

**Institut für Mittelstandsforschung
Bonn**

Investor Relations
**Finanzwirtschaftliche Informationspolitik
mittelständischer Unternehmen**

von

Ljuba Kokalj und Guido Paffenholz

IfM-Materialien Nr. 147



Materialien

Impressum

Herausgeber

Institut für Mittelstandsforschung Bonn
Maximilianstr. 20, 53111 Bonn
Telefon + 49/(0)228/72997-0
Telefax + 49/(0)228/72997-34
www.ifm-bonn.org

Das IfM Bonn ist eine Stiftung des privaten Rechts.

Gefördert durch:



aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages

Ministerium für Wirtschaft, Energie,
Industrie, Mittelstand und Handwerk
des Landes Nordrhein-Westfalen



IfM-Materialien Nr. 147
ISSN 2193-1852 (Internet)
ISSN 2193-1844 (Print)

Bonn, Januar 2001

Inhalt

1. Einleitung	1
2. Begründung und Wesen von Investor Relations	3
2.1 Definition	3
2.2 Finanztheoretische Begründung	4
2.2.1 Informationseffizienz der Kapitalmärkte	4
2.2.2 Asymmetrische Informationsverteilung	5
2.3 Grundsätze und Instrumente	7
3. Investor Relations aus Sicht der Finanzanalysten	10
3.1 Finanzanalysten als Multiplikatoren	10
3.2 Bisherige Befragungsergebnisse	11
3.2.1 Allgemeine Entwicklung	11
3.2.2 Investor Relations in Abhängigkeit von der Börsenindexzugehörigkeit	13
3.3 Die Befragung des IfM Bonn	14
3.3.1 Zielsetzung und Befragungsgrundgesamtheit	14
3.3.2 Bewertung des Status quo	15
3.3.3 Investor Relations vor und nach einem IPO	18
3.3.4 Schwachpunkte der Investor Relations-Arbeit	20
3.3.5 Informationsbereitstellung	23
4. Die Nutzung des Internet für Investor Relations	25
4.1 Das Internet als Investor Relations-Instrument	25
4.2 Bisherige empirische Ergebnisse	26
4.2.1 Allgemeine Entwicklung	26
4.2.2 Internetbasierte Investor Relations in Abhängigkeit von der Börsenindexzugehörigkeit	30
4.3 Die Untersuchung des IfM Bonn	31
4.3.1 Zielsetzung und Datenbasis	31
4.3.2 Ausmaß und Qualität der Pflichtinformationen	32
4.3.3 Bereitstellung zusätzlicher interner Informationen	35
4.3.4 Bereitstellung externer Informationen	37
4.3.5 Kontaktmöglichkeiten	38
4.3.6 Antwortverhalten auf E-mail Anfragen	39
4.3.7 Interaktive Kommunikationsangebote	41
4.3.8 Benutzerfreundlichkeit	41
4.3.9 Vergleich NEMAX 50 versus NEMAX All Share	43
5. Zusammenfassung	47
6. Literaturverzeichnis	51

1. Einleitung

Die Zugangsbedingungen junger und wachsender Unternehmen zum Kapitalmarkt haben sich in den letzten Jahren deutlich verbessert. Insbesondere die Einführung des Neuen Marktes als zielgruppenspezifisches Kapitalmarktsegment für innovative und wachsende Unternehmen hat einer für Wachstum und Beschäftigung benötigten Gruppe von mittelständischen Unternehmen den Weg an die Börse geebnet. Noch vor wenigen Jahren galten diese Unternehmen als nicht kapitalmarktfähig. Für die kapitaleinwerbenden mittelständischen Unternehmen heißt das allerdings, dass sie um Anleger durch eine offene, kontinuierliche Informations- und Kommunikationspolitik werben müssen, was auch bedeutet, dass sie den Finanzbereich des Unternehmens für Außenstehende transparent machen müssen.

Investoren reagieren auf eine zurückhaltende Informationspolitik von Unternehmen vielfach mit einer Unterbewertung bzw. einem Risikoabschlag, schlimmstenfalls verlieren sie ihr Anlageinteresse. Im Mittelstand wurde über den besonders sensiblen finanzwirtschaftlichen Bereich in der Vergangenheit Externen so gut wie nichts zur Kenntnis gebracht. Zur Einwerbung von Wachstumskapital über den Kapitalmarkt und die Bindung der Aktionäre an das Unternehmen gehört aber nun einmal eine investorgerechte Informationspolitik. Gerade die volatileren Börsensegmente, an denen typischerweise mittelständische Unternehmen notiert sind, setzen die Information der Anleger voraus, wenn sich langfristige Finanzierungsbeziehungen entwickeln sollen. Da Deutschland nicht auf eine über lange Jahre gewachsene Investor Relations-Kultur wie z.B. die USA zurückblickt, sind Defizite und somit Nachhol- und Entwicklungsbedarf zu vermuten.

Ziel der Untersuchung ist es, ein Bild über Investor Relations von mittelständischen Unternehmen zu zeichnen, die Probleme in der gerade für junge mittelständische Unternehmen ungewohnten Finanzkommunikation zu identifizieren und zu prüfen, ob zwischen der Qualität der Investor Relations und der Unternehmensgröße ein Zusammenhang besteht. Die empirische Erhebung des IfM Bonn beschränkt sich auf die finanzwirtschaftliche Informations- und Kommunikationspolitik junger, am Neuen Markt notierter Wachstumsunternehmen. Es ist zu vermuten, dass diese innerhalb des Mittelstandes eine Vorreiterstellung in Bezug auf Investor Relations einnehmen. Zur weiteren Finanzierung ihres Wachstums sind sie stärker als andere börsennotierte Mittelständler auch nach ihrem Going Public auf die Zuführung externen Eigenkapitals angewie-

sen, ihre Mitarbeiterentlohnung basiert verstärkt auf Aktienoptionsprogrammen. Eine Pflege ihres Börsenkurses durch Investor Relations sollte daher für diese Unternehmen selbstverständlich sein. Zudem sprechen die hohe Beachtung dieser Unternehmen in den Medien und bei den Anlegern sowie die erhöhten Publizitätsanforderungen des Neuen Marktes als Qualitätssegment der Deutschen Börse für einen hohen Stellenwert von Investor Relations. Sollten sich bei diesen Unternehmen z.B. typische Probleme oder eine unzureichende Qualität ihrer Investor Relations-Arbeit herausstellen, ist davon auszugehen, dass dieser Befund für andere börsennotierte Mittelständler im verstärkten Ausmaß Gültigkeit besitzt.

Die Untersuchung des IfM Bonn beinhaltet zwei Teilerhebungen. Zum einen kommen externe Experten zu Wort, zu deren Geschäftstätigkeit der Umgang mit von den Unternehmen zur Verfügung gestellten Finanzinformationen gehört. Hierfür wurden Finanzanalysten als typische Informationsmittler und -multiplikatoren von Finanzinformationen über Umfang und Qualität der Investor Relations mittelständischer Unternehmen befragt. Zum anderen wurden die Unternehmen selbst an ihrem Tun beurteilt. Hierfür wurden die Inhalte und die Qualität der Investor Relations von Unternehmen über das Medium Internet, das ihnen vor allem im Hinblick auf Kleinanleger attraktive Informations- und Kommunikationsmöglichkeiten eröffnet, untersucht. Da bei den bisherigen empirischen Untersuchungen vielfach eine fehlende Orientierung an Erkenntnissen der Finanzierungstheorie zu bemängeln ist, hat das IfM Bonn der finanztheoretischen Begründung für Investor Relation besondere Aufmerksamkeit gewidmet. Grundgedanke der empirischen Untersuchungen des IfM Bonn war daher, ob und inwieweit die Investor Relations-Arbeit der jungen Wachstumsunternehmen tatsächlich zu einer Erhöhung der Markttransparenz und einer Verringerung der asymmetrischen Informationsverteilung beitragen kann.

2. Begründung und Wesen von Investor Relations

2.1 Definition

Der angloamerikanische Begriff "Investor Relations" kann im Deutschen vereinfachend mit "Pflege der Beziehungen zu den Kapitalgebern" umschrieben werden (SCHREIB 1993, S. 163.; LINGENFELDER/WALZ 1988, S. 467). Zielsetzung von Investor Relations-Aktivitäten ist es, über informations- und kommunikationspolitische Maßnahmen externe Kapitalgeber langfristig zur Bereitstellung finanzieller Mittel zu gewinnen und die für finanzielle Transaktionen typischen Abschlusshemmnisse, bedingt durch die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Insidern und Unternehmensexternen, zu überwinden.

Die in der Literatur (SIERSLEBEN 1998, S. 27 ff.) geläufigen Definitionsansätze unterteilen zuweilen Investor Relations danach, ob es sich bei den Investoren um Eigen- oder Fremdkapitalgeber handelt. Dementsprechend wird zwischen "Stockholder Relations" und "Creditor Relations", d.h. der Pflege der Beziehungen zu den Eigenkapitalgebern und Fremdkapitalgebern unterschieden. Da die Fremdkapitalgeber die Unternehmen im Regelfall entweder selbst oder über Rating-Agenturen einer vergleichsweise intensiven (Bonitäts-)Prüfung unterziehen, sind die Gestaltungsmöglichkeiten von Creditor Relations verhältnismäßig gering. Der Schwerpunkt der Investor Relations-Aktivitäten von Unternehmen liegt daher in der Praxis auf den Stockholder Relations. Vorherrschend in der Literatur sind folglich Begriffsauffassungen, die Investor Relations ausschließlich auf die Aktionärspflege beziehen. Zielsetzung von Investor Relations ist nach dieser Sichtweise das Erreichen und Sichern eines langfristig angemessenen Aktienkurses, um dem Unternehmen günstige Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung zu gewährleisten (KRYSTEK/MÜLLER 1993, S. 1785). Als Zielgruppen der Investor Relations-Aktivitäten werden sowohl die vorhandenen Aktionäre als auch potenzielle Anleger und sogenannte Multiplikatoren wie z.B. Analysten oder Anlageberater betrachtet.

In Anlehnung an das auch in der Praxis vorherrschende Begriffsverständnis werden Investor Relations deshalb im folgenden als langfristig ausgerichtete Kommunikationspolitik mit dem Ziel der Vertrauensbildung zwischen Aktionären und Unternehmen also im Sinne der Stockholder Relations verstanden.

2.2 Finanztheoretische Begründung

2.2.1 Informationseffizienz der Kapitalmärkte

Für die Preisbestimmung auf dem Kapitalmarkt sind Informationen von wesentlicher Bedeutung. Der Informationsstand am Kapitalmarkt drückt das zu einem bestimmten Zeitpunkt vorhandene Fakten- und Erfahrungswissen aus und lässt Schlüsse auf die relevanten Parameter von Finanzierungstiteln zu, bestimmt also deren Marktwert. Ein wichtiges Qualitätsmerkmal des Kapitalmarktes ist daher die Informationseffizienz, d.h. die Reaktionsgeschwindigkeit der Preise auf Änderungen des Informationsstandes. Als informationseffizient wird ein Kapitalmarkt dann bezeichnet, wenn sich Anpassungen der Preise als Reaktion auf neue Informationen stets ohne zeitliche Verzögerung einstellen, d.h. die Preise stets den gesamten Informationsstand widerspiegeln. Dabei werden drei Stufen der Informationseffizienz unterschieden (FRANKE/HAX 1999, S. 398 ff.):

- Informationseffizienz im strengen Sinne liegt vor, wenn zu jedem Zeitpunkt in den Marktpreisen alle überhaupt verfügbaren Informationen enthalten sind.
- Informationseffizienz im mittelstrengen Sinne liegt vor, wenn zu jedem Zeitpunkt in den Marktpreisen alle allgemein verfügbaren Informationen enthalten sind.
- Informationseffizienz im schwachen Sinne liegt vor, wenn zu jedem Zeitpunkt in den Marktpreisen alle Informationen über das Marktgeschehen der Vergangenheit enthalten sind.

Anpassungen des Marktes kommen dadurch zustande, dass (ein Teil der) Anleger bei neu gewonnenen Informationen Über- bzw. Unterbewertungen erkennen und entsprechend disponieren. In Folge stellen sich neue Marktpreise ein, die dem veränderten Informationsstand entsprechen. Je schneller sich dieser Anpassungsprozeß vollzieht, desto mehr nähert sich der Markt einer Situation an, in der Informationseffizienz vorliegt.

Die Informationseffizienz des Aktienmarktes und Investor Relations stehen in einem engen Zusammenhang. Wirtschaftlich sinnvoll und erfolgversprechend ist eine gezielte Informationspolitik von Unternehmen deshalb nur dann, wenn Kapitalmärkte zumindest ansatzweise informationseffizient sind, so dass bereitgestellte (gehaltvolle) Informationen zu einer Reaktion an der Börse führen.

Einen Nutzen können Investor Relations aber nur stiften, wenn die strenge Form der Informationseffizienz nicht vorliegt, da in diesem Fall selbst interne Informationen bereits im Kurs enthalten sind.

Bisherige Studien zur Informationseffizienz deuten darauf hin, dass sowohl für die US-amerikanischen als auch die deutschen Aktienmärkte von einer mittelstrengen Informationseffizienz auszugehen ist (GÜNTHER/OTTERBEIN 1996, S. 392 ff.). Unternehmensinterne Daten sind demnach - allerdings nicht vollständig - in den Kursen enthalten, können somit bei Veröffentlichung zu weiteren Kursreaktionen führen. Investor Relations-Aktivitäten von Unternehmen erhalten vor diesem Hintergrund ihre wirtschaftliche Legitimation.

2.2.2 Asymmetrische Informationsverteilung

Ein klassisches Problem börsennotierter Unternehmen ist die Trennung von Eigentum und Entscheidungsgewalt. Die Aktionäre als Eigentümer des Unternehmens delegieren einen Teil ihrer Entscheidungs- und Ausführungskompetenzen an angestellte Manager, die in der Regel allenfalls einen geringen Teil des Unternehmens besitzen. Die Interessen beider Parteien sind - naturgemäß - nicht stets deckungsgleich. Gleichwohl bestehen hinsichtlich der Handlungsweise der Manager externe Effekte; sie hat sowohl Auswirkungen auf das Nutzenniveau der Manager als auch auf dasjenige der Aktionäre. Zwischen Aktionären und Managern besteht eine sog. Prinzipal-Agenten-Beziehung.

Probleme entstehen in einer solchen Beziehung dann, wenn eine asymmetrische Informationsverteilung zugunsten des Agenten vorliegt. Der Prinzipal muss aufgrund seines Informationsnachteils damit rechnen, dass der Agent seinen diskretionären Handlungsspielraum zum Nachteil des Aktionärs ausnutzt und sich eigennützig, d.h. opportunistisch verhält. Der Informationsnachteil des Prinzipals, hier der Aktionäre, kann sich auf unterschiedliche Bereiche erstrecken. Nach ARROW (1985, S. 38 ff.) wird üblicherweise zwischen einer vor- und nachvertraglichen Informationsasymmetrie unterschieden. Beide Formen der Informationsasymmetrie können das Zustandekommen von Transaktionen, die grundsätzlich für alle Beteiligten vorteilhaft sind, behindern oder im Extremfall unmöglich machen und zu Marktversagen führen.

Die Informationsasymmetrie vor Vertragsabschluß bezieht sich auf die Eigenschaften des Gegenstandes der Transaktion ("hidden information") oder der beteiligten Personen ("hidden characteristics"). Im Rahmen der externen Eigenkapitalfinanzierung tritt diese Form der Informationsasymmetrie zwischen

potenziellen Aktionären und dem Emittent von Beteiligungstiteln bei der Erstemission oder bei Kapitalerhöhungen auf. Der Aktionär ist über die tatsächlichen Ertragserwartungen und Handlungsalternativen des Unternehmens deutlich schlechter informiert als die Unternehmensleitung und kann nicht ausschließen, mit geschönten oder unvollständigen Informationen versorgt zu werden.

Die Informationsasymmetrie nach Vertragsabschluß ist das Ergebnis eines nicht beobachtbaren Verhaltens des Vertragspartners ("hidden action"). Diese Unsicherheit wird als "Moral Hazard" bezeichnet. Die Aktionäre können lediglich das Ergebnis der Tätigkeiten des Managements beobachten. Dieses wird aber sowohl von den Handlungen der Unternehmensleitung als auch von externen Umweltfaktoren beeinflusst. Die Aktionäre haben daher das Problem, dass sie nicht zwischen Einflüssen des Umweltrisikos und dem Einfluss des Verhaltens der Manager auf das Ergebnis differenzieren können: "Pech und Fleiß" können den gleichen Output zur Folge haben wie "Glück und Faulheit". Im Rahmen einer Beteiligungsfinanzierung bestehen für die Unternehmensleitung vielfältige Möglichkeiten zu Gewinnschmälerungen auf Kosten der Aktionäre. Ein klassisches Beispiel aus der Theorie hierfür ist ein zu geringer Arbeitseinsatz. Für die Praxis relevanter dürften aber Fälle sein, in denen die Manager Mittel des Unternehmens einsetzen, um sich persönliche Annehmlichkeiten und Vorteile zu verschaffen. Zu denken ist z.B. an repräsentative Geschäftsbauten, technische Basteleien, aufwendige Dienstreisen oder hohe Spenden.

Die Informationsasymmetrie kann durch verschiedene Maßnahmen sowohl von Seiten des Unternehmens als auch von Seiten der Aktionäre reduziert werden. Während bis vor wenigen Jahren insbesondere Kontrollmechanismen und anreizbezogene Vertragsgestaltungen im Fokus der Theorie zur Verringerung der Auswirkungen einer asymmetrischen Informationsverteilung standen, gewinnen in letzter Zeit zunehmend auch vertrauensbildende Maßnahmen, nämlich Investor Relations, an Bedeutung. So kann die Investor Relations-Arbeit durch die Übermittlung von unternehmensinternen Informationen zum Abbau der asymmetrischen Informationsverteilung beitragen. Das Problem, das es hierbei zu meistern gilt, besteht darin, dass die Investoren die Glaubwürdigkeit der bereitgestellten Informationen grundsätzlich in Frage stellen. Die Glaubwürdigkeit wird dabei maßgeblich von der Reputation des Informationsabsenders determiniert und kann sich nur in einem langfristigen Prozeß entwickeln (FRETER/SÄNGER 2000, S. 780 f.). Da sich ein Reputationsver-

lust nachteilig auf weitere Finanzierungsbeziehungen auswirkt, stellt Reputation aus Sicht der Anleger ein Pfand für die Glaubwürdigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen dar. Mittels der Reputation profitiert der einzelne Anleger somit indirekt von den Erfahrungen anderer Marktteilnehmer.

2.3 Grundsätze und Instrumente

Für den Abbau von Informationsasymmetrien und den Aufbau von Vertrauenspositionen im Rahmen von Investor Relations sind bestimmte Grundsätze zu beachten, nämlich:

- Kontinuität der Informationspolitik
- Wesentlichkeit des Informationsgehaltes
- Zielgruppenorientierung der Informationsaufbereitung
- Gleichbehandlung der Informationsadressaten.

Der Grundsatz der Kontinuität postuliert eine von der Unternehmenssituation unabhängige Informations- und Kommunikationspolitik. Das Unternehmen muss bei positiver und negativer Unternehmensentwicklung gleich offen informieren, um in den Augen der Anleger glaubwürdig zu bleiben und deren Vertrauen in das Unternehmen zu stärken. Besonders wichtig ist es daher, ungünstige Entwicklungstendenzen, z.B. hinsichtlich der Gewinnerwartung, des Umsatzes oder der Marktanteile, genauso frühzeitig mitzuteilen wie auch günstige Umstände. Vielfach können hierdurch übertriebene Reaktionen und Kurseinbußen vermieden oder abgemildert werden. Ferner sollte die Investor Relations-Arbeit in dem Sinne kontinuierlich verlaufen, dass nach einem IPO oder einer Kapitalerhöhung keine merklichen Qualitätseinbußen oder ein Informationsattentismus feststellbar sind.

Nach dem Grundsatz der Wesentlichkeit müssen die Informationen aussagekräftig sein, die übermittelte Botschaft darf gleichzeitig aber nicht durch zu viele oder unwesentliche Details an Klarheit und Aussagekraft verlieren (PAUL 1991, S. 940 f.). Gerade bei einer großen Fülle von Informationen müssen sich die bedeutenden von den weniger bedeutenden Inhalten gut trennen lassen, da ansonsten der Anleger den Überblick verliert bzw. im Extremfall eine gezielte Desinformationspolitik vermuten muss. Die Verletzung des Grundsatzes der Wesentlichkeit kann daher das beabsichtigte Ziel von Investor Relations - die Schaffung von Vertrauen - ins Gegenteil verkehren.

