 % gestiegen, während die korrespondierenden Anteile mit Bezug zu Gewinn und Cashflow um 5 respektive 3 Prozentpunkte auf 48 % bzw. 37 % gesunken sind. Bei der Analyse der differierenden Anlegergruppen ist auffällig, dass die Dividende nicht nur – wie bereits 2008 – für weniger versierte Anleger, sondern nunmehr auch für die erfahrenen Investoren – gemessen an der Anzahl der Nennungen „sehr hoch“ bzw. „hoch“ – wichtiger ist als der Gewinn. Dem liegen ein Anteil von 60 % und damit ein Plus von 6 Prozentpunkten bei den versierten Anlegern hinsichtlich der Dividende und ein Minus von 2 Prozentpunkten beim Gewinn (Abnahme auf 56 %) zugrunde, während sich beim Cashflow keine nennenswerte Änderung ergeben hat. Bei den unerfahrenen Investoren ist demgegenüber ein Bedeutungsanstieg aller Erfolgsmaße zu verzeichnen. Der entsprechende Anteil derjenigen, die Gewinn- und Dividendenänderungen mindestens eine hohe Bedeutung einräumen, ist seit 2008 um jeweils 9 Prozentpunkte bei Gewinnsteigerungen/-minderungen auf 64 %/55 % und um 13 bzw. 9 Prozentpunkte bei Dividendenerhöhungen/-senkungen auf 73 %/53 % angestiegen (vgl. Tab. A.5.4). Bei Cashflowänderungen fällt der Anteil mit 4 (Erhöhung) bzw. 5 Prozentpunkten (Minderungen) auf insgesamt 43 % bzw. 42 % zwar positiv, aber moderater aus.

In der Gesamtbetrachtung ist der Bedeutungsverlust/-anstieg von Gewinn-/Dividendenänderungen mit Ausnahme der beiden im Folgenden betrachteten Anlegergruppen über alle Investorengruppen hinweg festzustellen. Die erste Ausnahme bildet die Gruppe derjenigen Anleger, die eine kurzfristige Gewinnerzielungsabsicht als primäres Ziel ihrer Anlagestrategie nennen (vgl. Tab. A.5.4). Erstens ist bei diesen gegenüber 2008 ein Bedeutungsanstieg sämtlicher Erfolgsgrößenänderungen für die Aktienkauf- bzw. Aktienverkaufsentscheidung zu verzeichnen, zweitens handelt es sich um die einzige Gruppe, bei der Gewinnänderungen mit einem Anteil von 68 % die höchste Bedeutung für die Anlageentscheidung aufweisen.

Die zweite Ausnahme bildet die Gruppe der misstrauischen Investoren. Hier hat der Anteil derjenigen, die Gewinn-, Dividenden- und Cashflowänderungen eine hohe bzw. sehr hohe Bedeutung für ihre Anlageentscheidung beimessen, über alle Bezugsgrößen hinweg um jeweils 5 bis 7 Prozentpunkte abgenommen. Dennoch weisen Dividendenerhöhungen mit einem Anteil von rund 60 % (2008: 66 %) – im Vergleich zu Gewinnerhöhungen (54 %; 2008: 60 %) – auch bei dieser Anlegergruppe die höchste Bedeutung auf. Abschließend zeigt sich konsistent zur Abgrenzung der Gruppe der dividendenorientierten Anleger, dass sich Dividendenänderungen bei diesen am stärksten auf die Anlageentscheidung auswirken. Eine erhebliche Erhöhung der Anzahl der Nennungen „sehr hoch“ bzw. „hoch“ um – gegenüber 2008 – 7 Prozentpunkte, führt dazu, dass der entsprechende Anteil mit 77 % um 21 Prozentpunkte höher ausfällt, als der entsprechende Anteil hinsichtlich der Bedeutung von Gewinnerhöhungen (56 %). Darüber hinaus handelt es sich um die einzige Gruppe, bei der sich Dividendeneinbrüche stärker auf Anlageentscheidungen auswirken als Gewinnerhöhungen.

Fraglich ist, wodurch sich der deutliche Bedeutungszuwachs von Dividendenänderungen und der relative Bedeutungsverlust von Gewinnänderungen erklären lassen. Ein möglicher Erklärungsansatz für die abnehmende Bedeutung von Gewinnen könnte darin liegen, dass das Vertrauen in den Aussagegehalt von Gewinnen durch das im Zuge der Finanzkrise viel kritisierte Fair Value Accounting deutlich gelitten hat. So wurde die Fair Value-Bilanzierung in der Wirtschaftspresse unter anderem als Mitauslöser sowie prozyklischer Verstärker der Finanzkrise kritisiert.<sup>17</sup> Wie bereits gezeigt wurde, stellt insbesondere die Wirtschaftspresse

<sup>17</sup> Vgl. in diesem Kontext auch Pellens/Jannett/Schmidt (2009).

für die Privatanleger die wichtigste Informationsquelle für ihre Anlageentscheidungen dar. Insofern würde es wenig verwundern, wenn sich die negative Presse im Kontext der Finanzkrise auch deutlich negativ auf die Wahrnehmung der IFRS-Rechnungslegung bzw. speziell auf den Aussagegehalt des IFRS-Gewinns ausgewirkt hätte. Gleichzeitig würde dies u.a. erklären, warum die absolute und relative Bedeutung von Dividenden zugenommen hat. Denn Dividenden können als objektiver, zahlungsstrombasierter Performanceindikator interpretiert werden. So sind Dividenden in der Regel im Zeitablauf stabil und werden am vom Management erwarteten, längerfristigen Gewinntrend ausgerichtet. Dass in diesem Kontext nicht auch eine – potenziell zu erwartende – Erhöhung der Relevanz von Cashflowänderungen festzustellen ist, könnte im vorliegenden Fall darauf zurückzuführen sein, dass der Cashflowrechnung – wie bereits dargestellt – seitens deutscher Privatinvestoren nach wie vor keine besonders hohe Bedeutung beigemessen wird.

Insgesamt wird steigenden Größen signifikant mehr Bedeutung beigemessen als fallenden Größen. Dies wurde ebenfalls schon im Rahmen der 2004er und 2008er Untersuchung festgestellt, wobei der diesbezügliche Niveauunterschied 2004 noch deutlich höher ausfiel als 2008. Die aktuellen Ergebnisse zeigen in diesem Zusammenhang, dass die unterschiedliche Gewichtung von guten und schlechten Nachrichten seit 2008 wieder weiter auseinandergegangen ist, ohne jedoch (mit einer Ausnahme) das hohe Niveau von 2004 zu erreichen. Als Ausnahme sind die erfahrenen Investoren zu nennen, bei denen der Bedeutungsunterschied zwischen positiven und negativen Informationen über alle drei Erfolgsindikatoren hinweg deutlich über das 2004er Niveau gestiegen ist (vgl. Tab. A.5.4).

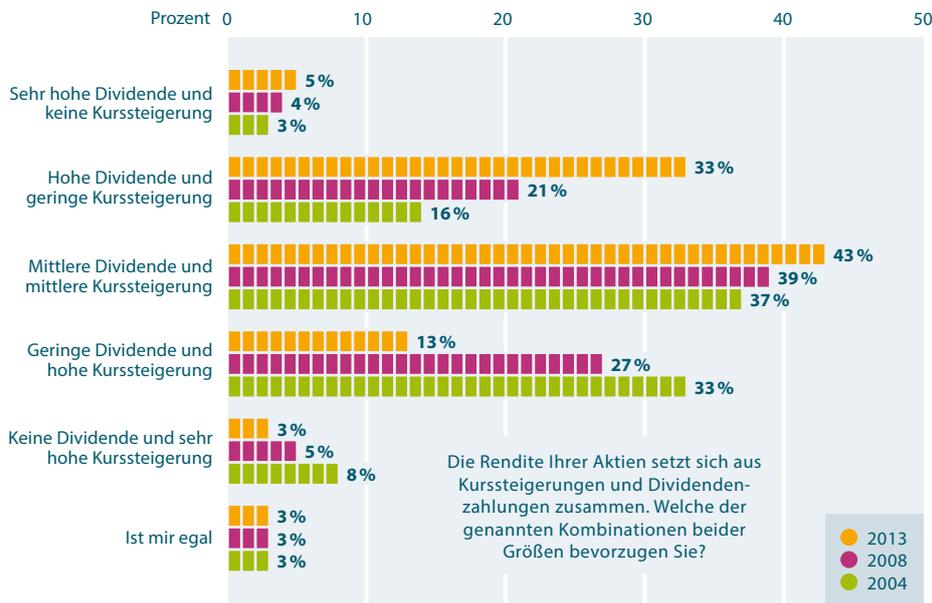
Für die Ungleichgewichtung von guten und schlechten Informationen spricht die sogenannte verhaltenswissenschaftliche Argumentation:<sup>18</sup> Menschen treffen aktive Entscheidungen (Aktien kaufen) bewusster als passive Entscheidungen (Aktien halten). Zudem werden einmal getroffene Entscheidungen nur zögernd revidiert. Dementsprechend werden Informationen, die getroffene Entscheidungen in Frage stellen (negative Informationen bei gehaltenen Aktien), tendenziell negiert. Somit könnte aus verhaltenswissenschaftlicher Sicht einiges dafür sprechen, dass Menschen eher auf Basis von guten als von schlechten Nachrichten handeln. Dies würde – wie auf Basis der vorliegenden Daten für alle Erfolgsindikatoren zu beobachten – erwarten lassen, dass die Anleger, ungeachtet der betrachteten Größe, positive Nachrichten stärker gewichten als negative.<sup>19</sup>

### 5.3 AUSSCHÜTTUNG

Im zweiten Fragebogensegment wurden analog zur 2004er und 2008er Befragung verschiedene Angaben zur Dividendenpräferenz erhoben. Ausgehend von der Grundannahme, dass Kurssteigerungen und Dividendenzahlungen bis zu einem gewissen Grad als substituierbar beurteilt werden können, wurden die Anleger zunächst zu ihrer Dividendenpräferenz befragt. Neben einer 5-stufigen Skala (sehr hohe Dividende/keine Kurssteigerung bis keine Dividende/sehr hohe Kurssteigerung) bestand weiterhin die Antwortmöglichkeit „ist mir egal“ für Anleger, die Dividenden und Kurssteigerungen als perfekte Substitute ansehen.

<sup>18</sup> Ein weiterer möglicher Erklärungsansatz ist, dass Gewinne empirisch nachhaltiger sind als Verluste, die eher einmaligen Charakter haben. Hierbei ist allerdings zu betonen, dass die Befragten gebeten wurden, ihre Antworten möglichst allgemeingültig zu geben, und dass nicht nach der Entscheidungsbedeutung eines Verlusts, sondern einer Gewinnsenkung gefragt wurde.

<sup>19</sup> Vgl. grundlegend zur verhaltenswissenschaftlichen Finanzierungstheorie Barberis/Thaler (2002).

**Abb. 14: Bedeutung von Dividende und Kurssteigerungen**

Als primäres Ergebnis (vgl. Abb. 14; Tab. A.5.5) bleibt nach wie vor festzuhalten: Privatanleger sind nicht indifferent zwischen Dividenden und Kurssteigerungen.<sup>20</sup> Vielmehr hat sich die Dividendenpräferenz der Privatanleger seit 2004 deutlich erhöht. Dies spiegelt sich u.a. in der Entwicklung des Mittelwerts zur Dividendenpräferenz wider, der von 3,35 in 2004 auf 2,85 in 2013 (2008: 3,19) gesunken ist. Zwar bevorzugt die absolute Mehrheit des gewichteten Rücklaufs (43%) nach wie vor ein tendenziell ausgewogenes Verhältnis von Dividenden und Kurssteigerungen. Allerdings haben sich seit 2008 deutliche Verschiebungen (+12 Prozentpunkte) zugunsten eines Verhältnisses von hohen Dividenden und geringen Kurssteigerungen ergeben.

Interessant ist, dass die vorausgehend beschriebene Entwicklung über alle Investorengruppen hinweg zu beobachten ist, also auch bei der Gruppe der kurzfristig orientierten Investoren. Bei dieser fällt die entsprechende Umschichtung im Gruppenvergleich allerdings mit einem Plus von 6 Prozentpunkten gegenüber 2008 am geringsten aus. Demnach präferieren insgesamt 23% dieser Gruppe sehr hohe bzw. hohe Dividenden bei gar keinen bzw. geringen Kurssteigerungen. Dem gegenüber stehen die dividendenorientierten Investoren, bei denen der Anteil derer, die mindestens hohe Dividenden bevorzugen, um rund 10 Prozentpunkte auf 62% gestiegen ist. Am höchsten fallen die korrespondierenden Zuwachsraten innerhalb der Gruppen der unerfahrenen (+23 Prozentpunkte) sowie erfahrenen Anleger (+17 Prozentpunkte) aus. Innerhalb dieser Gruppen befürworteten 41% bzw. 38% (sehr) hohe Dividenden bei geringen (keinen) Kurssteigerungen.

Eine höhere Präferenz für Kurssteigerungen als für Dividenden findet sich lediglich bei einer Anlegergruppe: Konsequenterweise bevorzugen an kurzfristigen Gewinnen interessierte Investoren die Kurssteigerungen deutlich gegenüber Dividenden. Entsprechend steht einem Anteil von 23% der Growth-Investoren, die mindestens eine hohe Dividende präferieren, ein entsprechender Anteil von 46% gegenüber, der sehr hohe oder hohe Kurssteigerungen befürwortet. Allerdings wäre zu erwarten, dass auch technische Investoren, die sich gerade

<sup>20</sup> Vgl. Strzyz (2013), S. 237ff.

dadurch auszeichnen, dass sie sich bei ihren Anlageentscheidungen eher an Kursentwicklungen orientieren, höhere Kurssteigerungen gegenüber höheren Dividendenzahlungen bevorzugen. Diese Erwartung wird indes nicht bestätigt. So stehen einem Anteil von nur 25 % der technischen Investoren, die Kurssteigerungen präferieren, 36 % gegenüber, die sich für (sehr) hohe Dividendensteigerungen aussprechen. Angesichts dessen ist zu betonen, dass in 2008 der Anteil derjenigen, die sich – gemessen auf Basis der Nennungen „hohe“ bzw. „sehr hohe“ Dividende – pro Dividende aussprechen, in nur zwei Anlegergruppen den korrespondierenden Anteil derjenigen, die Kurssteigerungen präferierten, überstiegen hat. Einerseits war dies infolge der definitorischen Abgrenzung die Gruppe der dividendenorientierten, andererseits die Gruppe der fundamentalen Investoren. In 2013 hat sich dieses Verhältnis – wie vorausgehend dargestellt – konsequent umgekehrt. Damit decken sich die vorliegenden Ergebnisse dem Grunde nach auch mit der Frage zur Bedeutung von Gewinn-, Cashflow- und Dividendenänderungen. Demnach hat nicht nur die Bedeutung von Dividenderhöhungen/-herabsetzungen für die Anlageentscheidung der betrachteten Privatinvestoren zugenommen, sondern speziell auch die allgemeine Bedeutung von Dividenden als Teil des Total Shareholder Return.

Als mögliche Ursache für diese recht deutliche Entwicklung kann erneut die Krise der vergangenen fünf Jahre angeführt werden. Finanz-, Wirtschafts- und Schuldenkrise haben weltweit zu sehr volatilen Kursentwicklungen an den Kapitalmärkten geführt. Im Sinne der Planbarkeit und Sicherheit verwundert es nicht, dass insbesondere langfristig investierte Anleger in diesen Zeiten nachhaltige Dividendenzahlungen präferieren. In einem volatilen Kapitalmarktumfeld könnten gerade konstante bzw. nachhaltige Dividendenzahlungen von den Anlegern subjektiv höher bewertet werden als potenzielle noch nicht realisierte Kursverluste. Dies gilt umso mehr, als möglicherweise auch psychologische sowie systemische Faktoren die Kursentwicklungen an den Börsen treiben und für fundamental möglicherweise schwer nachvollziehbare Irritationen sorgen.

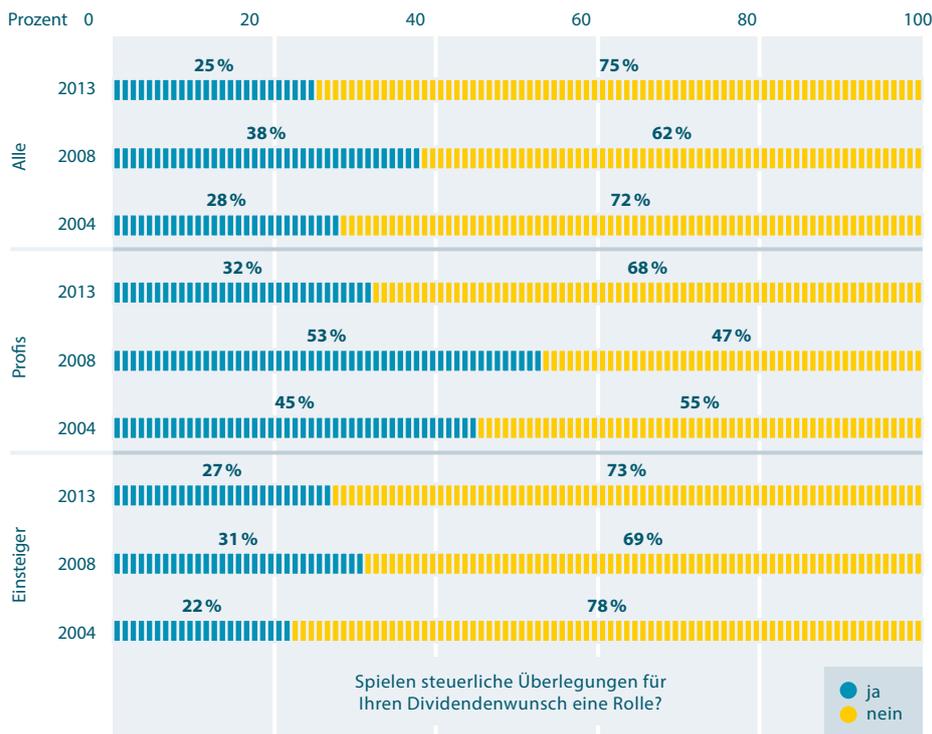
Auf Grundlage von Frage 6 des Fragebogens wurde analog zu den Vorgängerstudien untersucht, inwiefern sich steuerliche Überlegungen auf den Dividendenwunsch von Privatinvestoren auswirken. Diese Fragestellung ist insbesondere vor dem Hintergrund von Interesse, dass knapp ein Jahr nach der letztmaligen Befragung (zum 01.01.2009) die sogenannte Unternehmenssteuerreform mit Blick auf die Etablierung einer pauschalen Abgeltungssteuer auf Kapitaleinkünfte in Kraft getreten ist und das Halbeinkünfteverfahren abgeschafft wurde. Nach dem Halbeinkünfteverfahren waren Dividenden auf Ebene eines Anteilseigners (unter Beachtung des Sparerfreibetrags) mit dem halben Einkommensteuersatz zu versteuern, während Kursgewinne außerhalb einer einjährigen Spekulationsfrist steuerfrei waren. Daher war im Rahmen der 2008er Studie zu erwarten, dass insbesondere langfristig investierende, wohlhabende Anleger diese „steuerliche Benachteiligung“ von Dividenden bei ihrem Dividendenwunsch ins Kalkül einbeziehen. Diese Hypothese konnte indes nur für erfahrene Investoren, die überproportional wohlhabend sind und zu eher langfristigen Anlagehorizonten neigen, aufrechterhalten werden. Für die übrigen Aktionärsklassifikationen und auch für die Gesamtheit der Aktionäre spielten steuerliche Überlegungen dem gegenüber nur eine untergeordnete Rolle.

Durch die mit dem Unternehmenssteuerreformgesetz 2008 verbundene Einführung der pauschalen Abgeltungssteuer werden seit 2009 sämtliche Kapitalerträge des einzelnen Privatanlegers pauschal im Wege einer Quellensteuer mit 25 % (zzgl. Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer) versteuert, die damit ihre namensgebende abgeltende Wirkung entfaltet. Ein Einbezug dieser Kapitalerträge in die Einkommensteuererklärung macht aus Aktionärssicht dann Sinn, wenn dies zu Steuererstattungen führt. Dies kann einerseits dann der Fall sein, wenn nicht alle Kapitalerträge über Freistellungsaufträge freigestellt oder erst

gar keine Freistellungsaufträge erteilt wurden. Andererseits kann der Grenzsteuersatz eines Privatanlegers für das gesamte zu versteuernde Einkommen unter dem Abgeltungsteuersatz von 25 % liegen. In diesem Fall erweist sich die Besteuerung der Kapitaleinkünfte zum geringeren individuellen Grenzsteuersatz als vorteilhaft.

Hieran anknüpfend ist davon auszugehen, dass steuerliche Überlegungen – soweit die Kapitaleinkünfte des jeweiligen Investors nach deutschem Recht zu versteuern sind – lediglich bei einer sehr geringen Anzahl wenig vermögender Privatanleger eine Rolle spielen dürften. Dies gilt im Vergleich zum Halbeinkünfteverfahren umso mehr, als seit 2009 auch Kursgewinne uneingeschränkt der Abgeltungssteuer unterliegen. Die Tatsache, dass das Unternehmenssteuerreformgesetz bereits am 06.07.2007 verabschiedet wurde, könnte daher bereits bei der 2008er Befragung in Antizipation der künftigen steuerrechtlichen Änderungen dazu geführt haben, dass die noch zu beobachtende Präferenz für Kursgewinne im Vergleich zu 2004 bereits abgenommen hatte. Das zwischenzeitliche Inkrafttreten der pauschalen Abgeltungsbesteuerung ist insoweit eine weitere potenzielle Erklärung dafür, dass die Dividendenpräferenz der Privatanleger – wie bereits beschrieben – seit 2008 deutlich zu Lasten der Kurssteigerungspräferenz zugenommen hat.

**Abb. 15: Steuerliche Überlegungen zur Dividende**

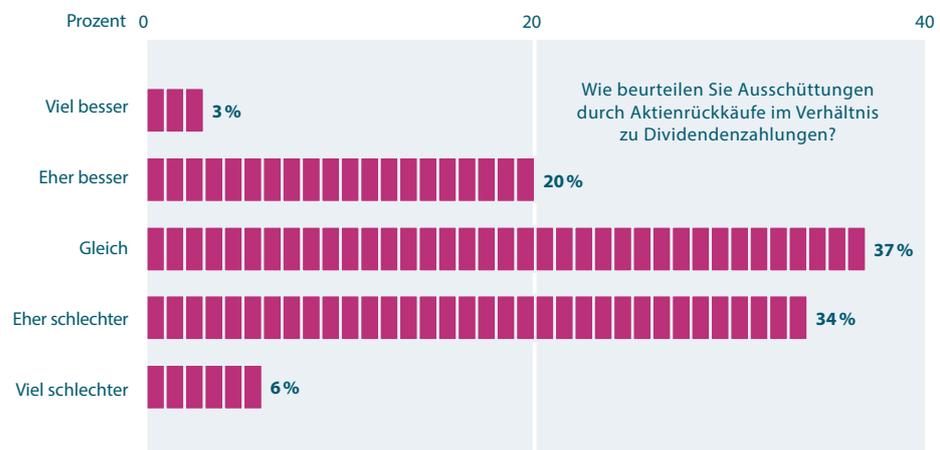


Darüber hinaus zeigen die Ergebnisse der aktuellen Befragung, dass der Anteil derjenigen Privatinvestoren, bei denen sich steuerliche Überlegungen auf den Dividendenwunsch auswirken, im Vergleich zu 2008 deutlich um 13 Prozentpunkte auf 25 % gesunken ist (vgl. Abb. 15; Tab. A.5.6;). Diese Beobachtung deckt sich mit der vorstehend geäußerten Hypothese einer gegenüber 2008 abnehmenden Relevanz steuerlicher Überlegungen. Während diese Abnahme bei den erfahrenen Investoren um 21 Prozentpunkte auf 32 % insgesamt am stärksten ausfällt, liegt sie bei den unerfahrenen Anlegern mit einem Minus von 4 Prozent-

punkten auf 27 % unterhalb des Durchschnitts des gesamten gewichteten Rücklaufs. Lag der Anteil derjenigen, bei denen steuerliche Überlegungen den Dividendenwunsch (mit bestimmen, 2008 noch in allen Investorengruppen bei über 30 %, so trifft diese Aussage auf Basis der aktuellen Daten nur noch auf die beiden Anlegergruppen der erfahrenen sowie der dividendenorientierten Investoren zu, wobei der entsprechende Anteil in der letztgenannten Gruppe seit 2008 um 6 Prozentpunkt auf 30 % gefallen ist.

Auf die Frage, ob Ausschüttungen durch Aktienrückkäufe im Vergleich zu Dividendenzahlungen besser oder schlechter zu beurteilen sind, äußert die Mehrheit der Privatinvestoren eine Präferenz für Ausschüttungen in Form von Dividenden (vgl. Abb. 16; Tab. A.5.7). Demnach bewerten ca. 40 % Aktienrückkäufe im Vergleich zu Dividenden als „eher“ bzw. „viel schlechter“. Diesem Anteil stehen 23 % des gewichteten Rücklaufs gegenüber, die Aktienrückkaufprogramme Dividendenzahlungen vorziehen.

**Abb. 16: Bedeutung von Dividende und Aktienrückkauf**

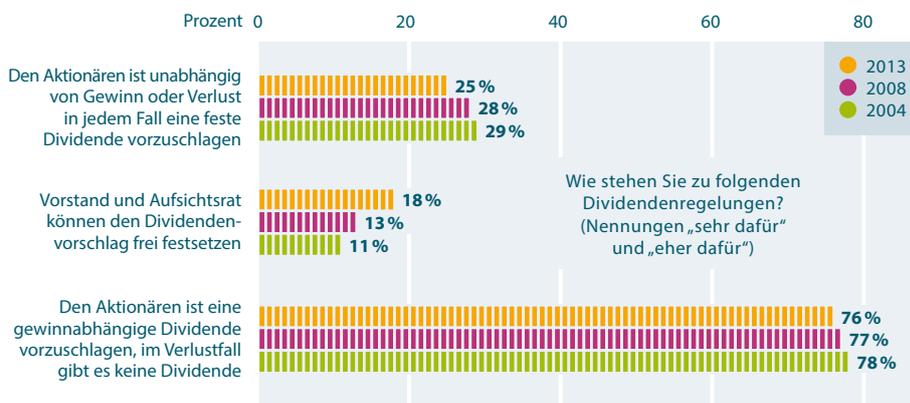


Insgesamt ergibt sich über sämtliche Anlegergruppen hinweg ein verhältnismäßig homogenes Bild: Der Anteil derjenigen, die Ausschüttungen in Form von Dividenden befürworten, übersteigt den Anteil derjenigen, die sich für Aktienrückkäufe aussprechen. Lediglich bei den auf kurzfristige Gewinnerzielung ausgerichteten Anlegern fällt die Präferenz für Dividenden im Vergleich zu allen anderen Anlegergruppen mit knapp 32 % am geringsten und die Präferenz für Aktienrückkäufe mit 28 % erwartungsgemäß am höchsten aus. Die stärkste Indifferenz zwischen Ausschüttungen in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen findet sich mit einem Anteil von 40 % bei den unerfahrenen Investoren, bei denen darüber hinaus Aktienrückkäufe im Gruppenvergleich am wenigsten befürwortet werden (vgl. Tab. A.5.7).

