

## Die Bedeutung der Kapitalmarktkommunikation für börsennotierte Unternehmen

---

**Martina Maas**

---

Working Papers OPAL

## **Die Autorin:**

**Martina Maas** ist derzeit Koordinatorin des Forschungsprojektes „Betriebe und berufliche Arbeitswelten in Deutschland“ (SOEP-LEE2). Seit 2016 ist sie wissenschaftliche Mitarbeiterin am Institut für Personal und Arbeit an der Helmut-Schmidt-Universität Hamburg. Sie studierte an der Universität Duisburg-Essen Sozialwissenschaften mit der Studienrichtung Soziologie und dem Wahlpflichtfach Psychologie. Ihre Forschungsschwerpunkte sind: Karriereverläufe, Organisationsformen von Arbeit, Investor Relations und Mixed-Methods.

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Forschungsclusters OPAL unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© **Forschungscluster OPAL**  
**Hamburg 2022**

**Working Papers des Forschungsclusters OPAL der Helmut-Schmidt-Universität**

**Working Papers No. 9, Hamburg 2022**

**ISSN 2512-8019 (online)**

**ISSN 2512-7950 (print)**

### **Kontakt**

Rebekka Hensen  
Helmut-Schmidt-Universität / Universität der Bundeswehr  
Holstenhofweg 85, Gebäude H1, Raum 2133  
22043 Hamburg  
Tel.: 040 / 65 41 22 32  
Fax: 040 / 65 41 35 22

rebekka.hensen@hsu-hh.de  
www.hsu-hh.de/opal

### **Redaktion**

Prof. Dr. Wenzel Matiaske  
Prof. Dr. Katharina Liebsch

# **Die Bedeutung der Kapitalmarktkommunikation für börsennotierte Unternehmen**

Martina Maas

## **Zusammenfassung**

In der aktuellen Finanzmarktkapitalismusdebatte steht vor allem die Macht der Investoren im Mittelpunkt. Das Unternehmen als handelnder Akteur wird in dieser Debatte weitestgehend ausgeblendet. Um die Einflussmöglichkeiten des Managements zu untersuchen, wird in diesem Beitrag der Blick auf die Kapitalmarktkommunikation (IR) gerichtet. So zeigen Untersuchungen, dass diese Kommunikationsform sowohl von Investoren als auch vom Management als wichtigstes Beeinflussungsinstrument bewertet werden (Bassen 2002b). Aus diesem Grund untersucht dieser Beitrag, welche Einflussmöglichkeiten durch die Kapitalmarktkommunikation für das Management bestehen. Zur Untersuchung werden 13 Leitfadenterviews mit IR-Managern und Personalberatern herangezogen, welche mittels der qualitativen Inhaltsanalyse ausgewertet werden. Ein zentrales Ergebnis des Beitrags ist, dass Unternehmen die Kapitalmarktkommunikation sehr strategisch zur Steuerung der Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer nutzen. Um aber strategisch Einfluss nehmen zu können, haben Unternehmen ihre Kapitalmarktkommunikation im Zeitverlauf professionalisiert. So werden nicht nur Vorstände in die IR-Arbeit eingebunden, sondern auch IR-Abteilungen vergrößert, die interne Berichterstattung zum Kapitalmarktgeschehen ausgebaut und Strategien zur Kommunikation mit Investoren und Analysten erarbeitet.

## **Summary:**

The current debate on the financial market capitalism focus the power of investors. However, the company as a strategic player is largely ignored in this debate. This paper focus on the capital market communication of companies. Research shows that this form of communication is rated as the most important influencing tool by both investors and management (Bassen 2002b). This article examines how companies use capital market communication in the relationship with the investors. For this research, 13 interviews with IR-Officers and personnel consultants are used. A main result is that companies are shaping their relationship with investors very strategically. From this, investor relations has been professionalized. For example, has IR departments expended, management involved in IR work, internal reporting

expended about capital market developments, and strategies for capital market communication created.

**Stichworte:** Finanzmarktkapitalismus; Kapitalmarktkommunikation; Investorenbeziehung, Unternehmensstrategie

**Keywords:** Financial Market Capitalism; Capital Market Communication, Investor Relations, Corporate Strategy

**Englischer Titel:** The importance of capital market communication for listed companies

**Autorenangaben:**

Dr. phil. Martina Maas

Helmut-Schmidt-Universität/Universität der Bundeswehr Hamburg

Martina.Maas@hsu-hh.de

## **1 Problemaufriss**

Die seit Beginn der 2000er Jahre zunehmende Finanzmarktorientierung der Unternehmen hat eine Debatte zu den Folgen dieser Entwicklung sowohl für Unternehmen als auch für den Arbeitsmarkt und die Gesellschaft ausgelöst. Uneinigkeit besteht bislang darüber, wie stark die Macht der Kapitalmarktakteure über die Unternehmen ist (Windolf 2005; Dörre 2017; Aglietta und Breton 2001; Köhler et al. 2018; Stout 2012). Um die Frage der Macht der einzelnen Akteure zu beantworten, wird bislang der Untersuchungsfokus vor allem auf die Investoren gerichtet. Deutlich seltener steht die Unternehmensseite im Hinblick auf ihre Handlungsmöglichkeiten in der Beziehung zum Finanzmarktakteur im Mittelpunkt. Dabei sind sie die zentralen Akteure, wenn es um die Gestaltung und Aushandlung von Erwartungen in der Beziehung zu den Kapitalmarktakteuren geht. So richten nicht nur Investoren und Analysten Erwartungen an das Management, sondern das Management nimmt durch die Kapitalmarktkommunikation, auch Investor Relations (IR) genannt, einen zentralen Einfluss auf die Erwartungen der Kapitalmarktakteure. Welche Bedeutung aber die Kapitalmarktkommunikation als Gestaltungsinstrument in der Beziehung zum Investor hat, wird in der aktuellen Debatte bislang ausgeblendet. Dabei werden die Gespräche, die im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation zwischen Unternehmen und institutionellen

Anlegern stattfinden, sowohl vom Management als auch von institutionellen Anlegern als wichtigstes Beeinflussungsinstrument bewertet (Bassen 2002b). Aus diesem Grund untersucht dieser Beitrag, welche Möglichkeiten für das Management bestehen, durch die Kapitalmarktkommunikation Einfluss auf die Erwartungen der Kapitalmarktakteure zu nehmen.

Hierzu wird zu Beginn die Kapitalmarktkommunikation der Unternehmen beleuchtet. In diesem Kapitel werden die Formen der Kapitalmarktkommunikation als auch die jeweiligen Kommunikationsinstrumente vorgestellt. Darauf aufbauend beschäftigt sich das anschließende Kapitel mit den Zielgruppen der Kapitalmarktkommunikation und ihren Einflussmöglichkeiten gegenüber dem Management. Anschließend folgt die empirische Analyse zur Kapitalmarktkommunikation als Gestaltungsinstrument der Unternehmen. Es handelt sich um eine qualitative Untersuchung, welche 13 Leitfadeninterviews mit IR-Manager und zwei mit Personalberatern umfasst.

## **2 Kapitalmarktkommunikation börsennotierter Unternehmen**

Im Mittelpunkt der Kapitalmarktkommunikation stehen die Erwartungen der Unternehmen und der Investoren. Jeder Kapitalmarktteilnehmer hat unterschiedliche Erwartungen an die Zukunft. Erwartungen sind dabei immer fiktiv, da die Zukunft offen ist.

„[...] expectation also takes place in the today; it is the future made present; it directs itself to the not-yet, to the nonexperienced, to that which is to be revealed. Hope and fear, wishes and desires, cares and rational analysis, receptive display and curiosity; all enter into expectation and constitute it“ (Koselleck 2004, S. 259).

Das Management formuliert im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation Erwartungen an die Zukunft des Unternehmens und hat das Ziel, dem Investor eine glaubwürdige Geschichte zu präsentieren, um ihn zu einer Unternehmensinvestition zu verleiten, so als ob die Erwartungen an die Zukunft auch tatsächlich eintreten würden (Beckert 2021, S. 10). Indem das Unternehmen Geschäftspläne und andere Unternehmenspublikationen veröffentlicht, nimmt das Management sehr gezielt Einfluss auf die Erwartungsbildung der Kapitalmarktteilnehmer (Doganova und Emquem-Renault 2009). Das Ziel, liegt darin die Erwartung der Kapitalmarktkommunikation so zu steuern, dass sie möglichst positiv ausfallen, aber nicht zu

stark von der realen Unternehmenssituation abweichen (Wenzel 2005; Theis 2014; Günther 1998).<sup>1</sup>

Investoren sind in der Rolle des Vertrauengebers und müssen sich selbst von der Rentabilität der Investition überzeugen (Beckert 2013). Eine Sicherheit, dass sich die Erwartungen an die Zukunft erfüllen, gibt es nicht. Trotzdem braucht es ein Vertrauen in die Unternehmenszukunft. Durch den Austauschprozess im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation beteiligt das Management den Investor an einem Dialog über die Erwartungen an die Zukunft (Heimstädt und Reschauer 2018, S. 114). Der Investor hat hierbei die Möglichkeit, seine Erwartungen gegenüber dem Unternehmen zu äußern. Dabei ist keines Falls sichergestellt, dass das Unternehmen die Äußerungen des Investors versteht und bei einer Nichterfüllung der Erwartungen den Investor informiert. Das Vertrauen des Investors ist somit immer mit einem Risiko der Nichterfüllung behaftet (Luhmann 1989, S. 22f.).