Investor Relations richtet sich nach heutiger Begriffsauffassung nicht nur an die Aktionäre, sondern an die gesamte sogenannte Financial Community. Hierzu gehören neben aktuellen und potenziellen privaten oder institutionellen Anlegern insbesondere auch Finanzanalysten, Fondsmanager und Wirtschaftsjournalisten (LINK 1993, S. 107 ff.). Know-how, Informationsstand und Erwartungen der verschiedenen Adressaten der Investor Relations sind allerdings unterschiedlich (DIEHL 1993, S. 177). Investor Relations müssen daher zielgruppenorientiert erfolgen. So ist zum einen das Informationsangebot auf den unterschiedlichen Kenntnisstand der Zielgruppen abzustimmen und ein in Inhalt und Gestaltung entsprechendes Informationspaket zu schnüren (GAULKE 1997, S. 23). Zum anderen ist die Übermittlungsform, d.h. die Auswahl geeigneter Investor Relations-Instrumente, auf die jeweilige Zielgruppe abzustimmen (ALVAREZ/ WOTSCHOFSKY 2000, S. 652).

Die Zielgruppenorientierung darf den Grundsatz der Gleichbehandlung der Zielgruppen nicht verletzen. Gleichbehandlung bezieht sich in diesem Fall allerdings nicht auf die Art der Information bzw. Kommunikation, d.h. der eingesetzten Investor Relations-Instrumente, sondern vielmehr auf die Inhalte der Informationen (GÜNTHER/OTTERBEIN 1996, S. 395 f.). Zwischen beiden Grundsätzen besteht daher nur ein scheinbarer Widerspruch. Zu beachten ist demnach, dass allen Zielgruppen trotz unterschiedlicher Investor Relations-Instrumente prinzipiell die gleichen Informationen zur Verfügung gestellt werden. Dieser Grundsatz der Gleichbehandlung ist in der gesetzlichen Verpflichtung der Unternehmen zu Ad-hoc-Mitteilungen bei Eintritt bewertungsrelevanter Sachverhalte kodifiziert. Dennoch bereitet der Grundsatz der Gleichbehandlung Probleme, was die in jüngster Zeit erlassenen Vorschriften der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde SEC zu dieser Thematik belegen.

Für Investor Relations steht den Unternehmen eine Reihe von Instrumenten zur Verfügung, die üblicherweise in persönliche und unpersönliche Instrumente unterteilt werden. Zu den unpersönlichen Instrumenten zählen insbesondere die diversen Unternehmenspublikationen von Geschäftsberichten bis zu Aktionärsbriefen, aber auch Pressemitteilungen, Finanzanzeigen oder Werbeschaltungen in Radio und Fernsehen. Persönliche Investor Relations-Instrumente umfassen Hauptversammlungen, Pressekonferenzen, Unternehmenspräsentationen sowie Roundtable- oder Einzelgespräche. Sie ermöglichen im Gegensatz zu den vorgenannten unpersönlichen Instrumenten eine direkte, persönliche Informationsweitergabe und Kommunikation mit dem An-

leger. Die Streuverluste bei persönlichen Instrumenten sind daher weitaus geringer. Aufgrund der Kosten beschränkt sich jedoch im Regelfall ihre Anwendung auf überschaubare Gruppen.

Für die Zielgruppe der Kleinanleger sind allein schon aufgrund des Massenbedarfs vor allem die unpersönlichen Investor Relations-Instrumente von Bedeutung. Aufgrund ihrer Anzahl ist eine direkte, persönliche Kontaktaufnahme praktisch unmöglich. Zusätzlich ist auch die Anonymität des einzelnen Anlegers für die persönliche Information und Kommunikation eine Barriere. Die in letzter Zeit vermehrt durchgeführte Umstellung der Anteile von den bislang in Deutschland dominierenden Inhaber- auf Namensaktien bringt daher auch unter Investor Relations-Aspekten eine Verbesserung (REUTER/TEBROKE 2000, S. 714 ff.; NOACK 2001, S. 28). Im Verhältnis zu ihrer Anzahl verkörpern die Kleinanleger jedoch insgesamt betrachtet nur ein relativ geringes Anlagepotenzial. Auch unter Kosten-/Nutzenaspekten sind daher zeit- und kostenintensive persönliche Investor Relations-Instrumente für diese Zielgruppe wenig geeignet.

Institutionelle Investoren, Finanzanalysten oder Wirtschaftsjournalisten sind aufgrund des durch sie repräsentierten Anlagepotenzials und ihrer Stellung als Meinungsführer für die Investor Relations hingegen von hoher Bedeutung. Ihre überschaubare Zahl ermöglicht die direkte, persönliche Kontaktaufnahme. Unter Wirtschaftlichkeitsaspekten ist daher die individuelle Information und Kommunikation mit diesen Zielgruppen sinnvoll. Darüber hinaus erlauben persönliche Instrumente die Ausrichtung auf die grundsätzlich höhere Sachkenntnis und die höheren Detailinformationsbedürfnisse dieser Gruppen. Das Anwendungsspektrum persönlicher Investor Relations-Instrumente ist daher überwiegend auf diese Zielgruppen beschränkt. Eine bedeutende Ausnahme bildet hier lediglich die Hauptversammlung, die - vor Einzug des Internet - im Regelfall das einzige Instrument der persönlichen Kommunikation zwischen Unternehmen und Kleinanleger darstellte.

3. Investor Relations aus Sicht der Finanzanalysten

3.1 Finanzanalysten als Multiplikatoren

Eine umfassende und intensive Beziehungspflege ist im Regelfall auf institutionelle Anleger und sonstige Großaktionäre beschränkt. Der Großteil der Aktionäre und potenziellen Anleger kann hingegen vielfach - sieht man von den Möglichkeiten des Internet ab - nicht immer direkt mit (aktuellen) Informationen versorgt werden, sondern erhält sie indirekt über sogenannte "opinion leaders", zu denen neben Finanzanalysten auch Wirtschaftsjournalisten oder Anlageberater zählen.

Im Rahmen der zweistufigen Kommunikation mit den Anlegern haben Finanzanalysten eine herausragende Bedeutung. Nach einer Studie vom HANDELSBLATT aus dem Jahre 1992 betrachteten 92 % der Investor Relations-treibenden deutschen Unternehmen die Analysten als ihre wichtigste Zielgruppe (DIEHL 1993, S. 177). Auch eine Befragung aus dem Jahre 1995 der im DEUTSCHEN INVESTOR RELATIONS KREIS (DIRK) zusammengeschlossenen Unternehmen bestätigt die besondere Stellung von Analysten (GÜNTHER/OTTERBEIN 1996, S. 402 ff.). Es ist davon auszugehen, dass die in beiden Untersuchungen ermittelten Ergebnisse aufgrund der fortschreitenden Internationalisierung der Kapitalmärkte und der steigenden Zahl der Wettbewerber und der Aktionäre am Aktienmarkt heute mehr denn je gelten.

Die Aufgabe von Finanzanalysten besteht in der Recherche, Analyse und Bewertung von Unternehmensinformationen und der Ermittlung eines sogenannten "fairen (Unternehmens-)Wertes". Aus dem Vergleich von fairem Wert und aktuellem Börsenwert eines Unternehmens wird die zukünftige Kursentwicklung prognostiziert und dementsprechend ein Urteil gefällt, das sich in Empfehlungen zu einzelnen Werten ausdrückt. Ihre Bewertung wird zumeist - teilweise differenziert nach verschiedenen Anlagehorizonten - zu Empfehlungen wie "Kaufen", "Verkaufen" oder "Halten" des jeweiligen Börsenwertes verdichtet. Analysten komprimieren insofern die vorliegenden Unternehmensinformationen auf eine standardisierte Einstufung des Unternehmens, die Kleinanlegern ähnlich wie Rating-Urteile im Bereich der Fremdkapitalfinanzierung vielfach eher zugänglich sind als die ursprünglichen Informationen.

Aufgrund ihres Know-how und ihrer Erfahrungen sind sie im Regelfall eher als einzelne Aktionäre oder auch als andere Multiplikatoren in der Lage, die vorliegenden Informationen professionell und sachgerecht auszuwerten bzw. die

Kursrelevanz neuer Informationen richtig einzuschätzen. Im Regelfall erkennen Finanzanalysten daher Über- und Unterbewertungen schneller als Kleinanleger. Durch entsprechende Kauf- und Verkaufsempfehlungen tragen sie dazu bei, dass sich der Kurs dem geänderten Informationsstand anpaßt. Gleichzeitig verbessern sie durch die Aufbereitung der Informationen und die Veröffentlichung ihrer Analyseergebnisse auch die Informationsversorgung der Kleinanleger und tragen zu einer erhöhten Anpassungsgeschwindigkeit des Marktes insgesamt, d.h. zu einer Erhöhung der Informationseffizienz, bei.

Analysteneinstufungen geben Kleinanlegern eine Orientierungshilfe für Anlageentscheidungen. Die besondere Bedeutung der Finanzanalysten für Investor Relations erklärt sich daher zum einen aus dem von ihnen repräsentierten Anlagepotenzial, zum anderen aus der Orientierung vieler (Klein-)Anleger an ihren Empfehlungen. Durch den hohen Stellenwert ihrer Anlageempfehlungen motivieren sie diese zum Kauf oder Verkauf bestimmter Werte und bewegen so über ihr repräsentiertes Anlagevolumen hinaus weitere Kapitalvolumina. Sie übernehmen für viele (Klein-)Anleger indirekt Kontroll- und Bewertungsaufgaben, die andernfalls von jedem Anleger einzeln erfüllt werden müssten, vielfach aufgrund des Zeitaufwands und der Know-how-Erfordernisse gar nicht durchführbar wären. Finanzanalysten tragen zur Senkung der Transaktionskosten einzelner Anleger bei und reduzieren die negativen Auswirkungen der asymmetrischen Informationsverteilung. Die Glaubwürdigkeit der Urteile hängt – ebenso wie die Glaubwürdigkeit der Unternehmensinformationen - von der Reputation der Finanzanalysten ab. Die Reputation einzelner Analysten oder - für Deutschland eher typisch - die Reputation des jeweiligen Kreditinstituts stellt aus Anlegersicht einen Gütesiegel für die grundsätzliche Vertrauenswürdigkeit der Unternehmenseinstufung dar. Ihr Verlust ist für den einzelnen Finanzanalysten bzw. das jeweilige Kreditinstitut mit negativen Konsequenzen, z.B. (Teil-)Entzug des verwalteten Kapitalvermögens, verbunden und stellt insofern einen Disziplinierungsmechanismus dar.

3.2 Bisherige Befragungsergebnisse

3.2.1 Allgemeine Entwicklung

Kennzeichen des deutschen Aktienmarktes war über lange Zeit hinweg eine im internationalen Vergleich unterentwickelte Kultur der Aktienfinanzierung und als Folge eine äußerst zurückhaltende Informationspolitik der Unternehmen. Eine Politik der Aktionärspflege hat in Deutschland insbesondere im Vergleich zu den USA erst mit zeitlicher Verzögerung eingesetzt (LINK 1993, S. 105 ff.).

In den USA zählen Investor Relations bereits seit den siebziger Jahren zum integralen Bestandteil einer strategischen Unternehmenspolitik, sie gehören somit zum Unternehmensalltag. Die Bedeutung des Kapitalmarktes für die Unternehmensfinanzierung, umfangreiche Publizitätspflichten sowie geltende Haftungsregelungen förderten in den USA frühzeitig die Bereitschaft zu einer umfassenden und aktuellen Informationspolitik (DIEHL 1993, S. 173 ff.).

In Deutschland setzte erst Mitte der achtziger Jahre allmähliches Umdenken ein. Eine weltweite Aktienhausse und verbesserte Ertragsaussichten deutscher Unternehmen erbrachten eine Höherbewertung deutscher Aktien. Die Aussicht auf höhere Emissionserlöse steigerte auch die Attraktivität der Aktienfinanzierung und damit des Going Public. Der Wettbewerb um Kapitalanleger wurde intensiver, insbesondere auch als Ergebnis der fortschreitenden Globalisierung der Kapitalmärkte und eines tiefgreifenden Wandels im Bankensektor. Diese Entwicklung hält bis heute an und verstärkt sich weiter. Die wachsende Bedeutung der Kapitalmarktfinanzierung und damit von Investor Relations zeichnet sich mittlerweile auch in Beachtung dieser Thematik vor allem in der Wirtschaftspresse ab.

Aufgrund ihrer Bedeutung als Informationsvermittler und -multiplikatoren basieren die diversen Untersuchungen zum Status quo der Investor Relations in Deutschland zumeist auf einer Befragung von Finanzanalysten. So bewertet z.B. die Zeitschrift CAPITAL (LUBER 2000, S. 91 ff.) seit 1997 jährlich die Investor Relations-Arbeit von Unternehmen aus unterschiedlichen Börsenindizes auf Grundlage einer Finanzanalystenbefragung. Das Investor Relations-Ranking basiert im Jahr 2000 auf einer in Zusammenarbeit mit der DEUTSCHEN VEREINIGUNG FÜR FINANZANALYSE UND ASSET MANAGEMENT (DVFA) und der WIRTSCHAFTSUNIVERSITÄT WIEN durchgeführten Befragung von 1500 in der DVFA zusammengeschlossenen Finanzanalysten über die Investor Relations von Unternehmen aus Euro STOXX 50, DAX, MDAX, NEMAX 50 sowie SDAX. Im Zeitvergleich von 1997 bis 2000 bestätigen die Ergebnisse der von CAPITAL durchgeführten Untersuchungen den Bedeutungszuwachs von Investor Relations auch für deutsche Unternehmen.

Trotz des gestiegenen Stellenwertes, den Investor Relations mittlerweile bei den deutschen Unternehmen haben, ist die Qualität der Investor Relations noch stark verbesserungsbedürftig - insbesondere im Vergleich zu den internationalen Standards, folgt man den Ergebnissen einer im Jahr 2000 durchgeführten Studie der DEUTSCH-AMERIKANISCHEN HANDELSKAMMER in

Zusammenarbeit mit der UNIVERSITY OF COLUMBIA und der UNIVERSITÄT GIEßEN (JAHN 2000, S. 138 ff.). Befragt wurden in dieser Untersuchung 100 Analysten und Fondsmanager sowie 66 Wirtschaftsjournalisten aus den USA. Nach Ansicht der befragten Finanzanalysten belegen die Investor Relations deutscher Unternehmen nach britischen und niederländischen Unternehmen nur einen dritten Platz und werden im Gesamturteil als "mittelmäßig" eingestuft. Die Ergebnisse für Deutschland beziehen sich dabei auf 13 DAX-Unternehmen, die einen hohen Anteil an US-Investoren aufweisen.

3.2.2 Investor Relations in Abhängigkeit von der Börsenindexzugehörigkeit

Die Zeitschrift CAPITAL kommt in ihrer Studie aus dem Jahr 2000 zu dem Ergebnis, dass hinsichtlich der Qualität der Investor Relations zwischen den Unternehmen aus einzelnen Indizes z.T. deutliche Unterschiede bestehen. Nachholbedarf weisen nach den Befunden dieser Studie insbesondere die Unternehmen des SDAX auf, deren Investor Relations-Arbeit mehrheitlich auf mangelndes Interesse an offener Kommunikation mit sowie umfangreicher Informationsweitergabe an die Anleger hindeutet. Im Vergleich hierzu werden die Investor Relations der NEMAX 50-Unternehmen von den befragten Analysten insgesamt wesentlich besser beurteilt. Auffällig bei diesen Unternehmen ist allerdings die hohe Varianz der ermittelten Einzelergebnisse im Vergleich zu den anderen untersuchten Börsenindizes. So werden die Investor Relations der NEMAX 50-Unternehmen von den Analysten überwiegend entweder als besonders gut oder als besonders schlecht bewertet.

Mittelständische Unternehmen sind - sofern sie überhaupt in den verschiedenen Börsenindizes vertreten sind - entweder im NEMAX, SDAX oder SMAX vertreten. Auch wenn die Unternehmen des SMAX in der Untersuchung der Zeitschrift CAPITAL nicht gesondert berücksichtigt wurden, signalisieren deren Befunde insgesamt eindeutig einen Verbesserungsbedarf der in Indizes enthaltenen mittelständischen Unternehmen im Vergleich zu ihren größeren Konkurrenten. Da jedoch zu vermuten ist, dass die Unternehmen, die an einem Qualitätssegment gelistet bzw. in einem Index enthalten sind, unter den mittelständischen börsennotierten Unternehmen eine Vorreiterposition inne haben, ist davon auszugehen, dass die übrigen notierten kleinen und mittleren Unternehmen ihre Investor Relations auf noch weit niedrigerem Niveau betreiben.

3.3 Die Befragung des IfM Bonn

3.3.1 Zielsetzung und Befragungsgrundgesamtheit

Die vorliegende Untersuchung soll klären, ob die jungen am Neuen Markt gelisteten Wachstumsunternehmen den Anforderungen einer effizienten Investor Relations-Arbeit aus Sicht der Finanzanalysten gerecht werden. Ziel war allerdings nicht die Bewertung der Investor Relations einzelner Unternehmen und die Ableitung eines darauf basierenden Rankings, sondern vielmehr die Erarbeitung einer aussagekräftigen Gesamtwürdigung zum Status quo und zur Entwicklung der Investor Relations-Arbeit der am Neuen Markt notierten mittelständischen Unternehmen. Die Befragung des IfM Bonn stellt somit einen Querschnitt der Einschätzungen von mit dem Neuen Markt befassten Analysten aus den verschiedenen Gruppen von Kreditinstituten - Geschäfts-, Privat- und Investmentbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken - dar.

Die Untersuchung dient ferner der Identifikation von Schwachstellen und Verbesserungsmöglichkeiten der Investor Relations in Hinsicht auf die Anforderungen der Finanzanalysten. Sollen Finanzanalysten zur Steigerung der Informationseffizienz und zur Verringerung der asymmetrischen Informationsverteilung beitragen, müssen sie im Wege der Investor Relations mit geeigneten Informationen versorgt werden, die ihnen eine realistische Einschätzung des nachhaltigen Ertragspotenzials ermöglichen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Anforderungen von Finanzanalysten an die Informationen, die im Rahmen von Investor Relations zur Verfügung gestellt werden, im Hinblick auf Umfang und Detaillierungsgrad grundlegend verschieden von denen der Kleinanleger sind und die Informationen möglichst zeitnah zur Verfügung zu stellen sind.

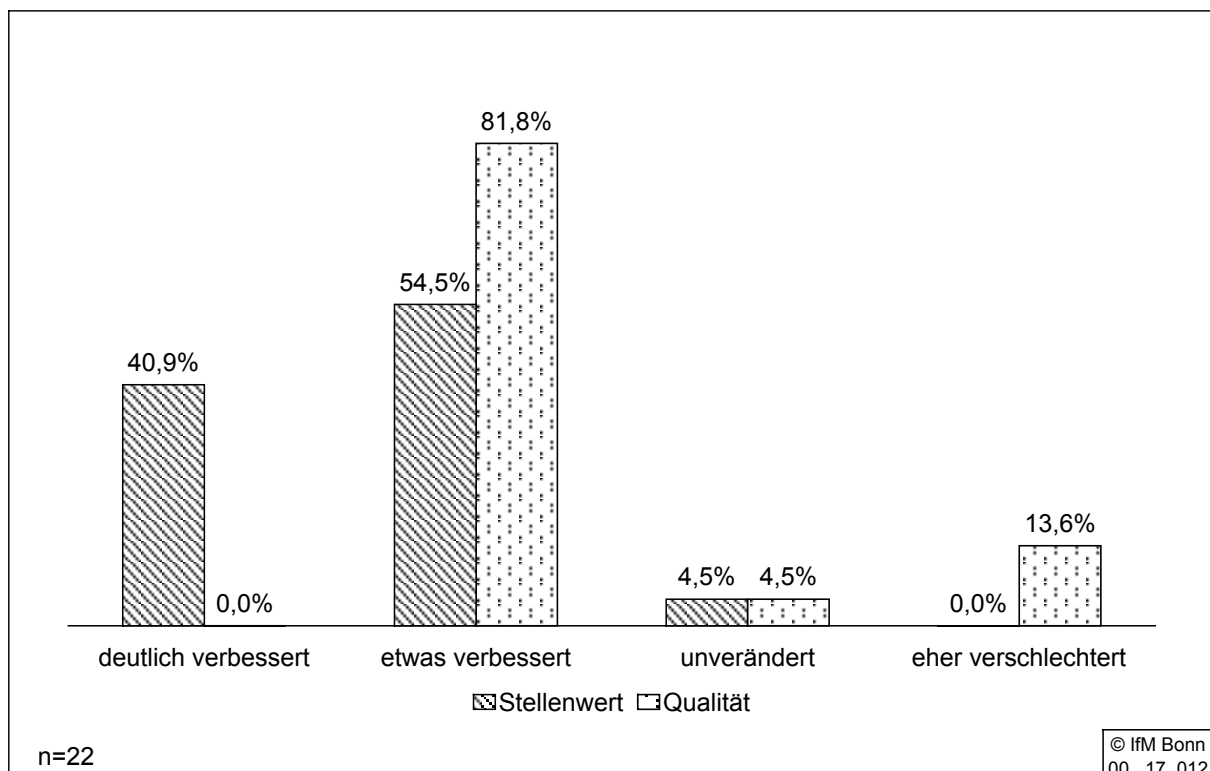
Die IfM-Untersuchung basiert auf der Befragung von 22 Kreditinstituten, für die jeweils ein mit am Neuen Markt gehandelten Werten befasster Finanzanalyst als Repräsentant des Hauses teilnahm. Die Befragung fand im Oktober 2000 anhand eines standardisierten Fragebogens statt. Je nach Wunsch der Analysten wurde die Befragung entweder telefonisch oder schriftlich durchgeführt. Lediglich zwei der 24 Kreditinstitute, die nach der Vorerhebung eine Finanzanalyse-Abteilung in Deutschland unterhalten, haben an der Studie nicht teilgenommen, so dass eine erfreuliche Repräsentanz erreicht werden konnte. Den beteiligten Analysten bzw. den Kreditinstituten sei an dieser Stelle für ihre Bereitschaft zur Mitarbeit herzlich gedankt.

