

Berichte aus der Betriebswirtschaft

Bettina Müller

**Investor Relations: Bedeutung und Problematik
des strategischen Timing des Informationstransfers
in der Kapitalmarktkommunikation**

D100 (Diss. Universität Hohenheim)

Shaker Verlag
Aachen 2004

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Abkürzungsverzeichnis.....	XIII
Symbolverzeichnis.....	XIX
Verzeichnis der Abbildungen und Tabellen.....	XXIII
1 Einführung.....	1
1.1 Die veränderte Relevanz der Investor Relations.....	1
1.2 Problemaufriss.....	2
1.3 Zielsetzung und Methodik der Arbeit.....	6
1.4 Aufbau der Arbeit.....	7
Teil A:	
Grundlegende Kennzeichnung der Unternehmensfunktion "Investor Relations"	
2 Präzisierung des Begriffs der Investor Relations.....	11
2.1 Investor Relations-Konzeptionen in der Literatur.....	11
2.1.1 Investor Relations im Theoriegefüge der Public Relations.....	11
2.1.2 Investor Relations im Theoriegefüge des Marketing.....	13
2.1.3 Kritische Würdigung.....	16
2.2 Koordinationsorientierte Definition der Investor Relations.....	18
2.2.1 Begriffskategorien der Allgemeinen Systemtheorie.....	18
2.2.2 Grundzüge des betriebswirtschaftlichen Systemansatzes.....	19
2.2.3 Koordinationsfunktionen im offenen System "Unternehmung".....	22
2.2.4 Die spezifische Schnittstellenfunktion der Investor Relations.....	25
3 Ziele der Investor Relations im Zielsystem der Unternehmung.....	31
3.1 Das Zielsystem der Unternehmung.....	31
3.2 Die normative Zielformulierung des Shareholder-Value-Ansatz.....	34
3.2.1 Kernaussagen des Shareholder-Value-Ansatzes.....	35
3.2.2 Beurteilung des Shareholder-Value-Ansatzes aus ökonomischer Perspektive.....	37

VIII

3.3	Investor Relations im Kontext einer wertorientierten Unternehmungsführung.....	40
3.3.1	Wertorientierte Unternehmungsführung: Ansatzpunkte von Investor Relations.....	40
3.3.2	Ableitung eines Zielsystems der Investor Relations.....	45
	Gestaltungsdimensionen der Investor Relations.....	49
4.1	Erste Gestaltungsdimension: Zielgruppen der Investor Relations.....	49
4.1.1	Einstufige Kommunikation.....	49
4.1.2	Mehrstufige Kommunikation.....	51
4.2	Zweite Gestaltungsdimension: Instrumente der Investor Relations.....	53
4.2.1	Unpersönliche Investor Relations-Instrumente.....	53
4.2.2	Persönliche Investor Relations-Instrumente.....	55
4.3	Dritte Gestaltungsdimension: Kommunikationsinhalte der Investor Relations.....	56
4.3.1	Vergangenheits- und gegenwartsbezogene Informationen.....	56
4.3.2	Zukunftsbezogene Informationen.....	57
4.4	Strategisches Timing des Informationstransfers als mögliche vierte Gestaltungsdimension: Präzisierung des Untersuchungsgegenstandes.....	59
4.4.1	Begriff der Information und des Informationstransfers.....	60
4.4.2	Timing des Informationstransfers.....	66
4.4.3	Strategisches Timing des Informationstransfers.....	68

Teil B:

Der rechtliche Regelungsrahmen in Bezug auf die Investor Relations - ein Überblick

	Regulierung der Kapitalmarktkommunikation im deutschen Recht.....	73
5.1	Gesellschaftsrechtlich geprägte Regelpublizität: Publizität der jährliche Rechnungslegung.....	75
5.1.1	Jahresabschluss.....	76
5.1.2	Lagebericht.....	80
5.2	Kapitalmarktrechtliches Publizitätssystem.....	83
5.2.1	Emittenten- und wertpapierbezogene Publizitätspflichten gem. § 39 Abs. 1 Nr. 3 BörsG.....	84
5.2.2	Zwischenberichtspflicht als unterjährige Rechnungslegung.....	85
5.2.3	Beteiligungspublizität gem. §§21 ff. WpHG.....	88