Auch wenn Kapitalmarktkommunikation ein zentrales Instrument zur Steuerung von Erwartungen ist, ist die Durchführung von Kapitalmarktkommunikationsaufgaben keinesfalls für alle Unternehmen freiwillig. So gehört die Kapitalmarktkommunikation in börsennotierten Unternehmen zu den Pflichtaufgaben. Aber auch nicht börsennotierte Unternehmen, die den Kapitalmarkt zur Eigenkapitalausstattung nutzen, indem sie beispielsweise eine Anleihe herausgehen, sind zur Durchführung von einzelnen Kapitalmarktkommunikationsaufgaben verpflichtet. Die Kapitalmarktkommunikation erfolgt dabei sowohl auf gesetzlicher als auch auf freiwilliger Basis. Zu den gesetzlich vorgeschriebenen Aufgaben gehören u. a. Veröffentlichungen aufgrund der Zulassung von Wertpapieren, regelmäßige Unternehmenspublikationen und die Durchführung von Hauptversammlungen. Freiwillige Kommunikationsmaßnahmen erweitern die Möglichkeiten des Managements zur Unternehmensdarstellung und Zielgruppenansprache (Palmieri 2018; Schmidt 2000; Frère et al. 2012; Streuer 2004). Um diese Kommunikationsaufgaben zu bewältigen, hat sich im Zeitverlauf die IR-Funktion innerhalb des Unternehmens als Managementfunktion herauspezialisiert (Maas 2018).

Das Besondere an der Kapitalmarktkommunikation ist, dass es sich bei dieser Kommunikationsform um eine Zwei-Wege-Kommunikation handelt. Einerseits wird das Unternehmen im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation auf dem Kapitalmarkt präsentiert

---

<sup>1</sup> Die Ziele einer positiven Unternehmensdarstellung und einer realistischen, der wahren Unternehmenssituation entsprechenden Selbstdarstellung können aber durchaus schon einmal miteinander in Konflikt stehen (Kirchhoff und Piwinger 2009). So kann das Management u. a. aufgrund von möglichen negativen Auswirkungen unvollständige Offenlegungsstrategien gegenüber den Investoren und Analysten verfolgen (Hollander et al 2010).

(Außenkommunikation) und andererseits werden die Kapitalmarktreaktionen an das Management zur Bearbeitung der Kapitalmarkterwartungen weitergeleitet (Innenkommunikation). Konkret gehört zur Außenkommunikation die regelmäßige und zeitnahe Veröffentlichung aller kurs- und bewertungsrelevanten Informationen. Als Informationsmedien werden sowohl persönliche Gespräche, Konferenzen und Hauptversammlungen als auch Publikationen wie Quartals- und Geschäftsberichte vom Management genutzt. IR-Manager unterstützen durch die Außenkommunikation die Aufnahme von Unternehmensinformationen auf dem Kapitalmarkt, wodurch das Vertrauen und die Investitionsbereitschaft der Investoren gefördert werden. (Kaiser und Berger 2021; Chapman et al. 2018).

Zur Innenkommunikation gehört wiederum die Übermittlung aller kapitalmarktrelevanten Informationen an die Vorstandsmitglieder und an zentrale Unternehmensakteure. Aufgrund der Gespräche mit den Kapitalmarktakteuren erhält der IR-Manager als erster Einblick in die Erwartungen und Ansichten. Da das Management das Feedback der Finanzmarktakteure in die strategische Planung miteinbezieht, arbeitet der IR-Manager direkt mit den Vorstandsmitgliedern und anderen Abteilungen zusammen (Piwinger und Hoffmann 2019; Erd und Kovarova-Simecek 2019; Gehra et al. 2004). Aufgrund der Zwei-Wege-Kommunikation wird die IR-Funktion aus organisationssoziologischer Perspektive auch als Grenzstellenfunktion beschrieben. Charakteristisch für Grenzstellen ist ihre Schnittstellenfunktion zwischen System und Umwelt (Luhmann 1964; Blutner et al. 2000; Faust und Kädtler 2017). Organisationen brauchen Grenzstellen zur systematischen Umweltbeobachtung, da sich die Umwelt den Organisationsmitgliedern anders darstellen kann, als den Nichtmitgliedern (Luhmann 1999, S. 108-122, 224). Aufgrund der Grenzstellenfunktion hat die IR-Funktion sowohl erhebliche Einflussmöglichkeiten auf dem Kapitalmarkt als auch im Unternehmen und trägt in entscheidender Weise zur Erwartungssteuerung in der Beziehung zwischen Unternehmen und Kapitalmarktakteur bei.

### **3 Relevante Finanzmarktakteure für die Kapitalmarktkommunikation**

Die Kapitalmarktkommunikation richtet sich an zwei Gruppen von Kapitalmarktakteuren: 1. Informanten, 2. Investoren. Zur Gruppe der Informanten gehören: Analysten und Finanzjournalisten. Analysten nutzen öffentlich verfügbare Informationen zur Bewertung von Wertpapieren, Unternehmen, Märkten und Branchen und leiten aus ihren Erkenntnissen Handlungsempfehlungen für Investoren ab (Diehl 2001). Meistens fokussieren sich Analysten

auf bestimmte Branchen, wodurch sie Experten auf einem Gebiet sind (Schnorrenberg 2008). Die Gruppe der Analysten kann zwischen Sell-Side und Buy-Side Analysten unterschieden werden. Während Sell-Side Analysten für Banken, Broker und unabhängige Analysehäuser arbeiten und ihre Studien der Öffentlichkeit vorstellen oder an institutionelle Investoren verkaufen, arbeiten Buy-Side Analysten ausschließlich im Auftrag für einen institutionellen Investor (Frank 2004). Studien weisen in diesem Zusammenhang nach, dass persönliche Kontakte zum Management die Genauigkeit von Analystenprognosen erhöhen (Cheng et al. 2016). Zudem verschaffen persönliche Kontakte dem Analysten einen Informationsvorteil gegenüber anderen Analysten (Han et al 2018). Finanzjournalisten berichten wiederum über Unternehmen und Analystenbewertungen und -studien und tragen hierdurch zu deren Verbreitung bei.

Die Gruppe der Investoren stellt keine homogene Gruppe dar (Stout 2012; Froud et al.). Eine erste Unterscheidung besteht zwischen privaten und institutionellen Investoren. Zur institutionellen Investorengruppe gehören Banken, Beteiligungsgesellschaften, Investmentgesellschaften, Pensionsfonds und Versicherungen (Bassen 2002a; Davis und Steil 2001). Jede dieser Investorengruppen hat eigene Strategien zur Profitmaximierung und verfolgt einen unterschiedlich langen Anlagehorizont. So kann die Anlagestrategie auch innerhalb einer Investorengruppe eher kurzfristig oder langfristig ausgerichtet sein, wodurch auch das Interesse an einem Unternehmenskontakt unterschiedlich ausgeprägt sein kann. Deeg und Hardie (2016) weisen in diesem Zusammenhang daraufhin, dass auch institutionelle Investoren Aktien über sehr lange Zeiträume in ihrem Portfolio halten. Im Gegensatz dazu weisen aktivistische Hedgefonds eher ein kurzfristiges Renditestreben auf und versuchen aus diesem Grund das Management zu jenen strategischen Entscheidungen zu bewegen, die kurzfristige Gewinne versprechen (Faust und Kädtler 2018; Stout 2012). Aber nicht jeder Hedgefonds gehört automatisch zur Gruppe der aktivistischen Investoren (Kahan und Rock 2015; Baums und Cahn 2004).

Damit aber ein Investor einen Einfluss auf das Unternehmen ausüben kann, bedarf es eines persönlichen Kontakts, welcher sich aber oft erst mit der Zeit aufbaut (Wang, Lui, Xiong 2020). Durch die Gespräche mit den IR-Manager und den Vorstandsmitgliedern erhalten Investoren einen unmittelbaren Informationszugang, welcher oft die neuesten Informationen bereithält (Bassen 2002b). Dabei hängen die Einflussmöglichkeiten der institutionellen Investoren im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation vor allem von deren Größe, deren Aktienanteil und Investitionszeitraum ab (Bassen 2002a; Dietrich 2014; Shleifer und Vishny 1997). Als eine



einflussreiche Investorengruppe können Ankeraktionäre angesehen werden, da diese Investorengruppe nicht nur große Aktienanteile eines Unternehmens besitzt, sondern oft auch eine Stimme im Aufsichtsrat hat und eine Unternehmensinvestition als Langfristinvestment betrachtet, wodurch eine langfristige Beziehung zum Management besteht (Faust und Kädtler 2017; Kraemer 2017).