3.3.2 Bewertung des Status quo

Die empirischen Ergebnisse der Analystenbefragung zu Investor Relations lassen den Schluss zu, dass sich zwar in den vergangenen Jahren der Stellenwert von Investor Relations als Folge einer allgemeinen Trendbewegung für die am Neuen Markt notierten Unternehmen erhöht hat, die Qualität der Investor Relations insgesamt betrachtet jedoch nicht im gleichen Ausmaß gestiegen ist und weiterhin deutlicher Verbesserungsbedarf besteht.

So geben immerhin 40,9 % der Analysten an, dass der Stellenwert von Investor Relations bei den am Neuen Markt notierten Unternehmen deutlich gestiegen sei und weitere 54,5 % gehen zumindest von einem leicht erhöhten Stellenwert aus. Die Notwendigkeit der Kommunikation mit der Financial Community haben nach den Befragungsergebnissen daher die am Neuen Markt notierten Unternehmen erkannt.

Abbildung 1: Änderung des Stellenwerts und der Qualität der Investor Relations im Urteil der Finanzanalysten



Die Veränderung der Qualität der Investor Relations wird von den befragten Finanzanalysten indessen wesentlich zurückhaltender beurteilt. Eine deutliche Qualitätsverbesserung der Investor Relations-Arbeit attestiert keiner der befragten Analysten den am Neuen Markt notierten Unternehmen. Allenfalls wird

eine leichte Verbesserung in qualitativer Hinsicht festgestellt. Trotz des allgemein erhöhten Stellenwertes von Investor Relations kommen fast sechs von zehn Analysten sogar zu dem Ergebnis, dass sich die Investor Relations-Qualität der Unternehmen des betrachteten Börsensegmentes in den vergangenen Jahren eher verschlechtert habe. Die Befragungsbefunde deuten u.E. auf Umsetzungsprobleme vieler Neuer Markt-Unternehmen hin. Eine an den Ansprüchen der Financial Community orientierte effiziente und zielgerichtete Informations- und Kommunikationspolitik müssen die Unternehmen vielfach offenbar erst noch erlernen.

Es ist daher nicht überraschend, dass die befragten Analysten die Investor Relations der Unternehmen am Neuen Markt insgesamt betrachtet überwiegend (54,5 %) nur mit "befriedigend" benoten. 13,6 % der Analysten bewerten die Investor Relations-Arbeit der am Neuen Markt notierten Unternehmen im Durchschnitt mit "befriedigend bis ausreichend" und weitere 18,1 % sogar nur mit "ausreichend" oder schlechter. Eine positive Bewertung ist die Ausnahme, nur 9,1 % geben der Investor Relations-Arbeit am Neuen Markt die Note "gut", 4,5 % geben den Unternehmen die Note "gut bis befriedigend".

Die Investor Relations-Arbeit muss grundlegend verbessert werden. Dies lässt sich daraus schließen, dass nach Ansicht der befragten Analysten nur ein geringer Teil der am Neuen Markt notierten Unternehmen eine "sehr gute" Investor Relations-Arbeit abliefert. Für die Mehrheit der Befragten verdient nicht einmal jedes fünfte der Neuer Markt-Unternehmen für seine Investor Relations-Arbeit die Note "sehr gut". 27,2 % der Finanzanalysten zeichnen ein positiveres Bild und vergeben immerhin das Prädikat "sehr gut" an 20 bis 39 % der am Neuen Markt notierten Unternehmen (vgl. Abbildung 2).

Der Anteil von Unternehmen, die nach Ansicht der Finanzanalysten eine als "ungenügend" zu bezeichnende Investor Relations-Arbeit betreiben, liegt hingegen deutlich höher. Im Durchschnitt geben die befragten Analysten der Investor Relations-Arbeit von knapp 27 % der Neuer Markt-Unternehmen die Note "ungenügend". Dabei fallen, wie Abbildung 3 zeigt, die Meinungen etwas auseinander. Für fast 70 % der Befragten liegt der Anteilswert der Unternehmen, deren Investor Relations-Arbeit die Note "ungenügend" verdient, bei zwischen 20 und 39 % der Unternehmen.

Abbildung 2: Anteil der am Neuen Markt notierten Unternehmen mit "sehr guter" Investor Relations aus Sicht der Finanzanalysten

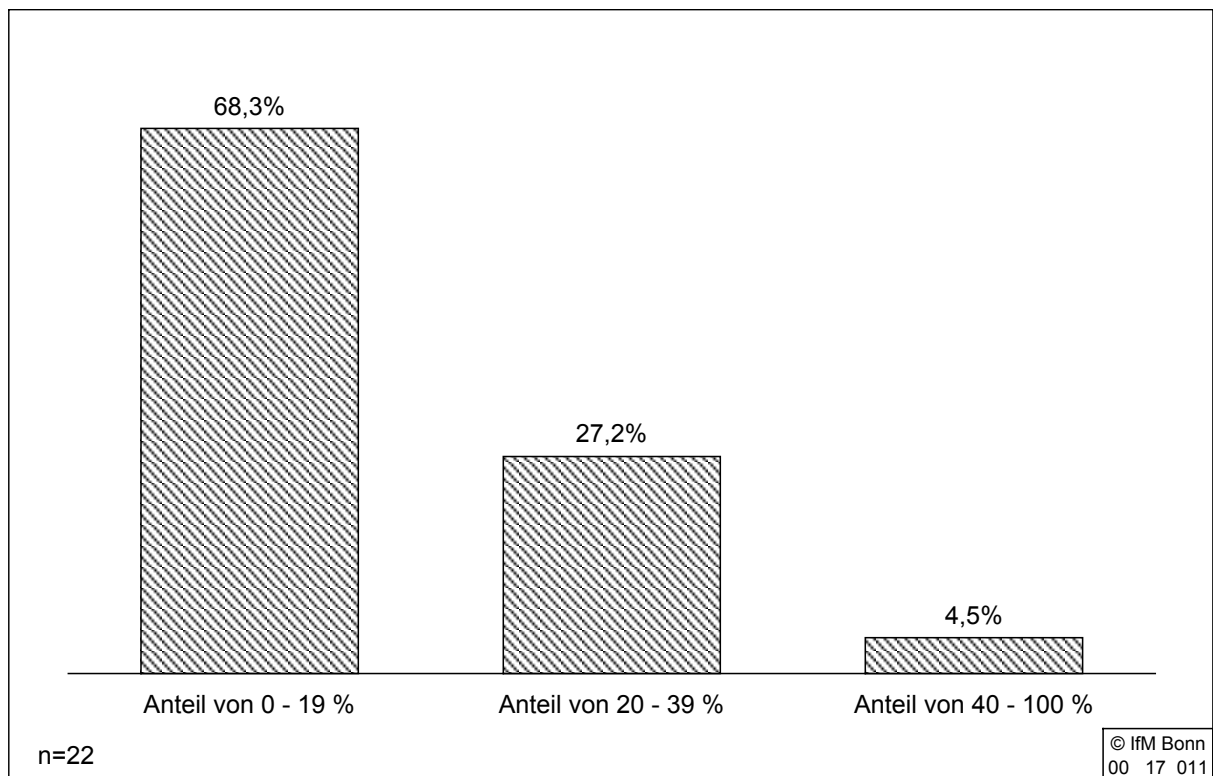
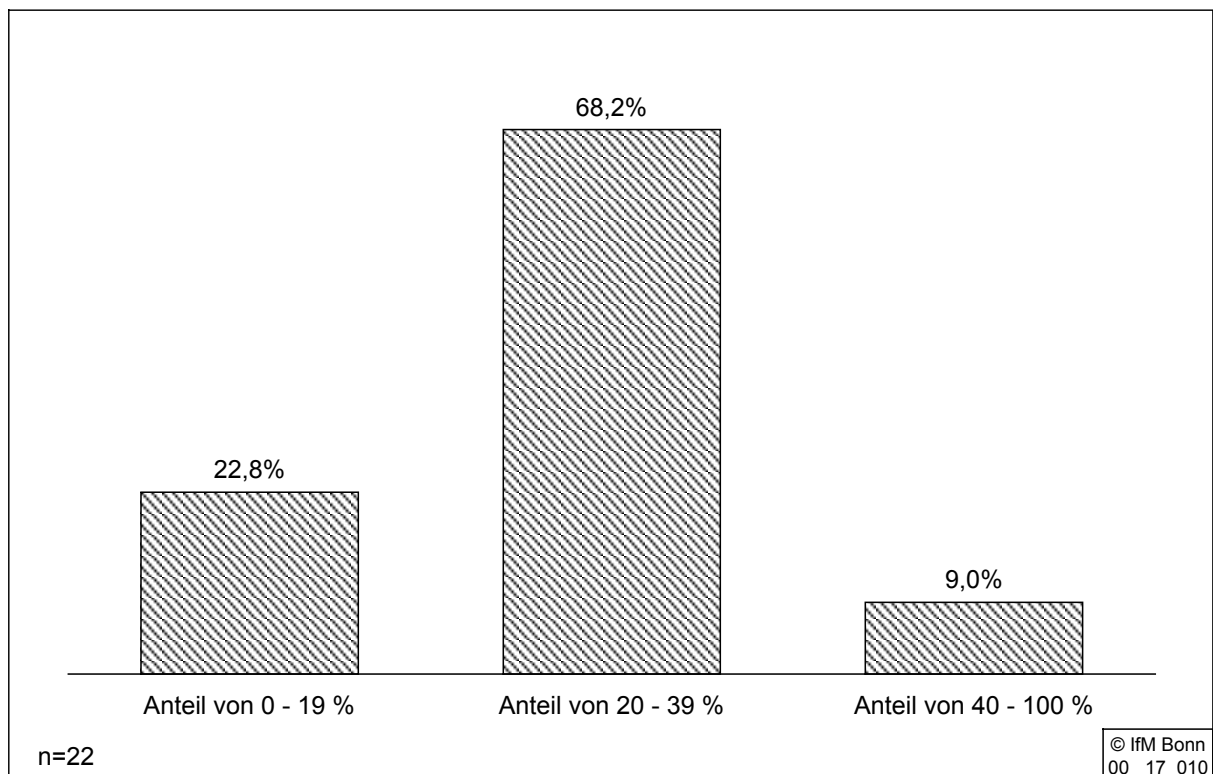


Abbildung 3: Anteil der am Neuen Markt notierten Unternehmen mit "unge-nügender" Investor Relations aus Sicht der Finanzanalysten

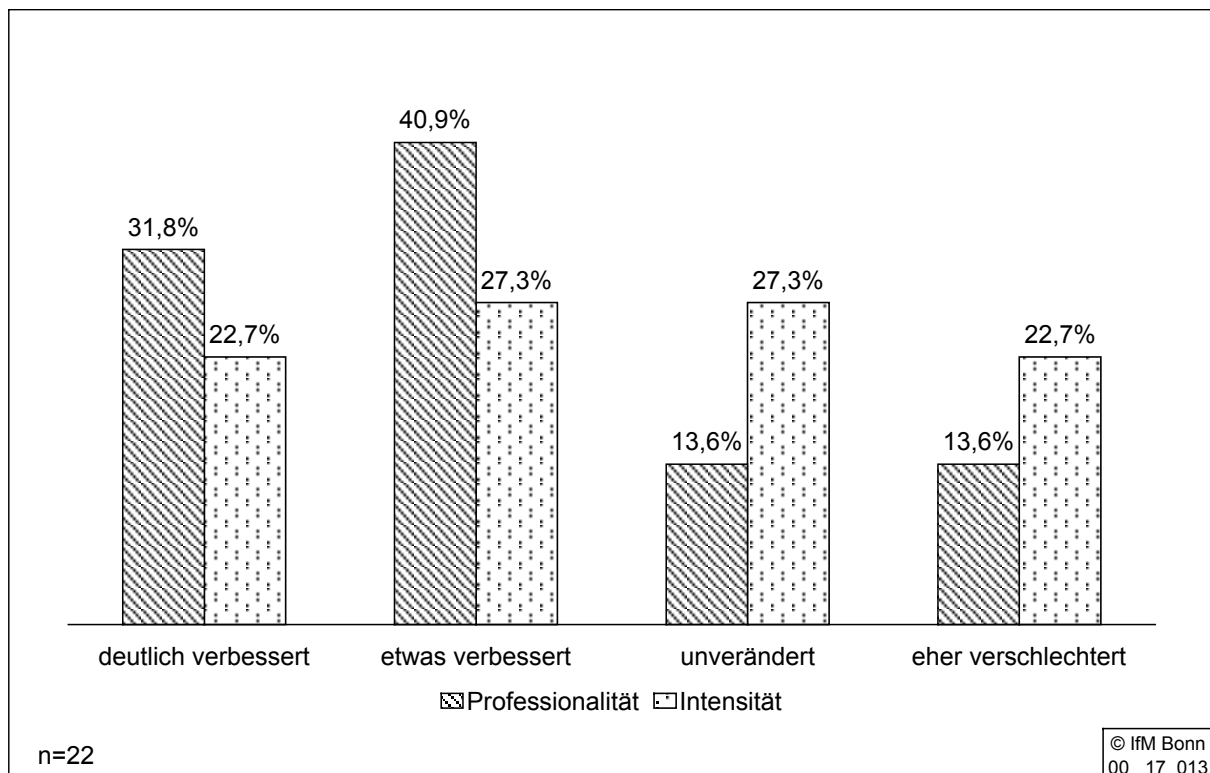


An den Befunden fällt ein vergleichsweise hoher Grad an Übereinstimmung der Analysten in Bezug auf die Bewertung der Investor Relations auf. So betrachten 45,5 % der Befragten die Investor Relations-Arbeit von lediglich 10 % der Neuer Markt-Unternehmen als sehr gut, während umgekehrt 40,9 % einen Anteil von 30 % als ungenügend empfinden. Die Befragungsergebnisse belegen damit einerseits einen hohen Verbesserungsbedarf. Ähnlich wie in der Rankingstudie der Zeitschrift CAPITAL unterstreichen sie andererseits aber auch die starke Polarisierung hinsichtlich der Investor Relations der einzelnen am Neuen Markt notierten Unternehmen. Das Qualitätsgefälle am Neuen Markt in Bezug auf Investor Relations ist somit sehr hoch.

3.3.3 Investor Relations vor und nach einem IPO

Die Notwendigkeit der Investor Relations-Arbeit stellt sich für Unternehmen in der Regel erstmalig im Zusammenhang mit einem geplanten Börsengang; bis zu diesem Zeitpunkt liegen Erfahrungen mit Investor Relations zumeist nicht vor. Es war daher zu vermuten, dass sich die Professionalität der Investor Relations nach einem Börsengang und damit dem ersten Härtetest im Regelfall verbessert. Denkbar ist allerdings auch, dass im Vorfeld des Börsengangs Investor Relations mit Hilfe externer, d.h. spezialisierter Dienstleister oder der Emissionsbank, betrieben wird und nach einem Börsengang das Unternehmen wieder auf sich allein gestellt ist, was ggf. einen Verlust an Professionalität zur Folge haben könnte. Die Befragungsergebnisse stützten im wesentlichen die erstgenannte Vermutung. So sind knapp drei Viertel der befragten Finanzanalysten der Ansicht, dass sich die Professionalität der Investor Relations-Arbeit von Unternehmen nach dem IPO insgesamt deutlich bzw. zumindest erkennbar verbessert hat: 40,9 % sehen eine leichte und weitere 31,8 % eine deutliche Verbesserung. Nur 13,6 % der Befragten sehen eher eine Abnahme der Professionalität nach erfolgtem IPO, was darauf hindeutet, dass auch die zweite Vermutung nicht falsch ist.

Abbildung 4: Veränderung der Professionalität und Intensität von Investor Relations nach einem IPO im Urteil der Analysten



Gerade in der Vorbereitungsphase eines Börsengangs sind Investor Relations besonders wichtig. Schon vor der Aufnahme der Notierung muss intensiv um das Vertrauen der Anleger geworben werden, um das geplante Emissionsvolumen auch am Markt plazieren zu können. Dies gilt um so mehr, als eine Marktbewertung des Unternehmens noch nicht vorliegt und im allgemeinen eine stärkere Informationsasymmetrie zwischen den Marktteilnehmern herrscht als bei bereits notierten Unternehmen. Im Vorfeld des Börsengangs müssen daher Investor Relations besonders intensiv betrieben werden. Bleibt zu prüfen, wie sich die Intensität nach einem erfolgten Börsengang entwickelt. Denkbar ist sowohl eine Intensitätssteigerung, z.B. aufgrund einer höheren Professionalität oder als Reaktion auf eine unbefriedigende Erstnotiz, als auch eine Verringerung, da die Marktplazierung abgeschlossen wurde. Die Meinungen der befragten Finanzanalysten hierzu variieren stark. Knapp die Hälfte der Befragten stellt im Durchschnitt eine Zunahme der Intensität nach erfolgtem Börsengang fest, die andere Hälfte sieht entweder keine Veränderung oder eher eine Verschlechterung. Damit treffen die beiden oben genannten Vermutungen in etwa gleich oft zu.

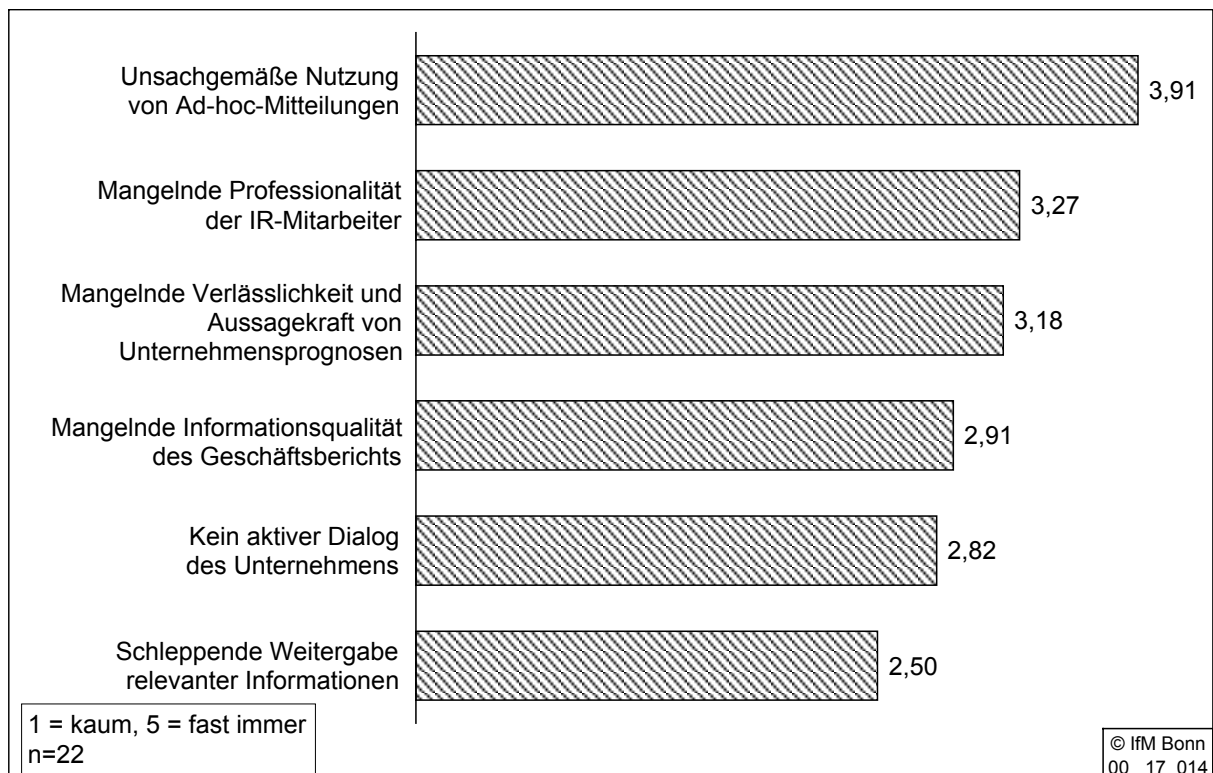
3.3.4 Schwachpunkte der Investor Relations-Arbeit

Umfang, Art und Gestaltung von Unternehmensinformationen sowie deren Verlässlichkeit und Aussagekraft sind aus Analystensicht wesentliche Bestimmungsfaktoren für die Qualität von Investor Relations. Um diesbezügliche Schwachpunkte der Investor Relations von am Neuen Markt notierten Unternehmen aufzudecken, wurde den befragten Finanzanalysten eine Liste mit sechs möglichen Mängeln vorgelegt. Die Befragten sollten angeben, mit welcher Häufigkeit die einzelnen Schwachpunkte bei den NEMAX-Unternehmen ihrer Ansicht nach auftreten, wobei ihnen fünf abgestufte Antwortkategorien - kaum, gelegentlich, häufig, sehr häufig und fast immer - vorgegeben wurden.