Wenn Privatanleger zwischen einem Liquiditätszufluss in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen wählen können, entscheiden sie sich mehrheitlich für Dividendenzahlungen. Dies ist für an der langfristigen Vermögensbildung orientierte Privatanleger wenig verwunderlich, da sie den investierten Kapitalstock nicht vermindern möchten (vgl. Abb. 6; Tab. A.5.17). Darüber hinaus entsprechen Ausschüttungen in Form von Aktienrückkäufen bei Andienung der Anteile an das rückkaufende Unternehmen ökonomisch betrachtet am Kapitalmarkt realisierten Kursgewinnen. Da – wie vorausgehend bereits dargestellt – ein Großteil der Privatanleger des gewichteten Rücklaufs Dividenden gegenüber Kursgewinnen vorzieht, sollte dies folglich auch für das Verhältnis von Dividenden und Aktienrückkäufen gelten.

Die Bestimmung der Dividendenhöhe ist in Deutschland im Vergleich zu anderen Industrienationen vergleichsweise detailliert reguliert: Das deutsche Aktienrecht schreibt über § 58 Abs. 2 AktG dem Vorstand und Aufsichtsrat vor, der Hauptversammlung die Verwendungskompetenz über einen Mindestbetrag des im Einzelabschluss erzielten Jahresüberschusses zu übertragen und setzt – unter Rückgriff auf die handelsrechtlichen Bilanzierungsregeln und auf die Gewinnverwendungsvorschriften – auch eine Ausschüttungsobergrenze. Trotz der formaljuristischen Bindung des Gewinnvorschlags an das Ergebnis im handelsrechtlichen Einzelabschluss kommunizieren inzwischen nahezu sämtliche Manager, dass de facto die Ertrags- und Finanzlage des Konzernabschlusses als Grundlage für die Ausschüttungsbemessung herangezogen werden.<sup>21</sup> Fraglich erscheint, inwiefern diese Gewinnverwendungsregulierung von Aktionären befürwortet wird. Alternativ hierzu existiert z.B. in den USA keine Verpflichtung des Managements, einen bestimmten gewinnabhängigen Ausschüttungsbetrag vorzuschlagen. Als dritte Möglichkeit wird zudem die Präferenz für eine gewinnunabhängige Pflichtdividende erhoben.

**Abb. 17: Einstellungen privater Aktionäre zur Dividendenregelung**



Als primäres Ergebnis (vgl. Abb. 17; Tab. A.5.8) lässt sich wie auch schon in den Jahren 2004 und 2008 festhalten, dass die bestehenden Ausschüttungsregulierungen auf breite Zustimmung stoßen. Ein Bedarf nach einer grundlegenden Deregulierung der geltenden Bestimmungen zur Höchst- und Mindestausschüttungsbemessung lässt sich insofern nicht aus den aktuellen Daten der Aktionärsbefragung ableiten. Entsprechend fallen die Verschiebungen im Antwortverhalten der Privataktionäre gemessen an den Erkenntnissen der 2008er Untersuchung verhältnismäßig gering aus. So ist der Anteil derjenigen, die eine gewinnabhängige Dividende befürworten, gegenüber 2008 um lediglich 0,6 Prozentpunkte auf 76% gesunken. Demgegenüber sind etwas deutlichere Anteilsverschiebungen zwischen den Vorschlägen einer ergebnisunabhängigen Mindestdividende und der Festsetzung eines freien Dividendenvorschlags durch Vorstand und Aufsichtsrat zu verzeichnen. So ist der Anteil der Aktionäre, die eine ergebnisunabhängige Mindestdividende fordern, gegenüber 2008 um 3 Prozentpunkte auf 25% gefallen, während der korrespondierende Anteil hinsichtlich der freien Festsetzung des Dividendenvorschlags um 5 Prozentpunkte auf 18% zugelegt hat. Interessant ist, dass diese Verschiebung zugunsten einer Stärkung der Gewinnverwendungskompetenz von Vorstand und Aufsichtsrat über alle Investorengruppen hinweg festzustellen ist.

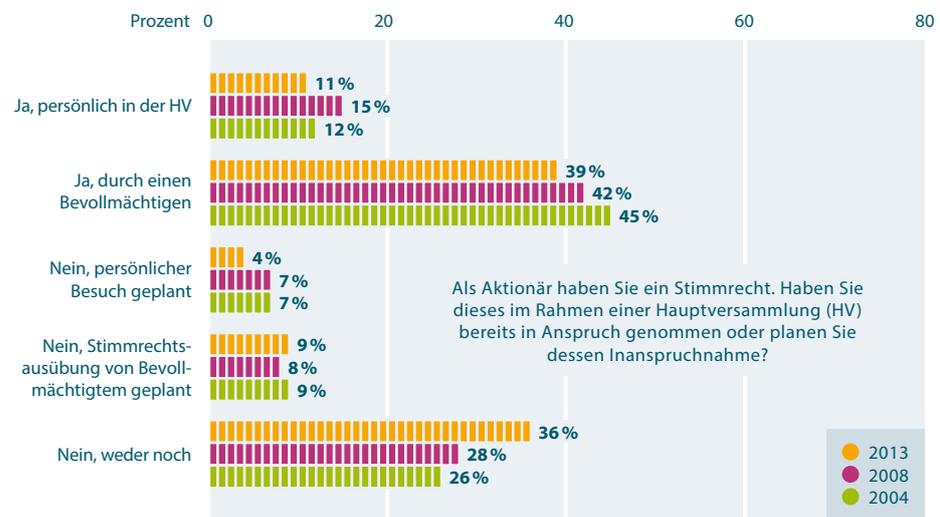
<sup>21</sup> Diese Praxis erfordert aufgrund der rechtlichen Fokussierung auf den handelsrechtlichen Einzelabschluss teilweise entsprechende konzerninterne Gewinnverlagerungs- und Gewinnausschüttungsmaßnahmen. Dennoch finden die bestehenden Regulierungen die Zustimmung der Vorstände deutscher börsennotierter Unternehmen. Vgl. Pellens/Gassen/Richard (2003), S. 324 ff.

Die versierten Investoren präferieren nach wie vor die aktuell geltende Gewinnverwendungsregel, auch wenn der korrespondierende Anteil um 4 Prozentpunkte von 85 % auf 81 % zurückgegangen ist. Eine Pflichtdividende wird von dieser Gruppe wie bereits 2008 strikt abgelehnt. Deren Fürsprecher finden sich – wie auch schon im Rahmen der 2004er und 2008er Untersuchungen – vor allem bei den unerfahrenen und den misstrauischen Investoren. Während allerdings der entsprechende Anteil der Unerfahrenen, der sich für eine Pflichtdividende ausspricht, seit 2008 leicht um 2,5 Prozentpunkte auf 46 % angestiegen ist, ist der korrespondierende Anteil bei den misstrauischen Investoren um 7 Prozentpunkte auf 38 % gesunken.

## 5.4 STIMMRECHT

Neben den Informationsbedürfnissen und den Dividendenpräferenzen deutscher Privatanleger wurden im Rahmen des dritten Themenblocks die Nutzung sowie Bedeutung des Stimmrechts aus Privataktionärsicht untersucht. Hierzu wurden die Anleger zunächst danach gefragt, ob sie ihr Stimmrecht als Aktionär innerhalb der letzten zwei Jahre persönlich im Zuge einer Hauptversammlungsteilnahme oder durch Stimmrechtsübertragung genutzt haben (vgl. Abb. 18; Tab. A.5.9). Im Gegensatz zu den Vorgängerstudien wurde im Rahmen der vorliegenden Untersuchung erstmals nach der Inanspruchnahme des Stimmrechts innerhalb eines konkreten zeitlichen Rahmens von zwei Jahren gefragt. Daher ist nicht auszuschließen, dass die aktuellen Ergebnisse von denjenigen der beiden Vorgängerstudien durch die konzeptionell abgewandelte Fragestellung systematisch abweichen.

**Abb. 18: Inanspruchnahme des Stimmrechts durch private Aktionäre**

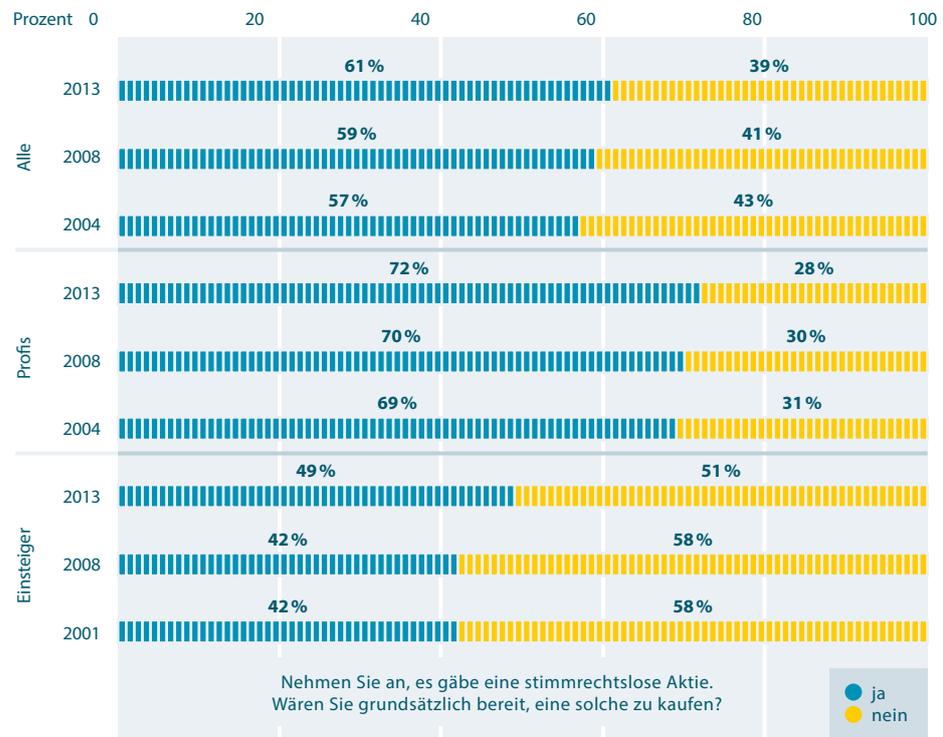


Es zeigt sich, dass der Anteil der Anleger, die ihr Stimmrecht innerhalb der vergangenen zwei Jahre bereits persönlich auf einer Hauptversammlung ausgeübt haben, im Vergleich zur letzten Befragung von ca. 15 % auf 11 % gesunken ist. Ebenfalls abgenommen hat der Anteil derjenigen, die ihr Stimmrecht auf einen Bevollmächtigten übertragen haben. Dieser sank gegenüber 2008 um rund 3 Prozentpunkte auf 39 %. Wie bereits ausgeführt, könnten diese Ergebnisse potenziell auf die Beschränkung des Betrachtungszeitraums auf die letzten beiden Jahre zurückzuführen sein. In der Tendenz vergleichbar sind allerdings die vorliegenden Ergebnisse zur Frage, ob eine persönliche Inanspruchnahme des Stimmrechts oder eine Übertragung desselben auf einen Bevollmächtigten für die Zukunft geplant ist. Hier zeigt sich im Vergleich zur Vorgängeruntersuchung, dass der entsprechende Anteil einer geplanten persönlichen Stimmrechtsnutzung um 2 Prozentpunkte auf 4,5 % gesunken und derjenige einer geplanten Stimmrechtsübertragung um 1 Prozentpunkt auf 9 % gestiegen ist. Der größte prozentuale Anstieg ist allerdings bei denjenigen Privatanlegern zu verzeichnen, die ihr Stimmrecht in Zukunft weder selber nutzen noch auf einen Bevollmächtigten übertragen möchten. Der entsprechende Anteil ist gegenüber 2008 deutlich um 8 Prozentpunkte auf 36 % gestiegen.

Insgesamt zeigt sich, dass das Stimmrecht im Durchschnitt des gewichteten Rücklaufs in den vergangenen fünf Jahren merklich an Bedeutung verloren hat. Diese Entwicklung ist über alle Anlegergruppen hinweg, besonders aber bei den unerfahrenen Anlegern, zu beobachten. Bei letzteren ist der Anteil derjenigen, die eine künftige Stimmrechtsnutzung konsequent ablehnen, sogar um 17 Prozentpunkte auf knapp 52 % gestiegen. Angesichts der zu beobachtenden geringen Hauptversammlungspräsenzen deutscher börsennotierter Unternehmen überraschen diese Erkenntnisse allerdings nur wenig.<sup>22</sup> Abschließend ist festzuhalten, dass der prozentuale Anteil der Aktionäre, die ihr Stimmrecht selbst nutzen oder dieses auf einen Bevollmächtigten übertragen, in der Gruppe der versierten Anleger mit 58 % (18 % + 40 %) am höchsten und bei den unerfahrenen Anlegern mit 28 % (8 % + 20%) im Gruppenvergleich am kleinsten ausfällt.

Befragt, ob sie bereit wären, stimmrechtslose Aktien zu erwerben, zeigt sich wie bereits in 2004 und 2008 ein differenziertes Bild für die unterschiedlichen Aktionärsgruppen. Gruppenübergreifend hat die Bereitschaft zu einem Erwerb stimmrechtloser Aktien im Zeitablauf zugenommen (vgl. Abb. 19), das Ausmaß dieser Zunahme variiert aber deutlich zwischen den einzelnen Investorengruppen.

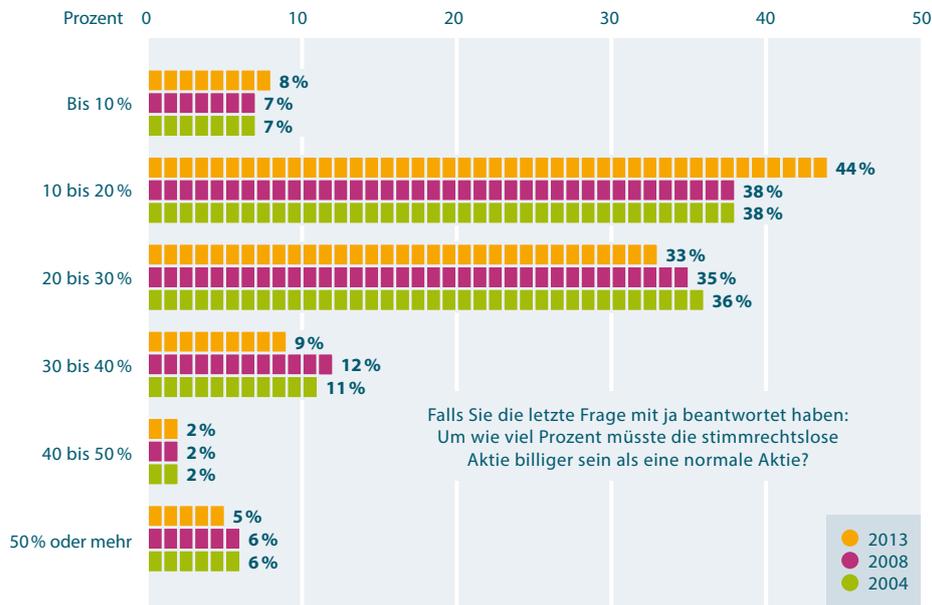
<sup>22</sup> Vgl. hierzu die entsprechenden Statistiken für die DAX-, MDAX-, SDAX- und TecDAX-Unternehmen, abrufbar unter <http://www.sdk.org/statistiken.php>.

**Abb. 19: Bereitschaft zum Kauf stimmrechtsloser Aktien**

In der Gruppe der erfahrenen Investoren findet sich mit 72% der höchste Anteil von Investoren, die dem Erwerb stimmrechtsloser Aktien positiv gegenüberstehen (vgl. Abb. 19; Tab. A.5.10). Während der prozentuale Anstieg potenzieller Erwerber von stimmrechtslosen Aktien in der Gruppe der Unerfahrenen – hinter den kurzfristig orientierten Investoren (plus 9 Prozentpunkte) – mit 6 Prozentpunkten am zweithöchsten ausfällt, liegt der relative Anteil in dieser Gruppe mit 49% gruppenübergreifend auf dem niedrigsten Niveau. Interessant ist auch die Divergenz zwischen den risikoaversen und den risikofreudigeren Investoren. Während von den Risikoaversen lediglich 58% stimmrechtslose Aktien erwerben würden, beträgt der entsprechende Anteil bei den risikofreudigeren Investoren 68%. Damit scheinen risikoaverse Investoren dem Stimmrecht ebenso wie unerfahrene sowie insbesondere misstrauische Investoren einen besonderen Wert beizumessen.

Speziell von den misstrauischen Anlegern wollen ca. 50% nicht auf ihr Stimmrecht verzichten. Dies überrascht insofern wenig, als das Stimmrecht für diese dem Grunde nach die einzige Möglichkeit bietet, aktiv bzw. kontrollierend im Rahmen der Hauptversammlung auf die Unternehmenspolitik Einfluss zu nehmen. Umso mehr verwundert es vor diesem Hintergrund allerdings, dass nach wie vor ein überdurchschnittlich hoher Anteil der misstrauischen Investoren sein Stimmrecht weder in der Vergangenheit ausgeübt hat (13%) noch eine künftige Ausübung beabsichtigt (42%). Schließlich sind auf kurzfristige Gewinnerzielung abzielende Investoren genauso wie technisch orientierte Anleger überproportional (70% bzw. 63%) häufig bereit, stimmrechtslose Aktien zu erwerben (vgl. Tab. A.5.10).

Diejenigen Investoren, die sich grundsätzlich bereit erklären, ihr Stimmrecht zu veräußern, wurden anschließend gebeten, einen prozentualen Anteil des Marktwerts der Aktie zu beziffern, den sie für ihr Stimmrecht in etwa verlangen würden (vgl. Abb. 20). Wie bereits bei den beiden Vorgängeruntersuchungen sieht sich ein Großteil der Anleger und hierbei insbesondere der unerfahrenen Investoren nicht imstande, diese Frage zu beantworten.

**Abb. 20: Kursabschlag für Stimmrechtslosigkeit**

Auf Grundlage von 35 % (2008: 37%) der Antworten des gewichteten Rücklaufs ergibt sich eine verhältnismäßig breit streuende Verteilung, deren Mittelwert (Median) gegenüber 2008 von 20 % (20%) auf 18 % (15%) gesunken ist (vgl. Tab. A.5.11).<sup>23</sup> Ursächlich hierfür ist, dass der Anteil derjenigen am stärksten zugenommen hat, die dem Stimmrecht einen Wert zwischen 10 % und 20 % des Wertes einer normalen Aktie beimessen. Im Durchschnitt des gewichteten Rücklaufs ist dieser Anteil im Vergleich zu 2008 um 6 Prozentpunkte auf 44 % angestiegen, während die Quote derjenigen, die dem Stimmrecht einen Wert von mehr als 20 % des Wertes einer normalen Stammaktie beimessen, um knapp 7 Prozentpunkte gesunken ist. Diese Entwicklung ist mit Ausnahme der unerfahrenen Investoren auf Ebene aller Anlegergruppen in mehr oder weniger starkem Ausmaß – die Werte schwanken hier zwischen 1 Prozentpunkt bei den dividendenorientierten Investoren und 10 Prozentpunkten bei den versierten Anlegern – zu beobachten. Bei den Unerfahrenen hat sich demgegenüber eine deutliche Verschiebung (+14 Prozentpunkte) zur Kategorie derjenigen Investoren ergeben, deren Werteschätzung zwischen 20 und 30 % liegt.

Schließlich wurden die Anteilseigner danach gefragt, wie sich ihrer Ansicht nach die Präsenz eines Mehrheitsaktionärs auf die Werthaltigkeit ihres Stimmrechts einerseits und den Gesamtwert ihrer Aktie andererseits auswirkt (vgl. Abb. 21; Tab. A.5.12). Hierbei sollte der Wert des Stimmrechts aus theoretischer Sicht bei Existenz eines Mehrheitsaktionärs sinken, weil es dem Stimmrechtsinhaber in diesem Fall in aller Regel nicht mehr direkt möglich ist, das Unternehmensgeschehen ohne die Kooperationsbereitschaft des Mehrheitsaktionärs entscheidend zu beeinflussen. Darüber hinaus ist die Möglichkeit einer unternehmensfremden Übernahme bei Existenz eines Mehrheitsaktionärs geringer.

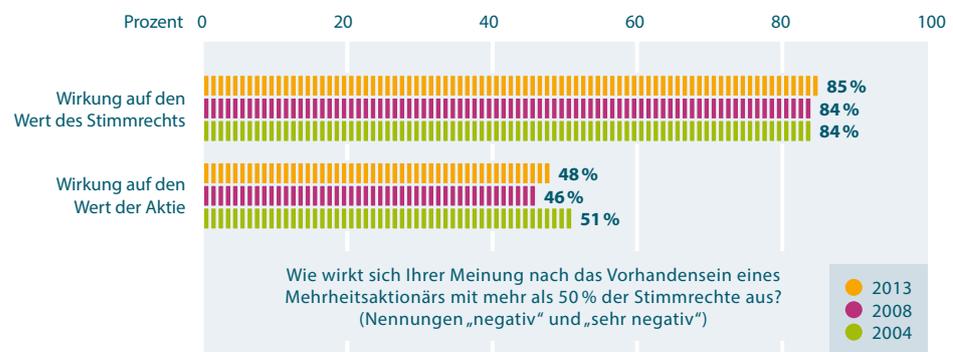
Ein positiver Einfluss auf den Wert des Stimmrechts könnte sich durch die Existenz eines Mehrheitsaktionärs allenfalls dann ergeben, wenn dieser beabsichtigt oder sogar dazu verpflichtet ist, seine Stimmrechtsanteile künftig noch weiter auszubauen und daher weitere

<sup>23</sup> Dies deckt sich mit empirischen Ergebnissen für die Preisdifferenz zwischen deutschen Stamm- und Vorzugsaktien. Vgl. Daske/Ehrhardt (2002), S. 191, die für den Zeitraum 1956 bis 1998 eine Differenz von 17,2% und für den Zeitraum 1988 bis 1998 eine Differenz von 21,8% messen.

Aktien erwerben muss. Im Allgemeinen ist allerdings wohl davon auszugehen, dass sich die Existenz von Mehrheitsaktionären eher negativ auf die Werthaltigkeit von Stimmrechten auswirkt.

Weniger klar ist die Argumentation für den Wert der Aktie insgesamt: Neben den obigen Ausführungen bezüglich der Stimmrechte ist hierbei zusätzlich zu analysieren, welche Rolle der Mehrheitsaktionär für die Unternehmensführung und -kontrolle insgesamt spielt. Einerseits wäre es denkbar, dass sich der Mehrheitsaktionär auf Kosten der Minderheitsaktionäre bereichert (entrenchment effect). Andererseits ist nicht auszuschließen, dass der Mehrheitsaktionär seine Kontrollmöglichkeiten zum Wohle aller Aktionäre und damit auch der Minderheitsgesellschafter ausübt (incentive effect). Letztgenannte könnten dann als Trittbrettfahrer an dem Nutzen der Kontrolle durch den Mehrheitsaktionär partizipieren, ohne jedoch die korrespondierenden Kosten zu tragen.

**Abb. 21: Mehrheitsaktionär und Wert des Stimmrechtes**



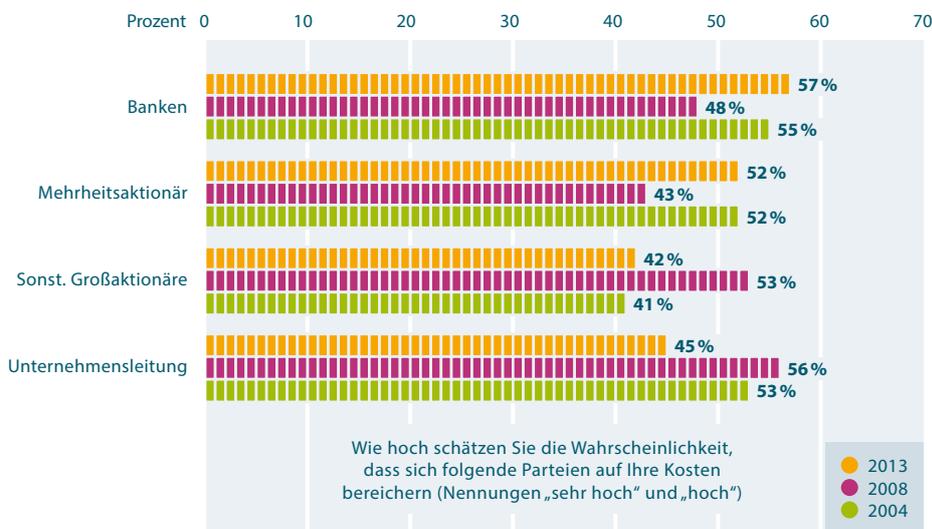
Aus Sicht der Privatanleger wirkt sich die Existenz eines Mehrheitsaktionärs nach wie vor negativ auf den Wert des Stimmrechtes aus (vgl. Abb. 21; Tab. A.5.12). Wie der Mittelwert von 4,14 zeigt, decken sich die Ergebnisse hierbei weitgehend mit denen der 2008er Untersuchung (Mittelwert: 4,1). Während allerdings in der Gruppe der unerfahrenen Anleger die Einschätzung eines (sehr) negativen Einflusses auf den Stimmrechtswert deutlich um insgesamt 12 Prozentpunkte abgenommen hat, ist in den anderen Anlegergruppen keine derart drastische Verschiebung festzustellen. Darüber hinaus befürchten wie bereits 2004 und 2008 vor allem erfahrene Investoren (90%), dass sich die Existenz eines Mehrheitsaktionärs (sehr) negativ auf den Stimmrechtswert auswirkt.