Mit der Höhe des Aktienanteils nehmen aber nicht nur die Einflussmöglichkeiten der Investoren, insbesondere im Bereich der Kapitalmarktkommunikation<sup>2</sup>, sondern es steigt auch die Motivation, das Management zu kontrollieren und Einfluss auf Strategieentscheidungen zu nehmen, um so die eigenen Erwartungen durchzusetzen (Black 1997). Da ein Investor selten Mehrheitsaktionär an einem Unternehmen ist, wird zur Durchsetzung der Forderungen die Unterstützung anderer Investoren gebraucht (Kedia et al. 2021; Demsetz 1997, Kahan und Rock 2015, Clark 1986; Janik 2002). Das Ausmaß des Einflusses hängt aber auch von der Zusammensetzung der Eigenkapitalausstattung des Unternehmens ab. So orientieren sich Unternehmen bspw. bei der Festlegung der Unternehmensfinanzierung auch am Anlagehorizont der Unternehmen (Sabri et al. 2019). Je stärker die Generierung von Eigenkapital über den Kapitalmarkt (z. B. Aktien) erfolgt oder je höher der Anteil der Fremdfinanzierung (z. B. Kredite, Darlehen und Anleihen) ist, desto abhängiger wird das Unternehmen von den Geldgebern bzw. Eigentümern.

Anzumerken ist, dass Investoren oft nicht nur an einem Unternehmen beteiligt sind, sondern an mehreren, wodurch sie eine Vielzahl von Unternehmen bewerten müssen, sodass sie nicht mehr alle Informationen zur Analyse heranziehen oder persönliche Kontakte zu jedem Unternehmen aufbauen können, um ihre Erwartungen an das Management heranzutragen (Stout 2012; Baums und Cahn 2014). Aufgrund der Vielzahl von Unternehmensbeteiligungen kann das Interesse an einer aktiven Einflussnahme im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation auch weniger stark oder gar nicht ausgeprägt sein. Lassen sich Probleme im Unternehmen erkennen oder deutet sich eine nachteilige Kursentwicklung an, ist für viele der Verkauf der einfachste Weg (Stout 2012; Demsetz 1997). Aufgrund des Risikos eines Verkaufs der Aktienanteile ist die Beziehung zwischen dem Unternehmen und den Investoren als fragil anzusehen.

#### **4 Empirische Analyse**

---

<sup>2</sup> Zu berücksichtigen ist, dass mit der Höhe des Anteilsbesitzes zwar die Einflussmöglichkeiten der Investoren steigen, gleichzeitig aber auch das Risiko steigt, da eine Diversifikation der Geldanlage unter Umständen nicht mehr möglich ist, wodurch sich institutionelle Investoren auch gegen hohe Unternehmensbeteiligungen mit aktiven Kontrollmöglichkeiten entscheiden (Admati et al. 1994, S. 1099).

Welche Einflussmöglichkeiten bestehen aber durch die Kapitalmarktkommunikation für das Management gegenüber den Kapitalmarktakteuren? Um diese Forschungsfrage zu beantworten, richtet sich der erste Teil der empirischen Analyse auf die Entstehung einer professionellen Kapitalmarktkommunikation in Unternehmen. In diesem Kapitel wird gezeigt, wie das Management durch die systematische Auseinandersetzung mit dem Kapitalmarkt eine professionelle Kapitalmarktkommunikation im Unternehmen aufgebaut haben. Im Anschluss daran werden die unternehmensseitigen Einflussmöglichkeiten der Kapitalmarktkommunikation beleuchtet. Konkret wird untersucht, welche Bedeutung die Innen- und die Außenkommunikation für das Erwartungsmanagement hat. Doch bevor die empirischen Ergebnisse im Einzelnen vorgestellt werden, wird zu Beginn dieses Abschnitts die Datengrundlage noch einmal genauer vorgestellt.

#### **4.1 Datenbasis**

Für die Beantwortung der Forschungsfrage werden qualitative Daten aus dem Projekt „Karrierewege im Berufsfeld Investor Relations“ aus dem Jahr 2014 genutzt. Im Mittelpunkt der Interviews stand die Entwicklung des Berufsfeldes Investor Relations, wodurch auch die IR-Arbeit und die Etablierung der IR-Funktion in Unternehmen Themenbestandteile der Interviews waren. In diesem Zusammenhang wurden die Interviewteilnehmer auch zur Zusammenarbeit mit den Vorstandsmitgliedern (Innenkommunikation) und zum unternehmensseitigen Umgang mit dem Kapitalmarkt (Außenkommunikation) befragt. Für die Analyse wurden 13 Leitfadeninterviews mit IR-Managern und zwei mit Personalberatern ausgewertet. IR-Manager sind in einem Unternehmen die Experten, wenn es um Fragen der Kapitalmarktkommunikation geht. Sie sind die Hauptansprechpartner für die Finanzmarktakteure und kennen aufgrund ihrer Grenzstellentätigkeit sowohl die Erwartungen des Managements als auch die der einzelnen Kapitalmarktgruppen. Ergänzt werden diese Interviews durch zwei Leitfadeninterviews mit Personalberatern, die Stellen im Bereich der Kapitalmarktkommunikation vermitteln. Personalberater verfügen aufgrund ihrer Vermittlertätigkeit über ein umfangreiches Wissen über Erwartungen der Vorstandsmitglieder an die IR-Managementfunktion, wodurch sie nicht nur Einblick in die Kapitalmarktkommunikation verschiedener Unternehmen haben, sondern auch Kenntnisse darüber verfügen, wie sich die Kommunikation im Zeitverlauf verändert hat. Die Auswertung der Interviews erfolgte in Anlehnung an die inhaltlich-strukturierende Inhaltsanalyse von Kuckartz (2014). Dieses Verfahren ist aufgrund der Offenheit gegenüber einer induktiven und

deduktiven Kategorienbildung besonders geeignet. Zu Beginn der Auswertung erfolgte die Einarbeitung in den Themenbereich der Kapitalmarktkommunikation von Unternehmen, sodass erste Oberkategorien entwickelt werden konnten. Diese Oberkategorien wurden auf einen Teil des Datenmaterials angewendet und durch induktiv gebildete Oberkategorien ergänzt. Im Anschluss daran erfolgte die Kodierung des gesamten Datenmaterials. In diesem Verlauf wurden die Oberkategorien anhand des empirischen Materials weiter konkretisiert und Unterkategorien gebildet. In diesem Beitrag werden die Ergebnisse anhand eines Ausschnitts aus dem Kodierleitfaden vorgestellt, der Angaben zum Kode, zu Kodierregeln und zentrale Ankerbeispiele enthält. Bei den Ankerbeispielen handelt es sich um zentrale Interviewaussagen, die aus Gründen der Lesbarkeit sprachlich geglättet wurden. Der besondere Vorteil dieser Darstellungsform liegt in der größeren Nachvollziehbarkeit in der Ergebnisentstehung, wodurch den Gütekriterien der qualitativen Forschung entsprochen wird. Im Text selbst werden dann auf die einzelnen Ankerbeispiele Bezug genommen. Anzumerken ist, dass die befragten IR-Manager im Rahmen der Interviews keine detaillierten Informationen zur Kapitalmarktkommunikationsstrategie preisgaben. Diese Zurückhaltung lässt sich dadurch erklären, dass Unternehmen durch die Bekanntgabe strategische Wettbewerbsnachteile erleiden würden. Ungeachtet dessen bieten die Interviews einen ersten Einblick in die Kapitalmarktkommunikation und den damit verbundenen Zielsetzungen.

## **5 Bedeutung der Kapitalmarktkommunikation für die Beziehung zwischen Investor und Unternehmen**

### **5.1 Erwartungen managen – Aufbau einer professionellen Kapitalmarktkommunikation**

Während der Zeit des Neuen Marktes, also zu einer Zeit, in der Unternehmen verstärkt an die Börse gingen, wussten Unternehmen nur wenig über den Kapitalmarkt und wie eine professionelle Kapitalmarktkommunikation erfolgen soll. Unternehmen mussten ihre Beziehungspartner am Kapitalmarkt erst einmal kennenlernen (Tab. 1, Ankerbeispiele 1, 2.). Durch den direkten Kontakt mit den Kapitalmarktakteuren haben Unternehmen ein Bewusstsein für die Wichtigkeit dieser Beziehung entwickelt und erkannt, dass sie diese Beziehung pflegen müssen, wenn sie die Vorteile einer Börsennotierung nutzen und keine negativen Konsequenzen wie eine sinkende Börsenkapitalisierung erleben wollen. Aus diesem Grund berücksichtigt das Management bei der Entwicklung der Unternehmensstrategie auch die Erwartungen der Kapitalmarktakteure. Um diese Erwartungshaltungen miteinbeziehen zu können, arbeiten die Vorstandsmitglieder sehr eng mit der IR-Abteilung zusammen und nutzen

deren Kenntnisse über den Kapitalmarkt. Um der Bedeutung der Kapitalmarktbeziehungen Ausdruck zu verleihen, haben Vorstände damit begonnen, selbst persönliche Beziehungen zu den Finanzmarktakteuren aufzubauen, indem sie verstärkt an Investoren- und Analystenkonferenzen sowie Roadshows teilgenommen haben. Das Management überlegt dabei sehr genau, wie viel das Unternehmen in jede einzelne Investorenbeziehung investiert, sodass nur bedeutende Investoren und Analysten persönliche Gespräche mit den Vorstandsmitgliedern führen dürfen.