5.2.4	Ad hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 1 WpHG.....	89
5.2.4.1	Überblick, Einordnung und funktionale Kennzeichnung.....	89
5.2.4.2	Normadressaten des § 15 WpHG.....	91
5.2.4.3	Die einzelnen Tatbestandsmerkmale eines Ad hoc- publizitätspflichtigen Ereignisses.....	93
5.2.4.3.1	Tatsachenbegriff des § 15 WpHG.....	94
5.2.4.3.2	Fehlende öffentliche Bekanntheit der Tatsache.....	100
5.2.4.3.3	Spezifische Emittentenbezogenheit der Tatsache.....	101
5.2.4.3.4	Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf.....	103
5.2.4.3.5	Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung.....	109
5.2.4.4	Möglichkeit der Befreiung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.....	114
5.2.4.5	Zwischenergebnis.....	115
5.2.5	Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Directors' Dealings gem. § 15a WpHG.....	116
5.2.6	Schaffung von Qualitätssegmente via Börsenordnung: Festsetzung erweiterter Publizitätskriterien.....	117
5.2.6.1	Rückblick: Rechtlage vor Inkrafttreten des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes.....	117
5.2.6.2	Aktienmarkt-Neusegmentierung infolge des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes.....	119

6 Regulierung der Kapitalmarktkommunikation im US-amerikanischen Recht.....123

6.1	Grundlegende Kennzeichnung der US-amerikanischen Securities Regulations...	123
6.2	Publizitätspflichten der Unternehmungen nach dem Securities Exchange Act 1934.....	126
6.2.1	Die Registrierungspflicht für Wertpapiere nach dem Securities Exchange Act bzw. dem Securities Act als Anknüpfungspunkt für Publizitätspflichten.....	126
6.2.2	Regelpublizität gemäß Section 13 (a) (2) SEA bzw. Section 15 (d) SEA.....	129
6.2.3	Ad hoc-Publizität gemäß Section 13 (a) (1) SEA i. V. m. Rules 13 a-11, 15 d-11.....	133
6.2.4	Im Common Law entwickelte Publizitätspflichten für Unternehmungen auf der Grundlage von Section 10 (b) SEA i. V. m. Rule 10 b-5.....	135
6.3	Publizitätspflichten der Unternehmungen nach Bestimmungen der Self Regulatory Organizations.....	139
6.3.1	Ad-hoc-Publizitätsanforderungen der NYSE.....	139
6.3.2	Ad-hoc-Publizitätsanforderungen der AMEX.....	141
6.3.3	Ad-hoc-Publizitätsanforderungen der NASD.....	142

Teil C:

Strategisches Timing des Informationstransfers im kapitalmarkttheoretischen Diskurs

7	Bestimmung einer optimalen Strategie der Kapitalmarktkommunikation: Zwei Perspektiven.....	147
7.1	Abgrenzung: Bindung an einen Publizitätsstandard ex ante versus Ermessensausübung ex post.....	147
7.2	Synthese beider Modellwelten.....	148
7.3	Einordnung der Frage des strategischen Timing des Informationstransfers.....	151
8	Ex-ante Perspektive: Kapitalmarktkommunikation unter dem Aspekt der Effizienz.....	153
8.1	Das Informationswertkalkül im Individualkontext.....	154
8.1.1	Grundlegende Kennzeichnung des Lösungsansatzes.....	154
8.1.2	Revision von Wahrscheinlichkeitsurteilen nach dem BAYES'schen Theorem.....	157
8.1.3	Berechnung des Informationswertes.....	158
8.1.4	Beurteilung des Informationswertkonzeptes.....	161
8.2	Das Informationswertkalkül im Marktkontext.....	163
8.2.1	These vom gesellschaftlichen Unwert öffentlich zugänglicher Informationen.....	164
8.2.2	Von einer reinen Tauschwirtschaft zu einer Welt mit Produktion: Einbeziehung der Auswirkungen öffentlich verfügbarer Informationen auf die Kapitalallokation.....	171
8.3	Das Informationswertkalkül aus Sicht der Unternehmung.....	177
8.3.1	Vorüberlegungen zu individuellen Informationsbeschaffungsaktivitäten der Marktteilnehmer.....	177
8.3.2	Unternehmenspublizität als Substitut für individuellen Informationsbeschaffungsaktivitäten der Marktteilnehmer.....	181
8.3.3	Unternehmenspublizität zur Reduzierung der Informationsasymmetrie-induzierten Kapitalkosten.....	184
8.3.3.1	Grundlegende Kennzeichnung des Wirkungszusammenhangs zwischen Publizität, Marktliquidität und Kapitalkosten.....	185
8.3.3.2	Modell von Diamond/Verrecchia (1991).....	189
8.3.3.3	Bewertung des Wirkungszusammenhangs.....	197
8.3.4	Zwischenergebnis.....	207
8.4	Berücksichtigung gegenläufiger Effekte: Unvollständige Information des Kapitalmarktes als Gleichgewichtslösung.....	209