Um die Bedeutung der einzelnen Schwachpunkte besser beurteilen und im Überblick darstellen zu können, wurden die Einzelbewertungen der Finanzanalysten gewichtet und in Bewertungskennziffern umgerechnet. Die Antwortkategorie "tritt fast immer auf" erhielt den Gewichtungsfaktor 5, die Kategorien "tritt sehr häufig auf" bzw. "tritt häufig auf" wurden mit 4 bzw. 3 gewichtet und die Antwortmöglichkeiten "tritt gelegentlich auf" bzw. "tritt kaum auf" wurden mit 2 bzw. 1 bewertet. Damit kann die Bewertungskennziffer Werte zwischen 5 (Schwachpunkt tritt nach Ansicht aller Befragten fast immer auf) und 1 (Schwachpunkt tritt nach Meinung aller Befragten kaum auf) annehmen.

Der unsachgemäße Umgang mit Ad-hoc-Mitteilungen stellt nach den Befragungsergebnissen den häufigsten Schwachpunkt der Investor Relations-Arbeit am Neuen Markt dar. Die Mehrheit der befragten Finanzanalysten (59,1 %) sieht darin einen "sehr häufig" auftretenden Mangel, weitere 18,2 % beklagen ihn sogar "fast immer". Insofern ist es nicht überraschend, dass eine unsachgemäße Nutzung dieser speziellen Form der Unternehmensmitteilungen insgesamt mit 3,91 den höchsten Wert der Bewertungskennziffern erreicht. Nach den zusätzlichen Auskünften der telefonisch befragten Finanzanalysten ist insbesondere der Missbrauch des Ad-hoc-Instrumentariums für Marketingzwecke zu kritisieren. Die ohnehin teilweise kaum zu verarbeitende Fülle von Informationen wird durch solche aus Analystensicht irrelevante Informationen unnötig aufgebläht.

Abbildung 5: Schwachpunkte der Investor Relations am Neuen Markt aus Analystensicht - geordnet nach Bewertungskennziffern



An zweiter Stelle rangiert mit der Bewertungskennziffer 3,27 mangelnde Professionalität der mit Investor Relations betrauten Mitarbeiter. Auffällig ist auch hier wieder der hohe Grad an Übereinstimmung unter den befragten Analysten. So bezeichnen 45,5 % von ihnen eine mangelnde Professionalität als "sehr häufig" auftretenden Schwachpunkt bei den am Neuen Markt notierten Unternehmen. Kritisiert wird vor allem, dass es sich bei den Investor Relations-Mitarbeitern nicht immer um kompetente Fachkräfte, sondern oft um Marketingfachleute handele, denen die notwendigen fachlichen Kenntnisse über Finanzen fehlten. Als Folge könnten sie die zumeist detaillierten Fragen der Analysten zur Strategie oder Finanzlage in vielen Fällen nicht ausreichend beantworten. Nach Ansicht einiger Analysten wäre es daher sinnvoller, sich im Einzelfall mit Informationswünschen direkt an den Finanzvorstand der Unternehmen zu wenden.

Mangelnde Verlässlichkeit und Aussagekraft von Unternehmensprognosen der am Neuen Markt notierten Unternehmen wird von der Wirtschaftspresse gerade in letzter Zeit wieder verstärkt kritisiert. Grund sind verschiedene Fälle, in denen durch überzogene Prognosen die Erwartungen der Financial Community erst - fälschlicherweise - erhöht wurden, bevor diese im nachhinein nach unten korrigiert werden mussten. Folge einer derartigen "Informationspolitik"

sind teilweise extreme Kursschwankungen, die beim Anleger zu einem nachhaltigen Vertrauensverlust führen. Eine mangelnde Verlässlichkeit und Aussagekraft von Unternehmensprognosen kritisieren auch die befragten Finanzanalysten. Mit einer Bewertungskennziffer von 3,18 rangiert dieser Schwachpunkt der Investor Relations-Arbeit an dritter Stelle. Deutlich wird die Unzufriedenheit über die Güte von unternehmensinternen Prognosen auch, wenn man berücksichtigt, dass nicht nachvollziehbare oder kaum fundierte Planzahlen nach Meinung von 45,5 % der befragten Finanzanalysten "häufig" und nach Ansicht weiterer 31,8 % sogar "sehr häufig" festzustellen sind.

Die Informationsqualität des Geschäftsberichtes wird deutlich seltener bemängelt. Die Bewertungskennziffer liegt hier bei 2,91. Angesichts der Tatsache, dass der Geschäftsbericht ein zentrales Instrument der Investor Relations ist, stimmt es aber bedenklich, dass 59,1 % der befragten Analysten in der Informationsqualität des Geschäftsberichtes einen "häufig" auftretenden Mangel der Investor Relations am Neuen Markt sehen.

Ähnliches gilt für den aktiven Dialog der Unternehmen mit den Analysten. Obgleich dieser Schwachpunkt mit einer Bewertungskennziffer von 2,82 erst an fünfter Stelle steht, so bemängelt die Hälfte der Befragten, dass ein aktiver Dialog unternehmensseitig "häufig" oder sogar "sehr häufig" nicht geführt wird.

Viele von Finanzanalysten für die Prognose des zukünftigen Unternehmenswerts benötigten Informationen sind in den Pflichtveröffentlichungen überhaupt nicht enthalten. Dabei ist es nach den Befragungsergebnissen allerdings nicht schwer, diese Informationen zu erhalten. Einer schleppenden Weitergabe von (zusätzlichen) Informationen kommt daher mit einer Bewertungskennziffer von 2,50 der niedrigste Rang zu. Die Unternehmen erkennen offenbar, dass eine zügige und bereitwillige Informationsweitergabe entscheidend für ihr Standing bei Finanzanalysten ist. Trotzdem sind fast 82 % der Befragten der Meinung, dass dieser Schwachpunkt noch "gelegentlich" bis "häufig" auftritt. Kritisiert wurde im Rahmen der telefonischen Befragung vielfach, dass die Bereitschaft zur Informationsweitergabe von den Unternehmensdaten abhängt. Sie verringert sich deutlich, wenn die Daten schlecht sind. Gerade in einer solchen Situation ist jedoch eine offene Informationspolitik zur Vertrauensbildung erforderlich, was vielfach von den Unternehmen nicht erkannt wird.

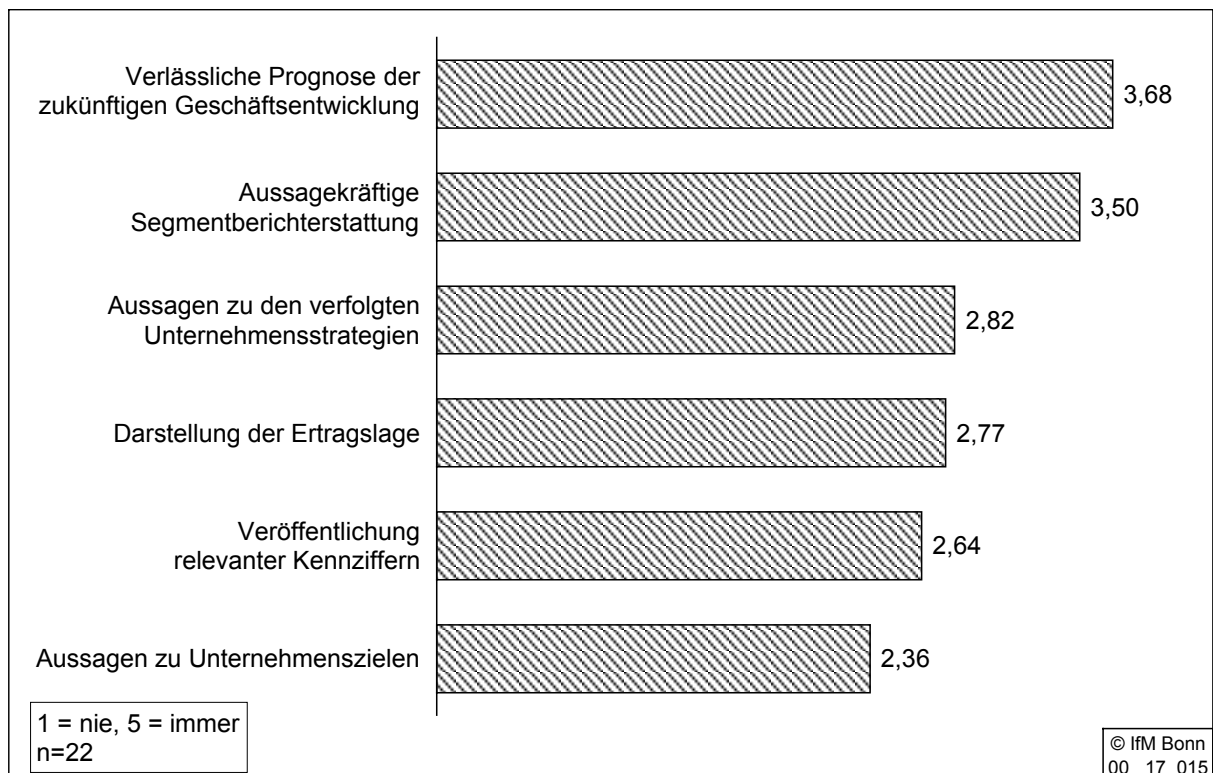
3.3.5 Informationsbereitstellung

Für externe Analysezwecke stehen den Analysten üblicherweise die Pflichtveröffentlichungen, insbesondere Geschäfts- und Quartalsberichte, und ggf. darüber hinausgehende freiwillige Publikationen zur Verfügung. Wie bereits dargestellt enthalten diese aber nicht alle für die Arbeit der Analysten benötigten Informationen. Verbesserungsbedarf bei den Investor Relations manifestiert sich daher auch in der Art, wie Informationen zur Verfügung gestellt werden. Die Finanzanalysten wurden daher auch gefragt, wie häufig sie bestimmte, für ihre Arbeit wichtige Informationen vermissen oder allenfalls auf Anfrage von den Unternehmen erhalten. Als Kategorien waren fünf Stufen - nie, gelegentlich, oft, sehr oft und immer - vorgegeben.

Analog zur Methodik bei der Darstellung der Schwachpunkte wurden neben der einfachen Verteilung der Antworten auch hier die Einzelbewertungen der Finanzanalysten gewichtet und in Bewertungskennziffern umgerechnet. Die Antwortkategorie "nie" erhielt den Gewichtungsfaktor 1, den folgenden Kategorien wurden die Faktoren 2, 3 bzw. 4 zugeordnet und die Kategorie "immer" wurde mit 5 gewichtet. Möglich sind damit Werte der Bewertungskennziffer zwischen 1 (die betreffenden Informationen liegen nach Meinung aller Befragten immer vor) und 5 (die betreffenden Informationen liegen nach Meinung aller Befragten nie vor bzw. werden stets nur auf Anfrage bereitgestellt).

Nach den Befunden fehlten den befragten Finanzanalysten vor allem (zeitnahe) verlässliche Prognosen zur zukünftigen Geschäftsentwicklung sowie eine aussagekräftige Segmentberichterstattung. Die jeweiligen Bewertungskennziffern liegen mit 3,68 für Unternehmensprognosen und mit 3,50 für Segmentberichterstattungen deutlich höher als bei anderen aus Analystensicht erforderlichen Informationen. Unternehmensprognosen mangelt es demnach oftmals nicht nur an Verlässlichkeit und Aussagekraft, sie werden zudem vielfach nicht oder nur auf Anfrage bereitgestellt. So vermissen fast zwei Drittel der befragten Finanzanalysten "immer" oder zumindest "sehr häufig" Prognosen zur zukünftigen Geschäftsentwicklung. Eine aussagekräftige Segmentberichterstattung wird jedem zweiten Befragten "sehr häufig" und weiteren 9 % "immer" allenfalls auf Anfrage zur Verfügung gestellt.

Abbildung 6: Fehlende oder nur auf Anfrage bereitgestellte Informationen aus Analystensicht - geordnet nach Bewertungskennziffern



Angaben über Unternehmensstrategien, Darstellungen der Ertragslage und Veröffentlichungen relevanter Kennziffern fehlen nach den jeweiligen Bewertungskennziffern deutlich seltener im Informationsangebot der Unternehmen. Hinsichtlich der verfolgten Unternehmensstrategien sind die Bewertungen der Analysten deutlich uneinheitlicher als bei anderen Informationskategorien. 40,9 % der Befragten konstatieren deren gelegentliches Fehlen, immerhin 31,8 % vermissen die diesbezüglichen Informationen "sehr häufig". Als Folge ergibt sich eine Bewertungskennziffer von 2,82. Deutlich homogener fällt das Urteil der befragten Finanzanalysten hingegen bei den beiden anderen Informationskategorien aus. So werden Darstellungen der Ertragslage z.B. durch Cash-Flow-Analysen jedem zweiten Befragten "häufig" gar nicht oder allenfalls auf Anfrage mitgeteilt. Die betreffende Bewertungskennziffer liegt bei 2,77. Probleme bei der Beschaffung relevanter Kennziffern haben zwei Fünftel der Befragten. Der entsprechende Wert der Bewertungskennziffer erreicht 2,64.

Die niedrigste Bewertungskennziffer ergibt sich mit 2,36 zu den Unternehmenszielen. Jeweils 31,8 % der Befragten treffen in diesem Punkt auf einen "gelegentlichen" bzw. "häufigen" Mangel in der Informationspolitik der NEMAX-Unternehmen.

4. Die Nutzung des Internet für Investor Relations

4.1 Das Internet als Investor Relations-Instrument

Die von Unternehmen auf üblichem Wege zur Verfügung gestellten Finanzinformationen erreichen in der Regel nur einen begrenzten Adressatenkreis, der in erster Linie aus den Aktionären des Unternehmens und verschiedenen Multiplikatoren wie z.B. Wirtschaftsjournalisten oder Analysten besteht. Insbesondere für Kleinanleger, die noch nicht Aktionäre sind, ist die Beschaffung von (detaillierten) Informationen über Unternehmen im Regelfall umständlich und zeitaufwendig. Durch die Nutzung des Internet im Rahmen von Investor Relations kann die Informationsversorgung der Anleger deutlich verbessert werden, da das Medium Internet im Vergleich zu anderen Informations- und Kommunikationsmedien mehrere Vorzüge aufweist (JAROS-STURHAHN/ SCHACHTNER 1998, S. 85 ff.):

- **Schnelligkeit:** Das Internet bietet aus Unternehmenssicht die Möglichkeit der schnellen Verbreitung von Informationen oder aus Nachfragersicht des schnellen Zugriffs auf vorhandene Informationen.
- **Aktualität:** Das Unternehmen als Informationsanbieter kann ohne großen Aufwand seine Informationen im Internet aktualisieren und somit im Vergleich z.B. zu gedruckten Medien eine hohe Aktualität der bereitgestellten Informationen sicherstellen. Voraussetzung ist allerdings eine ständige Pflege der Internetseiten des Anbieters.
- **Globale Verbreitung:** Als weltweites Datennetz sind im Internet bereitgestellte Informationen grundsätzlich überall abrufbar bzw. können ohne Probleme weltweit verbreitet werden.
- **Interaktivität:** Das Internet ermöglicht den direkten interaktiven Datenaustausch zwischen den beteiligten Kommunikationspartnern.
- **Multimedialität:** Das Internet ermöglicht eine multimediale Vernetzung von Informationen, d.h. es können Texte, Grafiken, Töne oder Bilder einzeln oder getrennt übertragen werden.
- **Zeitlich unbegrenzter Zugriff:** Informationsanbieter und Nachfrager können zu unterschiedlichen Zeitpunkten das Internet nutzen, so dass u.a. das Zeitonenproblem entfällt und Einschränkungen durch Geschäfts- oder Bürozeiten entfallen.

Diese Vorzüge erweitern die Handlungsspielräume der Unternehmen auch im Rahmen ihrer Investor Relations-Arbeit und bieten zudem im Vergleich zu traditionellen Instrumenten medienspezifische Vorteile. So erlauben internetbasierte Investor Relations eine zeitnahe Information über die Geschäftsentwicklung und die Strategie des Unternehmens, die Informationen können auf der einen Seite schnell und zeitgleich an alle Marktteilnehmer verteilt werden, und auf der anderen Seite können sie aber auch an die verschiedenen Informationsbedürfnisse der Zielgruppen angepasst werden. Im Ergebnis wird der Informationsstand der Anleger und die Markttransparenz am Kapitalmarkt deutlich erhöht. Im Vergleich zu traditionellen Informationsmedien (z.B. Print- oder audiovisuelle Medien) eröffnet das Internet auch neue Möglichkeiten der Kommunikation mit verschiedenen Zielgruppen, die Dialogfähigkeit der Marktteilnehmer nimmt zu.

Die Vorzüge des Internet sind für mittelständische Unternehmen besonders relevant. Im Vergleich zu den großen DAX-Unternehmen genießen sie deutlich seltener die Aufmerksamkeit von Analysten, da diese naturgemäß an Werten mit großem Handelsvolumen und damit einem hohen Geschäftspotenzial für ihr Haus interessiert sind. Auch die Wirtschaftspresse widmet den großen Unternehmen eine wesentlich höhere Aufmerksamkeit als mittelständischen Unternehmen. Folglich ist der Kenntnisstand über diese Werte niedriger, so dass für Anleger ein Engagement in mittelständische Unternehmen mit vergleichsweise hohen Informationsbeschaffungskosten verbunden ist. Dies erschwert kleinen und mittleren Unternehmen die Kapitalbeschaffung über die Börse zu niedrigen Eigenkapitalkosten. Von den Vorzügen des Internet könnten insbesondere auch diejenigen Unternehmen in der Verbreitung von Informationen profitieren, die sich verstärkt um ausländische Anleger bemühen. Die Reduzierung der Übermittlungszeiten von Informationen im Vergleich zum Postversand und die Ausschaltung des Zeitonenproblems erleichtern ausländischen Anlegern ihre Anlageentscheidungen, der Informationsnachteil gegenüber inländischen Anlegern wird gemindert.

4.2 Bisherige empirische Ergebnisse

4.2.1 Allgemeine Entwicklung

Die Anzahl von Unternehmen, die das Internet zur Information der Aktionäre und der Financial Community nutzen, nimmt aus den oben genannten Gründen stetig zu. Nach Angaben des DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS (O.V.

2000, S. 36) nutzen mittlerweile 93 % aller befragten Neuemittenten am deutschen Aktienmarkt das Internet für Investor Relations-Arbeit. Nach dieser Untersuchung ist der Internetauftritt das häufigste Investor Relations-Instrument und rangiert vor Analystenkonferenzen (88 %), One-to-One-Meetings (85 %), Aktionärsbriefen (66 %), Broschüren (42 %), Zeitschriftenwerbung (32 %), Fernsehwerbung (7 %) und Investoren-Handbuch (5 %). Anfänglich wurde das Internet auch im Bereich Investor Relations vorrangig nur als einer von vielen Distributionswegen für Informationen betrachtet. Verglichen mit der Situation, wie sie noch vor wenigen Jahren vorlag, haben sich mittlerweile aber Umfang und Qualität der im Internet zur Verfügung gestellten Informationen oder Dienste - allerdings ausgehend von einem niedrigen Niveau - verbessert. Die Unternehmen erkennen zunehmend die umfassenden Möglichkeiten und Vorzüge des Internet für Ihre Investor Relations-Arbeit.

In der deutschsprachigen Literatur sind empirische Untersuchungen zur gesamten Investor Relations-Thematik - wie bereits ausgeführt - allerdings bislang noch rar. Zwar haben die IPO-Euphorie und das gestiegene Interesse breiter Bevölkerungsschichten für die Anlage in Aktien zu einem erhöhten Informationsbedarf geführt und die Aufmerksamkeit der Medien gegenüber der Informationspolitik börsennotierter Unternehmen verstärkt, die Nutzungsmöglichkeiten des Internet zur Wahrnehmung von Investor Relations-Aufgaben wurden aber bislang kaum thematisiert, möglicherweise deshalb, weil der Wandel sich in keinem anderen Medium so schnell vollzieht wie im Internet, und die diesbezüglichen Untersuchungsergebnisse rasch veralten.