Die IR-Funktion stellt dabei eine Vermittlungsfunktion zwischen den Kapitalmarktakteuren und dem Management dar und leistet in diesem Zusammenhang eine wichtige Übersetzungsfunktion in Bezug auf die jeweiligen Erwartungen, da sich nicht nur die Erfahrungsräume, sondern auch der Sprachjargon zwischen Unternehmenswelt und Kapitalmarkt unterscheidet. Aufgrund dieser Übersetzungsfunktion trägt die IR-Funktion ganz entscheidend zum Erhalt der Beziehung bei (Tab. 1, Ankerbeispiel 2). Im Zeitverlauf lassen sich sowohl bei den Kapitalmarktakteuren als auch beim Management zunehmende Informationsansprüche beobachten. Investoren sind aufgrund der vergangenen Finanzmarktkrisen vorsichtiger bei ihren Investitionsentscheidungen geworden, sodass sie einen höheren Informationsbedarf aufweisen. Dies äußert sich einerseits darin, dass Investoren spezifischere Fragen stellen und andererseits auch in einem höheren Ausmaß über mögliche Risiken und Strategien zur Risikovermeidung informiert werden wollen, sodass sich das Management intensiver mit diesen Fragestellungen auseinandersetzen muss.

Das Ziel des Managements besteht wiederum darin, die Kapitalmarktakteure besser kennenzulernen, um schneller und gezielter auf deren Erwartungen reagieren zu können. Aufgrund der höheren Informationsansprüche sind die IR-Aktivitäten, die ein Unternehmen betreibt, gestiegen (Tab. 1, Ankerbeispiel 3). Viele Interviewteilnehmer berichten, dass Unternehmen mehr Geld für die Kapitalmarktkommunikation ausgeben und die IR-Abteilungen im Zeitverlauf personell gewachsen sind. Um die Erwartungshaltung der Kapitalmarktakteure optimal zu steuern, stellen Unternehmen bevorzugt Personen aus dem Bankenbereich, insbesondere aus der Finanzanalyse für IR-Positionen ein (Tab. 1, Ankerbeispiel 1). Darüber hinaus haben Unternehmen im Zeitverlauf verschiedene Instrumente der Kapitalmarktkommunikation ausprobiert und weiterentwickelt. Dies zeigt sich bspw. beim Geschäftsbericht, welcher sich in der Auswahl und Darstellung professionalisiert hat. Pressemitteilungen und Präsentationen werden gezielter auf die Informationsbedürfnisse der einzelnen Kapitalmarktteilnehmer zugeschnitten und Investorenanfragen werden schneller

durch die IR-Abteilung bearbeitet. Durch all diese Maßnahmen hat sich der Umgang mit dem Kapitalmarkt immer mehr professionalisiert. Aufgrund der besseren Kenntnis über den Kapitalmarkt und dem Investorenverhalten wird die Suche nach neuen Investoren und Finanzierungsformen auf dem Kapitalmarkt vereinfacht.

**Tab. 1: Ausschnitt aus dem Kodierleitfaden zum Aufbau einer professionellen Kapitalmarktkommunikation**

<b>Kode</b>	Entstehung einer professionellen Kapitalmarktkommunikation im Unternehmen
<b>Kodierregeln</b>	Aussagen aus denen hervorgeht, wie sich der Aufbau einer professionellen Kapitalmarktkommunikation vollzogen hat.
<b>Ankerbeispiele</b>	<p>1) „Und das hat sich sicherlich auch durch die Professionalisierung geändert, dass man einfach mehr weiß, wie der Kapitalmarkt funktioniert, was die Erwartungen sind und wie man agieren muss. Deswegen holen wir uns jemanden von der anderen Seite rein, von einer Bank, weil der weiß, wie die Jungs auf der Analyseseite ticken. Er weiß, wie da die Abläufe sind und wie man was sagen muss, damit es auch richtig ankommt“ [Personalberater].</p> <p>2) Wenn es ihnen nicht gelingt, diese Überzeugung im Unternehmen zu manifestieren, dann kann das Unternehmen am Kapitalmarkt nicht erfolgreich sein, weil es dann nur mit einer gewissen Halbherzigkeit Daten und Informationen bereitstellt. Es ist nicht immer nur eine Herausforderung, das Unternehmen nach außen gegenüber den Investoren und Analysten zu präsentieren, sondern auch eine Herausforderung dafür, die Basis zu schaffen. Also intern die Überzeugungsarbeit zu leisten, dass die Daten zusammengetragen und aufbereitet werden“ [IR-Leiter].</p> <p>3) Als ich hier anfing, war ich ganz alleine und jetzt sitzen wir hier zu dritt. Wir haben gerade die Quartalsberichterstattung und die Kommentierung dazu deutlich ausgeweitet und professionalisiert. Wir machen jetzt aktiv selbst Veranstaltungen, wo wir Journalisten, Analysten und Investoren einladen und über das Unternehmen berichten. Das haben wir früher nicht gemacht. Wir haben unsere Bemühungen deutlich verstärkt, um Gehör und Beachtung zu finden“ [IR-Leiter].</p> <p>4) „Ich würde sagen, ich habe das Gefühl, dass das Regelkorsett enger geworden ist [...]. Also diese Fähigkeit, sich da regelkonform zu verhalten und trotzdem noch einen Kommunikationsfluss in einer inhaltlich substanziellen Art und Weise aufrechtzuerhalten, das ist immer schwieriger geworden“ [IR-Leiter].</p>

Gestützt wird die IR-Arbeit durch gesetzliche Regelungen, die einen Handlungsrahmen für die IR-Arbeit schaffen. Dabei verändern sich die Regularien fortlaufend, wodurch der Staat im Zeitverlauf Einfluss auf die Beziehung zwischen dem Unternehmen und den Kapitalmarktakteuren nimmt. Die Kapitalmarktkommunikation muss aus diesem Grund immer

wieder an die gesetzlichen Regelungen angepasst werden (Tab. 1, Ankerbeispiel 4). Durch die Regularien und die damit verbundenen Offenlegungspflichten haben Unternehmen im Zeitverlauf Macht in der Beziehung zum Investor verloren.

## 5.2 Nach innen gerichtete Kapitalmarktkommunikation – Kapitalmarkt als Informationsquelle

Das Management beobachtet im Rahmen der IR-Arbeit sowohl das Verhalten einzelner Kapitalmarktakteure als auch die Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt. Durch dieses Vorgehen sollen Kenntnisse darüber gesammelt werden, welche Informationen über das Unternehmen berichtet, wie sich der Aktienkurs entwickelt hat und wie die Gesamtsituation der Branche und der einzelnen Wettbewerber am Kapitalmarkt beurteilt werden (Tab. 2, Ankerbeispiele 1, 3). Das Management erhält so ein Verständnis über die Informationen, die die Kapitalmarktakteure zur Bewertung heranziehen und über die daraus gezogenen Schlussfolgerungen (Tab. 2, Ankerbeispiel 3).

**Tab. 2: Ausschnitt aus dem Koderleitfaden zur Umweltbeobachtung**

Kode	Umweltbeobachtung
<b>Kodierregeln</b>	Aussagen aus denen hervorgeht, wie Unternehmen ihre Umwelt beobachten.
<b>Ankerbeispiele</b>	<p>1) Einfach weil man verstehen muss, was der Kapitalmarkt versteht. Da sich Dinge sehr schnell ändern können, braucht man Leute, die konstant ihr Ohr am Markt haben und gucken, wie Investoren reagieren. Wo kriegen sie ihre Informationen her? Was wird über mein Unternehmen geschrieben? Also wir sind sehr viel mehr als früher auch eine Abteilung, die wieder Feedback ins Unternehmen zurückspielt [IR-Leiterin].</p> <p>2) Die Vielschichtigkeit der Head of IR-Funktion, gerade bei einem großen Unternehmen wie bei uns ist, dass sie auch mit sehr vielen Fragestellungen nicht nur in Berührung kommen, sondern da auch mit dem Managementteam gemeinsam die Entscheidungen vorbereiten. Entscheiden tut dann der Vorstand, aber sie sind dann schon ein wichtiger Ratgeber und Sparringspartner. Es kommt dann auch vor: ‚Ja, frage doch mal den Head of IR, was der Markt dazu sagen würde.‘ Das ist schon etwas, was in die strategischen Entscheidungen miteinfließt“ [IR-Leiter].</p> <p>3) „Ich denke was noch eine wichtige Funktion von Investor Relations ist, dass wir unser Wettbewerbsumfeld sehr genau im Blick haben müssen, einfach weil unsere Analysten und Investoren natürlich auch den Unternehmen in unserer Peer Group sehr genau zuhören und versuchen das, was sie von anderen hören auf uns zu übertragen oder prüfen, ob es eins zu eins übertragbar ist. Also insofern ein Verständnis dafür zu entwickeln, was in der Branche insgesamt diskutiert wird unter Investoren und Analysten. Das ist extrem wichtig und wir</p>