8.4.1	Vorüberlegungen.....	209
8.4.2	Unternehmenspublizität im Spannungsfeld zwischen Kapitalmarkt- und Wettbewerberinformation.....	211
8.4.3	Bewertung der Relevanz für das Ausmaß des ex post bestehenden Handlungsspielraums.....	224
8.5	Möglichkeiten und Grenzen des Ex-ante-Commitments.....	225
8.5.1	Privat-vertragliche Vereinbarungen.....	226
8.5.2	Reputationsmechanismus.....	228
8.5.3	Gesetzliche Rechnungslegungs- und Publizitätspflichten.....	231
8.5.4	Exkurs: Das Publizitätssystem der SEC als Commitment-Mechanismus.....	240
8.6	Gesamtbewertung des ex post verbleibenden Handlungsspielraums in Bezug auf das Veröffentlichungsverhalten.....	246

9 Ex-post Perspektive: Interpretation des Veröffentlichungsverhaltens der Unternehmung durch den Kapitalmarkt.....249

9.1	Standardszenario: These von der Ermessensreduzierung auf Null.....	249
9.1.1	Das Prinzip der wiederholten Revision von Veröffentlichungsstrategie der Unternehmung und Werterwartungen der Kapitalmarktinvestoren.....	251
9.1.2	Implikationen für das strategische Timing des Informationstransfers.....	259
9.2	Erste Modifikation des Standardszenarios: Berücksichtigung von Cash-flow-Effekten.....	260
9.2.1	Exogene veröffentlichungsspezifische Kosten der Wettbewerberinformation.....	260
9.2.1.1	Ableitung des Publizitätsgleichgewichts.....	260
9.2.1.2	Implikationen für das strategische Timing des Informationstransfers.....	267
9.2.2	Endogene und variabler Kosten der Wettbewerberinformation.....	270
9.2.2.1	Ableitung des Publizitätsgleichgewichts.....	271
9.2.2.2	Implikationen für das strategische Timing des Informationstransfers.....	279
9.3	Zweite Modifikation des Standardszenarios: Berücksichtigung von Unsicherheit über die Informationsausstattung des Managements.....	280
9.3.1	Ableitung des Publizitätsgleichgewichts.....	280
9.3.2	Implikationen für das strategische Timing des Informationstransfers.....	289
9.4	Dritte Modifikation des Standardszenarios: Timing des Informationstransfers als Signalling-Mechanismus.....	292
9.4.1	Ereignisabfolge und Annahmen des Modells.....	293

9.4.2	Das Lösungskonzept des Perfekten Bayesianischen Gleichgewichts	300
9.4.3	Hypothese der Existenz eines Trennungs-Gleichgewichts.....	301
9.4.4	Überprüfung der Hypothese.....	304
9.4.4.1	Die Bewertungsentscheidung der Investoren.....	304
9.4.4.2	Die Publizitätsentscheidung des Managements.....	311
9.4.4.3	Ableitung notwendiger Parameterrestriktionen.....	320
9.4.5	Beurteilung der ökonomischen Relevanz des Trennungs-Gleichgewichts.....	324
9.5	Vierte Modifikation des Standardszenarios: Strategisches Timing des Informationstransfers bei variablem Noise am Aktienmarkt.....	333
9.5.1	Exogene Noise-Variabilität: Intraday-Timing des Informationstransfers	334
9.5.2	Endogene Noise-Variabilität: Sequencing multipler Informationen	338
9.5.3	Bewertung der Ergebnisse.....	342
9.6	Zwischenergebnis.....	343

Teil D:

Strategisches Timing des Informationstransfers in der Anwendung

10	Kritische Bewertung der Ergebnisse der modelltheoretischen Analyse.....	349
10.1	Ergebnissynthese der Ex-ante- und Ex-post-Perspektive.....	349
10.2	Möglichkeiten und Grenzen des strategischen Timing des Informationstransfers.....	355
11	Handlungsempfehlungen.....	361
11.1	Handlungsempfehlungen für die Gestaltung der Investor Relations in der Praxis.....	361
11.2	Handlungsempfehlung für den Gesetzgeber: Regelung der Unternehmenspublizität de lege ferenda.....	362
12	Zusammenfassung.....	365