Mitte 1997 untersuchten DELLER/STUBENRATH/WEBER (1997, S. 1577 ff.) die Internetpräsenz der im Deutschen Aktienindex (DAX) vertretenen Unternehmen. Anhand ihrer Internetseiten analysierten die Autoren, inwiefern die Unternehmen das Internet zur Bereitstellung von Rechnungslegungsinformationen nutzten und ob sie von internetspezifischen Präsentations- und Kommunikationsmöglichkeiten Gebrauch machten. Die Untersuchung kam zu dem Ergebnis, dass das Potenzial des Internet für Investor Relations selbst von den DAX-Unternehmen vielfach nicht ausgeschöpft wurde. Gerade von den großen, umsatzstärksten Unternehmen wäre indessen zu erwarten gewesen, dass sie eine Vorreiterrolle einnehmen und über das Medium Internet den direkten Zugang zu Finanzinformationen auch für breite Anlegerschichten gewährleisten würden.

Im Zentrum der im Jahre 1998 durchgeführten Studie von SCHILLER/PELIZAEUS/WERNECKE (1999, S. 1099 ff.) stand eine Befragung der - gemessen an ihrer Marktkapitalisierung - 100 größten deutschen börsennotierten Unternehmen zu ihren Investor Relations-Aktivitäten im Internet sowie eine kurze Bewertung ihrer Investor Relations-Internetseiten. Nach den Befragungsergebnissen dieser Studie begründeten 51,4 % der Befragten die Einrichtung von Investor Relations-Seiten im Internet mit einer Anpassung an einen allgemeinen Trend, nur für 22,7 % stellte die kontinuierliche Informationsweitergabe an die Anleger den Hauptbeweggrund dar. Typische Vorzüge des Internet wie z.B. Aktualität und Globalität der Informationsbereitstellung oder die Dialog- und Kontaktmöglichkeiten des Internet hatten hingegen als Beweggründe nur unterdurchschnittliche Bedeutung. Deshalb lassen die Ergebnisse darauf schließen, dass das zusätzliche Nutzenpotenzial des Internet für Investor Relations von den Unternehmen vielfach nicht erkannt bzw. relativ gering eingeschätzt wurde. Dieser Vermutung entspricht auch der Befund, dass 96 % der befragten Unternehmen zum Zeitpunkt der Befragung - mit Ausnahme der Fax-Distribution von Informationen - keine Möglichkeit sahen, traditionelle Investor Relations-Instrumente durch das Internet zu substituieren. Auch der Befund, dass sich die Vorteile des Internet aus damaliger Unternehmenssicht vor allem auf Schnelligkeit und zeitnahe Informationsvermittlung beschränkten, stützt diese Vermutung. Zwar sahen die Unternehmen überwiegend im Internet ein Medium, das zusätzliche Möglichkeiten eröffnet, konkrete Anwendungsbeispiele konnten sie jedoch nicht benennen.

Weitere Ergebnisse der Studie von SCHILLER u.a. (1999, S. 1099 ff.) belegen, dass das Medium Internet von den befragten Unternehmen in erster Linie zur Information und Kommunikation für die privaten Anleger eingesetzt wurde. Für andere Zielgruppen, z.B. institutionelle Anleger oder Analysten, besaß das Internet aus Sicht der Unternehmen damals nur wenig Bedeutung. Für diesen Befund dürfte es zwei Ursachen geben. Erstens fehlt der überwiegenden Mehrheit der Unternehmen die Fähigkeit, sich im Rahmen ihrer Internetpräsenz auf unterschiedliche Informationsbedürfnisse verschiedener Zielgruppen einzustellen. Die Fokussierung auf nur eine Zielgruppe ist das Ergebnis. Zweitens haben Unternehmen für andere Mitglieder der Financial Community, wie Analysten oder institutionelle Anleger, in der Regel bessere Möglichkeiten der direkten Information und Kommunikation. Aufgrund ihrer Multiplikatorfunktion ist die umfassende und intensive Beziehungspflege zu diesen "opinion leaders" Kern der Investor Relations.

Neueren Datums sind zwei Studien, die die Zeitschrift WIRTSCHAFTSWOCHE über die Nutzung des Internet als Investor Relations-Instrument in Zusammenarbeit mit der FACHHOCHSCHULE MÜNSTER und dem INSTITUT FÜR INTERNETMARKETING PROFNET in den Jahren 1999 und 2000 durchgeführt hat (HEISE 2000, S. 318 ff.). Die Untersuchung basierte im Jahr 2000 auf 223 deutsch- und englischsprachigen Investor Relations-Seiten im Internet von Unternehmen aus dem DAX, MDAX, SDAX, NEMAX 50, EURO STOXX 50 und EURO.NM. Bewertet wurden insgesamt 91 Kriterien, die sich auf Inhalt, Layout, Benutzerfreundlichkeit und Interaktivität bezogen. Die Studie kam zu einem Ranking der untersuchten Unternehmen, geordnet nach den verschiedenen Börsensegmenten. Im Vergleich zu 1999 konnte nach den Ergebnissen der Studie im Jahr 2000 insgesamt eine Verbesserung der Qualität der internetbezogenen Investor Relations festgestellt werden. Kritisiert wird aber weiterhin die Dominanz eher vergangenheitsbezogener Inhalte, wie z.B. Kurzporträts und Geschäftsberichte, gegenüber zukunftsorientierten Informationen wie z.B. Berichte über die Inhalte von Vorstandstreffen mit Analysten oder Analystenstudien. Bemängelt wird, dass sich im Internet zwar eine Vielzahl von Informationen findet, ein echter Mehrwert für den Nutzer, z.B. über die Einbindung externer Informationen oder das Ausschöpfen interaktiver Möglichkeiten des Internet, nur selten entsteht.

Das Ziel eines Ranking verfolgte auch eine im November 2000 erschienene Untersuchung des Marktforschungsinstituts PSYCHONOMICS (WALLSTABEWATERMANN 2000, S. 140 ff.). Untersucht wurden die Internet Investor Relations-Auftritte der 30 DAX- und 70 MDAX-Unternehmen sowie der NEMAX 50-Unternehmen. Bewertungsgrundlage war zum einen das Informationsangebot der entsprechenden Webseiten. Bewertungskriterien waren: Allgemeine Unternehmensinformationen, Finanzinformationen, Aktienkursinformationen, Veranstaltungen, Bewertung der künftigen Performance und Einschätzung durch Dritte sowie Interaktionsmöglichkeiten. Zum anderen wurden die Benutzerfreundlichkeit sowie das Antwortverhalten der Unternehmen auf elektronische Anfragen bewertet.

Das DEUTSCHE AKTIENINSTITUT (ROSEN 1999, 2000) führte 1999 und 2000 ebenfalls Investor Relations-Untersuchungen durch. Untersuchungsgegenstand waren sowohl die Investor Relations-Seiten von Unternehmen im Internet als auch eine Befragung von Anlegern über ihre Anforderungen an Investor Relations-Internetseiten. Die Nutzung des Mediums Internet für Investor Relations wurde anhand der Webseiten von 294 Unternehmen aus den

Segmenten DAX, MDAX, SDAX und NEMAX sowie von 66 Unternehmen aus dem EURO STOXX 50 und DOW JONES untersucht. Für die unterschiedlichen Indizes wurde jeweils analysiert, ob und welche allgemeinen Unternehmensangaben, Kursentwicklungen, Unternehmensberichte sowie weitere unternehmensbezogene Informationen wie z.B. Aktionärsstrukturen, Prognosen oder Analystenmeinungen auf den Webseiten zur Verfügung gestellt werden. Des Weiteren wurden die Kontaktmöglichkeiten und das Antwortverhalten der Unternehmen auf e-mail Anfragen untersucht. Die Informationsanforderungen der Anleger wurden durch internetbasierte Befragung auf Basis von 838 auswertbaren Antwortbogen ermittelt. Nach den Ergebnissen sind Internetnutzer primär an Prognosen über die Unternehmensentwicklung, Unternehmensbeschreibungen und Kennzahlen interessiert und bevorzugen als Kommunikationsformen eindeutig die elektronische Kontaktaufnahme per e-mail.

4.2.2 Internetbasierte Investor Relations in Abhängigkeit von der Börsenindexzugehörigkeit

Wie bei den allgemeinen Investor Relations-Aktivitäten sind auch bei der Nutzung des Internet deutliche Unterschiede zwischen den in verschiedenen Börsenindizes enthaltenen Unternehmen festzustellen. So unterscheidet sich den Ergebnissen des DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS zufolge der Internetauftritt der DAX-Unternehmen kaum von den untersuchten ausländischen Unternehmen und übertrifft teilweise sogar deren Informationsangebot. Deutlicher Verbesserungsbedarf wird hingegen bei den Unternehmen aus anderen Börsenindizes gesehen. Dieser Befund bestätigt sich in der Studie von PSYCHONOMICS. Auch hiernach liegt der Informationsumfang der Investor Relations-Seiten von DAX-Unternehmen deutlich höher als von Unternehmen aus anderen Indizes. Den großen Unternehmen kommt damit auch für die Internetnutzung eine Vorreiterstellung zu.

Insbesondere die im NEMAX oder SMAX vertretenen Unternehmen bleiben, so die Ergebnisse von PSYCHONOMICS, im Regelfall deutlich hinter den im DAX und auch den im MDAX vertretenen Unternehmen zurück. Auffällig ist nach dieser Untersuchung insbesondere, dass trotz der hohen Publizitätsanforderungen des Neuen Marktes der Umfang des Informationsangebotes der NEMAX-Unternehmen insgesamt betrachtet geringer ist als der der MDAX-Unternehmen. Im Vergleich der für mittelständische Unternehmen relevanten Börsensegmente ist der Umfang der im Internet bereitgestellten Informationen

der NEMAX-Unternehmen aber noch deutlich höher als der von SMAX-Unternehmen.

Bedenklich für den Neuen Markt ist allerdings der Befund der WIRTSCHAFTSWOCHE-Studie. Während Unternehmen aus anderen Börsensegmenten ihren Investor Relations-Auftritt im Internet im Zeitvergleich eher verbesserten, kommt die Untersuchung zu dem Ergebnis, dass die NEMAX-Unternehmen mehrheitlich keine Verbesserung durchgeführt haben. Ihr bereits existierender Abstand zu den DAX-Unternehmen hat sich damit weiter vergrößert. Als Ursache vermuten die Autoren Verschleißerscheinungen. Vielfach bauen die Unternehmen zwar ihren Internetauftritt im Zusammenhang mit dem IPO auf, der im folgenden jedoch nicht weiter gepflegt und kontinuierlich verbessert wird. Teilweise wurde sogar eine Verschlechterung der Investor Relations-Arbeit im Internet festgestellt.

Zu ähnlichen Ergebnissen gelangen auch GASSEN/HEIL (2001, S. 38 ff.), die 386 Unternehmen aus den Börsenindizes DAX 30, MDAX, NEMAX-All-Share und SMAX auf die Online-Jahresabschlusspublizität analysieren. Auch wenn der Schwerpunkt der Studie auf dem HTML-Format und damit dem direkten Zugriff auf die Informationen lag, so schneiden Neue Markt-Unternehmen hinsichtlich der Internetpublizität deutlich schlechter ab als Unternehmen anderer Börsensegmente.

4.3 Die Untersuchung des IfM Bonn

4.3.1 Zielsetzung und Datenbasis

Gegenstand der Untersuchung des IfM Bonn, die im September 2000 durchgeführt wurde, war der Informationsgehalt der Investor Relations-Seiten der am Neuen Markt notierten Unternehmen. Per Zufallsauswahl wurde eine Stichprobe von 50 Unternehmen gezogen, die ungefähr ein Sechstel der am Neuen Markt gelisteten Unternehmen repräsentiert. Die einzige selbst gestellte Bedingung bestand darin, dass 10 dieser Unternehmen im Index der 50 umsatzstärksten Werte, dem NEMAX 50, vertreten sein sollten.

Anliegen der Untersuchung war es, zentrale Aussagen über internetbasierte Investor Relations, die sich primär an die Zielgruppe der privaten Anleger richten, zu treffen und festzustellen, ob angesichts der konkreten Nutzung dieses Mediums positive Auswirkungen auf die Informationsverteilung und die Markttransparenz zu erwarten sind. Untersucht wurden das Informationsange-

bot und die Kommunikationsmöglichkeiten sowohl in Hinsicht auf sogenannte "hard facts" als auch verschiedene "soft facts" zur Benutzerfreundlichkeit. Im Unterschied zu den vorliegenden Studien sollte zudem ein Vergleich zwischen den im NEMAX 50 enthaltenen umsatzstärksten Unternehmen des Neuen Marktes und den kleineren nur im NEMAX All Share erfassten Unternehmen gezogen werden. Auf diese Weise sollte festgestellt werden, ob sich auch innerhalb des Neuen Marktes bereits größenspezifische Unterschiede in den Investor Relations-Aktivitäten erkennen lassen.

4.3.2 Ausmaß und Qualität der Pflichtinformationen

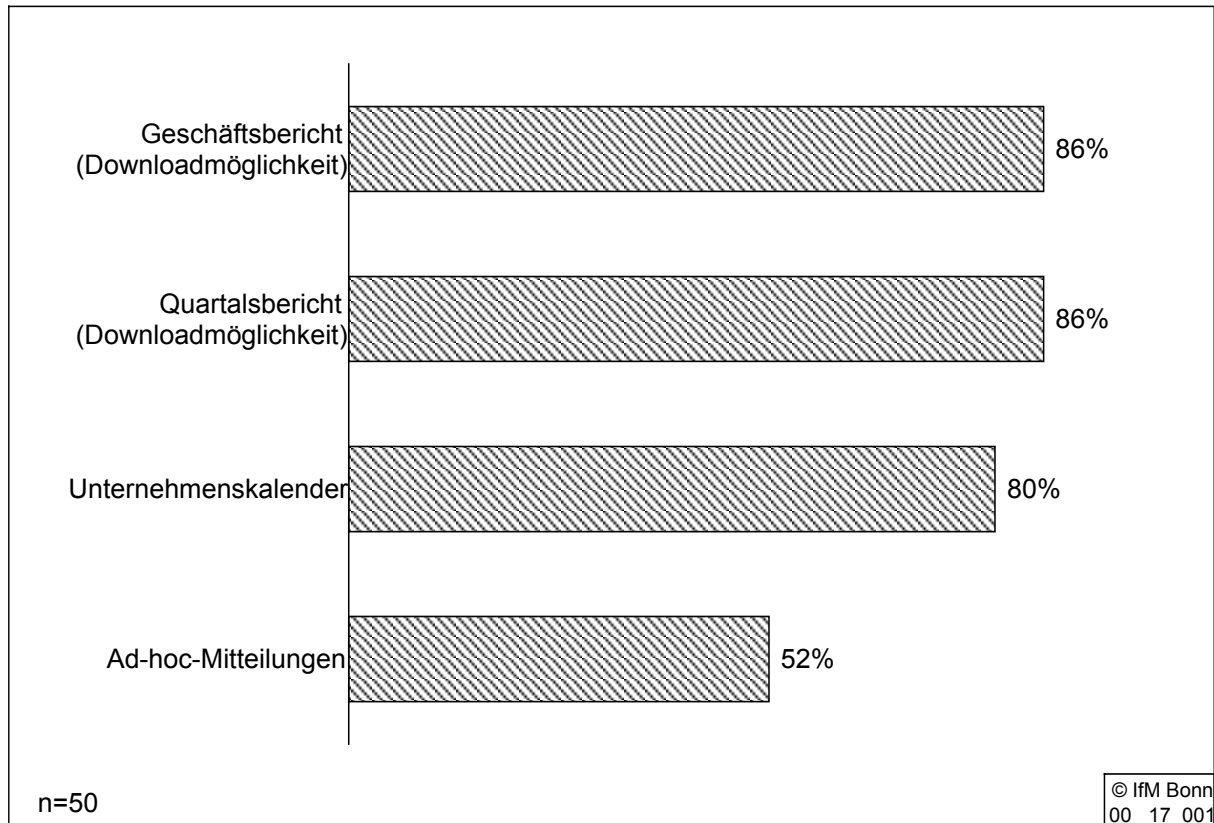
Zur Erhöhung der Markttransparenz sehen die Zulassungsbestimmungen des Neuen Marktes im Vergleich zum Geregelt Markt, z.T. aber auch zum Amtlichen Handel, eine Reihe von zusätzlichen Informations- oder Publizitätspflichten vor. So gehören neben dem jährlichen Geschäftsbericht (Bilanz, GuV-Rechnung, Lagebericht) und den Ad-hoc-Mitteilungen auch Quartalsberichte und ein Unternehmenskalender - alle Angaben jeweils in deutscher und in englischer Sprache - zur Pflichtpublizität. Zur Senkung der Informationsbeschaffungskosten der Anleger sollten Unternehmen als Mindeststandard zumindest diese Pflichtveröffentlichungen auch im Internet zur Verfügung stellen.

Wie die Untersuchung zeigt, erfüllt die überwiegende Mehrheit der Unternehmen dieses Mindestmaß an Informationsbereitstellung. Jeweils 86 % der untersuchten Unternehmen stellen ihren aktuellen Geschäfts- und Quartalsbericht als Downloadmöglichkeit auf ihren Webseiten ein. Dennoch nutzen noch immer 14 % der Unternehmen für diese Informationen ausschließlich Printmedien und verzichten auf die elektronische Publikation als zusätzlichem Distributionsweg. Neben der Anlegerinformation kann die Einstellung von Geschäfts- und Quartalsberichten in das Internet für das Unternehmen nicht nur aus Gründen der Verteilgeschwindigkeit sondern auch aus Kostengründen vorteilhaft sein, da diese Pflichtpublikationen nur noch auf Anfrage zu versenden sind, was zu Einsparungen bei den Druck-, Lager-, Versand- und Personalkosten führen kann.

Vier Fünftel der Unternehmen stellen den Unternehmenskalender ins Internet. Die überwiegende Mehrheit der untersuchten Unternehmen gibt so dem Anleger die Möglichkeit, sich bereits im Vorfeld auf wichtige und ggf. kursbeeinflussende Termine wie etwa Pressekonferenzen oder Analystenkonferenzen einzustellen. Die Pflichtkomponente der Ad-hoc-Mitteilungen wird hingegen nur von 52 % der Unternehmen auf ihren Webseiten bereitgestellt. Die Möglich-

keiten des Internet zur aktuellen und zeitnahen Information der Anleger über bewertungsrelevante Entwicklungen werden somit vielfach noch nicht wahrgenommen.

Abbildung 7: Bereitstellung von Pflichtveröffentlichungen

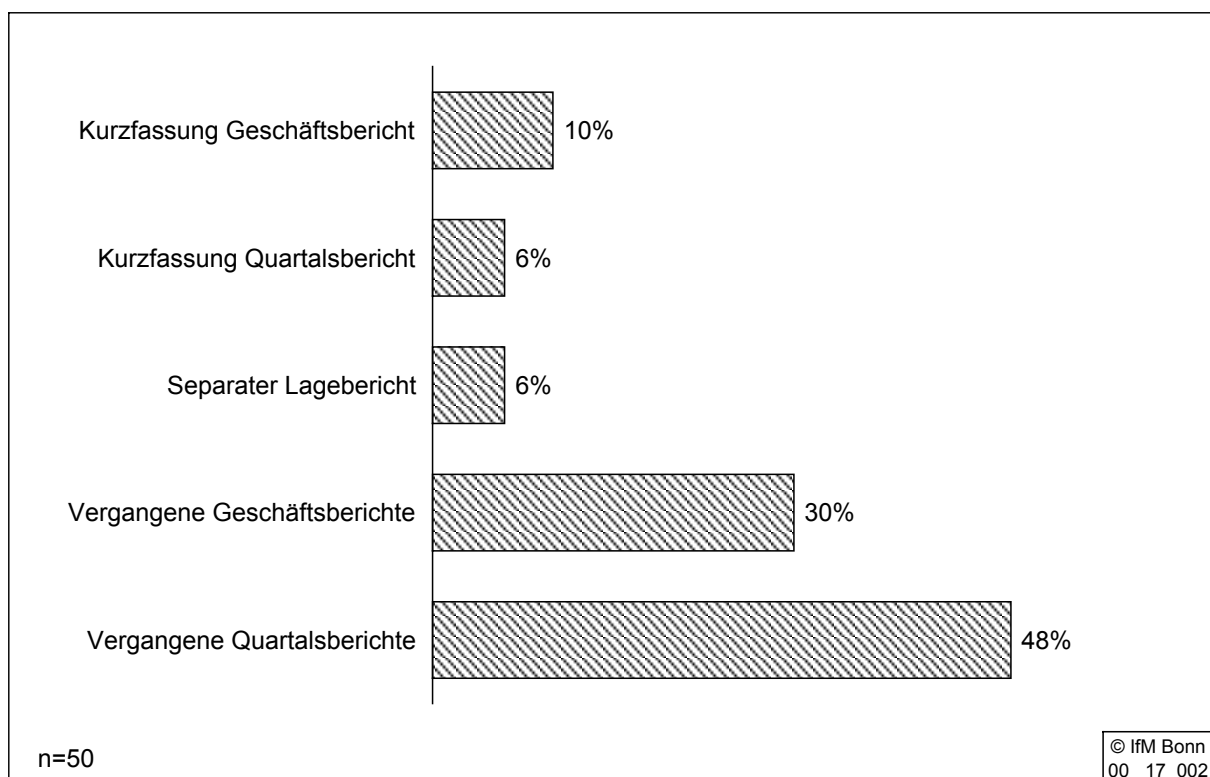


Als besonderer Vorzug des Internet gilt der Wegfall von Zeitzone- und Entfernungsproblemen. Die Information ausländischer Kapitalanleger, die aufgrund des zunehmenden Zusammenwachsens der Finanzmärkte stetig an Bedeutung gewinnt, kann so erheblich erleichtert werden. Aufgrund der vergleichsweise starken internationalen Ausrichtung des Neuen Marktes ist es zunächst erfreulich, dass 78 % der untersuchten Unternehmen Investor Relations-Informationen auch in englischer Sprache zur Verfügung stellen. Der Informationsgehalt der englischsprachigen Webseiten bleibt jedoch vielfach hinter demjenigen der deutschsprachigen zurück. Dies zeigt sich besonders deutlich am Beispiel der Pflichtpublikationen. Obgleich diese nach den Bestimmungen des Neuen Marktes ohnehin auch in englischer Sprache erstellt werden müssen, ist die Einstellung von Pflichtpublikationen in englischer Sprache im Internet eher die Ausnahme als die Regel.