Mit Blick auf die Bedeutung eines Mehrheitsaktionärs für den Wert der Aktie insgesamt hat sich das Bild gegenüber 2008 kaum verändert. Die leichte Zunahme des Anteils derjenigen, die einen negativen oder sogar sehr negativen Einfluss von Mehrheitsaktionären auf den Aktienwert sehen, um zwei Prozentpunkte ist in dieser Form nicht bei allen Anlegergruppen zu beobachten. Während dieser Anteil bei den Profis leicht und bei den Einsteigern deutlich um 1 bzw. 12 Prozentpunkte gefallen ist, verzeichnen die Gruppen der fundamentalen, technischen und kurzfristig orientierten Investoren Zunahmen zwischen 2 und 4,5 Prozentpunkten. Am negativsten beurteilen erwartungsgemäß und konsistent zu den Ergebnissen der 2008er Befragung die misstrauischen Investoren die Existenz eines Mehrheitsaktionärs. So liegt der korrespondierende Gruppenanteil mit 68% um 20 Prozentpunkte über dem Durchschnittswert des gewichteten Rücklaufs von 48%. Hierbei ist festzustellen, dass der Anteil der summierten Nennungen „negativ“ bzw. „sehr negativ“ ansonsten in keiner anderen Anlegergruppe die 50%-Marke übersteigt.

Insgesamt stützen die aktuellen Befragungsergebnisse eher die oben beschriebene „Bereicherungsthese“, denn einem Anteil von 48 %, die den Einfluss des Mehrheitsaktionärs hinsichtlich des Wertes der Aktie als (sehr) negativ erachten, stehen lediglich 24 % gegenüber, die dessen Einfluss als (sehr) positiv beurteilen. Am positivsten wird die Rolle des Mehrheitsaktionärs hierbei von der Gruppe der erfahrenen Anleger gesehen, bei denen der vorausgehend genannte Anteil bei rund 30 % liegt.

Abschließend wurden die Aktionäre befragt, inwiefern sie sich durch andere Stakeholder des Unternehmens in ihrer Vermögensposition bedroht sehen (vgl. Abb. 22; Tab. A.5.13).

### Abb. 22: Bereicherungsangst privater Anleger



Die diesbezüglichen Ergebnisse zeichnen ein sehr differenziertes Bild. Während die Angst der Aktionäre vor einer Bereicherung der Unternehmensleitung oder sonstiger Großaktionäre auf ihre Kosten gegenüber der letztmaligen Befragung erheblich abgenommen hat, ist diese Bereicherungsangst mit Blick auf Mehrheitsaktionäre und Banken deutlich angestiegen. So ist der prozentuale Anteil derjenigen Anleger, welche die Wahrscheinlichkeit einer Bereicherung von Unternehmensleitung und sonstigen Großaktionären als (sehr) hoch einschätzen, gegenüber 2008 im Durchschnitt um 11 bzw. 12 Prozentpunkte auf 45 % bzw. 42 % gefallen. Dieser Entwicklung steht ein korrespondierender Anstieg hinsichtlich der Bereicherungsangst vor Mehrheitsaktionären und Banken von jeweils 9 Prozentpunkten auf 52 % bzw. 57 % gegenüber. Hervorzuheben ist, dass sich diese Ergebnisse auf durchgängig hohem Niveau auch auf Ebene aller Anlegergruppen wiederfinden.

Besonders auffällig ist die Entwicklung bei den unerfahrenen Investoren. Hier ist der Anteil derjenigen, die sich vor einer Bereicherung der Banken auf ihre Kosten fürchten, um 14 Prozentpunkte von 46 % auf das gruppenübergreifend höchste Niveau von rund 60 % gestiegen. Demgegenüber ist der korrespondierende Anteil, der sich auf die Bereicherungsangst vor sonstigen Großaktionären bezieht, drastisch um 17 Prozentpunkte auf 38 % gefallen. Analog verhält es sich bei den erfahrenen Anlegern, bei denen diese Quote im Vergleich zu 2008 ebenfalls um 17 Prozentpunkte auf 33 % abgenommen hat. Dieser Entwicklung steht wiederum eine deutliche Zunahme bei der Bereicherungsangst vor einem Mehrheitsaktionär und Banken um knapp 18 bzw. 9 Prozentpunkte auf 50 % bzw. 48 % gegenüber.

Wie erwartet unterscheiden sich die Gruppen der risikoaversen und der risikofreudigeren Anleger systematisch. So fällt die Befürchtung, dass sich die vier verschiedenen Stakeholdergruppen auf Kosten der Privataktionäre bereichern, bei den risikoaversen Anlegern jeweils um 5 bis 9 Prozentpunkte höher aus als bei den risikofreudigeren Investoren. Auffällig ist darüber hinaus, dass speziell die Investoren mit kurzfristiger Gewinnerzielungsabsicht verhältnismäßig hohe Bereicherungängste aufweisen. So liegt der Anteil derjenigen kurzfristig orientierten Investoren, die die Wahrscheinlichkeit einer Bereicherung seitens der vier Stakeholdergruppen als hoch oder sehr hoch einstufen, regelmäßig um 3 bis 7 Prozentpunkte über dem korrespondierenden Durchschnittswert des gewichteten Rücklaufs.

Die gegenüber 2008 über alle Anlegergruppen hinweg zu beobachtende drastische Erhöhung der Bereicherungängste vor Banken deutet möglicherweise auf den erheblichen Imageschaden hin, den Banken im Zuge der Finanzkrise erlitten haben. Die vorliegenden Ergebnisse korrespondieren schließlich auch zu den Erkenntnissen, die zur Einschätzung der Privatanleger zur Vertrauenswürdigkeit der Beratung durch Bank, Sparkasse und Broker gewonnen wurden (vgl. Abb. 11; Tab. A.5.2). Auch hier zeigten sich neben einem erheblichen Bedeutungsverlust der Bankberatung für die eigene Anlageentscheidung deutliche Einbußen bei der Vertrauenswürdigkeit der Banken. Dass sich darüber hinaus die Angst der Anleger vor einer Bereicherung von Mehrheitsaktionären deutlich erhöht hat, stützt die bereits gewonnene Erkenntnis, dass die Existenz eines Mehrheitsaktionärs für den Wert der Aktie tendenziell negativ beurteilt wird. Offen bleibt allerdings, warum die Bereicherung Angst vor einem Mehrheitsaktionär gerade in den letzten fünf Jahren in allen hier differenzierten Anlegergruppen so deutlich zugenommen hat und damit wieder auf dem Niveau der 2004er Befragung liegt.

## 5.5 STABILITÄTSTESTS

Um zu untersuchen, inwieweit die präsentierten Ergebnisse von solchen Aktionärsgruppen getrieben werden, die bislang in der Aktionärstypologie nicht erfasst werden, werden diese Gruppen aus dem Rücklauf eliminiert. In einer ersten Untersuchung werden die Antworten solcher Privatanleger aus dem Rücklauf entfernt, die angeben, dass sie Mitarbeiter der Deutsche Post DHL waren oder sind. Dies betrifft insgesamt 4.170 Antwortende und damit knapp 11 % des hier insgesamt ausgewerteten Datensatzes. Rund 60 % dieser Aktionärsgruppe sind der Anlegergruppe der Value-Investoren und 55 % der Gruppe der risikoaversen Investoren zuzuordnen. Die infolge des Ausschlusses der Belegschaftsaktionäre prozentual größte Abnahme ist indes bei der Gruppe der Einsteiger zu verzeichnen. Hier sinkt die Datenbasis um rund 17 %. Durch den Wegfall der 4.170 Datensätze ändern sich die in den vorausgegangenen Kapiteln präsentierten Ergebnisse zwar geringfügig, ohne hierdurch jedoch die zentralen Aussagen und Ergebnisse der Studie zu verändern. Darüber hinaus ist unter Zugrundelegung des Stabilitätstests nicht davon auszugehen, dass sich die Belegschaftsaktionäre von anderen demographisch ähnlichen Investoren systematisch unterscheiden.

In einem zweiten Test werden die Antworten von solchen Aktionären aus dem Sample entfernt, die angeben, dass sie ihre Aktienentscheidungen mehr oder weniger komplett Dritten überlassen. Dieser Bereinigungsschritt betrifft insgesamt 2.119 Beobachtungen, von denen knapp 47 % der Gruppe der Value-Investoren zuzuordnen sind. Den prozentual größten Einfluss hat der Ausschluss erneut auf die Gruppe der Einsteiger, bei denen rund 18 % des verfügbaren Datensatzes wegfallen. Da die Fragen zum Informationsverhalten von der Aktionärsgruppe, die ihre Anlageentscheidungen nicht autark treffen, nicht zu beantworten waren, ist lediglich die Robustheit der Ergebnisse zu den Fragen zur Ausschüttung

und zu den Stimmrechten zu untersuchen. Der Ausschluss dieser Gruppe hat keinen wesentlichen Einfluss auf die zentralen Erkenntnisse sowie die Gesamtaussage der in den vorausgehenden Kapiteln dargestellten Ergebnisse.

Im Rahmen des letzten Robustheitstests werden schließlich alle Antworten solcher Aktionäre entfernt, die laut eigener Angabe nur Aktien eines Unternehmens halten. Dieser Bereinigungs-schritt betrifft insgesamt 1.714 Beobachtungen. Da diese Aktionärsgruppe zu einem wesentlichen Teil aus den Belegschaftsaktionären des ersten Stabilitätstests besteht, ähneln folglich auch die Ergebnisse in den Grundzügen denjenigen dieses Tests, wobei die Anzahl der auszu-schließenden Datensätze im Rahmen des ersten Stabilitätstests noch deutlich höher ausfiel. In Analogie zu diesem wird durch den Ausschluss erneut die Datenbasis der Einsteiger – prozentual betrachtet – mit minus 11 % am stärksten reduziert.

Es ist abschließend festzuhalten, dass die durchgeführten Stabilitätstests die in den vorausgehenden Kapiteln präsentierten Ergebnisse erwartungsgemäß beeinflussen. Aufgrund des großen Rücklaufs sind solche Beeinflussungen häufig auch statistisch signifikant. Ungeachtet dessen ändert sich an den zentralen Aussagen und Erkenntnissen der Studie auch durch die Robustheitstests nichts. Allenfalls fallen leichte Niveauunterschiede bzw. leichte Verschiebungen innerhalb der Verteilungen auf, die aber keinen Einfluss auf die getroffenen Gesamtaussagen implizieren. Ökonomisch bedeutende Beeinflussungen der Ergebnisse durch Aktionärsgruppen, die im Rücklauf gegenüber der Grundgesamtheit unter Umständen überrepräsentiert sein könnten, lassen sich insoweit nicht feststellen, so dass die Ergebnisse dieser Untersuchung als recht robust anzusehen sind.

## 6. Vergleichsstudie: Institutionelle Investoren

### 6.1 KURZÜBERBLICK ÜBER BEFRAGUNGSMETHODIK UND RÜCKLAUFCHARAKTERISTIKA

Wie bei den Vorgängerstudien wurde eine flankierende Befragung institutioneller Anleger durchgeführt. Im Wege einer Online-Befragung wurde eine Untersuchungsgesamtheit von 893 institutionellen Investoren befragt, für die die Deutsche Post DHL über gültige Kontaktdaten bzw. E-Mail-Adressen verfügte. Hierzu wurden die 893 institutionellen Investoren per E-Mail im Namen des Finanzvorstands der Deutsche Post DHL, Herrn Lawrence A. Rosen, angeschrieben, wobei ihnen ein individueller Link zugesandt wurde, über den sie auf den Online-Fragebogen zugreifen konnten. Der Rücklauf lag nach zwei Nachfassaktionen bei insgesamt 51 Fragebögen und beträgt damit rund 5%. Im Vergleich zum Jahr 2008 hat sich dieser folglich um 5 Prozentpunkte verringert und liegt damit auf einem mit anderen Befragungsstudien von institutionellen Anlegern vergleichbaren Niveau.<sup>24</sup>

Neben der verzögerten Rücksendegruppe SPÄT (15 Fragebögen), die diejenigen Antworten enthält, die aus der am 28.02.2013 erfolgten Nachfassaktion per E-Mail resultierten, werden

<sup>24</sup> Schulz (1999) als weitere einschlägige Studie für den deutschen Markt stützt sich auf ein Sample von 80 auswertbaren Fragebögen. Eine Studie von Ferber und von Nitzsch zur Bedeutung von Vertrauen für institutionelle Investoren fußt auf einem Rücklauf von 45 Fragebögen. Vgl. Ferber / von Nitzsch (2004), S. 819. Weitere Informationen zur Befragungsmethodik finden sich im vierten Abschnitt des Anhangs.

zusätzlich zu dem gesamten auswertbaren Rücklauf (Alle (48 Fragebögen)) zwei weitere Gruppen separat analysiert. Zunächst werden alle Investoren, die sich, ihr Unternehmen und ihre Tätigkeit in eine der in den Fragen 17 bis 19 explizit angegebenen Kategorien einordnen können (vgl. Tab. A.6.17-19) und die Angaben zur ihrem geographischen Tätigkeitsgebiet machen, in die Gruppe Komplett (36 Fragebögen) eingeordnet. Da nur für diese tatsächlich sichergestellt ist, dass es sich um institutionelle Investoren im engen Sinn handelt, sollten die Ergebnisse dieser Gruppe insbesondere dann beachtet werden, wenn sie signifikant von den Ergebnissen des Gesamtrücklaufs abweichen.

Als weitere Gruppe werden Investoren identifiziert, die entweder ihr Tätigkeitsgebiet oder den Zentralsitz ihres Unternehmens in Großbritannien, den Niederlanden oder in den USA haben. Diese Gruppe umfasst 22 Personen (Anglo). Insgesamt wird also deutlich, dass die hier präsentierten Ergebnisse infolge der geringen Rücklaufquote auf sehr kleinen Gruppengrößen beruhen. Vor diesem Hintergrund sind die nachfolgenden Ergebnisse grundsätzlich vorsichtig zu interpretieren.<sup>25</sup>

Des Weiteren ist zu beachten, dass die Datenbasis der 2013er Welle im Vergleich zur 2008er Welle geändert wurde. 2008 wurden institutionelle Investoren befragt, die zufällig aus der Investorendatenbank Thomson Financial One entnommen wurden und angaben, deutsche Unternehmen zu analysieren. Bei der aktuellen Befragung wurden – in Analogie zu der 2004 durchgeführten Befragung – die von der Deutsche Post DHL als institutionell klassifizierten Investoren, von denen die Deutsche Post DHL über Kontaktdaten verfügte, selber befragt. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass diese Investoren bzw. deren Unternehmen nicht zwingend auch Deutsche Post-Aktien halten. So geben 15 institutionelle Investoren des Rücklaufs an, dass ihr Unternehmen nicht in Aktien der Deutsche Post DHL investiert ist, während 13 Personen (27 %) hierzu keine Aussage getroffen haben (vgl. Tab. A.6.20). Dennoch ist zu konstatieren, dass die Ergebnisse aus einem Vergleich der 2013er und 2008er Befragungswellen infolge der unterschiedlichen Datenbasen vorsichtig zu interpretieren sind.

Der Fragebogen der Institutionellen wurde bei einzelnen Fragen inhaltlich leicht geändert und um zwei demographische sowie drei inhaltliche Fragen erweitert. Bei den demographischen Angaben wurde im Vergleich zur 2008er Befragung zusätzlich abgefragt, ob der jeweilige institutionelle Investor in Aktien der Deutsche Post DHL investiert ist. Darüber hinaus sollte das verwaltete Fondsvermögen angegeben werden. Auf die letzte Frage antworteten allerdings nur 40 %, also 19 der 48 Befragungsteilnehmer, so dass die entsprechenden Ergebnisse hier nicht weiter betrachtet werden (vgl. Tab A.6.21).

Die inhaltlichen Änderungen bzw. Erweiterungen des Fragebogens betreffen einerseits die Fragen zur Bedeutung verschiedener Informationsquellen für das Treffen von Anlageentscheidungen sowie zur Nutzungsintensität einzelner Bestandteile des Geschäftsberichts. Hier wurden einzelne Antwortmöglichkeiten ersetzt, gestrichen oder zusammengefasst, wobei in den nachfolgenden Auswertungen an entsprechender Stelle kurz auf die konkreten Abweichungen hingewiesen wird. Auf der anderen Seite wurde der Fragebogen um drei Fragen (Fragen 10, 15 und 16; vgl. Kapitel 9. Anhang, Abschnitt 3) zur Nutzung des Stimmrechts (Frage 10) sowie zur Bedeutung von Privatinvestoren

<sup>25</sup> Die geringen Gruppengrößen reduzieren die Stärke der im Anhang wiedergegebenen Teststatistiken deutlich. Signifikante Unterschiede zwischen den Gruppen können also gerade auch wegen der geringen Gruppenstärke als Beleg für die nachfolgenden Ergebnisse angesehen werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn parametrische und nicht-parametrische Testverfahren in die gleiche Richtung weisen.

(Frage 15) und elektronischen Handelsplattformen/Dark Pools<sup>26</sup> (Frage 16) für die Informationseffizienz und das Handelsvolumen auf Eigenkapitalmärkten erweitert.

Die letzten beiden Fragen können hierbei zwar keinem der drei bereits bei den Privatinvestoren differenzierten Themenbereiche direkt zugeordnet werden. Allerdings tangieren sie die Fragenblöcke zu den Informationsanforderungen der institutionellen Anleger sowie zur Ausschüttungspolitik, in deren Rahmen u.a. auf die Präferenz für Kursgewinne und die Bedeutung der Aktienkursvolatilität für die eigene Anlageentscheidung eingegangen wird. Insofern knüpfen die beiden genannten Fragen an diesen Thematiken zumindest implizit an, indem sie auf die Bedeutung von Privatinvestoren und elektronischen Handelsplattformen/Dark Pools für den Preisbildungsmechanismus bzw. die Funktionsfähigkeit (Informationseffizienz und Handelsvolumina) des Kapitalmarkts fokussieren.

## 6.2 INFORMATIONSVERHALTEN

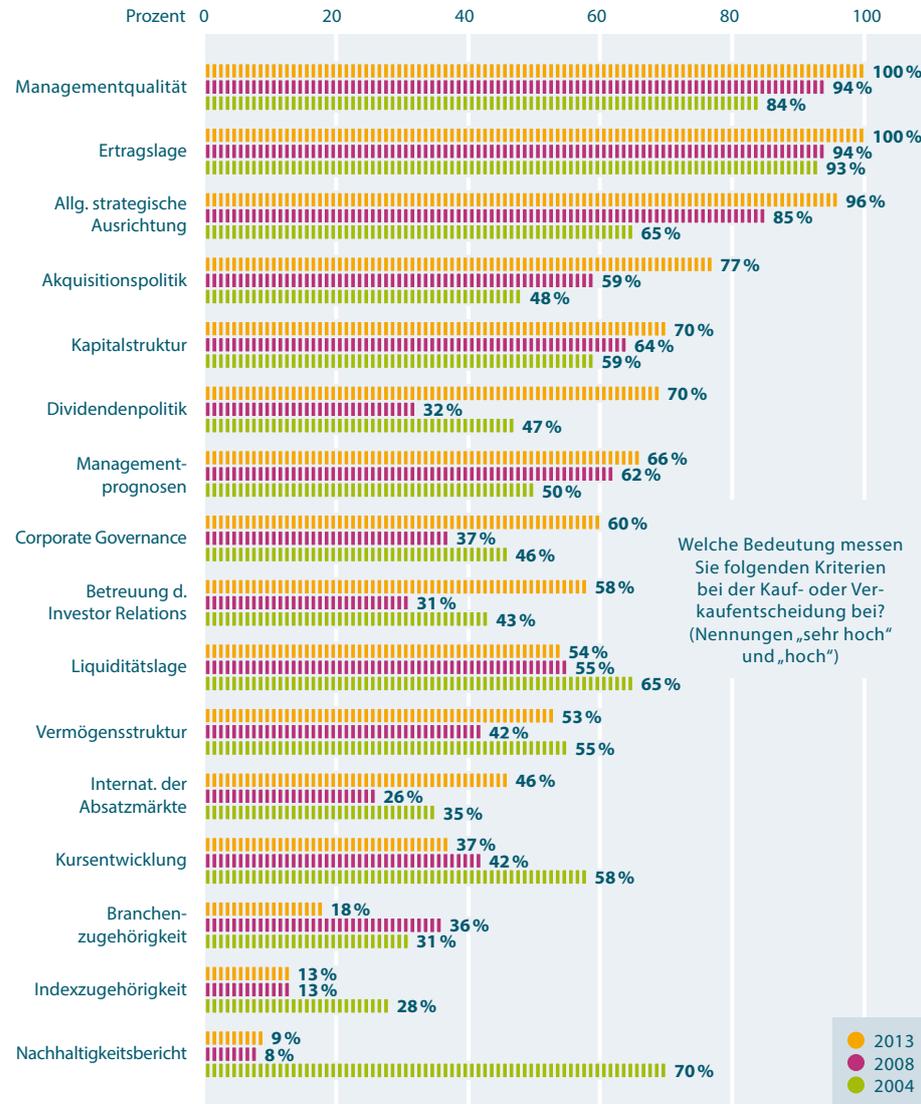
Im Rahmen der ersten Frage sollten die institutionellen Investoren angeben, welche Bedeutung sie bestimmten Anlagekriterien bzw. Informationen für ihre Anlageentscheidung beimessen. Die höchste Bedeutung für die Investitionsentscheidung von institutionellen Anlegern haben nach wie vor die wahrgenommene Managementqualität und die Ertragslage (vgl. Abb. 23; Tab. A.6.1).<sup>27</sup> So beurteilen alle 48 institutionellen Investoren diese beiden Kriterien hinsichtlich ihrer Relevanz für Investitionsentscheidungen als „hoch“ oder sogar „sehr hoch“. Neben der Kapitalstruktur sind darüber hinaus – wie auch bereits 2008 – die allgemeine strategische Ausrichtung und Managementprognosen für institutionelle Anleger von großer Bedeutung.<sup>28</sup> Auffällig ist demgegenüber der erhebliche Bedeutungszuwachs der Akquisitionspolitik (+19 Prozentpunkte) und der Dividendenpolitik (+38 Prozentpunkte). Hierdurch rangiert die Akquisitionspolitik nunmehr mit einem Anteil von 77% der institutionellen Investoren, die diesem Kriterium eine (sehr) hohe Bedeutung zusprechen, vor der Kapitalstruktur und der Dividendenpolitik auf Platz 4 der insgesamt 16 zu beurteilenden Anlagekriterien.

<sup>26</sup> Als Dark Pools werden bank- und börseninterne Handelsplattformen für den anonymen Handel mit Finanzinstrumenten bezeichnet, wobei entsprechende Transaktionen außerhalb des offenen Wertpapierhandels der Börsen abgeschlossen werden. Von Bedeutung ist hierbei die mangelnde Transparenz der Dark Pools, da den Händlern nicht angezeigt wird, wie viele Finanzprodukte zu welchem Preis angeboten oder nachgefragt werden.

<sup>27</sup> Dies deckt sich mit den Ergebnissen einer von PwC durchgeführten Analystenbefragung, wonach Analysten ebenfalls primär an der Performance und damit an der Ertragslage eines Unternehmens interessiert sind. Die Bilanz spielt in diesem Kontext eine untergeordnete Rolle. Vgl. PriceWaterhouseCoopers (2007), S. 5.

<sup>28</sup> Vgl. zur Bedeutung von Managementprognosen für die Analystenschätzungen Pellens/Lehmann (2013).

**Abb. 23: Orientierungsgrößen institutioneller Anleger für die Anlageentscheidung**



Dass die Dividendenpolitik einen erheblichen Bedeutungszuwachs erfahren hat, deckt sich mit den Ergebnissen der Privatanleger. Komplementär hierzu hat die Kursentwicklung – neben der Branchenzugehörigkeit – als einziges Kriterium in seiner absoluten sowie relativen Bedeutung zu den anderen Kriterien deutlich abgenommen. Während der absolute Bedeutungsverlust gegenüber 2008 bei 5,5 Prozentpunkten liegt, schlägt sich die relative Relevanzeinbuße darin nieder, dass die Kursentwicklung von allen 16 Anlagekriterien nur noch an der dreizehnten Stelle steht und damit gegenüber 2008 vier Ränge verloren hat. Ursächlich hierfür könnten die sehr volatilen Entwicklungen auf den Kapitalmärkten in den vergangenen fünf Jahren sein.<sup>29</sup> Die hiermit verbundene Unsicherheit könnte dazu geführt haben, dass die Dividendenpolitik/-entwicklung nicht nur bei den Privatinvestoren, sondern auch bei den institutionellen Investoren zu Lasten der Kursentwicklung bei ihren Anlageentscheidungen weiter in den Vordergrund gerückt ist.

<sup>29</sup> Vgl. hierzu auch Abb. 1 in der Einleitung.

Die Akquisitionspolitik könnte insofern an Bedeutung gewonnen haben, als gerade das externe Wachstum von Unternehmen und die Konsolidierung auf vielen Märkten in den letzten Jahren wieder deutlich wichtiger geworden sind und die Anzahl von M&A-Transaktionen entsprechend zugenommen hat. So sollen gerade durch M&A-Transaktionen Synergien und Wachstumsoptionen generiert werden, die sich dann in der Zukunft nach erfolgreicher Integration in höheren Zahlungsmittelrückflüssen niederschlagen sollten. Insofern könnte die Akquisitionstätigkeit mit einem Bedeutungszuwachs auf Unternehmensebene automatisch auch aus Sicht der Investoren wichtiger werden. Auch die Anteile derjenigen, für die die Corporate Governance eines Unternehmens sowie die Betreuung durch die Investor Relations bei ihrer Anlageentscheidung eine (sehr) hohe Bedeutung spielen, haben jeweils im zweistelligen Prozentpunktbereich auf rund 60% zugelegt.