	<p>geben das intern sehr intensiv weiter. Sei es in schriftlicher Form durch die Weiterleitung von Analystenreports an den Vorstand oder auch an andere Personen im Unternehmen oder in Form von Update-Meetings auch gegenüber dem Aufsichtsrat“ [IR-Leiter].</p> <p>4) „Investoren erfordern heute zum Beispiel, dass wir einen Nachhaltigkeitsbericht machen. Nachhaltigkeit ist etwas, was in den letzten drei bis fünf Jahren enorm an Bedeutung gewonnen hat. Weil es immer mehr Investoren gibt, die nur in Unternehmen investieren, die auch nach gewissen Nachhaltigkeitskriterien arbeiten [...] Weil diese Investorenklasse zugenommen hat, verringert sich der Anteil der anderen Investoren. [...] Naja, aus Kapitalmarktsicht wäre es gut, wenn wir dies oder jenes machen würden, damit wir vom Kapitalmarkt weiterhin als investierbares Unternehmen angesehen werden“ [IR-Leiter].</p>
--	---

Eine weitere wichtige Informationsquelle für das Unternehmen stellen die Wissensbestände der Investoren und Analysten dar, die aufgrund ihrer täglichen Analysen und Gespräche mit den Konkurrenzunternehmen oft über ein sehr detailliertes Branchenwissen verfügen. Diese Kenntnisse werden vom Management häufig direkt in der Gesprächssituation eingefordert, indem die Finanzmarktakteure zu bestimmten Themengebieten nach ihrer Meinung befragt werden. Durch diese Gespräche erhält das Management einen Blick über die Unternehmensgrenzen hinaus, indem sie Informationen zu Branchenentwicklungen und Wettbewerbern erhalten. Die Kapitalmarktakteure geben dem Management auch Vorschläge bzw. Empfehlungen bezüglich der Unternehmensstrategie, welche unternehmensseitig danach bewertet werden, welchen Nutzen sie für das Unternehmen haben.

Um das unternehmensseitige Kapitalmarktwissen zu fördern, welche für das Erwartungsmanagement wichtig sind, informiert die IR-Abteilung sowohl die Vorstandsmitglieder als auch das Management und die Aufsichtsratsvorsitzenden über das Kapitalmarktgeschehen und über die Beziehungen zu den einzelnen Kapitalmarktakteuren. Hierzu fertigt die IR-Abteilung unter anderem tägliche und wöchentliche Lageberichte an, welche an das Management verteilt werden. Aufgrund der Vielzahl der Informationen, die am Kapitalmarkt verfügbar sind, stellt die Auswahl der relevanten Informationen eine Herausforderung dar.

Die Informationen vom Kapitalmarkt fließen sowohl in die Entwicklung der Kapitalmarktkommunikationsstrategie ein als auch in die Konzernsteuerung und Budgetplanung (Tab. 5, Ankerbeispiel 2). Zu berücksichtigen ist, dass in den Strategiegesprächen oft nicht die Sichtweise einzelner Kapitalmarktakteure berücksichtigt wird, sondern vielmehr die aggregierte Erwartung, welche als Kapitalmarkterwartung

beschrieben werden kann. In diesem Zusammenhang erzählt ein Interviewteilnehmer, dass die Kapitalmarkterwartungen zu einer Veränderung in der Unternehmensstrategie geführt haben, sodass das Unternehmen verstärkt im Bereich der Nachhaltigkeit investiert (Tab. 5, Ankerbeispiel 4). Deutlich wird in diesem Interview, dass die Forderung einer nachhaltigen Unternehmensstrategie zu einer Auseinandersetzung mit diesem Thema geführt hat. Aufgrund des Interesses, vorhandene Investoren nicht zu verlieren und um neue Investoren dazuzugewinnen, kam das Unternehmen dieser Forderung nach. Wenn das Management aber diesen Erwartungshaltungen der Kapitalmarktakteure nicht nachkommt, setzt eine Art Rechtfertigungszwang ein, da Erklärungen für das Vorgehen des Managements einfordert werden (Tab. 5, Ankerbeispiel 3).

### **5.3 Nach außen gerichtete Kapitalmarktkommunikation – Beziehungsaufbau und Pflege**

Die Analyse der Interviews verdeutlicht, dass das Management in der IR-Arbeit sehr strategisch vorgeht, indem genau überlegt wird, welche Investoren aus Unternehmenssicht interessant sind und wie sie diese Investoren am besten durch Kapitalmarktkommunikation erreichen können. Bei der Entscheidung, zu welchen Kapitalmarktakteuren eine Beziehung aufgebaut wird, richtet sich die IR-Abteilung auch danach, welche kapitalmarktbezogenen Finanzierungsformen das Unternehmen zukünftig in Anspruch nehmen will. Liegt das Ziel bspw. in der Herausgabe einer Anleihe, dann werden gezielt Investoren angesprochen, die sich für diese Anlageform interessieren. Das Unternehmen versucht somit ganz bewusst Kontakte zu bestimmten Investoren herzustellen und aufzubauen. Die IR-Abteilung überlegt in diesem Zusammenhang, welche Finanzmarktakteure für das Unternehmen interessant sind und macht Vorschläge für Investoren- und Analystenkonferenzen.

Anzumerken ist, dass Unternehmen ihre Investoren nicht alle kennen, sondern nur jene, die einen Kontakt zum Unternehmen aufbauen wollen. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen seine Investoren kennt, hängt dabei auch vom Anlagehorizont ab. Je länger ein Investor mit einem entsprechenden Anlagevolumen an einem Unternehmen beteiligt ist, desto größer ist die Chance, dass sich eine Beziehung aufbaut (Tab. 3, Ankerbeispiel 1). Neben dem Anlagehorizont hat auch die Handelsplattform einen Einfluss auf die Kenntnis der an einem Unternehmen beteiligten Investoren. So werden neben den klassischen Handelsplattformen wie der Börse auch zunehmend alternative Handelsplattformen, die geringere Transparenzanforderungen aufweisen, wodurch eine größere Anonymität der Kapitalmarktteilnehmer ermöglicht wird. Um eine genauere Kenntnis über die an einem Unternehmen beteiligten Investoren zu erhalten, besteht die Möglichkeit, eine Studie, eine



sogenannte Shareholder ID, in Auftrag zu geben. Auch wenn diese Studien relativ teuer sind, berichteten einige Interviewteilnehmer, dass sie in ihrem Unternehmen solche Studien regelmäßig durchführen.

Durch die Gespräche mit den Vorstandsmitgliedern und den IR-Mitarbeitern sollen die Investoren über das Unternehmen informiert werden und ein Verständnis für die Unternehmensstrategie und die zukünftigen Aufgabenfelder des Unternehmens entwickeln. Hierbei werden sowohl Unternehmenskennzahlen als auch die daraus gezogenen Schlussfolgerungen diskutiert. Einige Interviewteilnehmer erzählen in diesem Zusammenhang, dass es in der Gesprächssituation mit den Kapitalmarktakteuren nicht nur darum geht, über das Unternehmen zu informieren, sondern auch um die Art und Weise, wie die Informationsvermittlung erfolgt (Tab. 3, Ankerbeispiel 2). So sollen die vorgestellten Informationen von den Kapitalmarktakteuren als glaubwürdig anerkannt werden. Um auf gar keinen Fall die falschen Signale zu senden, überlegt sich der IR-Manager im Vorfeld des Gesprächs, mit welcher Gestik und Mimik die Information auf dem Kapitalmarkt präsentiert werden sollen.

Auch die Vorstandsmitglieder werden durch die IR-Abteilung auf die Gespräche mit den Kapitalmarktakteuren vorbereitet. Hierfür fertigt die IR-Abteilung Steckbriefe zu wichtigen Finanzmarktakteuren an, die sowohl Angaben zum Namen als auch zu Ansichten und Erwartungen enthalten. Durch dieses Vorgehen können bereits im Gesprächsvorfeld Antwortstrategien auf potenzielle Fragen entwickelt werden.

Um die Ziele der Kapitalmarktkommunikation<sup>3</sup> zu erreichen, arbeitet die IR-Abteilung eng mit dem Management an der Entwicklung einer Kapitalmarktkommunikationsstrategie. Die Annahme ist, dass je besser die Kapitalmarktkommunikation auf die Informationsbedürfnisse der Kapitalmarktakteure zugeschnitten ist, desto leichter können die Erwartungen gesteuert werden. Das Management versucht dabei eine Balance zwischen dem Informationsbedarf der Investoren und den unternehmensseitigen Geheimhaltungswünschen zu finden. Es geht darum, dem Kapitalmarkt die erforderlichen und rechtlich zugesicherten Informationen zur Verfügung zu stellen, sodass die Informationswünsche befriedigt werden, aber nicht mehr Informationen bereitgestellt werden als unbedingt erforderlich sind (Tab. 3, Ankerbeispiel 3). Dabei versucht

---

<sup>3</sup> Ziele, die mit der Kapitalmarktkommunikation erreicht werden sollen, sind: 1. die Steigerung des Unternehmenswertes, 2. eine Aktienbewertung, die zur Unternehmenssituation passt, 3. finanzwirtschaftliche Ziele (Senkung der Kapitalkosten und Volatilität, Steuerung der Aktionärsstruktur und der Aktionärstreue, Erhaltung von Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten), 4. kommunikationspolitische Ziele (Imageverbesserung, Erhöhung des Bekanntheitsgrades, Vertrauen und Abbau von Informationsasymmetrien) (Achleitner und Bassen 2001, S. 8).

das Management das Unternehmen von seiner besten Seite zu präsentieren, ohne dabei zu überhöhten bzw. unrealistische Erwartungen zu erzeugen. Anzumerken ist, dass sich die Erwartungen der Kapitalmarktakteure im Zeitverlauf verändern können, sodass der IR-Manager versucht, Strategien zu entwickeln, die einen Umgang mit wechselnden Erwartungen ermöglichen.