Für Anleger, die sich zunächst nur einen groben Überblick über die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens verschaffen wollen, liefern Kurzfassungen

die adäquaten Informationen. Einen derartigen Service für das "Pre-Screening" des Anlegers, der nach kurzer Eingangsinformation darüber entscheiden möchte, ob er weitere Zeit für das Lesen von Detailinformationen aufbringen möchte, bieten allerdings nur wenige Unternehmen an. Eine (zusätzliche) Kurzfassung des Geschäftsberichtes haben 10 %, eine Kurzfassung ihres Quartalsberichtes 6 % der Unternehmen im Internet bereitgestellt. Ebenfalls 6 % haben einen separaten Lagebericht auf ihren Webseiten veröffentlicht.

Abbildung 8: Bereitstellung aufbereiteter oder älterer Pflichtveröffentlichungen



Anleger mit konkretem Interesse an einem Unternehmen sind vielfach auch an einem Überblick über die Geschäftsentwicklung des Unternehmens in den vergangenen Quartalen oder Jahren interessiert. Diese sind über traditionelle Wege entweder nicht oder nur sehr umständlich zu erhalten. Das Internet erlaubt den Unternehmen bei niedrigen Kosten, ältere Quartals- oder Geschäftsberichte weiterhin dem interessierten Anleger zur Verfügung zu stellen und dessen Informationsbedürfnissen entgegenzukommen. Diese Archivleistung wird von den untersuchten Unternehmen allerdings relativ selten angeboten. Den Zugriff auf vergangene Geschäftsberichte ermöglichen nur 30 % der Unternehmen, ältere Quartalsberichte des laufenden Geschäftsjahres finden sich immerhin bei 48 %. Die Mehrheit der Unternehmen geht offenbar davon aus,

dass die Anleger kein besonderes Interesse an quartals- und jahresmäßigen Vergleichsdaten zur Unternehmensentwicklung besitzen.

4.3.3 Bereitstellung zusätzlicher interner Informationen

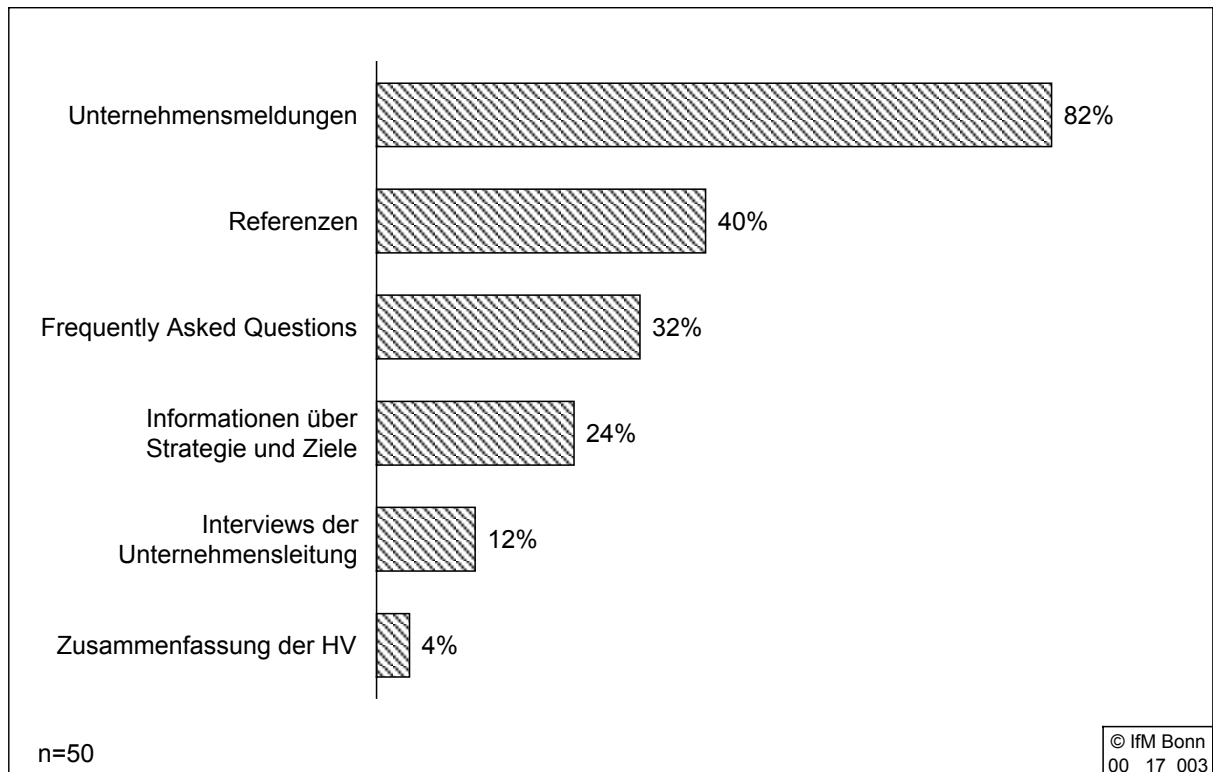
Die Anlageentscheidung sowohl von Kleinanlegern als auch von institutionellen Anlegern wird von einer Vielzahl unternehmensinterner und -externer Informationen beeinflusst. Geschäfts- oder Quartalsbericht liefern den Anlegern insofern zwar eine wichtige Informationsgrundlage, sie bieten jedoch, da sie der Konzeption eines vorgeschriebenen Mindestinformationsstandards folgen, nicht alle aus Anlegersicht interessanten Informationen. Im Rahmen ihrer internetgestützten Investor Relations können Unternehmen den Informationsbedürfnissen der Anleger durch Bereitstellung zusätzlicher interner Informationen entgegenkommen und so deren Informationsbeschaffungskosten senken.

Die mit Abstand am häufigsten im Internet zur Verfügung gestellten zusätzlichen Informationen betreffen Unternehmensmeldungen (82 %). Vielfach werden die pflichtmäßig vorgeschriebenen Ad-hoc-Mitteilungen bei Eintritt bewertungsrelevanter Umstände gemeinsam mit anderen Unternehmensmeldungen in der Rubrik "News" veröffentlicht. Eine Unterteilung in Ad-hoc-Mitteilungen und andere Unternehmensmeldungen erfolgt nur bei einem geringen Teil der Unternehmen. Dies erklärt sich daraus, dass Ad-hoc-Mitteilungen als besondere Form der Unternehmensmeldung aufgefasst werden können. Zwar ist die Spezifikation von Ad-hoc-Mitteilungen als Pflichtveröffentlichung eine andere als von freiwilligen Unternehmensmeldungen, die Entscheidung, welche Informationen nach Maßgabe des Wertpapierhandelsgesetzes Ad-hoc-Mitteilungen darstellen, lässt jedoch häufig einen großen Ermessensspielraum zu. Auch entspricht der Inhalt von Ad-hoc-Mitteilungen vielfach - zeitlich verzögert oder gleichzeitig - veröffentlichten allgemeinen Unternehmensmeldungen.

Eine weitere Möglichkeit zur Transparenzverbesserung über das wirtschaftliche Erfolgspotenzial des Unternehmens bietet die Abgabe interner Informationen über wichtige Geschäftspartner. Die am Neuen Markt notierten Unternehmen sind zumeist jung und schon allein deshalb einer breiten Öffentlichkeit nur wenig bekannt. Die Qualität ihrer Produkte und Dienstleistungen oder ihres Managements ist für Anleger oft schwer zu beurteilen, da die Unternehmen zumeist noch keinen langjährig gefestigten Ruf erwerben konnten. Der Nachweis von Referenzen, z.B. über Kooperationspartner oder namhafte Auftraggeber, stellt eine Möglichkeit dar, das Vertrauen der Anleger zu gewinnen und ihre Unsicherheit über die Reputation des Unternehmens zu reduzieren. Refe-

renznachweise zur Beurteilung ihres Standings durch die Anleger liefern immerhin 40 % der untersuchten Unternehmen auf ihren Internetseiten.

Abbildung 9: Bereitstellung zusätzlicher unternehmensinterner Informationen



Ferner sind für die Anleger strategische Informationen von Belang, die klare Vorstellungen über die zukünftig geplante Entwicklung des Unternehmens beinhalten. Angaben über die verfolgte Unternehmensstrategie und über die Unternehmensziele macht jedoch nur knapp ein Viertel der untersuchten Unternehmen.

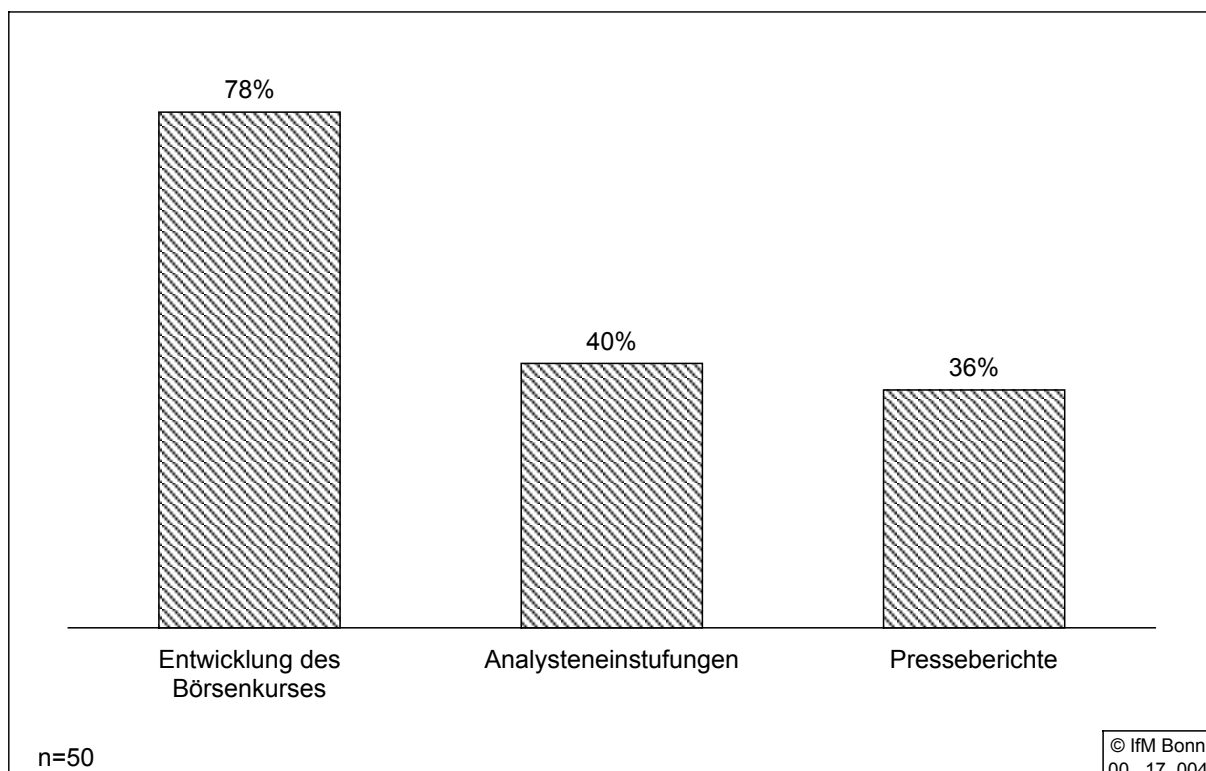
Erfahrungsgemäß interessieren sich viele Anleger für gleiche oder ähnliche Sachverhalte. Für typische, häufig gestellte Fragen bietet sich eine Beantwortung auf den Webseiten des Unternehmens an. Aus der Informationskategorie der sog. "Frequently Asked Questions" kann der Anleger ersehen, ob die gewünschte Auskunft bereits erteilt worden ist, sich eine diesbezügliche individuelle Kontaktaufnahme mit dem Unternehmen somit erübrigt. Von dieser einfachen Möglichkeit, das Informationsinteresse der Anleger und die Minimierung des Informationsaufwandes des Unternehmens in Einklang zu bringen, machen 32 % der Unternehmen Gebrauch. Der Nutzen, der aus der Bündelung gleichlautender Auskunftswünsche erwachsen kann, wird von den untersuchten Unternehmen demnach nicht als besonders hoch erachtet.

Interviews der Unternehmensleitung oder Pressekonferenzen werden von 12 % der Unternehmen im Internet veröffentlicht. Eine Zusammenfassung der Hauptversammlung findet sich nur noch bei 4 % der Stichprobe. Die Darstellungsform reicht dabei in beiden Fällen von einer einfachen schriftlichen Zusammenfassung bis hin zu einer audiovisuellen Berichterstattung. Die multimedialen Formen von Investor Relations im Internet beschränken sich z.Zt. allerdings noch auf wenige Einzelfälle.

4.3.4 Bereitstellung externer Informationen

Die Einbindung des externen Informationsangebotes über das Unternehmen direkt oder indirekt, z.B. über Links, erleichtert den Anlegern die Informationssuche. Die überwiegende Mehrheit der untersuchten Unternehmen (78 %) bietet Informationen zur Börsenkursentwicklung an. Bereitgestellt wird - zumeist über einen Link zum Neuen Markt - ein Langfristchart z.B. über die Entwicklung in den letzten 3 Monaten und - bis auf eine Ausnahme - ein Intradaychart. Die Einspeisung weiterer, aufbereiteter externer Informationen über das Unternehmen auf den Investor Relations-Seiten erfolgt relativ selten. So stellen nur 36 % der Unternehmen Presseberichte und nur 40 % die für Anlageentscheidungen zumeist besonders relevanten Analysteneinstufungen auf ihren Internetseiten ein.

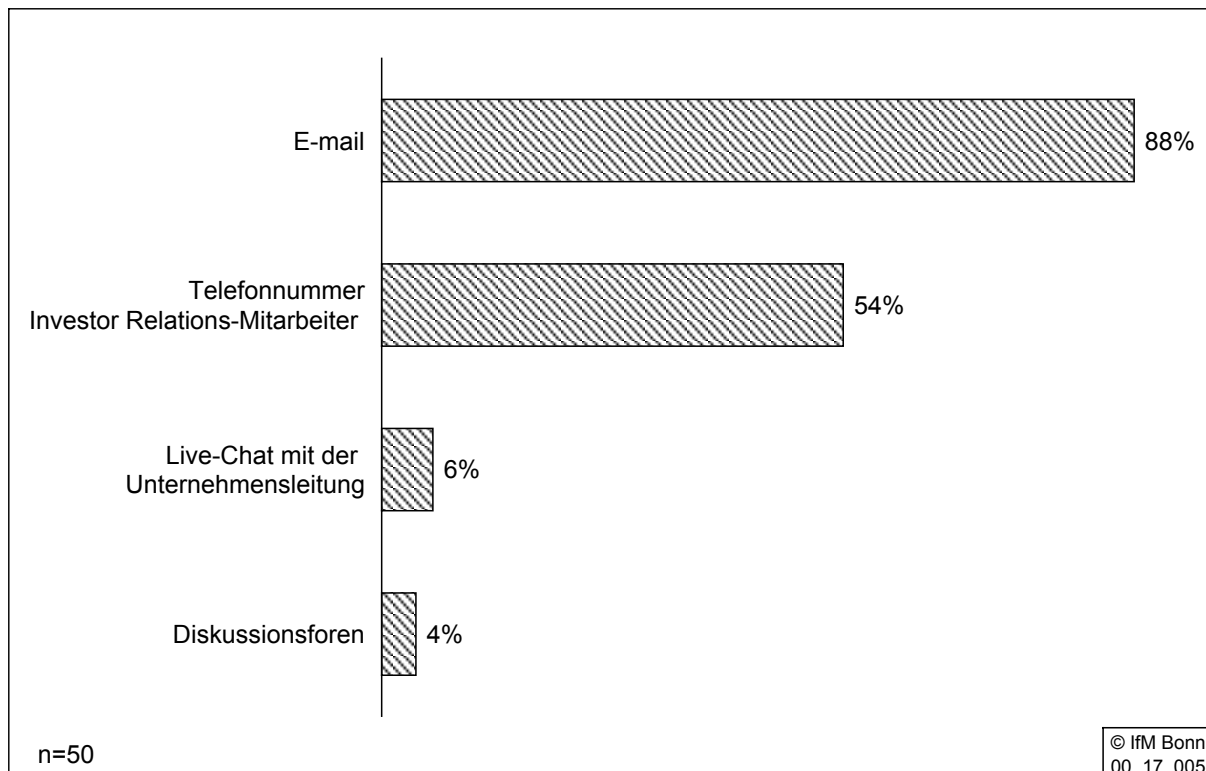
Abbildung 10: Bereitstellung unternehmensexterner Informationen



4.3.5 Kontaktmöglichkeiten

Ein Vorzug des Mediums Internet besteht darin, dass es nicht nur eine Informations-, sondern auch eine Kommunikationsplattform bietet. Üblicherweise sind die Kommunikationsmöglichkeiten zwischen Unternehmen und Kleinanlegern - abgesehen von Hauptversammlungen - auf telefonischen oder schriftlichen Kontakt beschränkt. Das Internet erweitert die Kommunikationsformen um den elektronischen Kontakt. Die Benennung der Investor Relations-Mitarbeiter, der Nachweis ihrer telefonischen Durchwahl und die persönliche e-mail Adresse erleichtern dem Anleger die Kontaktaufnahme erheblich.

Abbildung 11: Kontaktmöglichkeiten



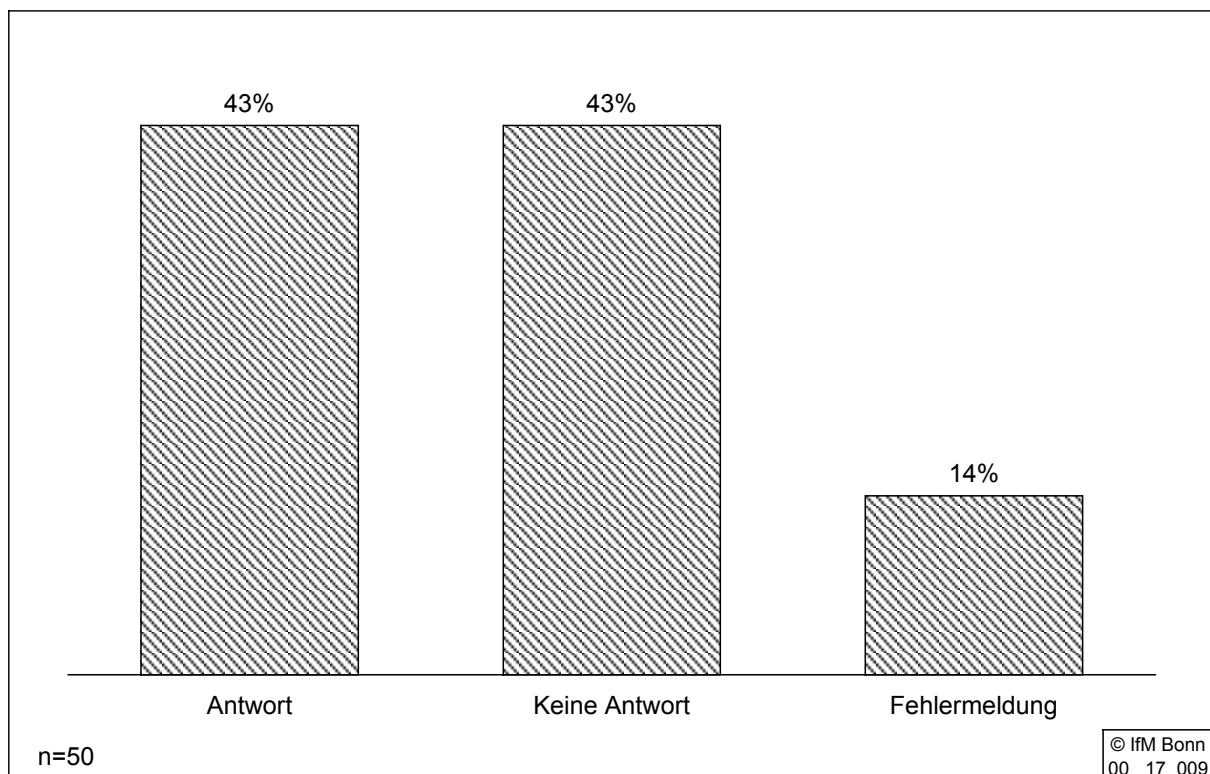
Anzumerken ist, dass der persönliche Nachweis von Ansprechpartnern für die Anleger durchaus ein Indiz für die Wertschätzung, die ihnen von der Unternehmensleitung entgegengebracht wird, ist. Längst nicht alle der untersuchten Unternehmen gehen hierauf ein und nutzen die interneteigene Kontaktform. Zwar geben 88 % der Unternehmen auf ihren Investor Relations-Seiten eine e-mail Adresse an, teilweise handelt es sich dabei aber lediglich um eine allgemeine Informationsmöglichkeit (info@...) ohne konkrete Benennung der Ansprechpartner. 54 % der Unternehmen weisen die telefonische Durchwahl der Investor Relations-Abteilung nach oder eines Mitarbeiters und erleichtern den Anlegern die direkte, persönliche Kontaktaufnahme.