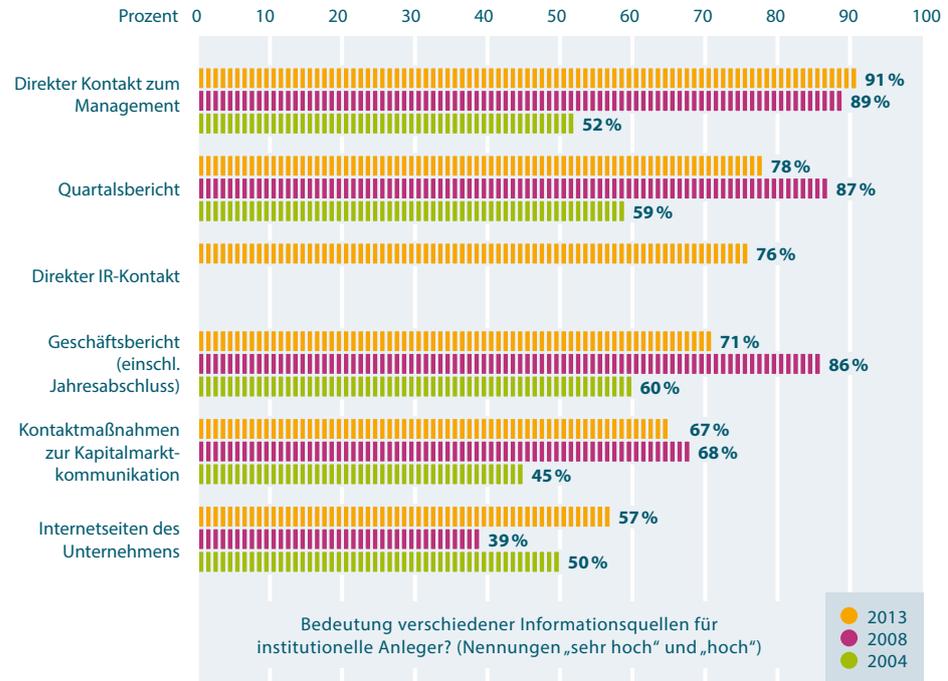
Im Vergleich zwischen deutschen und angloamerikanischen Investoren fällt auf, dass für letztere speziell die Akquisitionspolitik (64%) sowie Managementprognosen (45%) – verglichen mit dem Durchschnitt aller Institutionellen – eine geringere Rolle spielen. Stärker gewichtet wird demgegenüber die Corporate Governance, die mit einem Wert von 77% bei den Angloamerikanern 17 Prozentpunkte über dem Durchschnittswert des gesamten Rücklaufs liegt.

Als bedeutendste Informationsquelle nutzen 91% der institutionellen Investoren vor allem den direkten Kontakt zum Management (vgl. Abb. 24; Tab. A.6.2).<sup>30</sup> Diese Einschätzung erscheint insofern konsistent, als aktuell auch – wie bereits gezeigt wurde – der Managementqualität eine besonders große Bedeutung für das Treffen von Anlageentscheidungen beigemessen wird. Diese sollte sich vor allem im direkten Kontakt mit der Unternehmensleitung besser einschätzen lassen.

---

<sup>30</sup> Bei den in Abb. 24 präsentierten Vergleichszahlen ist zu berücksichtigen, dass diesen noch eine etwas andere Fragestellung zu Grunde lag: So wurde 2008 noch nach der Bedeutung des „direkten persönlichen Kontakts zum Unternehmen“ und nicht zum „Management“ gefragt. Es ist allerdings zu konstatieren, dass die Befragungsteilnehmer diese Fragestellung mit dem Kontakt zum Management assoziiert haben könnten, so dass die entsprechenden Befragungsergebnisse denjenigen der aktuellen Studie im Zeitvergleich gegenübergestellt werden.

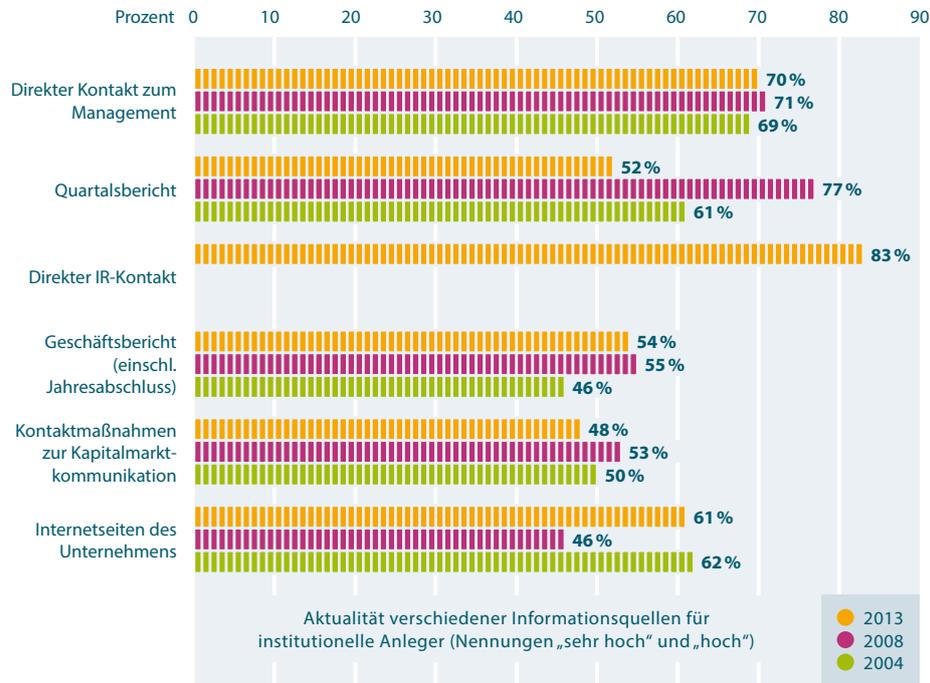
**Abb. 24: Bedeutung verschiedener Informationsquellen für institutionelle Anleger**



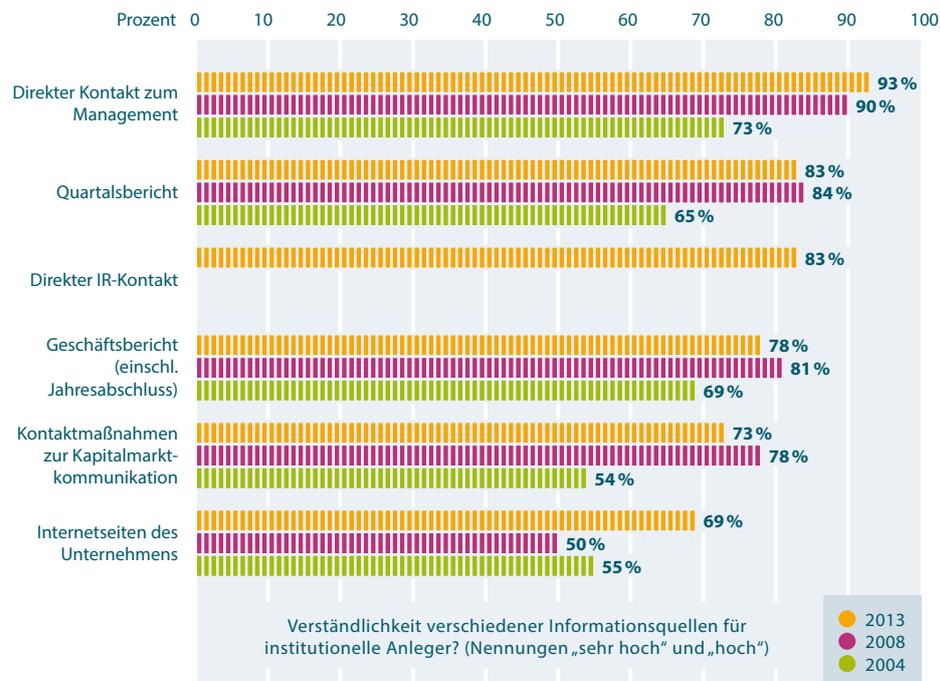
Ebenfalls von großer Relevanz ist nach wie vor der Quartalsbericht, der allerdings im Vergleich zu den Ergebnissen der 2008er Befragung einen deutlichen Bedeutungsverlust erlitten hat.<sup>31</sup> So ist der Anteil derjenigen, die diesem eine hohe oder sehr hohe Bedeutung zusprechen, gegenüber 2008 um 9 Prozentpunkte gesunken. Noch stärkere Bedeutungseinbußen musste allerdings der Geschäftsbericht hinnehmen, bei dem der korrespondierende Anteil sogar um 15 Prozentpunkte abgenommen hat. Im Unterschied hierzu haben sich hinsichtlich der Einschätzung zur Aktualität (vgl. Abb. 25), Verständlichkeit (vgl. Abb. 26) und Vertrauenswürdigkeit (Abb. 27) des Geschäftsberichts im Vergleich zu 2008 nahezu keine Änderungen ergeben (vgl. Tab. A.6.2).

<sup>31</sup> Die Untersuchung von Gassen/Schwedler, in deren Rahmen ebenfalls institutionelle Investoren befragt wurden, ergab analog hierzu, dass Finanzberichte und direkter Kontakt die mit Abstand wichtigsten Informationsquellen für diese Anlegergruppe darstellen. Dort hatten die Befragten jedoch Finanzberichten den Vorzug gegeben. Vgl. Gassen/Schwedler (2010), S. 501.

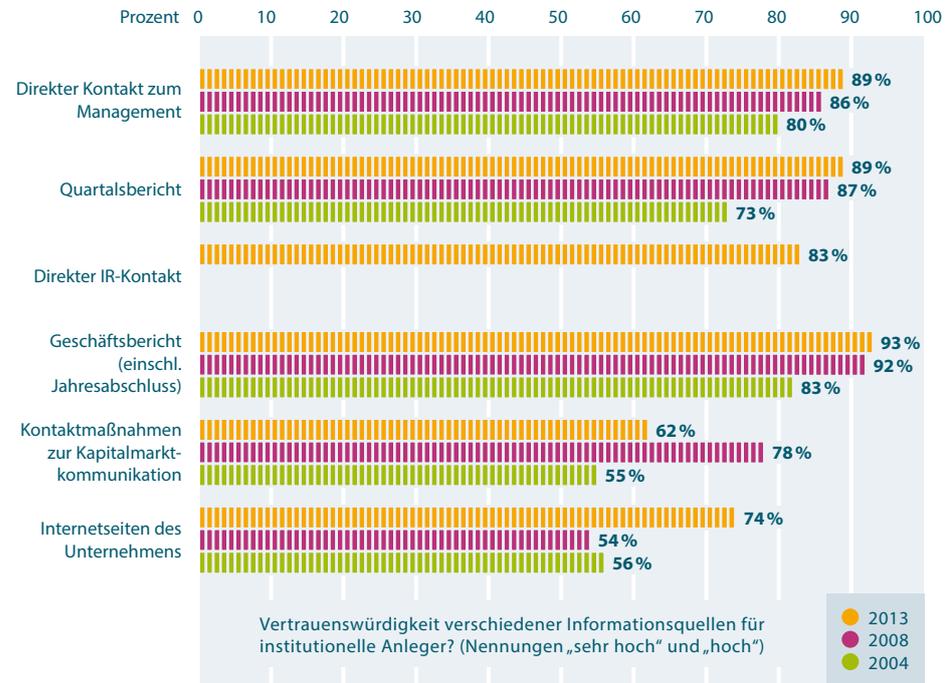
**Abb. 25: Aktualität verschiedener Informationsquellen für institutionelle Anleger**



**Abb. 26: Verständlichkeit verschiedener Informationsquellen für institutionelle Anleger**



**Abb. 27: Vertrauenswürdigkeit verschiedener Informationsquellen für institutionelle Anleger**



Als so bedeutend wie den Quartalsbericht erachten die Investoren den direkten Kontakt zu den Investor Relations (IR) eines Unternehmens. Die angloamerikanischen Investoren nutzen diesen Kontakt stärker als die Nicht-Angloamerikaner, was sich darin zeigt, dass einem Anteil der Angloamerikaner von 86%, die dem IR-Kontakt eine (sehr) hohe Bedeutung beimessen, ein um 10 Prozentpunkte geringerer Durchschnittswert des Gesamtrücklaufs gegenübersteht. Ähnlich verhält es sich mit sonstigen Maßnahmen, die unternommen werden, um Kontakt mit den Kapitalmarktteilnehmern aufzunehmen bzw. zu halten. Hierzu zählen beispielsweise Investorenmeetings, Analystenkonferenzen und Roadshows. Diesbezüglich zeigt sich, dass diese Maßnahmen von nur rund 67% der Befragten als bedeutsam eingeschätzt werden, während der korrespondierende Anteil der Angloamerikaner mit 82% deutlich höher liegt.<sup>32</sup> Demnach scheinen angloamerikanische institutionelle Investoren im Vergleich zu den anderen Investoren ein anderes Informationsverhalten an den Tag zu legen.

Dem direkten IR-Kontakt wird die höchste Aktualität beigemessen (83%), gefolgt vom direkten Kontakt zum Management, dem allerdings nur 70% der Anleger eine (sehr) hohe Aktualität zusprechen. Dafür beurteilen die Anleger mit einem Anteil von 93% den direkten Kontakt zum Management als am besten verständlich.

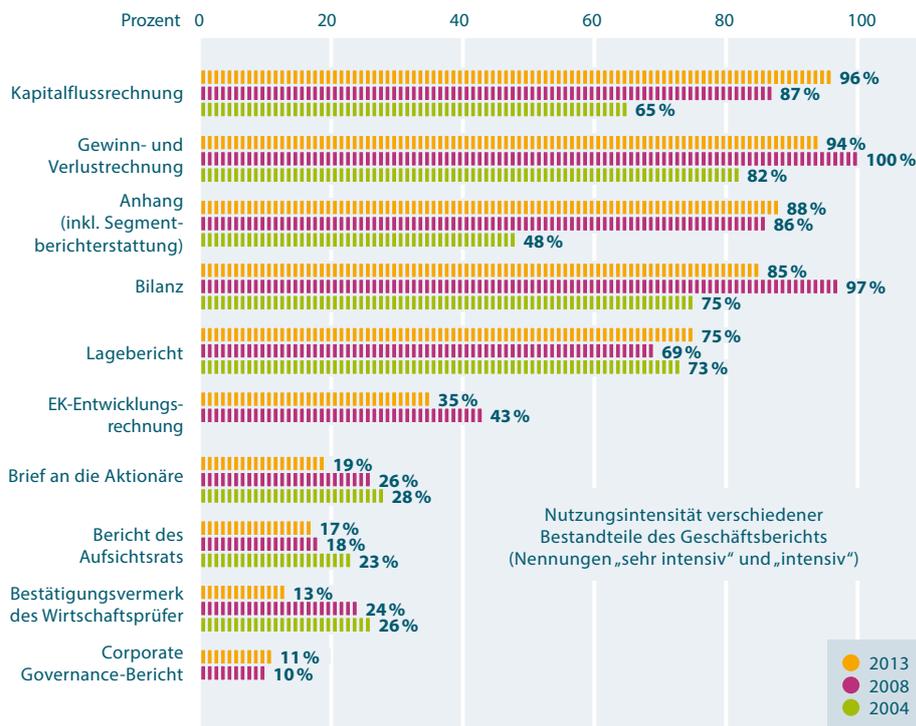
Die Internetseiten rangieren hinsichtlich der Verständlichkeit deutlich abgeschlagen hinter den anderen Informationsquellen auf dem letzten Platz. Die höchste Vertrauenswürdigkeit kommt dem Geschäftsbericht zu. 93% der zu dieser Frage Stellung nehmenden Investoren erachten die Vertrauenswürdigkeit des Geschäftsberichts als hoch oder sogar sehr hoch, was nahezu dem Ergebnis der 2008er Befragung entspricht. Dieses Ergebnis zeigt, dass

<sup>32</sup> Auch hier basieren die Vergleichszahlen für 2008 und 2004 auf einer etwas anderen Fragestellung: So wurde im Rahmen der Vorgängerstudien nach der Bedeutung von Investorenmeetings gefragt, insofern ist die aktuelle Frage nach „Kontaktmaßnahmen zur Kapitalmarktkommunikation“ konzeptionell weitreichender.

sowohl die Kontrollmechanismen innerhalb der Unternehmen als auch die externe Prüfung des Abschlusses durch Wirtschaftsprüfer und Enforcement-Organe wie z.B. die DPR ein hohes Maß an Vertrauen in die Unternehmenszahlen fördern.

Erstmals wird die im angloamerikanischen Raum traditionell stark beachtete Kapitalflussrechnung von den institutionellen Investoren am intensivsten genutzt (vgl. Abb. 28; Tab. A.6.3).

**Abb. 28: Nutzungsintensität verschiedener Bestandteile des Geschäftsberichtes durch institutionelle Anleger**



96% aller Befragungsteilnehmer und 100% der angloamerikanischen Investoren geben an, dieses Rechenwerk mindestens intensiv zu nutzen. Knapp dahinter rangiert die Gewinn- und Verlustrechnung, bei der der Anteil der (sehr) intensiven Nutzer gegenüber 2008 um 6 Prozentpunkte auf 94% gefallen ist. Interessant ist, dass der Anhang inzwischen intensiver genutzt wird als die Bilanz. So geben rund 88% bzw. 85% der institutionellen Anleger an, Anhang bzw. Bilanz mindestens intensiv zu nutzen. Dass der Anhang erstmals vor der Bilanz rangiert, bei der die Nutzungsintensität gegenüber der 2008er Befragung um insgesamt 11 Prozentpunkte abgenommen hat, könnte daran liegen, dass die Segmentberichterstattung als Teil des Anhangs im Rahmen der aktuellen Befragung nicht mehr separat aufgeführt wird. Da den Ergebnissen der 2008er Befragung zufolge aber gerade die Segmentberichterstattung ein besonders intensiv genutztes Berichtsinstrument darstellte, ist nicht auszuschließen, dass die hier erfolgte Darstellung der Segmentberichterstattung als Teil des Anhangs zu einem Bedeutungsanstieg des letzteren geführt hat. Ebenfalls nicht auszuschließen ist, dass die institutionellen Investoren – und hierbei speziell die angloamerikanischen, von denen ein überproportionaler Anteil von 95% den Anhang (sehr) intensiv nutzt – den Anhang als Lehre aus der Finanzkrise deutlich intensiver heranziehen. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass bestimmte Risiken nicht in den klassischen

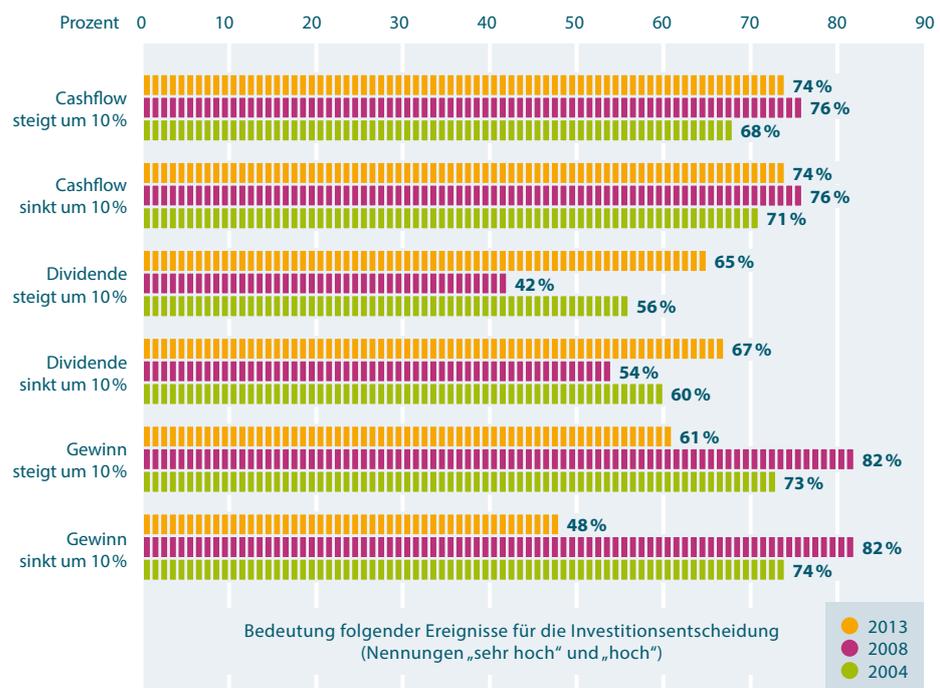
Rechenwerken abzubilden waren, allerdings eine Berichtspflicht innerhalb des Anhangs bestanden hätte. Demzufolge könnte beispielsweise die hiermit verbundene Sensibilisierung für bestimmte im Anhang anzugebende Informationen / Risiken zu dem dargestellten Bedeutungszuwachs des Anhangs geführt haben. Darüber hinaus erfordert die hohe Komplexität der IFRS-Rechnungslegung dem Grunde nach eine intensive Auseinandersetzung mit den Anhangangaben. Beispielsweise kann es für Investoren von großem Interesse sein, inwieweit das Jahresergebnis möglicherweise durch nicht nachhaltige, gegebenenfalls rein modellbasierte Gewinne / Verluste aus einer Fair Value-Bilanzierung von Renditeimmobilien oder Finanzinstrumenten verzerrt ist.

Möglicherweise ist auch gerade das Fair Value Accounting ein Grund dafür, dass die Bilanz im Vergleich zu 2008 deutlich weniger intensiv genutzt wird. Denn speziell die Fair Value-Bilanzierung ist im Nachgang der Finanzkrise stark kritisiert worden, so dass eine aus Investorensicht durch Fair Values potenziell „verzerrte“ Bilanz weniger beachtet wird.

Insgesamt untermauern die vorliegenden Ergebnisse die Erkenntnisse der 2008er Befragung: Die Intensität der Nutzung der einzelnen Geschäftsberichtsbestandteile ist bei den institutionellen Anlegern wesentlich höher als bei den privaten Investoren. Speziell die Kapitalflussrechnung und der Anhang haben seit 2008 erheblich an Bedeutung hinzugewonnen, so dass Erstere seitens der Institutionellen inzwischen sogar noch intensiver genutzt wird als die Gewinn- und Verlustrechnung und die Bilanz, wobei Letztere seit 2008 erheblich an Nutzungsintensität eingebüßt hat.

Hinsichtlich der Frage, welche Relevanz die institutionellen Investoren der Veränderung – d.h. 10%ige Erhöhung und Minderung – des Gewinns, der Dividende und des Cashflows beimessen, ergibt sich zunächst eine Parallele zu den Privatinvestoren (vgl. Abb. 29; Tab. A.6.4):

**Abb. 29: Bedeutung von Gewinn-, Cashflow- und Dividendenänderungen für institutionelle Anleger**



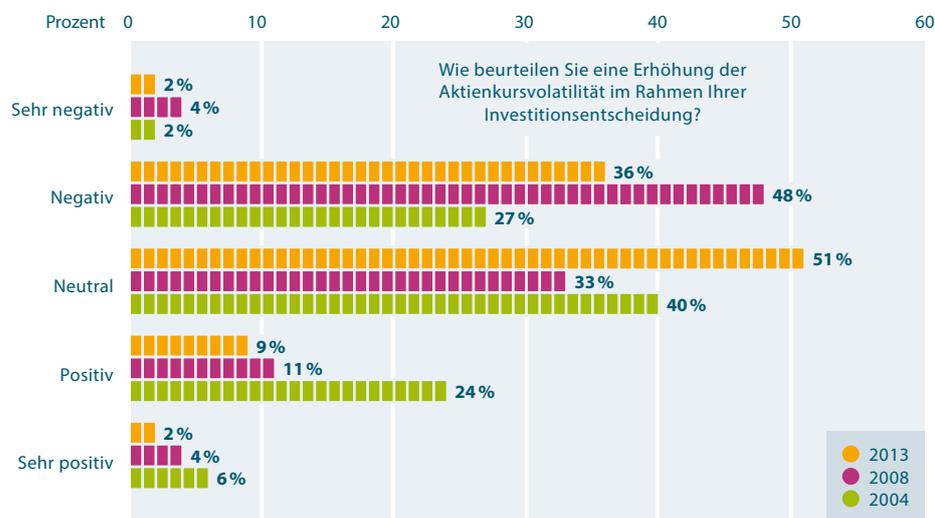
Gegenüber 2008 hat die Dividende erheblich an Bedeutung hinzugewonnen, was sich in einer Erhöhung des Anteils derjenigen, die eine Erhöhung bzw. Minderung der Dividende als (sehr) wichtig erachten, um 23 bzw. 13 Prozentpunkte auf 65 % bzw. 67 % widerspiegelt. Demgegenüber hat die Gewinnentwicklung für Investitionsentscheidungen drastisch an Relevanz verloren. Waren es 2008 jeweils noch 82 % der Institutionellen, die die Bedeutung einer Gewinnerhöhung bzw. eines Gewinneinbruchs um 10 % als (sehr) hoch eingestuft haben, so ist der entsprechende Anteil bezogen auf die aktuelle Untersuchung drastisch um 21 bzw. 34 Prozentpunkte auf nur noch 61 % bzw. 48 % gefallen. Diese Beobachtung deutet darauf hin, dass die institutionellen Investoren anscheinend für mit der IFRS-Rechnungslegung regelmäßig in Verbindung gebrachte volatilere Gewinnentwicklungen sensibilisiert sind und diese nicht zwingend mit einer nachhaltigen Cashflow-Entwicklung gleichsetzen. Dies könnte gleichzeitig dazu geführt haben, dass die Dividendenentwicklung – analog zu den Privatinvestoren – stärker in den Fokus der Institutionellen gerückt ist, da die Höhe der Dividende mutmaßlich durch den längerfristig bzw. nachhaltig zu erwartenden Gewinnrend eines Unternehmens determiniert wird.

Im Unterschied zu den vorausgehend geschilderten Bedeutungsverlagerungen bezüglich Gewinn- und Dividendenentwicklung bewegt sich die Bedeutung von Cashflowveränderungen auf dem Niveau der Vorgängerstudie. Demnach wird diesen im Vergleich zu Gewinn- und Dividendenschwankungen nach wie vor die höchste Relevanz zugesprochen. Entsprechend ist der Anteil derjenigen, die einen Anstieg bzw. eine Abnahme des Cashflows als (sehr) wichtig für die eigene Anlageentscheidung erachten, von 2008 auf 2013 nur leicht um jeweils 1,7 Prozentpunkte auf 74 % gesunken.

Bei der Frage, ob institutionelle Investoren steigenden oder fallenden Ergebnisgrößen eine höhere Bedeutung beimessen, ergeben sich wie bereits in den Jahren 2004 und 2008 Unterschiede zu den Privatanlegern (vgl. Abb. 29; Tab. A.6.4). So wird die Bedeutung von Gewinn- bzw. Cashflowveränderungen unabhängig von deren Änderungsrichtung nahezu identisch eingeschätzt. Dies gilt jedoch nicht für Dividenden: Dividendenkürzungen wird mehr Bedeutung beigemessen als Dividendenerhöhungen. Diese Beobachtung, die 2004 ausschließlich auf die angloamerikanischen Investoren zutraf, ist analog zur 2008er Befragung auch auf Basis der vorliegenden Daten für die Gesamtheit der Befragten festzustellen. Hierdurch wird die mit der Dividendenentwicklung häufig verbundene Signalling-Hypothese gestützt, derzufolge Manager mit der Dividendenfestsetzung private Informationen über die künftige Entwicklung des Unternehmens signalisieren und gleichzeitig das Bestreben haben, kontinuierliche bzw. im Zeitablauf leicht steigende Dividenden auszuschütten.