**Tab. 3: Ausschnitt aus dem Kodierleitfaden zum Beziehungsaufbau und Pflege**

<b>Kode</b>	Beziehungsaufbau und Pflege
<b>Kodierregeln</b>	Aussagen aus denen hervorgeht, wie Unternehmen eine Beziehung zum Investor in aufbauen und pflegen.
<b>Ankerbeispiele</b>	<p>1) Wir hatten bis vor Kurzem immer relativ kurzfristig orientierte Investoren. Es hat sich halt sehr schnell gedreht und da ist es natürlich schwieriger, seine Investoren zu kennen. Also wenn wir jetzt mehr langfristig orientierte Investoren haben und das dann beständiger ist, dann ist es, glaube ich, leichter einzuschätzen, wer am Unternehmen investiert ist“ [IR-Seniormanagerin].</p> <p>2) „Die Fondsmanager und Entscheider auf der Kapitalmarktseite, die über einen längeren Zeitraum Unternehmen und die IR-Arbeit verfolgen, die sehen, welchen IR-Ansatz habe ich wirklich. Der weiß, wann nehme ich da was mit. Der hat ein Gespür, wo er einer gehobenen Vertriebsveranstaltung beiwohnt. Und wer mit einer bestimmten Körperhaltung sagt, ob die Dinge gut gehen oder nicht, wo Vertrauen dazugewonnen werden kann, wenn der mir sagt, das ist so oder so und dann ist das auch so und wenn der mir sagt, dass er dazu nichts sagen kann, dann heißt das auch was“ [IR-Leiter].</p> <p>3) Es geht darum, so viele Informationen wie möglich, aber auch nicht mehr Informationen als man muss oder darf zu veröffentlichen. Das ist ein schmaler Grat. Sie versuchen dem Kapitalmarkt etwas transparent zu machen und wollen offen sein. Aber auf der anderen Seite dürfen sie ja auch nicht alles sagen und auch nicht immer hundertprozentig ehrlich sein. Deswegen sind sie ein Informationsbroker [Personalberater].</p> <p>4) „Da haben wir mal ein bisschen weniger Wachstum oder eigentlich sogar einen leichten Rückgang im Wachstum gezeigt und dann ist das natürlich eine ganz andere Herangehensweise, wie man dann kommuniziert. Wichtig ist natürlich, dass man immer weiter kommuniziert und auch wie die Investoren darauf reagieren. Da kriegt man dann auch schon mal unangenehme Anrufe oder auch sehr kritische Fragen“ [IR-Leiterin].</p>

Die Analyse der Interviews verdeutlicht, dass Investitionsentscheidungen immer auch Vertrauensentscheidungen sind. Ein Interviewteilnehmer weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass dieses Vertrauen auch schnell zerstört werden kann, insbesondere dann, wenn die Erwartungen der Investoren enttäuscht werden. Eine besondere Herausforderung besteht für

Unternehmen dann, wenn es negative Unternehmensentwicklungen gibt bzw. sich diese für die Zukunft andeuten. In diesem Falle versucht die IR-Abteilung sowie das Management die Finanzmarktakteure auf diese Entwicklungen vorzubereiten, sodass allzu große Enttäuschungen auf Investorenmenseite vermieden werden (Tab. 3, Ankerbeispiel 4). Werden die Erwartungen enttäuscht, steigt das Risiko, dass Investoren ihre Unternehmensanteile verkaufen und der Aktienkurs fällt.

#### **5.4 Unternehmensseitige Grenzen der Einflussnahme durch Kapitalmarktkommunikation**

Auch wenn Unternehmen vielfältige Maßnahmen im Rahmen der IR-Arbeit zur Steuerung der Erwartungen und zum Aufbau von Investorenbeziehungen unternehmen, bleibt der Einfluss des Unternehmens begrenzt. So können Investoren neben den Informationen des Unternehmens weitere Informationen wie Analystenreports oder Nachrichten aus dem Finanzmarktumfeld heranziehen. Auch besteht nicht zu jedem Investor eine persönliche Beziehung. So gibt es durchaus Investoren, die kein Interesse an einem Unternehmenskontakt und einer systematischen Auseinandersetzung mit den einzelnen Unternehmensspezifika im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation haben. Darüber hinaus sind an einem börsennotierten Unternehmen zum Teil zahlreiche und unter Umständen auch ausländische Investoren beteiligt, sodass sich das Management sehr genau überlegen muss, zu welchen Kapitalmarktakteuren sich der Beziehungsaufbau lohnt bzw. zu welchen Kapitalmarktakteuren eine Beziehung überhaupt aufgebaut werden kann. Aufgrund der begrenzten zeitlichen Ressourcen kann ein Unternehmen nicht zu allen Analysten- und Investorenkonferenzen fahren, um alle wichtigen Kapitalmarktakteure persönlich zu treffen, sodass es eine Auswahl treffen muss. Bei dieser Auswahl muss ein Kompromiss gefunden werden, sodass einerseits der Kontakt zu wichtigen Kapitalmarktakteuren aufrechterhalten wird und andererseits Konferenzen besucht werden, auf denen neue Investoren für das Unternehmen gewonnen werden können.

**Tab. 4: Ausschnitt aus dem Kodierleitfaden zu den Grenzen der unternehmensseitigen Einflussnahme durch Kapitalmarktkommunikation**

<b>Kode</b>	Unternehmensseitige Einflussmöglichkeiten
<b>Kodierregeln</b>	Aussagen aus denen sich die Einflussmöglichkeiten des Unternehmens in der Beziehung zum Investor ableiten lassen.

<b>Ankerbeispiele</b>	<p>1) „Ich glaube, dass es immer stärker darauf ankommt, dass man persönliche Beziehungen schafft zu Tradern, zu Analysten oder zu Brokern, da man von denen im Grunde die Informationen bekommt, die man nirgendwo nachlesen kann. Also wo man ein gutes Verständnis für Trends und Gerüchte bekommt, die die eigene Aktie bewegen oder auch ein ganz gutes Gefühl dafür bekommt, wie sich die Nachfrage der eigenen Aktie zusammensetzt. Also, ob es einzelne Investorengruppen gibt, die gerade besonders interessant sind oder welche Investorengruppen der Aktie gerade positiv oder negativ gegenüberstehen“ [IR-Leiter].</p> <p>2) „Es gibt eine große Diskussion über die Bedeutung der Analysten über die Bedeutung des Sell-Side-Research insgesamt. Generell stehen die Banken unter einem enormen Kostendruck und gerade das Equity-Research, also gerade die Analysten, müssen immer stärker den Nutzen ihrer Tätigkeit intern nachweisen. Wir haben schon gesehen, dass Häuser ihr Equity-Research geschlossen haben. Ich denke, das ist eine Entwicklung, die für die nächsten Jahre sehr relevant ist, wo sich IR-Abteilungen fragen müssen, wie die Arbeitszeit verteilt werden muss zwischen den Investoren, die ja nun diejenigen sind, die direkt die Aktie kaufen und verkaufen und den Analysten, die im Grunde nur dazwischenstehen. Also ob diese Bedeutung der Analysten weiterhin so gerechtfertigt ist, dass man sich primär oder zu einem großen Teil nur um sie kümmert [IR-Leiter].</p> <p>3) „Vor allem weil die Welt immer schneller wird. Da wird teilweise erst reagiert und dann nachgedacht, sodass man, sobald die Zahlen veröffentlicht sind, ganz schnell in der ersten Stunde die wichtigsten Leute erreichen muss, um die Hauptmessage überzubringen. Damit einfach nichts falsch verstanden wird. Denn nichts ist schlimmer, als wenn irgendwann mal etwas falsch verstanden wird und dann über die Ticker läuft und das dann wieder zu korrigieren“ [IR-Leiterin].</p>
-----------------------	---

Bei dieser Auswahl greift das Management auch auf die Expertise von Brokern zurück, die vermittelnd zwischen Investor und Unternehmen tätig werden. Aufgrund ihrer Vermittlertätigkeit wissen Broker sehr viel über die Erwartungen der Kapitalmarktakteure und über vorherrschende Meinungen, Ängste und Anlageinteressen, wodurch sie einen guten Überblick haben, welche Investoren für ein Unternehmen interessant sind (Tab. 4, Ankerbeispiel 1). Unternehmen nutzen die Broker vor allem für die Organisation von Roadshows.<sup>4</sup> Je weniger das Unternehmen seine Investoren kennt, desto wichtiger werden die Beziehungen zum Broker. Anzumerken ist, dass Investoren in den letzten Jahren dazu übergegangen sind, die Dienstleistungen von Brokern und Analysten weniger in Anspruch zu nehmen, wodurch sich für Unternehmen die Frage stellt, in welchem Ausmaß sie zukünftig in die Beziehungen zu Brokern und Analysten investieren sollten (Tab. 4, Ankerbeispiel 2).