Weitere Dialogformen im Medium Internet wie z.B. Live-Chats oder Diskussionsforen mit der Unternehmensleitung oder einzelnen Investor Relations-Mitarbeitern werden nur selten angeboten. Derzeit erfreuen sich diese Gruppendialoge noch keiner größeren Wertschätzung und werden zudem von der Financial Community nicht nur positiv beurteilt. Erwartungsgemäß stellen sie daher nach den vorliegenden Befunden Ausnahmen dar.

4.3.6 Antwortverhalten auf E-mail Anfragen

Wie bereits oben dargestellt, bietet die überwiegende Anzahl der untersuchten Unternehmen interessierten Anlegern die Kontaktaufnahme per e-mail an. Um die Antwortgeschwindigkeit und Qualität dieses Angebots zu testen, wurde an diese Unternehmen eine Testanfrage per e-mail versandt. Grundsätzlich wurden die Unternehmen danach gefragt, ob und welche Analysteneinstufungen zu ihrem Unternehmen vorliegen. Sofern diese Informationen bereits auf den Investor Relations-Webseiten verfügbar waren, wurde nach Presseberichten, Referenzen oder Unternehmensstrategien gefragt.

Abbildung 12: Antwortverhalten auf e-mail Anfragen

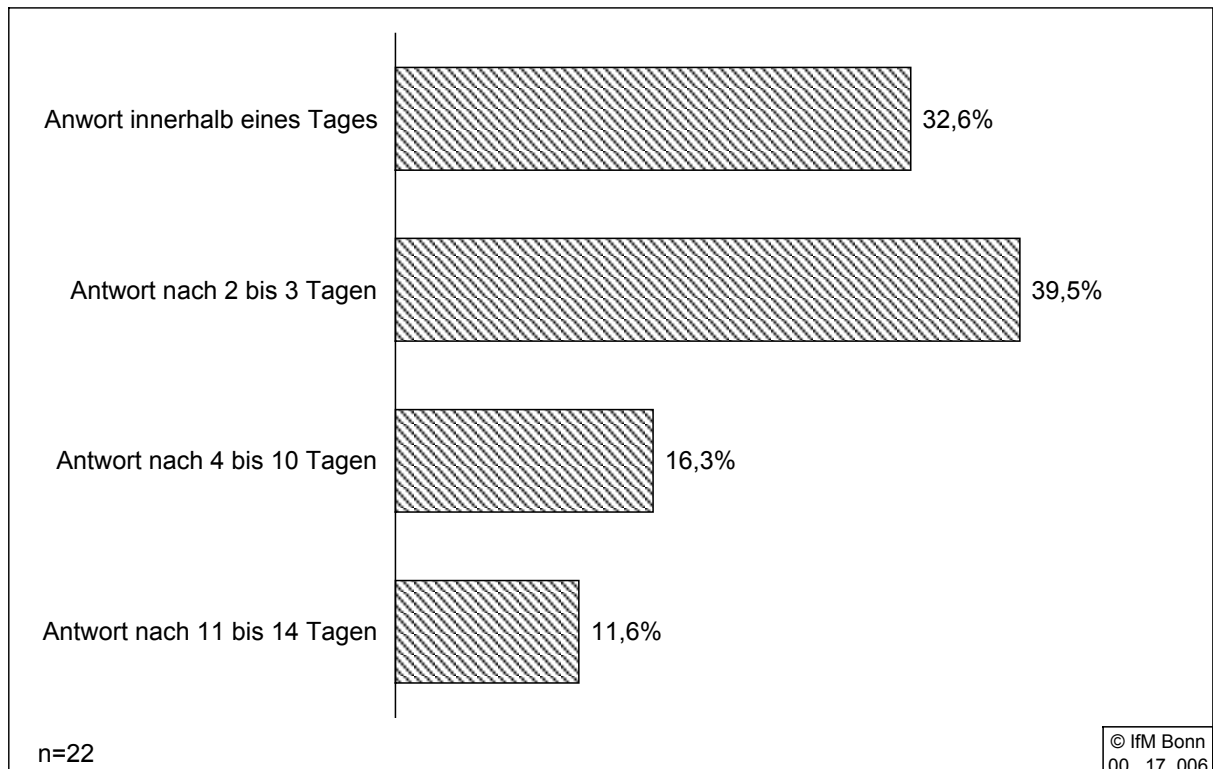


Die Ergebnisse zum Auskunftsverhalten sind enttäuschend und signalisieren einen deutlichen Verbesserungsbedarf. Die Möglichkeit, auf elektronischem Wege Auskünfte einzuholen, erwies sich in der Mehrheit als rein theoretisch.

So antworteten 43 % der Unternehmen, die eine e-mail Adresse angaben, gar nicht und bei 14 % kamen die verschickten e-mails trotz mehrfacher Versuche als Fehlermeldung zurück an den Absender. Eine Verärgerung der Anleger ist in diesen Fällen vorprogrammiert, da hier Kontaktpflege nicht ernsthaft betrieben wird. Das mit Investor Relations verfolgte Ziel der Vertrauensbildung zwischen Anleger und Unternehmen dürfte so konterkariert werden.

Nur 43 % der Unternehmen, die eine e-mail Adresse zur Kontaktaufnahme angaben, reagierten überhaupt auf die versandten Testanfragen. Positiv anzumerken ist, dass wenn die Unternehmen reagierten, dann zumeist sehr schnell. So antworteten 32,6 % dieser Unternehmen innerhalb eines Tages und weitere 39,5 % innerhalb der beiden folgenden Tage. Lediglich 11,6 % ließen sich mit der Beantwortung mehr als 10 Tage Zeit. Die Antwortgeschwindigkeit der reagierenden Unternehmen ist demnach grundsätzlich hoch. Die Befragungsergebnisse zeigen bezüglich der Antwortreaktion ein klares Schwarz-Weiß-Muster: Unternehmen antworten auf elektronische Post entweder sehr zügig oder gar nicht.

Abbildung 13: Antwortgeschwindigkeit bei e-mail Anfragen



4.3.7 Interaktive Kommunikationsangebote

Für viele Anleger, insbesondere Kleinanleger oder ausländische Anleger, sind die Hemmnisse zur Teilnahme an Informationsveranstaltungen oder Hauptversammlungen von Unternehmen prohibitiv hoch. Mittlerweile bestehen allerdings die technischen Voraussetzungen, Pressekonferenzen oder Hauptversammlungen live im Internet zu übertragen und Anlegern die Stimmabgabe und Möglichkeit zur Fragestellung online über das Internet einzuräumen. Durch die Nutzung der interaktiven Möglichkeiten des Internet könnten so die bislang bestehenden Teilnahmebarrieren erheblich gesenkt werden. Zudem würde dem vielfach geäußerten Vorwurf einer ungleichen Information der institutionellen Anleger und Analysten auf der einen und Kleinanleger auf der anderen Seite entgegengewirkt.

Nach einer von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ERNST & YOUNG (www.ernst-young.de/presse) bei den an der US-Computerbörse NASDAQ notierten Unternehmen durchgeführten Umfrage beabsichtigen 40 % der Unternehmen, ihre Hauptversammlungen zukünftig live im Internet zu übertragen. Zurückhaltend blieben die Unternehmen aber hinsichtlich des Einsatzes von interaktiven Kommunikationsformen. So wollten z.B. nur 1 % der antwortenden Unternehmen den online-vertretenen Aktionären ein Fragerecht einräumen. Nahezu die Hälfte lehnte die elektronische Stimmabgabe ab. Angesichts der erst allmählich zunehmenden Nutzung von online-Hauptversammlungen und bzgl. der online-Mitwirkungsrechte großen Zurückhaltung US-amerikanischer Unternehmen, denen in Hinblick auf Investor Relations im internationalen Vergleich üblicherweise eine Vorreiterstellung zukommt, überrascht es nicht, dass keines der vom IfM Bonn untersuchten NEMAX-Unternehmen Live-Übertragungen von Hauptversammlungen im Internet anbietet und online-Frage- und Stimmrechte in der Hauptversammlung oder bei Pressekonferenzen einräumt.

4.3.8 Benutzerfreundlichkeit

Neben den Inhalten der Investor Relations-Webseiten stand auch die Benutzerfreundlichkeit auf dem Prüfstand. Untersucht wurden in diesem Zusammenhang die Auffindbarkeit der Internetseiten der einzelnen Unternehmen und ihres Investor Relations-Informationsangebotes sowie dessen Gliederung, Navigation und Übertragungsgeschwindigkeit. Sofern es sich um nicht intersubjektiv nachprüfbar Kriterien handelt, werden im folgenden teilweise nur die im

Verlauf der Untersuchung erzielten Eindrücke wiedergegeben, auf die Angabe konkreter Fallzahlen wird in diesen Fällen verzichtet.

Die Benutzerfreundlichkeit äußert sich bereits im Zusammenhang mit der Auffindbarkeit der entsprechenden Internetseiten. Für Anleger sind Domains mit dem Namen des Unternehmens verlängert um den Zusatz ".de" oder ".com" von Vorteil, da sie Suchmaschinen verzichtbar machen und die entsprechenden Homepages schnell und einfach angesteuert werden können. Solche Internetadressen, die aus dem um obige Kürzel verlängerten Namen von Unternehmen bestehen, können nach den Befragungsbefunden mittlerweile als Standard angesehen werden. Von den untersuchten NEMAX-Unternehmen sind bei 76 % Firmen- und Domainname identisch. Hinsichtlich der restlichen 24 %, deren Internetadresse sich nicht direkt aus dem Firmennamen ableiten lässt, ist allerdings zu berücksichtigen, dass es sich dabei mehrheitlich um Unternehmen mit aus mehreren Wörtern zusammengesetztem Namen handelt.

Auf den Webseiten von Unternehmen finden sich neben Investor Relations-Inhalten (fast) immer auch Informationen, die für andere Zielgruppen, wie z.B. Kunden, Lieferanten oder Arbeitskräfte, bestimmt sind. Zur Erleichterung der Informationsbeschaffung des Anlegers ist es daher hilfreich, Finanzinformationen unter einer Rubrik "Investor Relations" zu bündeln, um so die schnelle Auffindbarkeit sicherzustellen und Orientierungsprobleme des interessierten Anlegers zu vermeiden. Vor diesem Hintergrund ist es positiv zu vermerken, dass 82% der untersuchten Unternehmen auf ihrer Eingangsseite einen entsprechenden Investor Relations-Hinweis geben. Bei den übrigen 18% ist hingegen unter dem Aspekt der Benutzerfreundlichkeit bereits die Auffindbarkeit von Informationen verbesserungsbedürftig. Kritisch anzumerken ist auch, dass insbesondere bei Unternehmen, die internetbezogene Dienstleistungen anbieten, die Investor Relations-Inhalte - teilweise trotz eines entsprechenden Hinweises - vielfach in dem allgemeinen Angebot untergehen.

Eine übersichtliche Gliederung und eine einfache Navigation auf den Webseiten sind weitere Elemente, die die Benutzerfreundlichkeit betreffen. Beide Faktoren sind objektiv nur schwer messbar, die erzielten Ergebnisse daher eher subjektiver Natur. Festgehalten werden kann an dieser Stelle jedoch, dass beide Punkte bei einem Großteil der untersuchten Unternehmen noch deutlichen Verbesserungsbedarf aufzeigen. Das Spektrum reicht von als vorbildlich empfundenen einfachen und leicht verständlichen Gliederungen mit

klarer Navigation bis hin zu einer kaum noch geordneten Fülle von Informationen, die von einer näheren Auseinandersetzung mit dem Informationsangebot eher abhält.

Beeinflusst wird die Benutzerfreundlichkeit ferner von der Übertragungsgeschwindigkeit. Als störend wurde unter diesem Aspekt teilweise das aufwendige Layout der Internetseiten empfunden. Aufgrund eines exzessiven Gebrauchs von Grafiken oder Animationen waren die Ladezeiten der Webseiten einzelner Unternehmen extrem lang. Ähnliches gilt auch für einen möglichen Download von Geschäfts- oder Quartalsberichten. Eine Möglichkeit zum Download dieser Publikationen ohne Grafiken, was eine deutliche Senkung der Übertragungszeit zur Folge hat, findet sich nur bei einer Minderheit der untersuchten Internetseiten. Trotz an sich ansprechender Gestaltung des Internetauftritts bzw. der zum Download bereitgestellten Publikationen kann infolge langer Übertragungszeiten das Interesse des Anlegers schnell erlahmen. Unter dem Aspekt der Benutzerfreundlichkeit sollte ein Trade-off zwischen Präsentationsart und Übertragungsgeschwindigkeit gefunden werden.

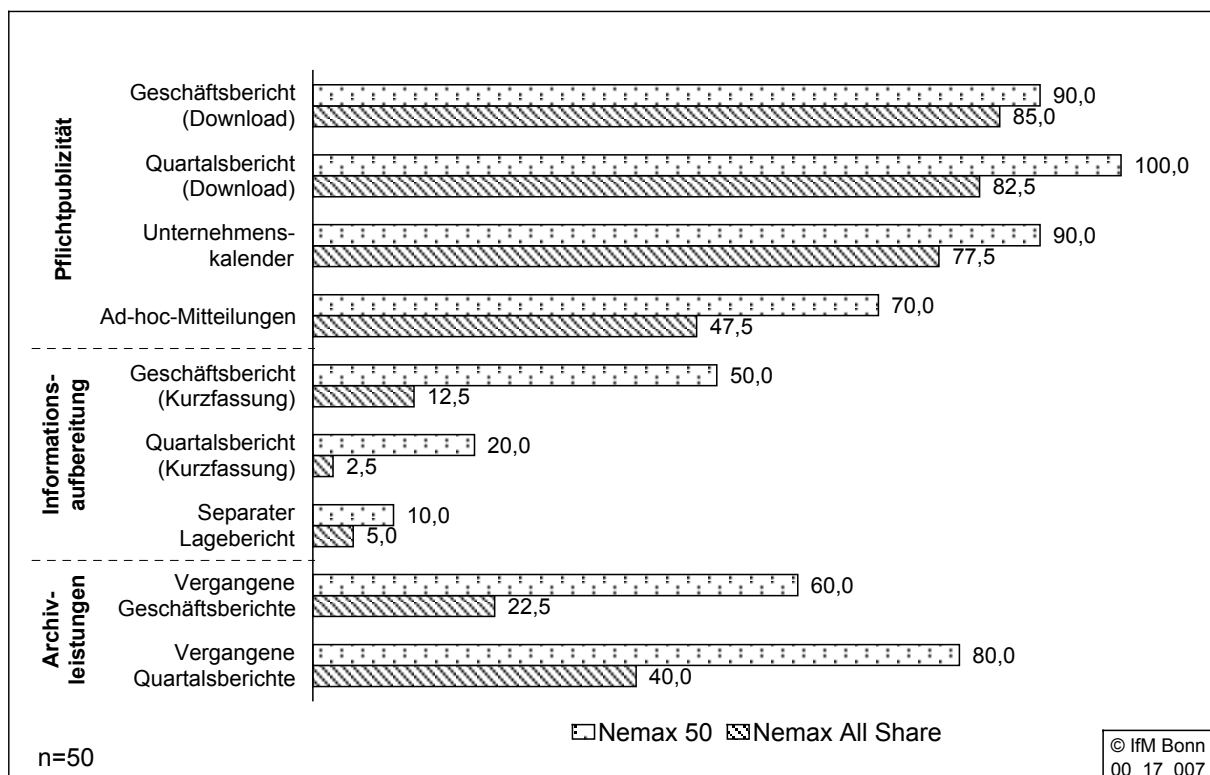
4.3.9 Vergleich NEMAX 50 versus NEMAX All Share

Im Blickpunkt der Öffentlichkeit stehen vor allem die im Börsenindex NEMAX 50 vertretenen Unternehmen. Insofern war davon auszugehen, dass diese Unternehmen im Vergleich zu anderen am Neuen Markt notierten Unternehmen im Regelfall eine intensivere Investor Relations-Arbeit betreiben. Aufgrund der vergleichsweise starken Beachtung dieser Unternehmen bei Wirtschaftspresse und Analysten war zu vermuten, dass sich hinsichtlich der Informationskategorien Unterschiede zu den (nur) im NEMAX All Share vertretenen Unternehmen erkennen lassen. Für den hier erfassten Bereich der internetgestützten Investor Relations bestätigen die ermittelten Befunde diese Vermutung. Zum einen nutzen die untersuchten NEMAX 50-Unternehmen die Möglichkeiten des Internet zur Information ihrer Anleger weitreichender als ihre im NEMAX All Share vertretenen Mitbewerber, zum anderen bestehen teilweise deutliche Unterschiede in Bezug auf die ins Internet eingestellten Informationen.

Die der Mindestanforderung entsprechende Bereitstellung von Pflichtinformationen in Form von Geschäfts- und Quartalsberichten als Download wird von den untersuchten Unternehmen unabhängig von ihrer Marktkapitalisierung größtenteils erfüllt, von den NEMAX 50-Unternehmen noch besser als von den NEMAX All Share-Unternehmen. Dies gilt auch für die Veröffentlichung des

Unternehmenskalenders und von Ad-hoc-Mitteilungen im Internet. Die Bereitstellung von Pflichtinformationen auf den Investor Relations-Webseiten ist mittlerweile zum Standard bei den NEMAX 50-Unternehmen geworden, in leicht abgeschwächter Form gilt dies auch für die NEMAX All Share-Unternehmen. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass auch kleinere Unternehmen mit geringerer Marktkapitalisierung, die nur im NEMAX All Share vertreten sind, die Bedeutung des Internet für die Aktionärspflege erkannt haben.