Abschließend wurden die institutionellen Investoren danach gefragt, wie sie eine Erhöhung der Aktienkursvolatilität hinsichtlich ihrer Anlageentscheidung beurteilen (vgl. Abb. 30; Tab. A.6.5). Im Vergleich zu 2008 wird eine erhöhte Aktienkursvolatilität in der Tendenz etwas positiver beurteilt. So hat der Anteil derjenigen, die eine erhöhte Aktienkursvolatilität als (sehr) negativ beurteilten, gegenüber 2008 um 13 Prozentpunkte auf 38 % abgenommen. Im Zuge dessen hat sich eine Verschiebung in Richtung derjenigen ergeben, die einer erhöhten Volatilität „neutral“ gegenüberstehen (plus 18 Prozentpunkte auf 51 %).

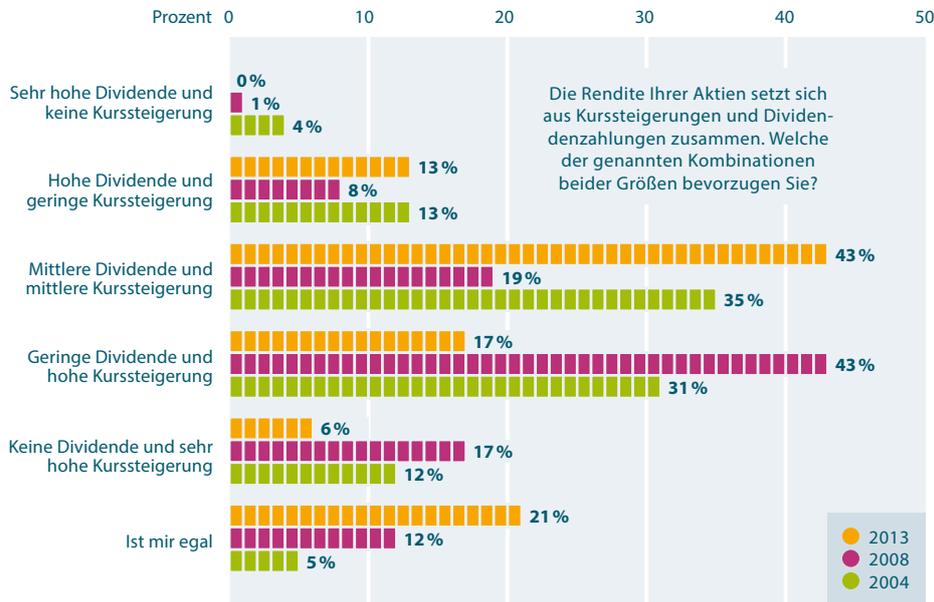
**Abb. 30: Beurteilung der Aktienkursvolatilität durch institutionelle Anleger**



### 6.3 AUSSCHÜTTUNG

Bei der Frage nach dem idealen Verhältnis von Dividendenzahlungen und Kurssteigerungen hat sich der Fokus gegenüber dem Jahr 2008 deutlich zugunsten von Dividenden verschoben (vgl. Abb. 31; Tab. A.6.6). Das gilt sowohl für den Durchschnitt als auch für den angloamerikanischen Anteil der institutionellen Investoren. So hat der Anteil derjenigen, die 2008 noch eine Präferenz für hohe oder sehr hohe Kurssteigerungen geäußert hatten, im Gesamtdurchschnitt um 37 Prozentpunkte auf nur noch 23% abgenommen. Auf angloamerikanischer Seite fällt die Abnahme mit 17 Prozentpunkten vergleichsweise geringer aus, was aber auch daran liegt, dass bei dieser Gruppe in 2008 ein im Vergleich zum Durchschnitt (61%) deutlich geringerer Investorenanteil (41%) für (sehr) hohe Kurssteigerungen plädiert hat. Schließlich hat die vorausgehend beschriebene Entwicklung dazu geführt, dass institutionelle Investoren im Durchschnitt – bei einem Plus von 24 Prozentpunkten auf rund 43% – die Kombination einer mittleren Dividende mit mittleren Kurssteigerungen bevorzugen.

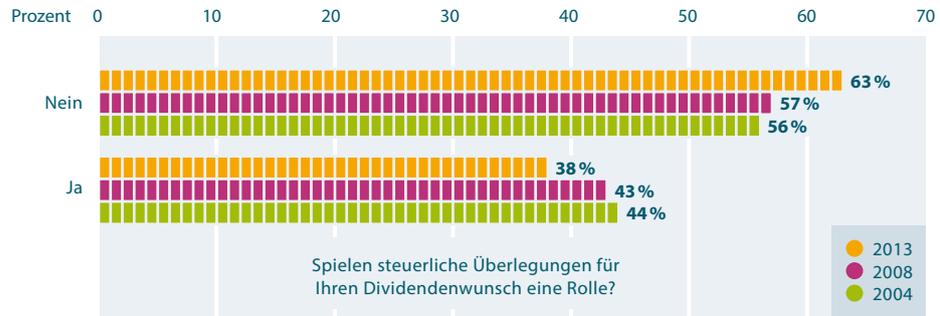
**Abb. 31: Bedeutung von Dividende und Kurssteigerungen aus Sicht institutioneller Anleger**



Darüber hinaus hat sich auch derjenige Anteil Institutioneller deutlich erhöht (+10 Prozentpunkte), denen die konkrete Zusammensetzung der Aktienrendite gleichgültig ist. Dies deckt sich dem Grunde nach mit der investitionstheoretischen Sichtweise, dass sich ausgeschüttete Dividenden dem Grunde nach in gleicher Höhe im Aktienkurs niederschlagen müssten. Bei Investition der einbehaltenen Mittel zum Kapitalkostensatz des einbehaltenen Unternehmens ergäbe sich dann infolge der Kapitalwertneutralität der Wiederanlage der gleiche Vermögenseffekt für den Anleger wie im Falle einer sofortigen Dividendenauszahlung. Insofern lässt sich aus investitionstheoretischer Sicht durchaus begründen, dass 21% der institutionellen Investoren der Kombination von Dividenden und Kurssteigerungen indifferent gegenüberstehen. Insgesamt hat die Dividende aus Sicht der institutionellen Investoren zwar merklich an Bedeutung hinzugewonnen, allerdings nicht in dem hohen Ausmaß, wie dies bei den Privatinvestoren zu beobachten ist.

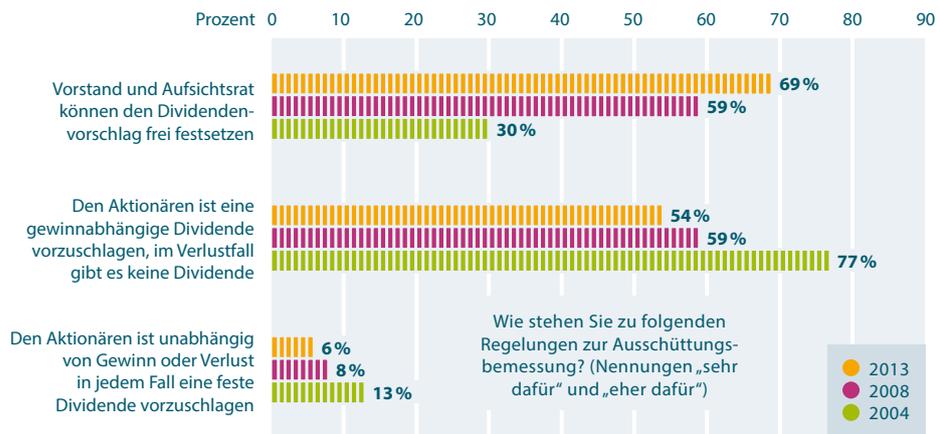
Steuerliche Überlegungen spielen für den Dividendenwunsch eines Großteils der Gesamtgruppe der institutionellen Investoren keine Rolle (vgl. Abb. 32; Tab. A.6.7). Im Vergleich zu 2008 ist dieser Anteil sogar um 6 Prozentpunkte auf nunmehr 62,5% gestiegen.

**Abb. 32: Steuerliche Überlegungen hinsichtlich des Dividendenwunsches institutioneller Anleger**



Ein ähnlich interessantes Bild ergibt sich – wie bereits in 2008 – bei der Beurteilung von unterschiedlichen Regeln zur Ausschüttungsbemessung bzw. Dividendenfestsetzung (vgl. Abb. 33; Tab. A.6.8).

**Abb. 33: Einstellungen institutioneller Aktionäre zur Dividendenregelung**

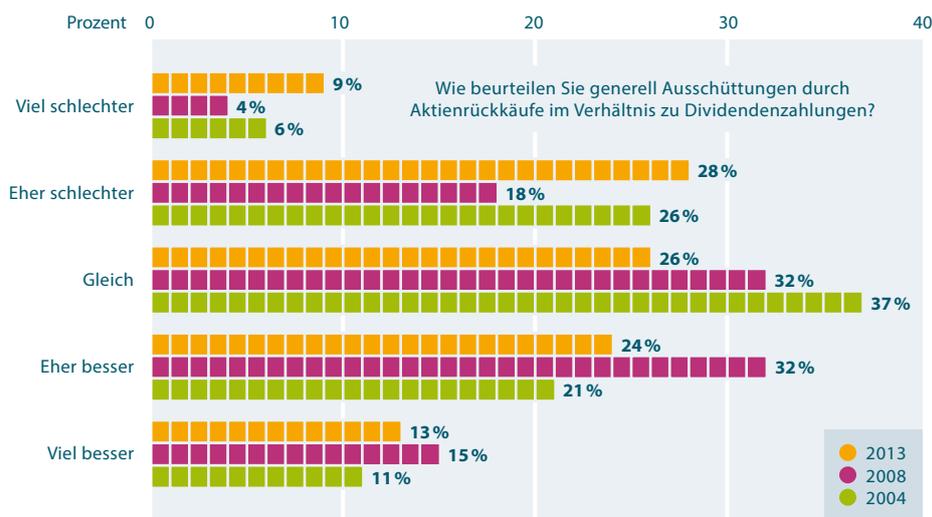


Während die Mehrheit der institutionellen Investoren das derzeit in Deutschland geltende System der Dividendenfestsetzung im Jahr 2004 noch deutlich gegenüber den beiden in Abb. 33 aufgeführten Alternativen vorzog, hat sich ihre Präferenz seit 2008 auf den ersten Blick in Richtung einer Deregulierung der bestehenden Regeln zur Ausschüttungsbemessung entwickelt. Inzwischen plädieren 69% (2008: 59%; 2004: 30%) der an der Befragung teilnehmenden institutionellen Anleger dafür, dass Vorstand und Aufsichtsrat den Dividendenvorschlag autonom festsetzen können sollten. Hierbei ist allerdings zu beachten, dass sich der vorliegende Datensatz zu 46% (2008: 18,5%) aus angloamerikanischen Investoren zusammensetzt. Wird in diesem Zusammenhang berücksichtigt, dass sich die angloamerikanischen Investoren im vorliegenden Fall zu 100% für das System einer freien Dividendenfestsetzung durch Vorstand und Aufsichtsrat aussprechen, relativiert sich der Bedeutungsanstieg dieses Vorschlags erheblich. So läge der Anteil derjenigen, die eine freie Dividendenfestsetzung durch den Vorstand befürworten, ohne die Berücksichtigung der angloamerikanischen Anleger bei nur noch 42%, während in diesem Fall durchschnittlich 69% anstelle von 54% das bestehende System der Ausschüttungsbemessung befürworten.

Dass sich alle an der Befragung teilnehmenden angloamerikanischen Investoren für die Alternative einer freien Dividendenbemessung entscheiden, verwundert nicht. So kann das Management sowohl in den USA als auch in Großbritannien nach den dort geltenden Ausschüttungssystemen unter Berücksichtigung der finanziellen Lage des Unternehmens und gesellschaftsrechtlich fundierter Ausschüttungsobergrenzen über die Dividendenhöhe frei entscheiden. Konsequenterweise von allen Investorengruppen abgelehnt wird nach wie vor der Vorschlag einer festen Dividende, die selbst im Verlustfall ausgeschüttet wird.

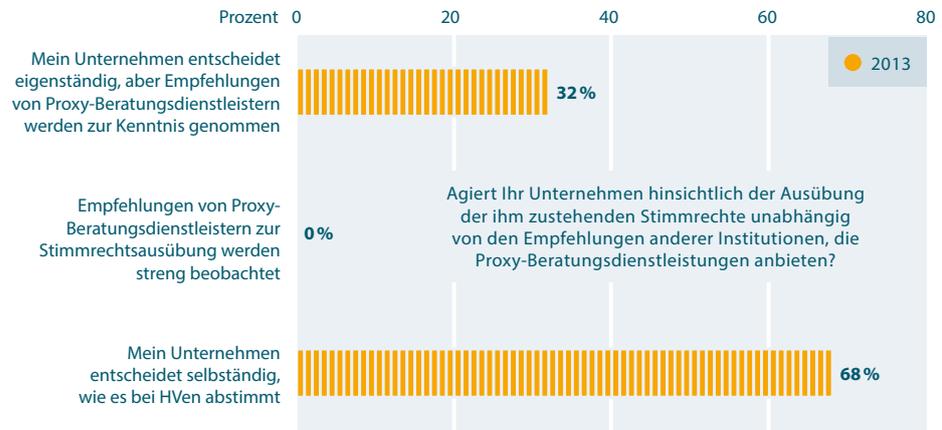
Danach befragt, wie die institutionellen Investoren Ausschüttungen durch Aktienrückkäufe im Vergleich zu Dividendenzahlungen beurteilen, geben 37% an, dass sie Aktienrückkäufe gegenüber Dividenden vorziehen würden (vgl. Abb. 34; Tab. A.6.9). Dieser Wert ist im Vergleich zu den Ergebnissen der 2008er Studie um 9 Prozentpunkte gesunken. Allerdings ist auch dieses Ergebnis maßgeblich durch den Anteil der angloamerikanischen Investoren am Gesamtsample geprägt. So sprechen sich lediglich 25% dieser Investorengruppe für Ausschüttungen in Form von Aktienrückkäufen aus.

**Abb. 34: Einstellungen institutioneller Aktionäre zur Ausschüttung durch Aktienrückkäufe im Verhältnis zu Dividendenzahlungen**

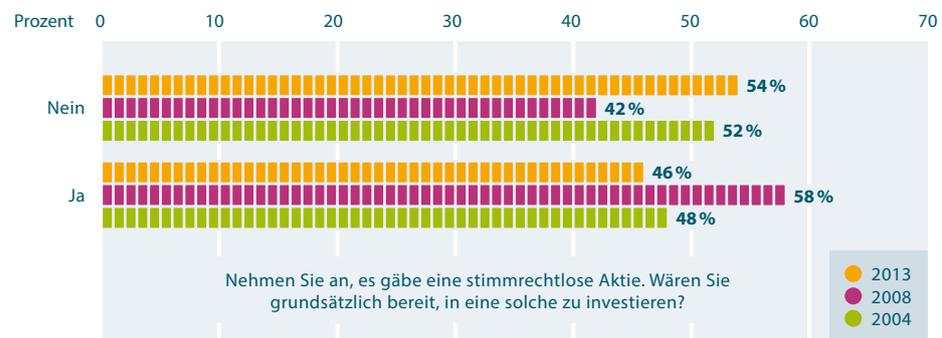


## 6.4 STIMMRECHT

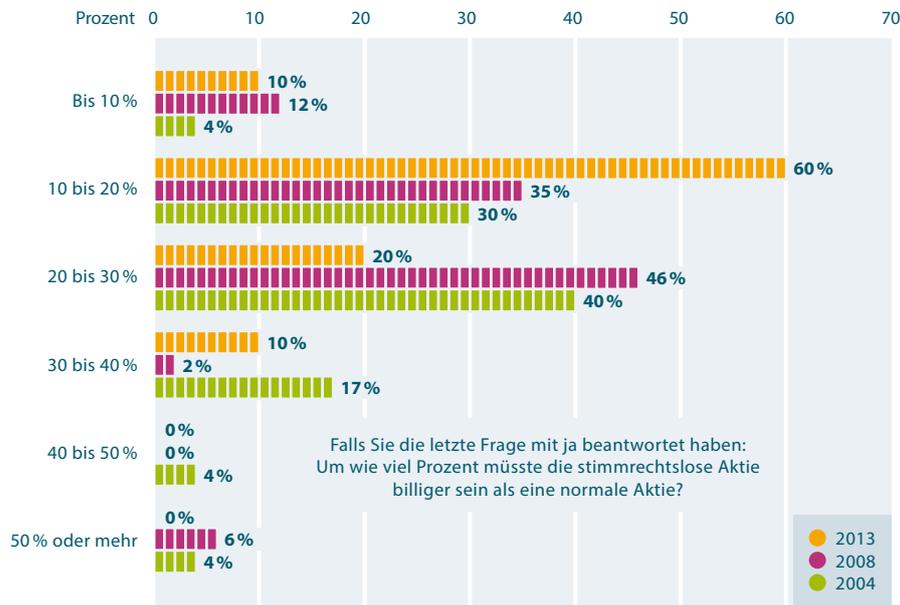
Im Fragenblock zur Relevanz und Ausübung des Aktionärsstimmrechts wurde zunächst erhoben, ob die institutionellen Anleger hinsichtlich der Ausübung der ihnen zustehenden Stimmrechte unabhängig von Institutionen, die wie beispielsweise ISS, Glass Lewis oder IVOX eine Stimmrechtsberatung zu den einzelnen Tagesordnungspunkten auf den Hauptversammlungen anbieten, agieren. Zunächst fällt auf, dass knapp 54% der an der Befragung teilnehmenden Investoren keine diesbezügliche Angabe gemacht haben (vgl. Abb. 35; Tab. A.6.10). Keiner der übrigen 22 Investoren gibt darüber hinaus an, dass Empfehlungen von Institutionen, die Stimmrechtsberatungsdienste anbieten, streng beobachtet werden. Stattdessen verweisen alle darauf, dass ihr Unternehmen selbständig darüber entscheidet, wie es bei Hauptversammlungsbeschlüssen abstimmt. Allerdings geben 32% an, dass die Empfehlungen von Proxy-Beratungsdienstleistern zumindest zur Kenntnis genommen werden, während die anderen 68% diese Empfehlungen vollständig unberücksichtigt lassen.

**Abb. 35: Ausübung des Stimmrechts durch institutionelle Aktionäre**

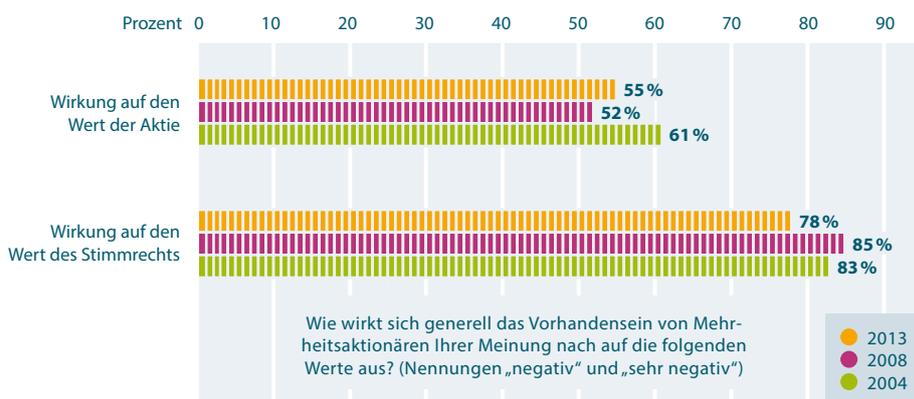
Bei den angloamerikanischen Investoren fällt dieser Anteil im Vergleich zur Gesamtgruppe mit 58% um knapp 10 Prozentpunkte geringer aus, was darauf hindeuten könnte, dass solche Abstimmempfehlungen zu den Hauptversammlungsagenden im angelsächsischen Raum tendenziell eher wahrgenommen werden.

**Abb. 36: Bereitschaft institutioneller Aktionäre zum Erwerb stimmrechtsloser Aktien**

Auch bei der Frage, ob die institutionellen Anleger bereit wären, stimmrechtslose Aktien zu erwerben, weicht die entsprechende Sub-Gruppe angelsächsischer Investoren in ihrem Antwortverhalten von denen der Gesamtgruppe ab (vgl. Abb. 36; Tab. A.6.11). Im Unterschied zur 2008er Befragung schließt eine knappe Mehrheit (54%) der Befragten aus, in stimmrechtslose Aktien zu investieren. Der korrespondierende Anteil der angloamerikanischen Investoren liegt demgegenüber deutlich höher bei 76%. Hiervon ausgehend hat der Aufschlag, der nach Ansicht der Institutionellen bei stimmberechtigten Aktien gegenüber stimmrechtlosen Aktien zu zahlen wäre, im Zeitvergleich deutlich von im Mittel 20% (Median: 20%) auf 14% (Median: 10%) abgenommen (vgl. Abb. 37; Tab. A.6.12). Allerdings haben lediglich zehn Anleger auf diese Frage geantwortet, so dass die Aussagekraft der entsprechenden Erkenntnisse begrenzt ist.

**Abb. 37: Preisabschlag für stimmrechtslose Aktien**

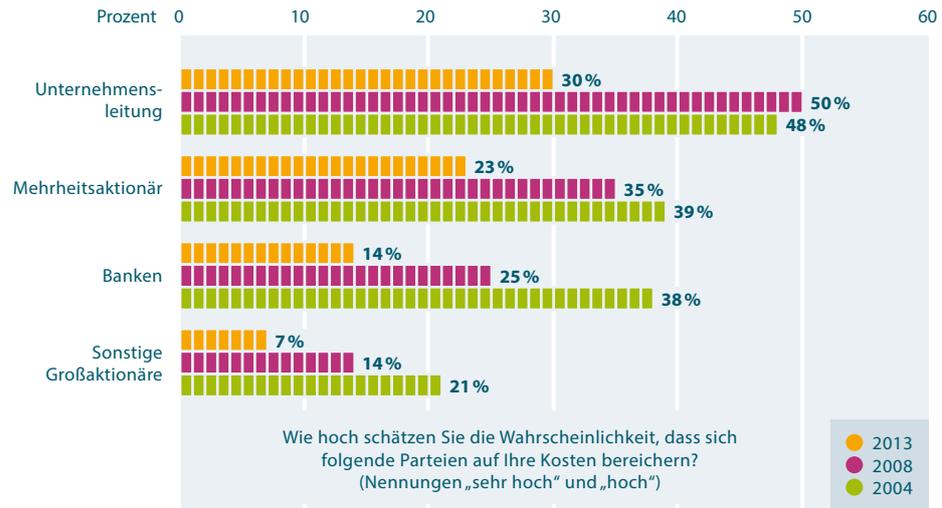
Die Rolle von Mehrheitsaktionären wird hinsichtlich ihres Einflusses auf den Wert des Stimmrechts sowie den Wert der Aktie nach wie vor kritisch gesehen (vgl. Abb. 38; Tab. A.6.13). Dies gilt wie schon bei den Vorgängeruntersuchungen insbesondere für angloamerikanische Investoren, von denen 90 % bzw. 74 % angeben, dass sich die Existenz eines Mehrheitsaktionärs negativ oder sehr negativ auf den Wert des Stimmrechts bzw. der Aktie insgesamt auswirkt. Damit hat die auf Basis des Gesamtsamples festgestellte Skepsis gegenüber Mehrheitsaktionären im Zeitvergleich in Bezug auf den Aktienwert insgesamt leicht zu- und hinsichtlich des Stimmrechts abgenommen.

**Abb. 38: Wirkung von Mehrheitsaktionären**

Bei den angloamerikanischen Investoren ist demgegenüber zwar für beide Fälle ein abnehmender Anteil derjenigen zu beobachten, die die Existenz eines Mehrheitsaktionärs (sehr) kritisch sehen. Hierdurch ändert sich aber in der Gesamtaussage gegenüber 2008 nichts.

Die Stakeholdergruppe, von der nach Ansicht der institutionellen Anleger die größte Gefahr ausgeht, dass sich diese auf ihre Kosten bereichern könnte, stellt die Unternehmensleitung dar. Auf den nachfolgenden Plätzen folgen Mehrheitsaktionäre, Banken sowie sonstige Großaktionäre (vgl. Abb. 39; Tab. A.6.14). Diese Reihenfolge bestätigt die Ergebnisse der beiden Vorgängerstudien.

**Abb. 39: Bereicherungsangst institutioneller Anleger**



Neben dieser unveränderten Reihung ist allerdings festzustellen, dass die Angst der institutionellen Investoren vor einer Bereicherung der vier verschiedenen Stakeholdergruppen auf ihre Kosten im Zeitablauf deutlich zurückgegangen ist. So betrug der Anteil derjenigen, die eine Bereicherung der Unternehmensleitung auf Kosten der Aktionäre für sehr hoch bzw. hoch halten, 2008 noch 50 %. Dieser Anteil fällt 2013 um 20 Prozentpunkte geringer aus. Ähnlich verhält es sich bei der Entwicklung der Bereicherungsängste vor den anderen drei Stakeholdergruppen; allerdings verringern sich die entsprechenden Anteile in geringerem Ausmaß zwischen 7 und 12 Prozentpunkten. Angloamerikanische Investoren befürchten das größte Bereicherungsrisiko im Unterschied zu den 2008er und 2004er Ergebnissen sowie zu den anderen institutionellen Investoren nicht mehr bezogen auf Banken, sondern bezüglich Mehrheitsaktionären. Hier ist der entsprechende Anteil entgegen dem sonstigen Trend sogar leicht um 2 Prozentpunkte angestiegen.