<sup>4</sup> Bei Roadshows handelt es sich um eine zumeist international ausgerichtete Präsentation des eigenen Unternehmens, bei der bestehende und potenzielle Investoren über das Unternehmen informiert werden sollen mit dem Ziel, diese als Investoren zu halten oder zu gewinnen (Schnorrenberg 2008, S. 100).

Eine weitere Schwierigkeit besteht auch in der Informationsfülle auf dem Kapitalmarkt, da aufgrund dieser Informationsmenge, ausgelöst durch die zunehmende Digitalisierung kapitalmarktrelevanter Informationen, Kapitalmarktakteure nicht mehr alle Informationen in ihre Bewertung miteinbeziehen können. Bei der Auswahl und Bewertung der Unternehmensinformationen orientieren sich viele deshalb an andere Kapitalmarktakteure. Hierbei besteht für das Unternehmen das Risiko, dass Erwartungen entstehen, die nicht vom Management intendiert sind, indem bspw. einzelne Zahlen fehlinterpretiert oder die falschen Daten zur Unternehmensbewertung herangezogen werden. Die IR-Abteilung versucht aus diesem Grund durch persönliche Gespräche einen Einfluss auf die Informationsauswahl und deren Interpretation zu nehmen und somit falschen Erwartungshaltungen vorzubeugen (Tab. 4, Ankerbeispiel 3).

## **6 Erwartungsmanagement durch die IR-Grenzstellenfunktion**

Die Analyse verdeutlicht, dass das Management die IR-Grenzstellenfunktion nutzt, um die Beziehung zum Investor zu gestalten. Dabei können alle Maßnahmen, die das Unternehmen im Bereich der Kapitalmarktkommunikation unternimmt, als beziehungsfördernde Maßnahmen beschrieben werden. Die IR-Grenzstellenfunktion trägt sowohl durch die Außen- als auch durch die Innenkommunikation ganz entscheidend zu einem erfolgreichen Erwartungsmanagement bei. Für Unternehmen ist die Innenkommunikation von besonderer Bedeutung, da erst durch sie eine strategische Außenkommunikation und somit überhaupt erst ein erfolgreiches Erwartungsmanagement ermöglicht wird. Das ist wohl die wichtigste Erkenntnis im Zuge der Kapitalmarktorientierung der Unternehmen, dass der Erfolg der Kapitalmarktkommunikation nicht nur von der Außen-, sondern auch von der Innenkommunikation abhängt. Besonders vorteilhaft für die Kapitalmarktkommunikation ist die Einbindung der Vorstandsmitglieder, da durch die Einbindung die Verhandlungsmacht gegenüber dem Investor gestärkt, eine Wertschätzung der Kapitalmarktakteure zum Ausdruck gebracht und die Vertrauenswürdigkeit des Unternehmens insgesamt gefördert wird. Dabei erhalten nur die aus Unternehmenssicht als besonders wichtig erachteten Kapitalmarktakteure die Möglichkeit, direkt mit den Vorstandsmitgliedern zu sprechen. In Bezug auf die Analysten zeigte die Untersuchung, dass besonders Sell-Side-Analysten für Unternehmen interessant sind. So haben Sell-Side-Analysten aufgrund ihrer Analysetätigkeit für verschiedene Investoren eine Multiplikatorenwirkung auf dem Kapitalmarkt und dienen dem Unternehmen als wichtige Informationsquelle, da sie die Erwartungen verschiedener Investoren kennen. Auch wenn die

Nachfrage nach den Dienstleistungen der Sell-Side-Analysten in den letzten Jahren leicht rückläufig ist, stellen sie für Unternehmen immer noch eine wichtige Zielgruppe dar.

Darüber hinaus schützt die IR-Grenzstelle die Organisation auch vor den Investoren, da die Kommunikation ausschließlich über die Grenzstelle vollzogen wird. Die Kapitalmarktakteure erhalten nur über die Grenzstelle Zutritt zum Unternehmen bzw. einen Kontakt zu den Vorstandsmitgliedern. Die Grenzstelle ermöglicht es, die Erwartungen der Kapitalmarktakteure zu steuern. Hierfür nutzt das Management das Wissen und die Erfahrungen der IR-Abteilung über den Kapitalmarkt. In Strategiegelgesprächen, an denen der IR-Manager beteiligt ist, wird überlegt, inwieweit die Kapitalmarkterwartung bei der Entwicklung der Unternehmensstrategie miteinbezogen werden sollte. Ein Einfluss der Investoren wird überall dort zugelassen, wo dieser als vorteilhaft für das Unternehmen erachtet wird, wodurch der Einfluss der Kapitalmarktakteure in vielen Fällen eher indirekt ist, da das Management darüber entscheidet, welche Vorschläge bei der Entwicklung der Unternehmensstrategie miteinbezogen werden. Damit die Übersetzungsleistung von Kapitalmarktinformationen in Unternehmensinformationen und umgekehrt optimal funktioniert, werden gezielt Personen aus der Finanzanalyse für IR-Stellen ausgewählt.

## **Fazit**

In diesem Beitrag stand die unternehmensseitige Kapitalmarktkommunikation im Mittelpunkt, welche bisher nur selten untersucht wurde. Ein zentrales Ergebnis dieses Beitrages ist, dass Unternehmen nicht von den Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt determiniert werden, sondern dass das Management sich aufgrund seiner Abhängigkeit vom Kapitalmarkt mit diesen Entwicklungen auseinandersetzen muss. Durch die Einrichtung der IR-Grenzstellenfunktion hat sich das Management Handlungsspielräume in der Beziehung zum Investor geschaffen. Das Management nutzt die Kapitalmarktkommunikation sehr strategisch um Einfluss auf die Erwartungsbildung der Kapitalmarktakteure zu nehmen und betreibt hierfür einen erheblichen Aufwand sowohl in der Innen- als auch in der Außenkommunikation. Dass Unternehmen ebenso wie die Investoren ein einflussreicher Akteur sind, sollte in der aktuellen Debatte zum Finanzmarktkapitalismus stärker berücksichtigt werden. Durch die Kapitalmarktkommunikation kann zwar die Macht der Kapitalmarktakteure nicht direkt verringert werden, trotzdem kann diese Kommunikation als Grenzstellenfunktion dazu beitragen, das Macht-Abhängigkeitsverhältnis für das Unternehmen handhabbar zu machen.

## Literaturverzeichnis:

- Achleitner, A.-K. & Bassen, A. (2001). Konzeptionelle Einführung in die Investor Relations am neuen Markt. In A.-K. Achleitner & A. Bassen (Hrsg.), *Investor Relations am Neuen Markt. Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte* (S. 3-22). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Admati, A.-R. et al. (1994). Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium. *Journal of Political Economy* 102 (6), 1097-1130.
- Aglietta, M. & Breton, R. (2001). Financial systems, corporate control and capital accumulation. *Economy and Society* 30 (4), 433-466.
- Bassen, A. (2002a). *Institutionelle Investoren und Corporate Governance. Analyse der Einflussnahme unter besonderer Berücksichtigung börsennotierter Wachstumsunternehmen*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Bassen, A. (2002b). Einflussnahme institutioneller Investoren auf Corporate Governance und Unternehmensführung – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 14, 430-436.
- Baums, T. & Cahn, A. (2004). *Hedge Funds. Risks and Regulation*. Berlin: De Gruyter.
- Beckert, J. (2021). The Firm as an Engine of Imagination: Organizational prospecting and the making of economic futures. *Organization and Theory* 2, 1-21.
- Beckert, J. (2013). Capitalism as a System of Expectations: Toward a Sociological Microfoundation of Political Economy. *Politics & Society* 41 (3), 323-350.
- Black, B.-S. (1997). Institutional Investors and Corporate Governance: The Case for Institutional Voice. In D.-H. Chew (Hrsg.), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. A Comparison of the U.S., Japan and Europe* (S. 160-173). United States of America: Oxford University Press.
- Blutner, D. et al. (2000). Vertriebshandeln und Organisationsstruktur. In H. Minssen (Hrsg.), *Begrenzte Entgrenzungen. Wandlungen von Organisation und Arbeit* (S. 141-162). Scheßlitz: Rosch-Buch.
- Chapman, K. et al. (2018). *Investor Relations and Information Assimilation*, at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3200592>
- Cheng, Q. et al. (2016). Seeing is Believing: Analysts' Corporate Site Visits. *Review of Accounting Studies* 21 (4). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2395093>
- Clark, R.-C. (1986). *Corporate Law*. United States of America: Little, Brown and Co.
- Davis, E.-P. & Steil, B. (2001). *Institutional Investors*. United States of America: MIT Press.
- Deeg, R. & Hardie, L. (2016). What is patient capital and who supplies it? *Socio-Economic Review* 14 (4), 627-645.
- Demsetz, H. (1997). *The economics of the business firm. Seven critical commentaries*. United States of America: Cambridge University Press.