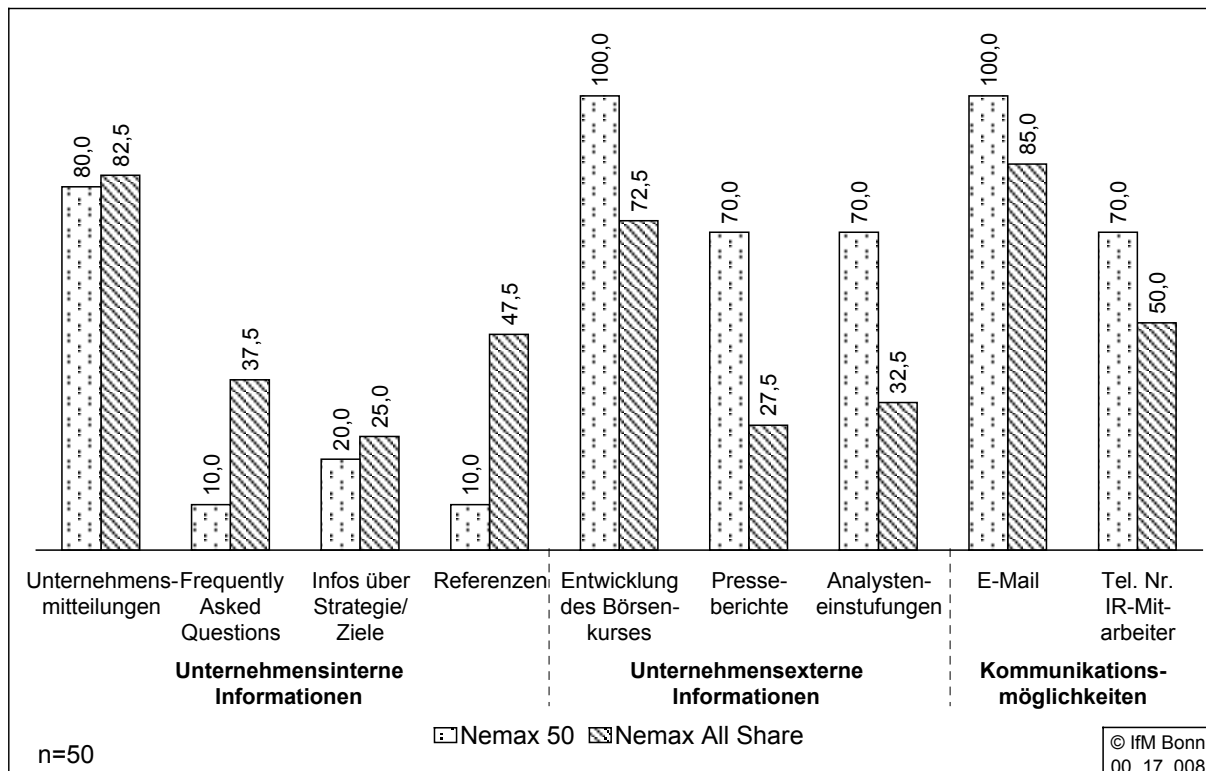
Abbildung 14: Vergleich der NEMAX 50 versus NEMAX All Share-Unternehmen für Pflichtpublizität, Informationsaufbereitung und Archivleistungen



Gleichzeitig deuten die Untersuchungsergebnisse allerdings darauf hin, dass NEMAX All Share-Unternehmen eher als ihre im NEMAX 50 zusammengefassten Mitbewerber mit einem Kapazitätsproblem konfrontiert sind, das eine intensive Pflege des Investor Relations-Auftritts im Internet und ein Angebot umfangreicher Zusatzinformationen behindert. Kurzfassungen des aktuellen Geschäfts- bzw. Quartalsberichtes oder die Archivierung älterer Geschäfts- oder Quartalsberichte im Internet finden sich bei den NEMAX All Share-Unternehmen wesentlich seltener als bei NEMAX 50-Unternehmen. Auch Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlicht nur knapp die Hälfte der NEMAX All Share-Unternehmen im Internet. Hinsichtlich zusätzlicher Serviceleistungen zur Information der Anleger und einer aktuellen Berichterstattung über bewertungsrelevante

Sachverhalte weisen die NEMAX All Share-Unternehmen folglich einen Nachholbedarf gegenüber ihren umsatzstärkeren Mitbewerbern des NEMAX 50 auf. Die Aktionärspflege nimmt demnach einen deutlich geringeren Stellenwert ein als bei den NEMAX 50-Unternehmen. Dies ist insofern besonders nachteilig, als bei dem vergleichsweise niedrigen Bekanntheitsgrad der im NEMAX All Share vertretenen Unternehmen den Anlegern vielfach bereits vage Vorstellungen über den Geschäftszweck und die Qualität der Produkte oder Leistungen fehlen. Die Notwendigkeit zur Information der Anleger besteht für diese Unternehmen daher in deutlich stärkerem Maße als für die im Blickpunkt der Öffentlichkeit stehenden NEMAX 50-Unternehmen.

Abbildung 15: Vergleich der NEMAX 50 versus NEMAX All Share-Unternehmen für unternehmensinterne und -externe Zusatzinformationen sowie Kommunikationsmöglichkeiten



Den prinzipiell höheren Informationsbedarf der Anleger berücksichtigen die NEMAX All Share-Unternehmen allerdings nur bedingt. Zwar veröffentlichen 82,5 % der untersuchten NEMAX All Share-Unternehmen Unternehmensmeldungen im Internet und knapp die Hälfte versucht mittels Referenzen das Vertrauen der Anleger zu erhöhen, nur ein Viertel stellt jedoch Informationen über die Unternehmensstrategie und -ziele bereit. Während die ermittelten Anteilswerte der NEMAX 50-Unternehmen in Bezug auf Unternehmensmeldungen und Informationen über Strategien und Ziele nur geringfügig niedriger liegen,

spiegelt sich ihr höherer Bekanntheitsgrad in dem seltenen Rückgriff auf Referenzen wider. Das Standing und die Marktposition wird von diesen Unternehmen als ausreichend hoch angesehen, so dass auf eine "Reputationsanleihe", z.B. bei namhaften Geschäftspartnern, verzichtet wird.

Insbesondere externe Informationsquellen werden den Untersuchungsergebnissen nach von den NEMAX All Share-Unternehmen seltener für ihre Investor Relations im Internet genutzt: Bieten sie bereits deutlich seltener einen Link zum Neuen Markt, um den Anleger mit Kursinformationen zu versehen, so hinken sie bei der Bereitstellung von Analysteneinstufungen und Presseberichten noch stärker hinterher. Im Bereich der zusätzlichen Serviceleistungen für den Anleger bleiben die NEMAX All Share-Unternehmen deutlich hinter den NEMAX 50-Unternehmen zurück, auch wenn die Ergebnisse dahingehend zu relativieren sind, dass sich sowohl Presse als auch Analysten vergleichsweise seltener mit den NEMAX All Share-Unternehmen beschäftigen und dementsprechend externe Informationen weniger häufig vorliegen dürften.

Auch in den angebotenen Kommunikationswegen unterscheiden sich die NEMAX All Share-Unternehmen von den NEMAX 50-Unternehmen. Die Angabe von Kontaktmöglichkeiten per e-mail oder Telefon ist nur sinnvoll, sofern unternehmensintern entsprechende Verantwortlichkeiten zugewiesen sind, d.h. für den Dialog mit dem Anleger auch Ressourcen bereitgestellt werden. In gewissem Maße wird mit der Angabe von Kontaktmöglichkeiten zumindest formal demonstriert, dass die Unternehmen an einem Dialog mit dem Anleger interessiert sind. Hier zeigt sich die geringere Professionalität der NEMAX All Share-Unternehmen, die deutlich seltener direkte Kommunikationspartner anbieten. Diesem Manko versuchen sie nach den vorliegenden Befunden über die Kommunikationsebene Frequently Asked Questions entgegenzuwirken. So weisen 47,5 % der untersuchten NEMAX All Share-Unternehmen auf ihren Webseiten diese Informationskategorie auf. Hingegen ziehen nach den Untersuchungsbefunden NEMAX 50-Unternehmen eindeutig den direkten Einzeldialog mit dem Anleger vor. Die untersuchten NEMAX 50-Unternehmen geben ausnahmslos eine e-mail Adresse und zu 70 % die Durchwahl eines Investor Relations-Mitarbeiters an, wohingegen nur 10 % eine unpersönliche Antwortsammlung in Form von Frequently Asked Questions auf ihren Investor Relations-Webseiten bereitstellen.

5. Zusammenfassung

Das Institut für Mittelstandsforschung Bonn hat in einer empirischen Untersuchung die Investor Relations-Arbeit mittelständischer Unternehmen einer Überprüfung unterzogen. Die Untersuchung verfolgt die Ziele, Aufschluss über Umfang und Qualität der Investor Relations der am Neuen Markt notierten jungen und schnell wachsenden Unternehmen zu gewinnen, einen Vergleich zwischen umsatzstärkeren und -schwächeren Unternehmen zu ziehen und Schwachstellen der Finanzkommunikation zu ermitteln. Basis der Untersuchung bilden zwei Teilerhebungen: Zum einen wurden 22 Finanzanalysten als wichtigste Gruppe der Informationsmultiplikatoren, jeweils als Vertreter der verschiedenen Kreditinstitute, zu den Investor Relations der mittelständischen Unternehmen am Neuen Markt befragt. Zum anderen wurden 50 Unternehmen des Neuen Marktes auf Investor Relations-Aktivitäten mittels des Mediums Internet beleuchtet, das sich insbesondere für die Zielgruppe der Kleinanleger eignet.

Die Befragung der Finanzanalysten zu Investor Relations der am Neuen Markt notierten Unternehmen kommt zu folgenden Befunden:

- Der Stellenwert von Investor Relations in der Unternehmenspolitik der NEMAX-Unternehmen ist im Zeitablauf deutlich gestiegen, der Qualitätsanstieg fiel jedoch wesentlich moderater aus. 40,9 % der Analysten sind der Meinung, dass der Stellenwert der Investor Relations der NEMAX-Unternehmen deutlich zugenommen hat, weitere 54,5 % konnten zumindest einen leicht erhöhten Stellenwert feststellen. In Hinsicht auf Qualitätsfortschritte konnten 81,8 % der Befragten den Investor Relations aber nur leichte Verbesserungen attestieren.
- In der Gesamtbetrachtung wird die Investor Relations-Arbeit der NEMAX-Unternehmen nur mit der Note "befriedigend" beurteilt, wobei bezüglich der Anteile der Unternehmen mit besonders guter und besonders schlechter Investor Relations-Arbeit ein hoher Grad an Übereinstimmung unter den Analysten herrscht. Von den Befragten sind 45,5 % der Ansicht, dass lediglich 10 % der NEMAX-Unternehmen sehr gute Investor Relations betreiben, umgekehrt wird von 40,9 % der Analysten der Unternehmensanteil mit sehr schlechter Investor Relations-Arbeit auf 30 % beziffert.
- Im Vergleich der Investor Relations vor und nach dem Börsengang stellen die Analysten in Hinsicht auf die Professionalität überwiegend Verbesserun-

gen fest, eine Intensitätszunahme der Investor Relations-Arbeit im Sinne einer kontinuierlichen Informations- und Kommunikationspolitik wurde deutlich seltener beobachtet.

- Mängel der Investor Relations, beurteilt nach der Vorkommenshäufigkeit, sind aus Sicht der Analysten vor allem der unsachgemäße Umgang mit Ad-hoc-Mitteilungen, die unzureichende Professionalität der IR-Mitarbeiter und die unzureichende Verlässlichkeit und Aussagekraft von Unternehmensprognosen. Diese Schwachpunkte treten nach Meinung der Befragten bei den meisten Unternehmen auf. Rang vier in der Mängelliste nimmt die unzureichende Informationsqualität ein, gefolgt von der fehlenden aktiven Dialogfähigkeit des Unternehmens mit den Analysten und schließlich die schleppende Weitergabe bewertungsrelevanter Informationen.
- Die mit Abstand am häufigsten vermissten Informationen, die allenfalls auf Anfrage zu erhalten sind, stellen im Urteil der Analysten nachvollziehbare und verlässliche Plandaten zur zukünftigen Geschäftsentwicklung und eine aussagekräftige Segmentberichterstattung dar. Es folgen Informationen zu den verfolgten Unternehmensstrategien, die Darstellung der Ertragslage und eine Veröffentlichung relevanter Kennziffern. Deutlich seltener werden Informationen zu Unternehmenszielen vermisst.

Die wesentlichen IfM-Befunde der internetbasierten Investor Relations lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Mindestanforderungen an ein Informationsangebot im Internet im Sinne der Pflichtpublizität werden überwiegend erfüllt, aber eben noch nicht von allen untersuchten Unternehmen. 82 % der Unternehmen veröffentlichen auf ihren Internetseiten den aktuellen Geschäftsbericht sowie den Quartalsbericht als Download-Datei, 80 % stellen den Unternehmenskalender ein, Ad-hoc-Mitteilungen werden mit 52 % bereits deutlich seltener auf den Internet-Seiten des Unternehmens publiziert.
- Ausländische Anleger werden von den Unternehmen mit ihrem Internetangebot nur unzureichend berücksichtigt. Zwar weisen 78 % der Unternehmen auch englischsprachige Investor Relations-Internetseiten auf, der Informationsumfang und -gehalt bleibt jedoch vielfach erheblich hinter demjenigen deutschsprachiger Seiten zurück. Pflichtpublikationen in englischer Sprache bilden eher die Ausnahme denn die Regel.

- Die Potenziale des Internet zur Schaffung eines Informationsmehrwerts durch besondere Informationsserviceleistungen werden nur unzureichend genutzt. Zwar werden von 82 % der untersuchten Unternehmen Unternehmensmeldungen und von 78 % Börsenkursinformationen ins Internet eingestellt, weitere interne und externe Informationen bleiben aber zumeist aus. 40 % der Unternehmen veröffentlichen als interne Informationskategorien Referenzen, 32 % informieren im Rahmen der Kategorie Frequently Asked Questions, nur 24 % fixieren auf den Investor Relations-Seiten die Unternehmensziele und -strategien. Als externe Informationskategorien werden lediglich von 40 % Analysteneinstufungen und von 36 % Presseberichte veröffentlicht. Serviceleistungen in Form von kurzen Eingangsinformationen für ein "Pre-screening" des Anlegers bilden Ausnahmefälle. Eine Kurzfassung des Geschäftsberichts findet sich bei 10 % der Unternehmen, eine Kurzfassung des Quartalsberichts oder ein separater Lagebericht bei jeweils 6 %. Interviews der Geschäftsleitung bieten 12 % auf ihren Internetseiten an, eine Zusammenfassung der Hauptversammlung nur noch 4 %.
- Das Medium Internet wird im Rahmen von Investor Relations lediglich als Informationsplattform, nicht jedoch als interaktive Kommunikationsplattform genutzt. Zwar ist der elektronische Kommunikationsweg mit Angabe der e-mail Adresse mehrheitlich vorhanden, die Reaktion der Unternehmen ist aber enttäuschend. 88 % der Unternehmen bieten den Anlegern die Kontaktaufnahme per e-mail an, gut die Hälfte die Telefonnummer eines Investor Relations-Mitarbeiters. Im Antworttest auf e-mail Anfragen stellte sich jedoch heraus, dass das Informationsbegehren (gefragt wurde nach Analysteneinstufungen, alternativ nach Geschäftsberichten oder Pressemitteilungen) nicht ernst genommen wird. 43 % der Unternehmen reagierten überhaupt nicht, bei 14 % kamen die e-mails trotz mehrfacher Zustellversuche als Fehlermeldung zurück und nur 43 % antworteten auf die elektronische Anfrage. Positiv zu vermerken ist, dass wenn auf e-mail-Informationsgesuche reagiert wird, dann zumeist sehr schnell. 32,6 % der antwortenden Unternehmen reagierten innerhalb eines Tages und weitere 39,5 % nach zwei bis drei Tagen. Eine virtuelle Ausübung von Aktionärsrechten, z.B. durch ein Angebot von online-Fragerechten in der Hauptversammlung oder bei Pressekonferenzen, bietet keines der untersuchten Unternehmen.
- Die Investor Relations von NEMAX 50-Unternehmen ist deutlich besser als diejenige der im Hinblick auf die Marktkapitalisierung kleineren NEMAX All Share-Unternehmen. NEMAX 50-Unternehmen erfüllen fast immer den Min-

destandard von Pflichtinformationen im Internet, insbesondere zeichnen sie sich aber dadurch aus, dass sie deutlich häufiger auch externe Informationen (Kursentwicklung, Presseberichte, Analysteneinstufungen) einstellen und elektronische und telefonische Kontaktmöglichkeiten bieten (e-mail Adresse, Telefonnummer der Investor Relations-Mitarbeiter). Ferner zeichnen sie sich durch ein stärkeres Angebot an Serviceleistungen (z.B. Kurzfassungen) und Archivleistungen (vergangene Geschäfts- und Quartalsberichte) aus.

Die Untersuchung der internetgestützten Investor Relations und die Befragung der Analysten kommt zu dem Ergebnis, dass die mittelständischen Unternehmen die Notwendigkeit von Investor Relations für die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts auf breiter Front erkannt haben, in der Umsetzung dieser Erkenntnisse aber noch ein erheblicher Verbesserungsbedarf besteht. Das Potenzial von Investor Relations und insbesondere der diesbezüglichen Nutzung des Internet zur Verringerung der asymmetrischen Informationsverteilung bzw. zur Erhöhung der Informationseffizienz des Marktes wird bislang nur unzureichend genutzt. So gehen die internetgestützten Investor Relations-Aktivitäten, vornehmlich für die Zielgruppe der Kleinanleger, kaum über die Pflichtpublizität hinaus, die Potenziale zur interaktiven Kommunikation mit den Anlegern liegen weitestgehend brach. Eine Virtualisierung findet im Bereich der Investor Relations nicht statt. Allerdings bestehen hinsichtlich der Investor Relations mittelständischer Unternehmen auch hohe Qualitätsunterschiede. Unternehmen mit sehr guter Informations- und Kommunikationspolitik für die Financial Community sind in der Minderzahl, es überwiegen Unternehmen mit mittelmäßigen Investor Relations und nach wie vor gibt es deutlich mehr Unternehmen mit sehr schlechter als mit sehr guter Investor Relations-Arbeit. Insgesamt besteht noch ein hoher Verbesserungsbedarf für Investor Relations mittelständischer Unternehmen.

6. Literaturverzeichnis

ALVAREZ, M.; WOTSCHOFSKY, S. (2000): Investor Relations, in: Finanz Betrieb, 10/2000, S. 651-654

ARROW, K. (1985): The Economics of Agency, in: PRATT, J.; ZWECKHAUSER, R.(Hrsg.), Principals and Agents: The Structure of Business, Boston, S. 37-51

BECKER, F. (1994): Finanzmarketing von Unternehmungen, in: DBW, 3/94 , S. 295-313

DELLER, D.; STUBENRATH, M.; WEBER, C. (1997): Die Internetpräsenz als Instrument der Investor Relations, in: Der Betrieb, 32/97, S. 1577-1583

DIEHL, U. (1993): Investor Relations, in: BfuP, 2/93, S. 173-183

ERNST & YOUNG (2000): www.ernst-young.de/presse

FRETER, H.; SÄNGER, H. (2000): Internet-Investor-Relations: Die Informationsökonomische Perspektive, in: Finanz Betrieb, 12/2000, S. 779-786

FRANKE, G.; HAX, H. (1999): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 4. Auflage, Berlin

GASSEN, J.; HEIL, J. (2001): Internetpublizität deutscher Unternehmen, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, Beilage Nr. 1/2001 zu Finanz Betrieb, 1/2001, S. 38-44

GAULKE, J. (1997): Investor Relations als Schlüssel zum Erfolg, in: Gablers Magazin, 8/97, S. 21-24

GÜNTHER, T.; OTTERBEIN, S. (1996): Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften, in: ZfB, 4/96, S. 389-417

HEISE, S. (2000): Potenzial noch nicht ausgeschöpft, in: Wirtschaftswoche, 46/2000, S. 318-326

JAHN, T.(2000): Noch viel zu lernen, in: Capital, 21/2000, S. 138-142

JAROS-STURHAHN, A.; SCHACHTNER, K. (1998): Betriebswirtschaftliches Anwendungspotenzial des World Wide Web, in: WiSt, 2/98, S. 85-90

- KRYSTEK, U.; MÜLLER, M. (1993): Investor Relations - Eine neue Disziplin nicht nur für das Finanzmanagement, in: Der Betrieb, 36/1993, S. 1785-1789
- LINGENFELDER, M.; WALZ, H. (1988): Investor Relations als Element des Finanzmarketings, in: WiSt, 9/88, S. 467-469
- LINK, R. (1993): Investor Relations im Rahmen des Aktienmarketings von Publikumsgesellschaften, in: BfuP, 2/93, S. 105-131
- LUBER, T. (2000): Im Visier der Analysten, in: Capital, 19/2000, S. 91-108
- NOACK, U. (2001): Namensaktie und Aktienregister: Einsatz für Investor Relations und Produktmarketing, in: Der Betrieb, 1/2001, S. 27-31
- O.V. (2000): Virtuelle Beziehungen, in: Vision + Money, 13, S. 35-38
- PAUL, W. (1991): Investor Relations-Management - Demonstriert am Beispiel der BASF, in: ZfbF, 10/91, S. 923-939
- PAUL, W. (1993): Umfang und Bedeutung der Investor Relations, in: BfuP, 2/93, S. 133-161
- REUTER, E.; TEBROKE, H.-J. (2000): Namensaktien und Investor Relations, in: Finanz Betrieb, 11/2000, S. 714-721
- ROSEN, R. von (Hrsg.) (1999): Investor Relations im Internet - Internet-Angebote börsennotierter Unternehmen im Vergleich, Schriftenreihe des Deutschen Aktieninstituts, Heft 7, Frankfurt/Main
- ROSEN, R. von (Hrsg.) (2000): Investor Relations im Internet - Internet-Angebote börsennotierter Unternehmen im Vergleich, Schriftenreihe des Deutschen Aktieninstituts, Heft 11, Frankfurt/Main
- SCHILLER, B.; PELIZAEUS, T.; WERNECKE, M. (1999): Das Internet - Ein Investor Relations-Instrument? In: WISU, 8-9/99, S. 1099-1105
- SCHREIB, H.-P. (1993): Investor Relations aus Sicht der Anleger, in: BfuP, 3/93, S. 163-173
- SIERSLEBEN, K. (1998): Investor-relations-Management, Frankfurt/Main
- WALLSTABE-WATERMANN, B. (2000): Webseiten schwer auf Zack, in: Börse-Online, 42/2000, S. 140-146