## 6.5 BEDEUTUNG VON PRIVATANLEGERN FÜR DIE FUNKTIONSFÄHIGKEIT DES KAPITALMARKTS

Danach befragt, wie sich die Existenz von Privatanlegern sowohl auf die Informationseffizienz als auch auf das Handelsvolumen auf Kapitalmärkten auswirkt, geht die Mehrheit der institutionellen Investoren davon aus, dass Retailinvestoren hierfür eher von untergeordneter Bedeutung sind (vgl. Abb. 40; Tab. A.6.15). Entsprechend liegt der Anteil derjenigen, die den Privatanlegern nur wenig oder gar keinen Einfluss auf die Informationseffizienz von Eigenkapitalmärkten beimessen, bei 80 %. Hinsichtlich der Bedeutung von Privatanlegern für das Handelsvolumen auf Eigenkapitalmärkten fällt der korrespondierende Anteil zwar geringer aus, liegt mit 66 % aber dennoch auf einem verhältnismäßig hohen Niveau. Darüber hinaus ist festzustellen, dass die für den gesamten Rücklauf der Institutionellen dargestellten Ergebnisse zur Informationseffizienz und zum Handelsvolumen exakt auch

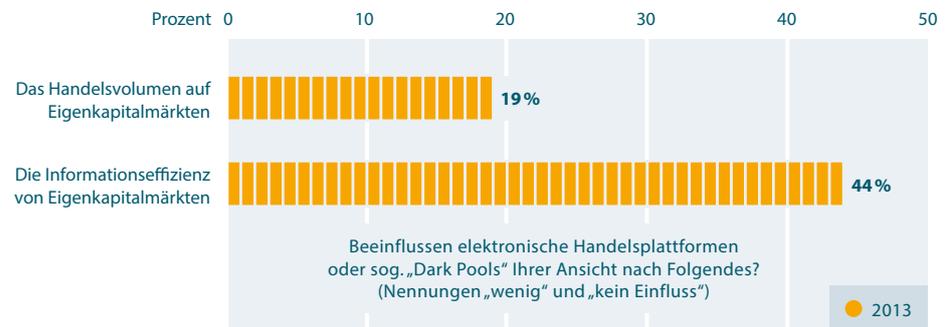
der Einschätzung seitens der Gruppe der angloamerikanischen Investoren entsprechen. Im Ergebnis scheinen Privatinvestoren aus Sicht der institutionellen Anleger für die Funktionsfähigkeit der Eigenkapitalmärkte keine Rolle zu spielen.

**Abb. 40: Einfluss von Privatanlegern aus Sicht institutioneller Anleger**



Interessant ist in diesem Zusammenhang das Auseinanderfallen der Einschätzungen zum Handelsvolumen und zur Informationseffizienz, denn dem Grunde nach wäre zu erwarten gewesen, dass die entsprechenden Anteilswerte weitgehend übereinstimmen. Wird nämlich davon ausgegangen, dass Privatinvestoren das Handelsvolumen auf Eigenkapitalmärkten „etwas“ beeinflussen, dann sollten sie dem Grunde nach auch „etwas“ Einfluss auf die Informationseffizienz dieser Märkte ausüben. Dieser Kausalzusammenhang würde allerdings dann nicht gelten, wenn davon ausgegangen wird, dass Privatanleger den wahren Wert von Eigenkapitaltiteln nicht zutreffend einschätzen können und ihre Nachfrage an den Märkten zu Verzerrungen führt. Hiervon wäre auszugehen, wenn die Handelsaktivitäten der Privatinvestoren nicht auf Informationen beruhen, die eine fundamentaltheoretisch „korrekte“ Preisbildung von Finanztiteln unterstützen. Dies wäre beispielsweise dann der Fall, wenn (Des)Investitionsentscheidungen eher aufgrund von psychologischen Faktoren als auf Basis aktuell verfügbarer Informationen getroffen werden. In letzter Konsequenz könnte eine solche Handelsaktivität der Privatinvestoren dazu führen, dass die Informationseffizienz auf den Eigenkapitalmärkten eingeschränkt bzw. reduziert wird und die beobachtbaren Preise damit nicht alle aktuellen, öffentlich verfügbaren Informationen widerspiegeln. In Konsequenz dessen müssten dann gerade die schlechter bzw. wenig informierten Privatanleger, die ihre Anlageentscheidungen eigenmächtig treffen, längerfristig zu den „Verlierern“ am Markt gehören, da sie Wertpapiere tendenziell zu teuer kaufen und zu billig verkaufen.

Abschließend wurden die institutionellen Investoren gebeten, die Bedeutung von elektronischen Handelsplattformen sowie von Dark Pools für die Informationseffizienz sowie für das Handelsvolumen auf Eigenkapitalmärkten einzuschätzen. 56 % der institutionellen Investoren gehen davon aus, dass die Handelsplattformen zumindest etwas Einfluss auf die Informationseffizienz ausüben (vgl. Abb. 41; Tab. A.6.16). Dem steht ein Anteil von 44 % der Institutionellen gegenüber, der von wenig (32 %) oder sogar gar keinem (12 %) Einfluss ausgeht.

**Abb. 41: Einfluss elektronischer Handelsplattformen**

Kleiner fällt diese Quote bei der Frage nach dem Einfluss auf das Handelsvolumen auf Eigenkapitalmärkten aus. 19% der institutionellen Anleger gehen davon aus, dass die zusätzliche Möglichkeit, Handelsaktivitäten über elektronische Handelsplattformen/Dark Pools abzuwickeln, keinen oder nur wenig Einfluss auf das Handelsvolumen ausübt. Ebenfalls 19% gehen von einem starken Einfluss aus, während 62% die Antwortalternative „etwas Einfluss“ gewählt haben. Analog zu den Ergebnissen zur Bedeutung von Privatinvestoren für die Informationseffizienz und das Handelsvolumen ist damit auch für Handelsplattformen und Dark Pools festzustellen, dass von einem deutlich größeren Einfluss auf das Handelsvolumen als auf die Informationseffizienz ausgegangen wird. Hierfür könnte der Grundsatz des sinkenden Informationsgrenznutzens zusätzlicher Liquidität sprechen, nach dem zusätzliche Transaktionen umso weniger zur Informationseffizienz beitragen, je liquider ein Wert schon ist.

Letztlich überrascht dieses Ergebnis auch nicht, wenn Handelsplattformen in der Ausgestaltung von Dark Pools in Erwägung gezogen werden. Hier könnte schon der Mangel an Transparenz gegen eine informationseffiziente Preisbildung sprechen. So wird eine „faire“ Preisfindung infolge der Unkenntnis über die Anzahl sowie den Preis der angebotenen bzw. nachgefragten Wertpapiere deutlich erschwert.

## 6.6 VERGLEICH PRIVATE VERSUS INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Hinsichtlich der Unterschiede zwischen Privatanlegern und institutionellen Investoren wird deutlich, dass ein Großteil der Ergebnisse aus den Jahren 2008 und 2004 weitgehend auch im Rahmen der aktuellen Studie bestätigt wird. Im Einzelnen sind folgende Erkenntnisse festzuhalten:

- Obwohl speziell der Geschäfts- und Zwischenbericht bei den Privatinvestoren/institutionellen Investoren im Vergleich zur 2008er Untersuchung erheblich an Bedeutung hinzugewonnen/verloren haben, nutzen institutionelle Investoren diese Informationsquellen immer noch deutlich intensiver als die Vergleichsgruppe der versierten Privatanleger. Hierbei wird der Kapitalflussrechnung und dem Anhang seitens der institutionellen Investoren nach wie vor eine wesentlich höhere Bedeutung beigemessen. Die im Vergleich zu den institutionellen Investoren geringere Nutzungsintensität des Jahresabschlusses durch Privatinvestoren korrespondiert mit der Erkenntnis, dass sich Privatanleger überwiegend auf Grundlage von Sekundärberichten aus der Presse über die wirtschaftliche Lage von Unternehmen informieren. Damit ist – wie bereits 2008 – davon auszugehen, dass sich sehr viele Privatanleger weiterhin nicht als Adressatengruppe des IFRS-Konzernabschlusses sehen. Dennoch ist diesbezüglich positiv zu vermerken, dass die Bedeutung des Geschäftsberichts einschließlich fast aller Bestandteile desselben – ausgenommen den Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers sowie den Corporate Governance-Bericht – im Zeitvergleich wieder deutlich angestiegen ist.
- Die Ergebnisse zur Bedeutung von Unternehmensberichten und zur Nutzungsintensität der einzelnen Geschäftsberichtsbestandteile deuten darauf hin, dass Privatanleger ein geringeres Verständnis für die präsentierten Informationen aufweisen als institutionelle Investoren. Dies könnte auf das unterschiedliche ökonomische Vorwissen bzw. das fehlende Spezialwissen bzw. Verständnis hinsichtlich der Erstellung und Interpretation von Jahresabschlüssen sowie die abweichende Kosten-Nutzen-Relation hinsichtlich der Informationsauswertung hindeuten.
- Nach wie vor gewichten die (versierten) Privatanleger gute Nachrichten stärker als schlechte. Demgegenüber räumen institutionelle Anleger guten und schlechten Nachrichten grundsätzlich eine gleich hohe Bedeutung für die Aktienkauf- bzw. -verkaufsentscheidung ein. Allerdings lässt sich in Bezug auf Dividenden gegenüber Privatanlegern eine entgegengesetzte Tendenz feststellen: Hier werden schlechte Nachrichten eher stärker gewichtet als gute. Damit lässt sich die Reaktion von institutionellen Investoren weniger durch verhaltenswissenschaftliche Argumente erklären als durch bilanzpolitische Überlegungen. Schließlich gewichten die institutionellen Investoren Änderungen des Cashflows – im Unterschied zu 2008 – deutlich stärker als Änderungen des Gewinns, die wiederum weniger bedeutsam sind als Dividendenänderungen. Bei den Privatinvestoren ergibt sich demgegenüber eine andere Rangfolge, da diese Dividendenänderungen vor Gewinn- und Cashflowänderungen als am relevantesten erachten.
- Sowohl bei den (versierten) Privatanlegern als auch bei den institutionellen Investoren hat der Dividendenwunsch gegenüber der Präferenz für Kurssteigerungen seit 2008 merklich zugenommen. Allerdings fällt die Zunahme der Dividendenpräferenz bei den Privatinvestoren deutlich höher aus als bei den Institutionellen.
- Während Privatanleger eindeutig die in Deutschland kodifizierten Regelungen zur Ausschüttungsbemessung befürworten, zeigt sich bei den institutionellen Anlegern ein geteiltes Bild. Angloamerikanische institutionelle Investoren haben eine klare Präferenz für eine freie Dividendenfestsetzungskompetenz der Unternehmensleitung. Demgegenüber befürworten die übrigen Institutionellen ebenso wie die Privatanleger das in

Deutschland gesetzlich verankerte System der Ausschüttungsbemessung. Gleichwohl stehen die nicht-angloamerikanischen Institutionellen der freien Dividendenfestsetzungskompetenz nicht so ablehnend gegenüber wie die Mehrheit der Privatinvestoren.

- Institutionelle Investoren stehen dem Erwerb stimmrechtsloser Aktien dem Grunde nach genauso offen gegenüber wie Privatanleger. Dies gilt allerdings nur für die nicht-angloamerikanischen institutionellen Investoren, die einen solchen Erwerb zu 76% strikt ablehnen.
- Erhebliche Unterschiede zwischen Privatanlegern und institutionellen Investoren zeigen sich bei der Frage nach der Befürchtung, dass sich verschiedene Stakeholder-Gruppen (Unternehmensleitung, Banken, Mehrheitsaktionär, sonstige Großaktionäre) auf ihre Kosten bereichern. So schätzen die institutionellen Investoren diese Bereicherungsfahrer bezogen auf alle vier Stakeholder-Gruppen im Vergleich zu den Privatinvestoren als deutlich geringer ein. Darüber hinaus fällt auf, dass sich auch die Rangfolgen der vier Gruppen bei institutionellen und Privatanlegern unterscheiden. Während die Privatanleger die größten Bereicherungsgänge vor Banken und Mehrheitsaktionären hegen, geht die größte Gefahr nach Ansicht der Institutionellen von der Unternehmensleitung und Mehrheitsaktionären aus. Das geringste Bereicherungsrisiko sehen sowohl die privaten als auch die institutionellen Investoren demgegenüber auf Seiten sonstiger Großaktionäre.

## 7. Schlussfolgerungen für Unternehmenspraxis, Politik und Wissenschaft

Aus den Ergebnissen der aktuellen Untersuchung und der Vorgängerstudien zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Stimmrechtseinschätzung deutscher Privatanleger und institutioneller Investoren lassen sich mehrere Handlungsempfehlungen ableiten.

### Für die Unternehmenspraxis lässt sich folgern:

- Die Presse ist nach wie vor die zentrale Informationsquelle des Privatanlegers. Entsprechend wichtig sind eine gute Pressearbeit bzw. ein aktives Wahrnehmungsmanagement und hier besonders ein intensives Erläutern der Rechnungslegungs-, Finanz- und Controllingdaten für gute Investor Relations gegenüber den Privatanlegern.
- Der Geschäftsbericht wird von Privatanlegern nach wie vor als wenig verständlich angesehen. Daran ändert auch der seit 2004 zu beobachtende leicht positive Trend im Zeitablauf nichts. Zwar wird die Komplexität des Geschäftsberichtes insbesondere durch (Bilanzierungs-)Vorschriften, auf welche die Unternehmen keinen direkten Einfluss haben, bestimmt. Dennoch können Unternehmen die Verständlichkeit des Geschäftsberichtes durch einfachere Erklärungen, ein Glossar sowie ein Stichwortverzeichnis positiv beeinflussen. Alternativ können die häufig im Rahmen der HV-Einladung postalisch versendeten Kurzfassungen des Geschäftsberichts deutlich lesefreundlicher und als Zusammenfassung der wesentlichen Kernaussagen des Geschäftsberichts („Investor Summary“) gestaltet werden.
- Immer noch wird der Anhang des Konzernabschlusses von den Privatanlegern – trotz eines zu beobachtenden, leicht positiven Trends – praktisch nicht gelesen. Ursächlich hierfür könnte einerseits dessen wörtliche Bezeichnung sein, die einem Privatanleger

ohne Rechnungslegungskennnisse suggeriert, dass im Anhang lediglich „weitergehende, ergänzende“ Informationen stehen. Aber auch die durchschnittlich versierten Privatanleger nutzen den Anhang wenig, was in der Komplexität, dem permanent wachsenden Umfang sowie der geringen Verständlichkeit der „technischen“ Bilanzsprache begründet sein könnte. Obwohl das IASB inzwischen ein Projekt angestoßen hat, um den Umfang der Anhangangaben zu reduzieren, scheint angesichts der immer weiter zunehmenden Regulierungsdichte innerhalb der IFRS keine nachhaltige Änderung in Sicht. Auch wenn dies aus Unternehmenssicht einen spürbaren Aufwand bedeutet, könnte hiervon ausgehend noch stärker versucht werden, wesentliche Teile der Finanzberichte z.B. im Sinne einer „Investor Summary“ merklich verkürzt und speziell auf die Bedürfnisse der Privatanleger zugeschnitten darzustellen. Zu klären bliebe, ob die so verdichteten Informationen in einem eigenständigen Kurzbericht veröffentlicht oder z.B. in den Brief des Vorstandsvorsitzenden integriert werden sollten.

- Im Unterschied zu 2008 hat der Zwischenbericht bei den Privatanlegern 2013 wieder merklich an Relevanz hinzugewonnen. Dennoch bleibt das absolute Niveau noch deutlich hinter demjenigen zurück, das im Rahmen der Untersuchung 2004 ermittelt wurde. Darüber hinaus liegt der Zwischenbericht hinsichtlich seiner Bedeutung immer noch deutlich hinter dem Geschäftsbericht. Dies könnte einerseits an der Verfügbarkeit von Zwischenberichten liegen, die – vorbehaltlich der expliziten Nachfrage bei den Unternehmen – ausschließlich im Internet auf der Homepage eines Unternehmens bereitgestellt werden. Andererseits wäre es denkbar, dass die im Zusammenhang mit der Quartalsberichterstattung im Internet frei zugänglichen Unternehmens-/Analystenpräsentationen seitens der Privatanleger gegenüber Zwischenberichten vorrangig beachtet werden, da sie sich hierüber möglicherweise einen noch schnelleren Überblick über den Status Quo des Unternehmens verschaffen können. Angesichts dessen wäre zu klären, ob und – wenn ja – wie die Aktionäre gesondert auf die Verfügbarkeit der Zwischenberichte aufmerksam gemacht werden sollten.
- Das Informationsverhalten der institutionellen Anleger steht im klaren Gegensatz zu dem der Privataktionäre. Trotz der Tatsache, dass der direkte Kontakt zum Management der wichtigste Informationskanal der institutionellen Investoren ist, nutzen letztere auch den Quartals- und Geschäftsbericht sowie die darin enthaltenen Rechenwerke intensiv. Hierbei werden neben den Kernrechenwerken des Jahresabschlusses insbesondere auch die dazugehörigen Anhangangaben intensiv gelesen, so dass der Geschäfts- bzw. Quartalsbericht als Jahres- bzw. Quartalschronik und damit als Faktenbuch zum Unternehmen genutzt wird. Demgegenüber scheinen für diese Adressatengruppe der eher als Überblick formulierte Brief des Vorstandsvorsitzenden, der Bericht des Aufsichtsrates, der Corporate Governance-Bericht und interessanterweise auch der Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers deutlich weniger bedeutend. Darüber hinaus könnte speziell für die institutionellen Anleger die inzwischen schon seit längerem seitens des IASB beabsichtigte Einführung eines standardisierten Formats für die Bilanz, GuV, Kapitalflussrechnung, Eigenkapitalentwicklungsrechnung und den Anhang von Nutzen sein, um hierdurch die intertemporale sowie zwischenbetriebliche Vergleichbarkeit zu erhöhen. Einen entsprechenden Ansatzpunkt bietet das inzwischen in anderen Bereichen als der Rechnungslegung eingesetzte, internetbasierte XBRL-Format (Extensive Business Reporting Language), das in Verbindung mit der weiterentwickelten IFRS-Taxonomie 2013 der IFRS Foundation eine eindeutige und standardisierte Präsentation von Finanzinformationen ermöglicht.<sup>33</sup>
- Sowohl die institutionellen als auch die privaten Aktionäre befürworten zwar mit relativer Mehrheit (jeweils 43 %) ein ausgewogenes Verhältnis von Dividenden und

<sup>33</sup> Vgl. hierzu auch AKEU (2010).

Kurssteigerungen, allerdings präferiert ein nur etwas geringerer Anteil der Privataktionäre (38 %) Dividenden gegenüber Kurssteigerungen. Darüber hinaus zeigt das aktuelle Antwortverhalten, dass die Anleger die Folgen der Unternehmenssteuerreform 2008 hinsichtlich der Besteuerung von Dividenden und Kursgewinnen antizipiert haben. Um die Attraktivität ihrer Aktien als Anlageobjekte zu erhalten, wäre es für die Unternehmen angebracht, ihre bestehende Dividendenpolitik vor dem Hintergrund der Bedürfnisse der Aktionäre zu hinterfragen und bei Bedarf entsprechend anzupassen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Interessen potenziell unterschiedlicher Aktionärsklientele gegeneinander abzuwägen sind.

- Privatanleger geben an, dass sie Mehrheitsaktionären und insbesondere den Banken äußerst kritisch gegenüber stehen. Große Publikumsgesellschaften sollten diese Bedenken nicht vernachlässigen und für entsprechende Transparenz in der Unternehmensführung sorgen.
- Der Geschäftsbericht wird aus dem Blickwinkel der institutionellen Anleger als eine Art Jahreschronik interpretiert, in der alle wesentlichen Ereignisse des abgelaufenen Geschäftsjahres hochgradig verdichtet präsentiert werden. Hierdurch werden die institutionellen Anleger in die Lage versetzt, aktuelle Geschehnisse auf ihre möglichen Konsequenzen für die nächsten Geschäftsjahre hin zu beurteilen. Der Jahreschronikcharakter des Geschäftsberichts ist daher für die institutionellen Anleger insoweit zu befürworten, dass jeder Investor unter Zugrundelegung seines individuellen Bewertungsmodells die für ihn relevanten Detailinformationen nachschlagen kann.

#### **Für den Gesetzgeber erscheint bedeutend:**

- Der Corporate Governance-Bericht wird von den Anlegern wie bereits 2008 nur sehr rudimentär gelesen. Dies gilt darüber hinaus auch für den Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers. Hier scheinen die Anleger derzeit keine weitergehenden Informationsbedürfnisse zu haben, so dass für den Gesetzgeber an dieser Stelle kein zusätzlicher Regulierungsbedarf besteht. Hinsichtlich der WP-Bescheinigung wäre zu überlegen, ob der Leser auf Einschränkungen bzw. Ergänzungen des Testats nicht deutlicher hingewiesen werden sollte.
- Die Ergebnisse zum Informationsverhalten von Privataktionären lassen vermuten, dass sie nicht über das notwendige ökonomische sowie fachspezifische Know-How verfügen, um Unternehmensberichte „richtig“ lesen und verstehen zu können. Dies scheint auch für den gesamten unternehmenspolitischen Ordnungsrahmen (Corporate Governance) zu gelten. Insgesamt ist daher ein dringender Appell an den Gesetzgeber zu richten, das allgemeine ökonomische Bildungsniveau zu steigern. Darüber hinaus wäre eine Ausbildungsinitiative hinsichtlich der Aktionärsrechte und -pflichten sowie hinsichtlich des Rechnungslegungsverständnisses dringend erforderlich.
- Die bestehenden Regulierungen zur Gewinnverwendungskompetenz scheinen bei den Anlegern auf einen breiten Konsens zu stoßen. Die Frage nach der Notwendigkeit einer Neuregulierung, in deren Folge die Unternehmensleitung die Dividendenhöhe nach eigenem Ermessen festlegen können sollte, trifft lediglich bei anglo-amerikanischen institutionellen Investoren auf breitere Zustimmung. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass viele US-amerikanische Bundesstaaten solche Ausschüttungssysteme etabliert haben. Zu diskutieren wäre allenfalls die Vorgehensweise in der Unternehmenspraxis, in der das Management die Dividendenzahlung am Konzernergebnis ausrichtet und anschließend – bei Bedarf – im HGB-Einzelabschluss einen hiermit übereinstimmenden Gewinnausweis z.B. durch konzerninterne Gewinnverlagerungen bzw. Gewinnverwendung realisiert. Hier sollte der Gesetzgeber erwägen, die Regulierungen an die bestehende Rechtspraxis anzupassen und die Ausschüttungsbemessung zumin-

dest bei kapitalmarktorientierten Mutterunternehmen ggf. zusätzlich auch an das Konzernergebnis zu koppeln. Eine Zwangsausschüttung des gesamten (Konzern-) Jahresergebnisses, wie sie noch in früheren Entwürfen einer 5. EG-Richtlinie (Struktur der AG) vorgesehen war, scheint derzeit von den Aktionären nicht präferiert zu werden.

- Dass Privataktionäre ihr Stimmrecht zunehmend weniger in Anspruch nehmen, stellt die Grundidee der auf einer Mitgliedschaft aufbauenden Aktiengesellschaft in Frage. Vor diesem Hintergrund sind die aktuellen Gesetzesinitiativen, über die der Hauptversammlung noch weitergehende Entscheidungskompetenzen gegeben werden sollen, kritisch zu beurteilen. In diesem Fall stellt sich die Frage, ob und wenn ja welche Maßnahmen der Gesetzgeber ergreifen sollte/könnte, um die Aktionäre dazu zu bewegen, ihr Stimmrecht direkt oder indirekt über Intermediäre zu nutzen. Hierzu stünden den Aktionären auch entsprechende Proxy-Advisory-Dienstleister zur Verfügung, welche die Privataktionärsinteressen gebündelt vertreten könnten.
- Andererseits ist zu konstatieren, dass u.a. mit der zunehmend geringeren Nutzung des Stimmrechts durch die Privataktionäre die relative Bedeutung von institutionellen Investoren im Zeitablauf stetig steigt. Sie pflegen einen intensiveren Kontakt zur Unternehmensleitung, und für ihre Anlageentscheidung ist das Managementverhalten von besonderer Bedeutung. Insofern kann davon ausgegangen werden, dass sie ihre Kontrollfunktion im Zeitablauf verstärkt ausüben. Wird davon ausgegangen, dass die institutionellen Investoren die gleichen (finanziellen) Ziele verfolgen wie die Privatinvestoren, so kann die zu beobachtende Stärkung der Hauptversammlungskompetenz auch unter Transaktionskostengesichtspunkten und damit aus der Perspektive der Privatinvestoren positiv beurteilt werden.
- Angesichts der Tatsache, dass Anleger dem Jahresabschluss nach wie vor eine höhere Verlässlichkeit/Vertrauenswürdigkeit als dem Zwischenbericht attestieren, könnte beispielsweise eine Pflicht zur prüferischen Durchsicht für Zwischenberichte erwogen werden.
- Dass Mehrheitsaktionäre kritisch gesehen werden, ist wenig verwunderlich. Dennoch könnte dies nach wie vor als Anlass genommen werden, den Minderheitenschutz in Deutschland auf den Prüfstand zu stellen. Ausgehend von der deutlich gestiegenen Bereicherungsangst vor Banken stellt sich die Frage nach deren Wahrnehmungsmanagement. Hier reflektiert sich möglicherweise der Unmut über die ex post negativ wahrgenommene Anlageberatung sowie die sozialisierten Kosten der vermehrt notwendig gewordenen Bankenrettungen.
- Die hohe Beachtung der Kapitalflussrechnung seitens der institutionellen Anleger spricht dafür, dass sich der Gesetzgeber verstärkt mit der Frage beschäftigen sollte, diese für alle Kapitalgesellschaften als verpflichtenden Bestandteil des Jahresabschlusses einzuführen.

### **Schließlich erscheint für die wissenschaftliche Forschung relevant:**

- Die nach wie vor dominante Rolle der Presse lässt erwarten, dass Rechnungslegungsdaten von Privatanlegern hauptsächlich „durch die Brille der Wirtschaftspresse“ wahrgenommen werden. Daher stellt sich die Frage nach der Berichterstattungsqualität dieser Informationsintermediäre.
- Die verglichen mit den USA weiterhin geringere Nutzung des Anhangs lässt vermuten, dass Informationen des Anhangs in Deutschland noch weniger in die Aktienkurse eingepreist werden als in den USA. Voraussetzung hierfür ist, dass Privataktionäre überhaupt einen positiven Einfluss für die Informationseffizienz des Kapitalmarkts

haben. Eine entsprechende Bedeutung wird ihnen seitens der institutionellen Investoren bisher nicht eingeräumt. Eine überaus spannende und empirisch zu untersuchende Hypothese.