- Doganova, L. & Eyquem-Renault, M. (2009). What do business models do? Innovation devices in technology entrepreneurship. *Research Policy* 38, 1559-1570.
- Dörre, K. (2017). Die neue Landnahme. Dynamiken und Grenzen des Finanzmarktkapitalismus. In K. Dörre et al (Hrsg.), *Soziologie – Kapitalismus – Kritik. Eine Debatte* (S. 21-86). Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- Diehl, U. (2001). Investmentanalysten. In: A.-K. Achleitner & A. Bassen (Hrsg.), *Investor Relations am Neuen Markt* (S. 397-420), Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Dietrich, C. (2014). *Corporate Governance aus Sicht institutioneller Growth- und Value-Investoren*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Erd, J. & Kovarova-Simecek, M. (2019). Investor Relations. In M.-M. Eiselberg et al. (Hrsg.), *Spezialgebiete der Public Relations – Teil III* (S. 35-71). Baden-Baden: Nomos.
- Faust, M. & Kädtler, J. (2018). Die Finanzialisierung von Unternehmen. In J. Beyer & C. Trampusch (Hrsg.), *Finanzialisierung, Demokratie und Gesellschaft* (S. 167-194). Wiesbaden: Springer VS.
- Faust, M. & Kädtler, J. (2017). Das (nicht nur) finanzialisierte Unternehmen – Ein konzeptioneller Vorschlag. In M. Faust et al (Hrsg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus? Der Einfluss von Finanzialisierung auf Arbeit, Wachstum und Innovation* (S. 33-100). Frankfurt am Main: Campus.
- Frank, R. (2004). Zielgruppen der Investor Relations – Finanzanalysten: Wie denkt der Analyst? In DIRK e.V. (Hrsg.), *Handbuch der Investor Relations* (S. 301-324). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Frère, E. et al. (2012). *Investor Relations in börsennotierten Unternehmen. Empirische Untersuchung im Rahmen des Kapitalmarktes*. Aachen: Shaker.
- Froud, J. et al. (2006). *Financialization and strategy. Narrative and numbers*. London: Routledge.
- Gehra, B. et al. (2004). Predictive IR – Früherkennung des Investorenverhaltens durch Nutzung von Aktenregisterdaten. In DIRK e.V. (Hrsg.), *Handbuch Investor Relations* (S. 95-722). Frankfurt am Main: Gabler.
- Günther, T. (1998). Investor-Relations – Kommunikationspolitik als Beitrag zur Unternehmenswertsteigerung. *Zeitschrift für Marktforschung und Management* 43, 85-91.
- Han, B. et al (2018). Do Analysts Gain an Informational Advantage by Visiting Listed Companies? *Contemporary Accounting Research* 35(4), S. 1843-1867.
- Heimstädt, M. & Reischauer, G. (2018). Open(ing up) for the Future: Practising Open Strategy and Open Innovation to Cope with Certainty. In H. Krämer & W. Matthias (Hrsg.), *How Organizations Manage the Future. Theoretical Perspectives and Empirical Insights* (S. 133-152). Cham: Palgrave Macmillan.
- Hollander, S. et al. (2010). Does Silence Speak? An Empirical Analysis of Disclosure Choices During Conference Calls. *Journal of Accounting Research* 48 (3).  
<https://dio.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00365.x>



- Janik, A. (2002). *Investor Relations in der Unternehmenskommunikation. Kommunikationswissenschaftliche Analysen und Handlungsempfehlungen*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- Kahan, M. & Rock, E.-B. (2015). Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. In W.-W. Bratton & J.-A. McCahery (Hrsg.), *Institutional Investor Activism. Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation* (S. 151-205). United States of America: Oxford University Press.
- Kaiser, M.; Berger, E.-S.-C. (2021). Trust in the investor relationship marketing of startups: a systematic literature review and research agenda. *Management Review Quarterly* 71, 491-517.
- Kedia, S.; Starks, L.; Wang, X. (2021). Institutional Investors and Hedge Found Activism. *Review of Corporate Finance Studies* 10 (1), 1-43.
- Kirchoff, K.-R.; Piwinger, M. (2009). *Praxishandbuch Investor Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation*. 2. Überarbeitete Aufl. Wiesbaden: Gabler.
- Köhler, K. et al. (2018). Verteilungseffekte von Finanzialisierung. In J. Beyer & C. Trampusch (Hrsg.), *Finanzialisierung, Demokratie und Gesellschaft* (S. 37-64). Wiesbaden: Springer VS.
- Koselleck, R. (2004). *Futures past. On the semantics of historical time*. New York: Columbia Univ. Press.
- Kraemer, K. (2017). Die Grenzen der Finanzmärkte. In M. Faust et al. (Hrsg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus. Der Einfluss von Finanzialisierung auf Arbeit, Wachstum und Innovation* (S. 123-154). Frankfurt am Main: Campus-Verlag.
- Kuckartz, U. (2014). *Qualitative Inhaltsanalyse: Methoden, Praxis, Computerunterstützung*. Weinheim: Beltz Juventa.
- Luhmann, N. (1999). *Funktionen und Folgen formaler Organisation*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Luhmann, N. (1989). *Vertrauen: ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität*. Stuttgart: Enke.
- Luhmann, N. (1964). *Funktion und Folgen formaler Organisation*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Maas, M. (2018). *Karrierewege im Berufsfeld Investor Relations. Exploration eines neuen Berufsfeldes anhand eines Mixed-Methods-Designs*. Augsburg: Hampp.
- Palmieri, R. (2018). The Role of Argumentation in Financial Communication and Investor Relations. In A.-V. Laskin (Hrsg.), *The Handbook of Financial Communication and Investor Relations* (S. 45-60). Hoboken: Wiley Blackwell.
- Piwinger, H. (2019). Kommunikation mit Kapitalgebern: Grundlagen von Finanzkommunikation und Investor Relations. In A. Zerfaß et al. (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation* (S. 2-18). Online Publikation: Springer Verlag.  
[https://doi.org/10.1007/978-3-658-03894-6\\_35-1](https://doi.org/10.1007/978-3-658-03894-6_35-1)

- Sabri, B. et al. (2019). Does institutionale investor horizon influence US corporate financing decisions? *International Review of Financial Analysis* 63, 382-394.
- Schmidt, H. (2000). Die IR-Instrumente. In DIRK e.V. (Hrsg.), *Investor-Relations. Professionelle Kapitalmarktkommunikation* (S. 45-57). Wiesbaden: Gabler.
- Schnorrenberg, T. (2008). *Investor Relations Management. Praxisleitfaden für erfolgreiche Finanzkommunikation*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Shleifer, A.; Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Streuer, O. (2004). Aufgaben der Investor Relations. In DIRK e.V. (Hrsg.), *Handbuch Investor Relations* (S. 39-64). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Stout, L. (2012). *The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harm Investors, Corporation, and the Public*. San Francisco: Berrett-Koehler.
- Theis, J.-C. (2014). *Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt. Eine theoretische und empirische Analyse von Informationsasymmetrien im Unternehmensumfeld*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Wang, J. & Xiong, Q. (2020). Institutional investors' information seeking and stock price crash risk: nonlinear relationship based on management's opportunistic behaviour. *Accounting & Finance* 60 (5), S. 4621-4649.
- Wenzel, J. (2005). *Wertorientierte Berichterstattung (Value Reporting) aus theoretischer und empirischer Perspektive*. Frankfurt am Main: Peter Lang.
- Windolf, P. (2005). Die neuen Eigentümer. In P. Windolf (Hrsg.) *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie: Sonderhefte* (S. 8-19). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.

## Working Papers des Forschungsclusters OPAL der Helmut-Schmidt-Universität:

01. **Hintze, Astrid 2018:** Entwicklung und Implementierung einer Cluster-Dachmarke - Konzeptualisierung auf strukturationstheoretischer Basis am Beispiel des Luftfahrtclusters Metropolregion Hamburg
02. **Collien, Isabel 2018:** Functions of boundary spanning in context: A postcolonial, power-sensitive perspective
03. **Pötschke, Ivonne 2019:** The Ties That Bind: Exploring relationship-oriented values in family firms from employees' perspective
04. **Meister-Scheytt, Claudia 2019:** Governance von Universitäten: Das Beispiel österreichischer Universitätsräte
05. **Heller, Manja Annegret 2020:** Ist der Mehrwert auch mehr wert? – Eine qualitative Untersuchung von CSV in Clustern am Beispiel der Hamburg Aviation WoMen Group
06. **Spieß, Julia 2021:** Führung und Machtspiele in Veränderungsprozessen in kommunalen Krankenhäusern
07. **Holtmann, Doris & Matiaske, Wenzel 2021:** Betriebliche Arbeitszeitpolitiken, Exploration in ausgewählten Frauen- und Männerbranchen Ost- und Westdeutschlands
08. **Weingärtner, Simon & Köhler, Christoph 2021:** Sociological Labour Market Theories. A German Perspective on an International Debate
09. **Maas, Martina:** Die Bedeutung der Kapitalmarktkommunikation für börsennotierte Unternehmen

# OPPAL

# WORK ING PAPERS

ORGANISATION  
PERSONAL  
ARBEIT  
LEADERSHIP

  
HELMUT SCHMIDT  
UNIVERSITÄT  
Universität der Bundeswehr Hamburg