- Die asymmetrische Beurteilung von guten und schlechten Nachrichten seitens der Privatanleger scheint verhaltenswissenschaftliche Theorieansätze zu stützen. Ist dies auch in anderen Ländern der Fall? Falls nein, heißt das im Umkehrschluss, dass deutsche Privatanleger empfänglicher sind für bilanzpolitische Maßnahmen? Hinzu kommt, dass der Unterschied in der Bedeutung von guten und schlechten Nachrichten von 2004 nach 2008 abgenommen und seit 2008 wieder deutlich zugenommen hat. Hängt die Bedeutung von guten und schlechten Nachrichten somit evtl. von der aktuellen Börsensituation ab?
- Die Dividendenpräferenz der Anleger hat seit 2008 deutlich zugenommen. Ebenso wird Dividendenänderungen für Anlageentscheidungen seitens der Privatinvestoren inzwischen mehr Bedeutung beigemessen als Gewinn- oder Cashflowänderungen. Inwieweit hängt diese Entwicklung möglicherweise damit zusammen, dass die IFRS-Rechnungslegung in der Wirtschaftspresse ausgehend von der Finanzkrise als Mitschuldiger an den Pranger gestellt wurde? Inwieweit ist hierbei möglicherweise auch von Bedeutung, dass die IFRS im Vergleich zum HGB mit einer volatileren Gewinnentwicklung in Verbindung gebracht werden? Und inwiefern ist diese Entwicklung möglicherweise ganz einfach darauf zurückzuführen, dass Dividendenzahlungen auch in schlechteren wirtschaftlichen Phasen mit erheblichen Kurseinbrüchen einen nachhaltigen Bestandteil der Aktionärsrendite bilden?
- Inwieweit reagieren deutsche Unternehmen auf eine infolge der gestiegenen Dividendenpräferenz potenziell geäußerte Forderung von Aktionären nach einer höheren Dividendenausschüttung?
- Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung ist festzustellen, dass gerade die Privataktionäre ihr Stimmrecht immer weniger nutzen. Diese Beobachtung stimmt mit den im Zeitablauf festzustellenden geringen Hauptversammlungspräsenzen deutscher börsennotierter Unternehmen überein. Wie sehen vergleichbare Ergebnisse in anderen Ländern aus, worauf sind diese Entwicklungen zurückzuführen und wie ließe sich hier entgegensteuern?
- Die Einstellung zu Stimmrechten bzw. zu stimmrechtslosen Vorzugsaktien weist darauf hin, dass diese mit einem bestimmten Abschlag gehandelt werden, der nach wie vor bei rund 20 % liegt, was sich weitgehend mit vergangenen empirischen Untersuchungen deckt. Wie hoch ist der Abschlag derzeit für deutsche Vorzugsaktien und inwieweit ergeben sich hier im Zeitverlauf potenzielle Unterschiede?
- Die Einstellung zu Mehrheitsaktionären scheint sich seit 2008 erneut gewandelt zu haben. Wie bereits 2004 deuten die Ergebnisse darauf hin, dass aus Sicht deutscher Aktionäre der Bereicherungseffekt (entrenchment effect) stärker wirkt als der Anreiz-effekt (incentive effect). Lässt sich diese Beobachtung bzw. der Wandel im Zeitablauf auch empirisch feststellen? Und welche Gründe sind für die im Zeitablauf zu beobachtenden Änderungen verantwortlich?
- Institutionelle Anleger scheinen Privatinvestoren für unbedeutend hinsichtlich der Kapitalmarkteffizienz zu halten. Hiervon ausgehend stellt sich die Frage, ob Privatinvestoren – gerade auch in Krisenzeiten – einen stabilisierenden Faktor in zunehmend volatileren Märkten darstellen können?
- Angesichts der steigenden relativen Bedeutung institutioneller Anleger stellt sich einerseits die Frage, inwieweit die Managementkontrolle ausschließlich durch den Aktienmarkt funktioniert und welche Rolle andererseits die Retailinvestoren hierbei spielen?

## 8. Literatur

**Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft (AKEU) (2010):** Finanzkommunikation mit XBRL. Der Betrieb 63: S. 1472-1479.

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

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

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

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

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

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

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

**Deutsches Aktieninstitut (DAI) (2013):** Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 1. Halbjahr 2013. Abrufbar unter: <https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/studien.html?d=178> (Stand: 03.12.2013).

**Dong, Ming, Chris Robinson und Chris Veld (2003):** Why Individual Investors want Dividends. Journal of Corporate Finance 12: S. 121-158.

**Elliott, Brooke, Frank Hodge und Kevin Jackson (2008):** The Association between Non-professional Investors' Information Choices and Their Portfolio Returns: The Importance of Investing Experience. Contemporary Accounting Research 25: S. 473-98.

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

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

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

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

**Gassen, Joachim und Kristina Schwedler (2010):** The Decision Usefulness of Financial Accounting Measurement Concepts: Evidence from an Online Survey of Professional Investors and their Advisors. European Accounting Review 19: S. 495-509.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Pellens, Bernhard, Joachim Gassen und Marc Richard (2003):** Ausschüttungspolitik börsennotierter Unternehmen in Deutschland. Die Betriebswirtschaft 63: S. 309-332.

**Pellens, Bernhard, Stefan Jannett und André Schmidt (2009):** Bilanzierungsstandards im Kontext der Finanzmarktkrise. Perspektiven der Wirtschaftspolitik 10: S. 413-435.

• • •  
.....

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

**PriceWaterhouseCoopers (2007):** Measuring Assets and Liabilities – Investment Professionals' Views. Abrufbar unter: [http://www.pwc.com/en\\_GX/gx/corporate-reporting/assets/pdfs/Measuring-Asset-and-Liabilities.pdf](http://www.pwc.com/en_GX/gx/corporate-reporting/assets/pdfs/Measuring-Asset-and-Liabilities.pdf) (Stand: 30.8.2013).

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

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

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

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

**Zerfaß, Ansgar, Kristin Köhler, Patrick Kiss, Stefanie Adler, Michael Haker, Christin Müller, Richard Ratter und Anne Raulf (2012):** Anlegerstudie 2012: Informationsanforderungen von Privatanlegern und Perspektiven für Investor Relations. Abrufbar unter: <http://www.anlegerstudie.com> (Stand: 30.08.2013).

## 9. Anhang

### 9.1 ANSCHREIBEN

Deutsche Post DHL

Deutsche Post AG - Postfach 5444 - 37568 Einbeck

Herrn  
Max Mustermann  
Musterweg 3  
12345 Musterhausen

Bonn, im Januar 2013

#### **Unterstützen Sie die Wissenschaft!**

Sehr geehrter Herr Mustermann,

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

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

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

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

Wir bitten Sie herzlich darum, den beiliegenden Fragebogen ausgefüllt bis zum <18. Februar> 2013 im adressierten Freiumschlag zurückzusenden. Die Informationen aus dieser Befragung werden gerade unter Berücksichtigung der vergangenen Finanz- und Wirtschaftskrise sowie der aktuellen Schuldenkrise dringend zur Steigerung der Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland für Aktionäre benötigt. Die Befragungsergebnisse werden wir nach Abschluss der Auswertungen wieder auf unseren Internetseiten veröffentlichen.

Mit freundlichen Grüßen

Larry Rosen  
Finanzvorstand

2 Anlagen

## 9.2 FRAGEBOGEN FÜR PRIVATANLEGER

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

### Fragen zu Ihren Informationswünschen

**1 Wenn Sie überlegen, Aktien zu kaufen oder zu verkaufen, orientieren Sie sich eher an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens oder an der Kursentwicklung der Aktie?**

1: eher an der wirtschaftlichen Tätigkeit; 2: eher an der Kursentwicklung; 3: an beidem;  
4: ich treffe meine Anlageentscheidung nicht selber, sondern vertraue ausschließlich jemand anderem.

Wenn Sie mit 4 geantwortet haben, machen Sie bitte mit Frage 5 weiter, sonst mit Frage 2

**2 Welche Informationsquellen nutzen Sie für Ihre Aktienkauf- oder -verkaufsentscheidungen und wie beurteilen Sie diese?**

Beurteilen Sie die Quellen bitte hinsichtlich Bedeutung, Aktualität, Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit und tragen Sie bitte in das jeweilige Feld eine Ziffer ein: 1 = sehr hoch; 2 = hoch; 3 = mittelmäßig; 4 = gering; 5 = sehr gering; 9 = nicht beurteilbar.

	Bedeutung	Aktualität	Verständlichkeit	Vertrauenswürdigkeit
Zeitungen, Zeitschriften und Wirtschafts-sendungen im Fernsehen und Internet	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Familie, Freunde, Bekannte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Social Media (z. B. Facebook, Twitter, Blogs)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Beratung durch Bank, Sparkasse, Broker	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Geschäftsbericht (einschl. Jahresabschluss)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Zwischenbericht	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Nachhaltigkeitsbericht / Corporate Social Responsibility-Report (CSR-Report)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Internetseiten des Unternehmens	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**3 Wie intensiv nutzen Sie die einzelnen Teile des Geschäftsberichts?**

1 = sehr intensiv; 2 = intensiv; 3 = mittelmäßig; 4 = oberflächlich; 5 = gar nicht; 9 = nicht beurteilbar.

Brief an die Aktionäre	<input type="checkbox"/>	Kapitalflussrechnung	<input type="checkbox"/>
Bericht des Aufsichtsrats	<input type="checkbox"/>	Gewinn- und Verlustrechnung	<input type="checkbox"/>
Corporate Governance-Bericht	<input type="checkbox"/>	Anhang (inkl. Segmentberichterstattung)	<input type="checkbox"/>
Lagebericht	<input type="checkbox"/>	Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers	<input type="checkbox"/>
Bilanz	<input type="checkbox"/>	Eigenkapitalentwicklungsrechnung	<input type="checkbox"/>

**4 Nehmen Sie an, eines der folgenden Ereignisse tritt ein. Welche Bedeutung messen Sie ihm für Ihre Aktienkauf- oder -verkaufsentscheidung bei?**

1 = sehr hohe; 2 = hohe; 3 = mittlere; 4 = geringe; 5 = sehr geringe; 9 = nicht beurteilbar.

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

### Fragen zu Ihrem Dividendenwunsch

**5 Die Rendite Ihrer Aktien setzt sich aus Kurssteigerungen und Dividendenzahlungen zusammen. Welche der genannten Kombinationen beider Größen bevorzugen Sie?**

1 = sehr hohe Dividende und keine Kurssteigerung; 2 = hohe Dividende und geringe Kurssteigerung;  
3 = mittlere Dividende und mittlere Kurssteigerung; 4 = geringe Dividende und hohe Kurssteigerung;  
5 = keine Dividende und sehr hohe Kurssteigerung; 6 = ist mir egal; 9 = nicht beurteilbar.

**6 Spielen steuerliche Überlegungen für Ihren Dividendenwunsch eine Rolle?**

1 = ja; 2 = nein.

**7 Wie beurteilen Sie Ausschüttungen durch Aktienrückkäufe im Verhältnis zu Dividendenzahlungen?**

1 = viel besser; 2 = eher besser; 3 = gleich; 4 = eher schlechter; 5 = viel schlechter; 9 = nicht beurteilbar.

bitte wenden

**8 Bisher schlagen Vorstand und Aufsichtsrat eine Dividende vor, über die dann in der Hauptversammlung abgestimmt wird. Wie stehen Sie zu folgenden Forderungen?**

1 = sehr dafür; 2 = eher dafür; 3 = unentschieden; 4 = eher dagegen; 5 = sehr dagegen; 9 = nicht beurteilbar.

Den Aktionären ist eine gewinnabhängige Dividende vorzuschlagen, im Verlustfall gibt es keine Dividende.

Vorstand und Aufsichtsrat können den Dividendenvorschlag frei festsetzen.

Den Aktionären ist unabhängig von Gewinn oder Verlust in jedem Fall eine feste Dividende vorzuschlagen.

### Fragen zu Ihrem Stimmrecht

**9 Als Aktionär haben Sie ein Stimmrecht. Haben Sie dieses persönlich im Rahmen einer Hauptversammlung (HV) oder auf anderweitigem Wege während der letzten zwei Jahre bereits in Anspruch genommen oder planen Sie dessen Inanspruchnahme?**

1: ja, persönlich in der HV; 2: ja, durch einen Bevollmächtigten mit Weisung (z.B. Bank oder Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft); 3: ja, durch einen Bevollmächtigten ohne Weisung (z.B. Aktionärsvereinigungen); 4: nein, aber ich plane, die nächste HV persönlich zu besuchen; 5 = nein, aber ich plane, bei der nächsten HV mein Stimmrecht von einem Bevollmächtigten mit Weisung (z.B. Bank oder Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft) ausüben zu lassen; 6 = nein, aber ich plane, bei der nächsten HV mein Stimmrecht von einem Bevollmächtigten ohne Weisung (z.B. Aktionärsvereinigung) ausüben zu lassen; 7 = nein, weder noch.

**10 Nehmen Sie an, es gäbe eine stimmrechtslose Aktie. Wären Sie grundsätzlich bereit, eine solche zu kaufen?**

1 = ja; 2 = nein; 9 = nicht beurteilbar.

**11 Falls Sie die letzte Frage mit ja beantwortet haben, um wieviel Prozent müsste die stimmrechtslose Aktie billiger sein als eine normale Aktie?**

Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld die Prozentzahl ein. Falls Sie keine Vorstellung haben, lassen Sie das Feld bitte einfach frei.  %

**12 Angenommen, ein Mehrheitsaktionär hält mehr als 50% der Stimmrechte. Wie wirkt sich generell das Vorhandensein solcher Mehrheitsaktionäre Ihrer Meinung nach auf die folgenden Werte aus?**

1 = sehr positiv; 2 = positiv; 3 = gar nicht; 4 = negativ; 5 = sehr negativ; 9 = nicht beurteilbar.

Wert Ihres Stimmrechts

Wert Ihrer Aktie insgesamt

**13 Wie hoch schätzen Sie die Wahrscheinlichkeit, dass sich folgende Parteien auf Ihre Kosten bereichern?**

1 = sehr gering; 2 = gering; 3 = mittel; 4 = groß; 5 = sehr groß; 9 = nicht beurteilbar.

Unternehmensleitung

Sonstige Großaktionäre

Mehrheitsaktionär

Banken

### Fragen zu Ihrer Person

**14 Wie viele Jahre halten Sie bereits Aktien (ohne Fonds)?**

Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld die Dauer in Jahren ein.

**15 Wie viel Prozent Ihres Vermögens (ohne eigengenutzte Immobilien) haben Sie ca. in Aktien (ohne Fonds) angelegt?**

Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld den Prozentsatz ein.  %

**16 Von wie vielen unterschiedlichen Unternehmen halten Sie Aktien?**

Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld die Anzahl der Unternehmen ein.

**17 Welche Bedeutung haben folgende Anlageziele bezogen auf Ihre Anlagestrategie?**

1 = sehr hohe; 2 = hohe; 3 = mittlere; 4 = geringe; 5 = sehr geringe; 9 = nicht beurteilbar.

Langfristige Vermögensbildung

Kurzfristige Gewinne

Schutz vor inflationsbedingten Vermögensverlusten

Regelmäßiges Einkommen aus Dividenden/Verlauf

**18 Welche der folgenden beiden Anlagealternativen würden Sie wählen, wenn Sie neben einem fixen Jahreseinkommen von 45.000 € je nach Anlagealternative zusätzlich folgende Erträge aus Kapitalvermögen erzielen könnten?**

Alternative 1: Erwerb festverzinslicher Wertpapiere, die sichere Zinsen in Höhe von 5.000 € pro Jahr garantieren.

Alternative 2: Erwerb variabel verzinslicher Wertpapiere, die in Abhängigkeit von der Marktzinsentwicklung jeweils mit gleich hoher Wahrscheinlichkeit von 33,3% zu jährlichen Zinszahlungen in Höhe von 1.000 €, 5.500 € oder 10.000 € führen.

Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld die Ziffer ein, die am besten Ihrer Anlagepräferenz entspricht:

1 = Anlagealternative 1; 2 = Anlagealternative 2; 3 = indifferent zwischen Alternative 1 und Alternative 2.

**19 Sind oder waren Sie Mitarbeiter der Deutsche Post DHL?**

1 = ja, bin ich; 2 = ja, war ich; 3 = nein.

**20 Haben Sie eine Ausbildung oder ein Studium mit wirtschaftlichem Schwerpunkt absolviert?**

1 = ja; 2 = nein.

**21 Welchen Schulabschluss haben Sie?**

1 = abgeschlossenes (Fach-)Hochschulstudium; 2 = (Fach-)Hochschulstudium (laufend oder ohne Abschluss);

3 = Fachoberschulreife/Abitur; 4 = Realschulabschluss/Mittlere Reife; 5 = Hauptschule/Volksschule; 6 = ohne Abschluss.

**22 Welches Geschlecht haben Sie?**

1 = weiblich; 2 = männlich.

**23 Wie alt sind Sie?**

Bitte tragen Sie in das nebenstehende Feld Ihr Lebensalter in Jahren ein.

**24 Wie ist Ihre Wohnungssituation?**

1 = Eigentum, freistehendes Haus; 2 = Eigentum, Reihenhaus oder Doppelhaushälfte; 3 = Eigentumswohnung; 4 = gemietetes Haus; 5 = gemietete Wohnung; 6 = wohne bei meinen Eltern.

**Herzlichen Dank!**

### 9.3 FRAGEBOGEN FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

#### Welcome to our online survey!

Thank you very much that you are participating in this online survey concerning the information needs and distribution preferences of institutional investors, as well as their assessment of the importance and value of voting rights.

#### 1 What level of importance would you assign to each of the following criteria when making investment decisions?

Please enter a number in each of the fields below:

1 = very high; 2 = high; 3 = moderate; 4 = low; 5 = very low; 9 = N/A.

Financial results	<input type="checkbox"/>	Management quality	<input type="checkbox"/>
Cash position	<input type="checkbox"/>	Management forecasts	<input type="checkbox"/>
Asset structure	<input type="checkbox"/>	Support by Investor Relations	<input type="checkbox"/>
Capital structure	<input type="checkbox"/>	General strategy	<input type="checkbox"/>
Dividend policy	<input type="checkbox"/>	Corporate governance	<input type="checkbox"/>
Share price development	<input type="checkbox"/>	Aquisition strategy	<input type="checkbox"/>
Index membership	<input type="checkbox"/>	Internationalisation of sales markets	<input type="checkbox"/>
Industrial sector	<input type="checkbox"/>	Sustainability report	<input type="checkbox"/>

#### 2 Which sources of information do you use when making investment decisions and how do you assess them?

Please assess the following sources in terms of relevance, timeliness, understandability and reliability:

1 = very high; 2 = high; 3 = moderate; 4 = low; 5 = very low; 9 = N/A.

	Relevance	Timeliness	Understandability	Reliability
Direct management contact	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Annual report (including financial statements)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Quarterly report	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Capital market outreach efforts	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Direct IR contact	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Corporate website	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

#### 3 How intensively do you use the individual components of the annual report?

Please enter a number in each of the fields below:

1 = very intensively; 2 = intensively; 3 = moderately; 4 = superficially; 5 = not at all; 9 = N/A.

Letter to the shareholders	<input type="checkbox"/>	Cash flow statement	<input type="checkbox"/>
Report by the Supervisory Board	<input type="checkbox"/>	Income statement	<input type="checkbox"/>
Corporate Governance Report	<input type="checkbox"/>	Notes (incl. segment reporting)	<input type="checkbox"/>
Management Report	<input type="checkbox"/>	Auditor's Report	<input type="checkbox"/>
Balance sheet	<input type="checkbox"/>	Statement of Changes in Equity	<input type="checkbox"/>

#### 4 What level of importance would you assign to each of the following events when making investment decisions?

Please enter a number in each of the fields below:

1 = very high; 2 = high; 3 = moderate; 4 = low; 5 = very low; 9 = N/A.

Net Income up by 10 %	<input type="checkbox"/>	Net Income down by 10 %	<input type="checkbox"/>
Dividend up by 10 %	<input type="checkbox"/>	Dividend down by 10 %	<input type="checkbox"/>
Cash flow up by 10 %	<input type="checkbox"/>	Cash flow down by 10 %	<input type="checkbox"/>

#### 5 How do you rate increasing share price volatility when making investment decisions?

Please enter a number in the field opposite:

1 = very positive; 2 = positive; 3 = neutral; 4 = negative; 5 = very negative; 9 = N/A.

<b>6</b>	<b>The returns on shares are made up of the sum of share price increases and dividend payments. Which of the following combinations of the two amounts would you prefer?</b> Please enter a number in each of the fields opposite: 1 = very high dividend and no increase in share price; 2 = high dividend and small increase in share price; 3 = moderate dividend and moderate increase in share price; 4 = low dividend and large increase in share price; 5 = no dividend and large increase in share price; 6 = don't care; 9 = N/A.	<input type="checkbox"/>
<b>7</b>	<b>Do tax considerations play a role in your preferred dividend policy?</b> Please enter a number in the field opposite: 1 = yes; 2 = no.	<input type="checkbox"/>
<b>8</b>	<b>According to the present legal situation in Germany, the Board of Management and the Supervisory Board propose dividends which are then approved by the Annual General Meeting. How do you feel about the following propositions?</b> Please enter a number in each of the field below: 1 = strongly agree; 2 = moderately agree; 3 = undecided; 4 = moderately disagree; 5 = strongly disagree; 9 = N/A.	
	A profit-related dividend should be proposed to the shareholders, with no dividend in the case of a loss. <input type="checkbox"/>	The Board of Management and the Supervisory Board should be free to determine the dividend proposal. <input type="checkbox"/>
	A fixed dividend should be proposed to shareholders in all cases, regardless of profit or loss. <input type="checkbox"/>	
<b>9</b>	<b>Generally speaking, what do you think of distributions in the form of share buy-backs as opposed to dividend payments?</b> Please enter a number in the field opposite: 1 = much better; 2 = somewhat better; 3 = the same; 4 = somewhat dislike; 5 = greatly dislike; 9 = N/A.	<input type="checkbox"/>
<b>10</b>	<b>Concerning the exercise of your company's voting rights, does your company act independently from the voting recommendation of other institutions which provide proxy advisory services (e.g. ISS, Glass Lewis, IVOX)?</b> Please enter a number in the field opposite: 1 = My company decides generally on its own how to vote on AGM topics; 2 = Voting recommendations of proxy advisory services are usually strictly observed; 3 = My company takes its own decision, but voting recommendations of proxy advisory firms are taken into account; 9 = N/A.	<input type="checkbox"/>
<b>11</b>	<b>Assuming non-voting shares were available, would you in principle be willing to buy them?</b> Please enter a number in the field opposite: 1 = yes; 2 = no; 9 = N/A	<input type="checkbox"/>
<b>12</b>	<b>If you answered yes to the last question, how much cheaper than normal shares would the non-voting shares have to be?</b> Please enter the percentage in the field opposite. If you do not know, simply leave the field blank.	<input type="text"/> %
<b>13</b>	<b>Assuming a majority shareholder held more than 50% of voting rights, what effect do you think the presence of such majority shareholders would have on the following values?</b> Please enter a number in each of the fields below: 1 = very positive; 2 = positive; 3 = none at all; 4 = negative; 5 = very negative; 9 = N/A.	
	The value of your voting rights <input type="checkbox"/>	The value of your shares in general <input type="checkbox"/>
<b>14</b>	<b>How high do you rate the probability that the following parties are growing richer at your expense?</b> Please enter a number in each of the fields below: 1 = very low; 2 = low; 3 = moderate; 4 = high; 5 = very high; 9 = N/A.	
	Management <input type="checkbox"/>	Other major shareholders <input type="checkbox"/>
	Majority shareholder <input type="checkbox"/>	Banks <input type="checkbox"/>
<b>15</b>	<b>Suppose that the portion of retail investors decreases significantly. In your opinion, do retail investors influence the following:</b> Please enter a number in each of the fields below: 1 = strongly influence; 2 = some influence; 3 = little influence; 4 = no influence; 9 = N/A.	
	The information efficiency of equity markets <input type="checkbox"/>	The trading volume of equity markets <input type="checkbox"/>
<b>16</b>	<b>In your opinion, do electronic trading platforms or "dark pools" influence the following:</b> Please enter a number in each of the fields below: 1 = strongly influence; 2 = some influence; 3 = little influence; 4 = no influence; 9 = N/A.	
	The information efficiency of equity markets <input type="checkbox"/>	The trading volume of equity markets <input type="checkbox"/>
<b>17</b>	<b>Which of the following best characterises your company?</b> Please enter a number in the field opposite: 1 = Security trading; 2 = Asset management/fund management company; 3 = Investment bank; 4 = Insurance company; 9 = none of the above.	<input type="checkbox"/>

<b>18</b>	<b>Which of the following best describes your position within your company?</b> Please enter a number in the field opposite: 1 = Chairman/President/CEO/CFO; 2 = Managing Director; 3 = Operating Director; 4 = Investment/Fund Manager; 5 = Research/Analyst; 9 = none of the above.	<input type="checkbox"/>
<b>19</b>	<b>How much involvement do you have in making investment decisions?</b> Please enter a number in the field opposite: 1 = I make decisions on behalf of my company; 2 = I make decisions on behalf of our customers; 3 = I make recommendations in reports and analyses; 4 = combination of 1. 2 and/or 3; 9 = none of the above.	<input type="checkbox"/>
<b>20</b>	<b>Does your company have shares in Deutsche Post DHL?</b> Please enter a number in the field opposite: 1 = yes; 2 = no; 9 = prefer not to disclose.	<input type="checkbox"/>
<b>21</b>	<b>What is the amount of funds under management of your company (in million €)?</b> Please enter the amount in the field opposite.	<input type="text"/>
<b>22</b>	<b>Please enter the automobile country code of the country where your company is domiciled (for United States please type in "USA", for Canada "CDN").</b>	<input type="text"/> <input type="text"/> <input type="text"/>
<b>23</b>	<b>Please enter the automobile country code of the country where you regularly work (for United States please type in "USA", for Canada "CDN").</b>	<input type="text"/> <input type="text"/> <input type="text"/>

## 9.4 DETAILS ZUR BEFRAGUNGSMETHODIK

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

[www.dai.de/aktionaersumfrage](http://www.dai.de/aktionaersumfrage)

Die Gliederungspunkte 9.4.1 bis 9.4.4 konzentrieren sich im Wesentlichen auf die Privatanlegerbefragung. In Abschnitt 9.4.5 wird auf die Durchführung der Befragung der institutionellen Investoren eingegangen. In Abschnitt 9.4.6 werden die im Tabellenwerk angefügten Daten erläutert.

### 9.4.1 Bestimmung der Befragungsgesamtheit

Die relevante Grundgesamtheit der Privatanlegerbefragung ist die Population aller natürlichen Personen mit Wohnsitz in Deutschland, die aktuell direkt Aktien halten (Direktaktionäre).<sup>1</sup> Laut den Ergebnissen einer im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts durchgeführten Studie der NFO Infratest besaßen im zweiten Halbjahr 2012 ca. 6,5 % der deutschen Bevölkerung im Alter von über 14 Jahren und damit insgesamt knapp 4,2 Millionen Menschen Aktien. 6 Millionen Anleger waren Inhaber von Aktienfondsanteilen bzw. Anteilen an gemischten Fonds. Diese Gesamtheit zum Ende des Jahres 2012 wurde – im Unterschied zur 2008er Studie – auch für die vorliegende 2013er Befragungswelle unterstellt. Im Rahmen des Vergleichs der Ergebnisse der aktuellen mit den vorausgegangenen Befragungsstudien ist insofern zu berücksichtigen, dass Ergebnisunterschiede unter anderem auch auf eine Änderung der Grundgesamtheit im Zeitablauf zurückzuführen sein könnten.

Eine Befragung der kompletten Grundgesamtheit von 4,2 Millionen Menschen scheitert

<sup>1</sup> Theoretisch ist auch die Gruppe der Nicht-Aktionäre interessant. Hier wären vor allem die Gründe zu eruieren, die zu einer Ablehnung der Anlageform Aktie führen.

schon daran, dass eine entsprechende Liste aller deutschen Privataktionäre nicht verfügbar ist. Alternativ wurden im Rahmen dieser Studie sämtliche Aktionäre der Deutsche Post DHL befragt. Da die Deutsche Post DHL eine der größten deutschen Publikumsgesellschaften mit insgesamt 425.000 (2008: 450.000; 2004: 800.000) Privatanlegern darstellt, ist sichergestellt, dass hiermit eine große Teilmenge, d.h. knapp 10%, aus der Grundgesamtheit der deutschen Aktionäre befragt wurde. Neben der Eigenschaft als großer Publikumsgesellschaft sprechen die Existenz von Namensaktien sowie auf der Hand liegende Kostenvorteile bei der postalischen Befragungsdurchführung für die Wahl der Deutsche Post DHL als Untersuchungspartner. Es ist davon auszugehen, dass sich die Aktionäre der Deutsche Post DHL geringfügig systematisch von der Grundgesamtheit aller deutschen Aktionäre unterscheiden. Diese unvermeidbare Stichprobenverzerrung wird durch das weiter unten erläuterte Verfahren der repräsentativen Gewichtung reduziert.

#### 9.4.2 Konzeption des Fragebogens

Neben der Gefahr einer verzerrenden Stichprobe besteht bei schriftlichen Befragungsstudien insbesondere das Risiko, dass eine Verzerrung durch das nicht-zufällige Nicht-Beantworten der Fragebögen entsteht (Rücklaufverzerrung bzw. non-response bias). Um die Rücklaufverzerrung gering zu halten, wurde der im Anhang wiedergegebene Fragebogen zunächst hinsichtlich seines Umfangs auf eine Doppelseite limitiert. Dies ließ insgesamt 24 Fragen zu. Die Fragen wurden neutral formuliert, um manipulative Elemente weitgehend auszuschließen. Weiterhin wurden die Fragen möglichst einfach formuliert, um zu verhindern, dass nur überdurchschnittlich gut informierte Anleger den Fragebogen beantworten. Auch wenn dies dazu führt, dass spezielle Fragen, wie z.B. zu einzelnen Jahresabschlussbestandteilen oder zu Bilanzierungsmethoden, nicht gestellt werden konnten, überwiegt der Vorteil, einen möglichst breiten Teil der Untersuchungsgesamtheit mit dem Fragebogen anzusprechen.

Ungeachtet der Bemühungen ist einzuräumen, dass der resultierende Fragebogen immer noch ein hohes Anspruchsniveau besitzt. Dementsprechend ist auch bei dieser Befragungsstudie neben einer Stichprobenverzerrung eine Rücklaufverzerrung nicht auszuschließen. Auch diese Verzerrungsart wird durch die repräsentative Gewichtung reduziert.

Korrespondierend zu den Forschungsfragen gliedert sich der Fragebogen in drei Hauptteile und wird mit einem demographischen Teil abgeschlossen. Die Fragen des demographischen Teils wurden so gestellt, dass die Befragten davon ausgehen können, dass der Frageteil keinen Rückgriff auf ihre Person erlaubt. Vor dem Hintergrund der großen Untersuchungsgesamtheit scheiden halboffene Fragen aus, da verbale Antworten prohibitiv hohe Auswertungskosten verursachen. Demzufolge werden auf dem Fragebogen nur Zahlen(kürzel) erhoben.

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

Im Rahmen der nunmehr dritten Befragungswelle wurde der im Zuge der zweiten Welle verwendete Fragebogen möglichst weitgehend beibehalten, um die Ergebnisse der beiden vorangegangenen Untersuchungen mit denen der neuen Studie konsistent vergleichen zu können. Um zusätzliche oder auch differenziertere Informationen zu neuen oder bestehenden Fragestellungen erhalten zu können, wurden aber auch einige Modifizierungen vorgenommen, die im Einzelnen folgende Sachverhalte betreffen:

In Frage 2 wurden mit Social Media und dem Nachhaltigkeitsbericht (CSR-Report) zusätzliche potenzielle Informationsquellen aufgenommen, die Privataktionäre bei ihren Aktienkauf- bzw. Verkaufsentscheidungen berücksichtigen könnten. Bei Frage 3 wurde im Unterschied zur letzten Befragung darauf verzichtet, separat nach der Nutzungsintensität von Segmentberichterstattung und Vergütungsbericht zu fragen, da diese Berichtsinstrumente regelmäßig im Lagebericht bzw. Anhang enthalten sind, die wiederum separat in der Frage aufgeführt sind. Während die Frage nach dem Kfz-Kennzeichen des Wohnorts gestrichen wurde, wurden zwei neue Fragen eingefügt. Diese beinhalten einerseits die Bedeutung von Ausschüttungen mittels Aktienrückkäufen im Vergleich zu Ausschüttungen über Dividenden (Frage 7) und andererseits eine Frage zur Risikobereitschaft der Befragten (Frage 18). Weitere Modifikationen betreffen Frage 9 und Frage 17. Bei Frage 9 wird einerseits nach der Nutzung des Stimmrechts innerhalb der letzten beiden Jahre gefragt, andererseits wird nunmehr zwischen einer Übertragung des Stimmrechts auf einen Bevollmächtigten mit und ohne Weisung unterschieden. Hinsichtlich der potenziellen Anlageziele eines Privatinvestors wird nicht mehr wie noch 2008 nach dem Ziel gefragt, welches die Anlagestrategie „am besten“ beschreibt. Stattdessen ist die Bedeutung der Anlageziele – diesmal erweitert um die Zielsetzung „Schutz vor inflationsbedingten Vermögensverlusten“ – bezogen auf die individuelle Anlagestrategie des Befragten einzeln auf einer Likertskala von 1 (sehr hoch) bis 5 (sehr gering) zu bewerten.

### 9.4.3 Durchführung der Befragung

Die Entwicklung des bereits 2003 verwendeten Fragebogens durchlief einen zweistufigen Pretest: Zunächst wurde der Fragebogen von wissenschaftlichen Fachvertretern aus dem Bereich der Ökonomie und der empirischen Sozialforschung auf interne Validität geprüft. Der hieraus resultierende Fragebogen wurde in einem zweiten formalen Pretest von 22 Probanden bearbeitet, die der Grundgesamtheit, aber nicht der Untersuchungsgesamtheit angehören. Neben inhaltlichen Anmerkungen wurden die Probanden auch darum gebeten, ihren Zeitaufwand zu protokollieren. Aus diesen Angaben wurde eine Bearbeitungszeit von nicht mehr als 20 Minuten ermittelt, die etwa dem 95 %-Perzentil der Angaben der Pretester entsprach. Da der für die aktuelle Befragung verwendete Fragebogen weitgehende Übereinstimmungen – sowohl hinsichtlich des Inhalts als auch des Umfangs – zur 2003er Fassung aufweist, ist davon auszugehen, dass die vorausgehenden Einschätzungen auch auf den 2013er Fragebogen übertragbar sind.

Die schriftliche Befragung startete am 04.02.2013. Die Fragebögen wurden zusammen mit dem Anschreiben und einem Rückantwortumschlag verschickt. Der Rücklauf wurde vom Beleglesezentrum der Deutsche Post DHL erfasst. Die Fragebögen wurden eingescannt und am Bildschirm kodiert. Dieses Erfassungsverfahren durch geübte Kräfte ist als relativ fehlerarm anzusehen. Ein 2003 durchgeführter Fehlertest in Form einer nachfolgenden Doppelherhebung von 4.200 Antwortitems ergab eine Fehleranzahl von 16, was einer Fehlerquote von 3,8 Promille entspricht. Da der Rücklauf auf die Erstversendung der Fragebögen mehr als zufriedenstellend verlief, wurde die Einlesung der Fragebögen Ende März 2013 beendet. Auf eine Nachfassaktion wurde wegen des guten Rücklaufs verzichtet.

#### 9.4.4 Rücklaufcharakteristika und Repräsentativität

Von den 424.699 angeschriebenen Personen antworteten bis Ende März 2013 insgesamt 46.243 Personen, was einer Rücklaufquote von 10,9% entspricht. Nach Eliminierung von teilausgefüllten und fehlerhaften Fragebögen verbleiben insgesamt 38.127 innerhalb dieser Untersuchung auszuwertende Fragebögen, was 9% der Untersuchungsgesamtheit entspricht (vgl. Tab. 2).

Um mögliche Verzerrungen, die aus der Auswahl der Untersuchungsgesamtheit und aus der Rücklaufverzerrung resultieren können, zu reduzieren und um sicherzustellen, dass die Antworten der ausgewerteten Fragebögen möglichst repräsentativ für die Grundgesamtheit der deutschen Privatanleger sind, werden die Beobachtungen so gewichtet, dass der gewichtete Rücklauf den verfügbaren demographischen Ergebnissen der für das Jahr 2012 im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts durchgeführten Untersuchung der NFO Infratest entspricht. Die adjustierten Merkmale sind hierbei das Alter, das Geschlecht, die Schulausbildung und die Wohnsituation.<sup>2</sup> Hierfür wird zunächst ein Datensatz im Umfang der Untersuchungsgesamtheit generiert, der neben den demographischen Angaben des Rücklaufs simulierte Nicht-Rücklauf-Beobachtungen mit zufällig kombinierten Merkmalen enthält, so dass die Verteilungsparameter dieser modellierten Untersuchungsgesamtheit den verfügbaren Verteilungsparametern der NFO Infratest-Studie entsprechen. Auf Basis einer Logit-Regression, die für die modellierte Untersuchungsgesamtheit die Wahrscheinlichkeit der Fragebogenrücksendung schätzt, ergibt sich dann, dass gut ausgebildete Personen, ältere Personen, Männer und Personen mit gehobener Wohnsituation im Rücklauf teilweise stark überrepräsentiert sind. Personengruppen, die im Rücklauf der Befragung überrepräsentiert sind, werden somit im Rahmen der Auswertung geringer gewichtet, während Personengruppen, die im Rücklauf unterrepräsentiert sind (z.B. junge, unerfahrene Anleger), stärker gewichtet werden.

---

<sup>2</sup> Da für das Merkmal „Wohnsituation“ keine aktuelleren Daten vorlagen, wurde approximativ unterstellt, dass diese im Vergleich zu den beiden Vorgängerstudien unverändert geblieben sind. Entsprechend wurde für das hier verwendete Gewichtungsverfahren auf die Daten zur Wohnsituation zurückgegriffen, die bereits im Zusammenhang mit der Aktionärsbefragung aus dem Jahr 2003 herangezogen wurden.

**Tab. 2: Rücklauf Privatanleger**

Gruppe	Beschreibung	N	ungew.%	gew.%
RÜCKLAUF	Gesamter Rücklauf	46.243		
	fehlende/falsche Angaben im demographischen Block	3.650		
	– zu viele nichtausgefüllte Fragen und/oder Fehler	4.466		
ALLE	= Hier ausgewertete Fragebögen	38.127	100,0	100,0
PROFIS	Mindestens 5 Jahre Anlageerfahrung (Frage 14), mindestens 10 Aktien im Portfolio (Frage 16), Studium oder Ausbildung mit wirtschaftlichem Schwerpunkt (Frage 20) und abgeschlossenes (Fach-) Hochschulstudium (Frage 21)	4.221	11,1	7,9
EINSTEIGER	Weniger als 5 Jahre Anlageerfahrung (Frage 14), weniger als 10 Aktien im Portfolio (Frage 16), kein Studium oder Ausbildung mit wirtschaftlichem Schwerpunkt (Frage 20) und kein höherer Abschluss als Realschulabschluss/ Mittlere Reife (Frage 21)	287	0,7	1,7
FUNDINV	Orientiert sich bei seiner Anlageentscheidung eher an der wirtschaftlichen Tätigkeit (Frage 1)	5.216	13,7	13,4
TECHINV	Orientiert sich bei seiner Anlageentscheidung eher an der Kursentwicklung (Frage 1)	5.403	14,2	15,7
VALUEINV	Langfristige Vermögensbildung als wichtigstes Ziel der Anlagestrategie: Einstufung der Bedeutung von „Langfristige Vermögensbildung“ als sehr hoch oder hoch und als wichtiger im Vergleich zur kurzfristigen Gewinnerzielungsabsicht sowie als wichtiger oder gleich wichtig im Vergleich zu den beiden verbleibenden potenziellen Anlagezielen (Frage 17)	24.483	64,2	65,4
GROWTHINV	Kurzfristige Gewinnerzielung als wichtigstes Ziel der Anlagestrategie: Einstufung der Bedeutung von „Kurzfristige Gewinne“ als „sehr hoch“ oder „hoch“ und als wichtiger im Vergleich zu den anderen drei potenziellen Anlagezielen (Frage 17)	799	2,1	2,2

Gruppe	Beschreibung	N	ungew.%	gew.%
DIVIDEN-DINV	Fordert zumindest mittlere Dividende (Frage 5), ist (eher) für eine gewinnunabhängige Mindestdividende (Frage 8) und bereit, stimmrechtslose Aktien zu kaufen (Frage 10)	2.423	6,4	6,7
MISSTINV	Schätzt Wahrscheinlichkeit der Bereicherung von allen Stakeholdern als sehr groß ein (Frage 12)	1.518	4,0	4,4
RISIKO[-]	Bevorzugt Anlagealternative 1, d.h. festverzinsliche Wertpapiere mit sicheren Zinszahlungen von 5.000 € p.a. (Frage 18)	17.932	47,0	48,5
RISIKO[+]	Bevorzugt Anlagealternative 2, d.h. von der Marktzinsentwicklung abhängige, variabel verzinsliche Wertpapiere, die mit jeweils 33,3%iger Wahrscheinlichkeit zu jährlichen Zinszahlungen von 1.000 €, 5.500 € oder 10.000 € führen (Frage 18)	10.037	26,3	26,6
SPÄT	Eingang des Fragebogens nach dem 04.03.2013	941	2,5	3,0

Die Gewichtung erfolgt, indem der Kehrwert der auf Basis der Logit-Regression geschätzten Antwortwahrscheinlichkeit (Nicht-Antwortwahrscheinlichkeit) als Gewichtungsfaktor der jeweiligen Beobachtung des Rücklaufs (Nicht-Rücklaufs) verwendet wird. Mit diesen Gewichten wird dann die gleiche Logit-Regression nochmals geschätzt. Die alten Gewichte werden anschließend durch die aus der neuen Regression resultierenden Wahrscheinlichkeiten geteilt. Mit diesen modifizierten Gewichten wird wiederum eine neue Logit-Regression geschätzt. Dieses Verfahren wird solange fortgesetzt, bis die Logit-Regression keinen Erklärungsgehalt mehr besitzt. Hierfür waren im Rahmen der Untersuchung – wie bereits bei den Vorgängerstudien – fünf Regressionsläufe notwendig. Die durch dieses Verfahren ermittelten Gewichte gleichen den Rücklauf den demographischen Angaben der 2012er NFO Infratest-Studie weitgehend an.<sup>3</sup>

#### 9.4.5 Vergleichsstudie Institutionelle Investoren

Der Online-Fragebogen für die institutionellen Investoren orientiert sich im nicht-demographischen Bereich eng an dem Fragebogen der Privatanleger, um einen Vergleich der Ergebnisse zu ermöglichen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass auch der institutionelle Fragebogen bereits 2003 einem zweistufigen Pretest unterzogen wurde, wobei in der zweiten Stufe nur auf wenige (8) Probanden zurückgegriffen werden konnte.

Befragt wurde im vorliegenden Fall eine Untersuchungsgesamtheit von 893 institutionellen Investoren, für die die Deutsche Post DHL über gültige Kontaktdaten bzw. E-Mail-Adressen verfügte. Der Rücklauf lag nach zweimaliger Nachfassaktion per Mail bei insgesamt 51 Fragebögen und damit bei 5,7 %. Im Vergleich zum Jahr 2008 hat sich der Rücklauf somit deutlich um

<sup>3</sup> Vgl. hierzu grundlegend Little (1986), zum Iterationsverfahren Iannacchione/Milne/Folsom (1991) und vor einem breiteren Hintergrund diskutierend Little/Vartivarian (2003).

ca. 5 Prozentpunkte verringert. Damit korrespondiert der Rücklauf betragsmäßig zu demjenigen einzelner bereits bestehender Befragungsstudien von institutionellen Anlegern.<sup>4</sup> Neben der verzögerten Rücksendegruppe SPÄT (15 Fragebögen), die diejenigen Antworten enthält, die aus der Nachfassaktion per Email resultierten, werden zusätzlich zu dem gesamten auswertbaren Rücklauf (ALLE (48 Fragebögen)) zwei weitere Gruppen separat analysiert. Zunächst werden alle Investoren, die sich, ihr Unternehmen und ihre Tätigkeit in eine der in den Fragen 17 bis 19 explizit angegebenen Kategorien einordnen können (vgl. Tab. A.6.17-19) und die Angaben zu ihrem geographischen Tätigkeitsgebiet machen, in die Gruppe KOMPLETT (36 Fragebögen) eingeordnet. Da nur für diese tatsächlich sichergestellt ist, dass es sich um institutionelle Investoren im engen Sinn handelt, sollten die Ergebnisse dieser Gruppe insbesondere dann beachtet werden, wenn sie signifikant von den Ergebnissen des Gesamtrücklaufs abweichen.

Da keine demographischen oder sonstigen detaillierten Kenntnisse über die Zusammensetzung der Grundgesamtheit bestehen, konnte eine Verzerrung des Rücklaufs nicht direkt ermittelt werden. Somit werden Unterschiede zwischen der Erstbefragung und der zweiten Nachfassaktion ermittelt (vgl. Tab. 3). Bestehen zwischen den Gruppen signifikante Unterschiede im Antwortverhalten, kann dies als Indiz für eine Rücklaufverzerrung angesehen werden, da davon ausgegangen wird, dass späte Rücksender nicht-antwortenden Personen systematisch ähnlicher sind als frühe Rücksender.

**Tab. 3: Rücklauf institutionelle Investoren**

Gruppe	Beschreibung	N	in %
RÜCKLAUF	Alle bearbeiteten Online-Fragebögen – zu viele nicht ausgefüllte Fragen	51 3	
ALLE	= alle auswertbaren Online-Fragebögen	48	100,0
KOMPLETT	Vollständige Angaben zur Tätigkeit und dem Unternehmen, keine Klassifikation als „keins von alledem“ bei einer der Fragen zum Unternehmen und Tätigkeitsgebiet)	36	75,0
ANGLO	Tätigkeitsgebiet liegt in GB, USA oder den Niederlanden	22	45,8
SPÄT	Eingang des Fragebogens nach der E-Mail Nachfassaktion vom 28.02.2013	15	31,3

Aufgrund von fehlenden demographischen Daten für die Grundgesamtheit der institutionellen Investoren findet eine Gewichtung des Rücklaufs nicht statt. Somit ist auch eine Korrektur einer potentiellen Stichprobenverzerrung nicht möglich.

#### 9.4.6 Informationen zum Tabellenwerk

Zu jeder Frage der an die Privatanleger und die institutionellen Investoren gerichteten Fragebögen existieren – neben den im Ergebnisteil präsentierten Abbildungen – Tabellen mit deskriptiven Statistiken, auf die regelmäßig verwiesen wurde.

<sup>4</sup> Schulz (1999) als weitere einschlägige Studie für den deutschen Markt stützt sich auf ein Sample von 80 auswertbaren Fragebögen. Eine Studie von Ferber zur Bedeutung von Vertrauen für institutionelle Investoren fußt auf einem Rücklauf von 45 Fragebögen. Vgl. Ferber/von Nitzsch (2004), S. 819.

Diese Ergebnistabellen sind im Internet unter folgendem Link abrufbar:

**[www.dai.de/aktionaersumfrage](http://www.dai.de/aktionaersumfrage)**

Die Tabellen beinhalten für jede Frage separat das Antwortverhalten der Privatanleger (Tab. A.5.1-A.5.24) und der institutionellen Investoren (Tab. A.6.1-A.6.21). Hierbei wird differenziert zwischen der Gesamtheit des auswertbaren Rücklaufs und den in der Untersuchung differenzierten Gruppen. Zum direkten Vergleich werden die Ergebnisse der 2004er und 2008er Wellen im normalen Schriftsatz dargestellt, während die Angaben für die 2013er Welle in Fettdruck präsentiert werden. Die Prozentangaben in der Antwortkategorie „Keine Angabe“ umfassen nicht beantwortete Fragen sowie, wo vorhanden, die Antwortalternative „nicht beantwortbar“ und beziehen sich immer auf die gesamte Gruppenstärke. Die Prozentangaben für die anderen Antwortkategorien beziehen sich jeweils auf die Gesamtheit der nicht auf die „Keine Angabe“-Kategorie entfallenen Antworten und summieren sich somit jeweils auf 100%. Die Zahlenwerte entsprechen den im Fragebogen erhobenen Angaben. Die einzelnen Antwortmöglichkeiten sind jeweils nach aufsteigendem Zahlenwert gereiht. So entspricht in Tab. A.5.1 „eher an der wirtschaftlichen Tätigkeit“ einer 1, „eher an der Kursentwicklung“ einer 2 und so fort.

Zusätzlich zu den Antwortkategorien werden, soweit sinnvoll, folgende Statistiken angegeben:

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

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

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



## Deutsches Aktieninstitut



Das Deutsche Aktieninstitut arbeitet als etablierter Interessenvertreter aktiv an der Gestaltung der deutschen und europäischen Kapitalmärkte und ihrer Rahmenbedingungen mit. Es repräsentiert die am Kapitalmarkt interessierte deutsche Wirtschaft. Die rund 200 Mitglieder sind börsennotierte Aktiengesellschaften, Banken, Börsen, Investoren und andere wichtige Marktteilnehmer. Das Deutsche Aktieninstitut wurde 1953 gegründet und unterhält Büros in Frankfurt am Main, in Brüssel und ab April 2014 in Berlin. Nähere Informationen zum Deutschen Aktieninstitut finden Sie unter [www.dai.de](http://www.dai.de).



Der Lehrstuhl für Internationale Unternehmensrechnung (IUR) zählt mit seinen 300 bis 350 Studenten zu einem der größten an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft der Ruhr-Universität Bochum. In der Lehre werden Veranstaltungen zur nationalen handelsrechtlichen Rechnungslegung sowie zur internationalen (Konzern)Rechnungslegung nach IFRS, zur Unternehmensanalyse aus Eigen- und Fremdkapitalgebersicht sowie zu M&A-Prozessen angeboten. Neben der Lehrtätigkeit verfolgen Prof. Pellens und sein derzeit aus 12 Mitarbeiter(inne)n bestehendes Team vielfältige Forschungsfragen in den Bereichen Rechnungswesen, Corporate Governance, Controlling und internationale Kapitalmärkte. Hierbei finden unterschiedliche Forschungsansätze Anwendung, wie z. B. neoklassische und neo-institutionelle Modelltheorie, rechtsvergleichende sowie rechtsnahe Forschung, verhaltenswissenschaftlich-empirische und kapitalmarkt-empirische Ansätze. Nähere Informationen zum Lehrstuhl finden Sie unter [www.iur.rub.de](http://www.iur.rub.de).

## Deutsche Post DHL

Deutsche Post DHL ist der weltweit führende Post- und Logistikkonzern. Die Konzernmarken Deutsche Post und DHL stehen für ein einzigartiges Portfolio rund um Logistik (DHL) und Kommunikation (Deutsche Post). Die Gruppe bietet ihren Kunden sowohl einfach zu handhabende Standardprodukte als auch maßgeschneiderte, innovative Lösungen – vom Dialogmarketing bis zur industriellen Versorgungskette. Dabei bilden die rund 475.000 Mitarbeiter in mehr als 220 Ländern und Territorien ein globales Netzwerk, das auf Service, Qualität und Nachhaltigkeit ausgerichtet ist. Mit seinen Programmen in den Bereichen Umweltschutz, Katastrophenmanagement und Bildung übernimmt der Konzern gesellschaftliche Verantwortung. Im Jahr 2012 erzielte Deutsche Post DHL einen Umsatz von mehr als 55 Milliarden Euro.

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

Weitere Informationen unter [www.dpdhl.de](http://www.dpdhl.de).



Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. ist der deutsche Berufsverband für Investor Relations (IR) und Vertreter kapitalmarktorientierter Unternehmen. Als Sprachrohr der IR Professionals vertritt der DIRK die Belange seiner Mitglieder aktiv im Dialog mit den Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarkts, der Politik und der Öffentlichkeit. Seinen Mitgliedern bietet der Verband aktive fachliche Unterstützung und fördert den regelmäßigen Austausch untereinander sowie mit IR-Fachleuten aus aller Welt. Darüber hinaus fördert er die Entwicklung des Berufsstandes und setzt mit seinen über 300 Mitgliedern Qualitätsstandards für Finanzkommunikation. Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst nahezu sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Gesellschaften bis hin zu Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung und solchen, die den Gang an die Börse noch vor sich haben oder Fremdkapitalinstrumente emittieren. Zunehmend sind auch an der Kapitalmarktkommunikation interessierte natürliche Personen Mitglied im DIRK. Nähere Informationen zum DIRK finden Sie unter [www.dirk.org](http://www.dirk.org).

