

Masterarbeit

**Rezeption und Analyse von Geschäftsberichten durch  
institutionelle Investoren im DACH-Raum vor dem  
Hintergrund der Digitalisierung**

Im Department Digital Business and Innovation

Im Studiengang Wirtschafts- und Finanzkommunikation

Der Fachhochschule St. Pölten

von:

Annika Henschel

wf201501

Begutachterin:

FH-Prof. Mag. Monika Kovarova-Simecek

Zweitgutachter:

FH-Prof. Mag. Dr. Tassilo Pellegrini

Abgabetermin:

St. Pölten, am 16.05.2022

**Ehrenwörtliche Erklärung**

Ich versichere, dass

- ich diese Masterarbeit selbstständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfe bedient habe.
- ich dieses Masterarbeitsthema bisher weder im Inland noch im Ausland einem Begutachter/einer Begutachterin zur Beurteilung oder in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Diese Arbeit stimmt mit der vom Begutachter / von der Begutachterin beurteilten Arbeit überein.

\_\_\_\_\_

Ort, Datum

\_\_\_\_\_

Unterschrift

## **Danksagung**

An dieser Stelle möchte ich mich bei den Personen bedanken, die mich in meinem Studium und bei der Erstellung dieser Masterarbeit unterstützt haben. Allen voran gilt der Dank meiner Familie. Insbesondere zu nennen ist meine Schwester Katrin, die mir immer Mut zugesprochen hat und mir mit Rat zur Seite stand, wenn die Verzweiflung groß war. Außerdem gilt ein großer Dank meinen Eltern, die mich immer bei meinen Zielen unterstützen – egal wie utopisch sie auch erscheinen mögen. Meiner Familie ist es zu zuschreiben, dass ich so weit gekommen bin.

Auch bei meinen lieben Freunden möchte ich mich bedanken, die mich im Prozess unterstützt und aufgemuntert haben, mich trotz der großen Entfernung, die uns trennt, stets zur Seite stehen.

Hier auch ein großer Dank an meine Betreuerin Frau Monika Kovarova-Simecek, die mir geduldig jede Frage beantwortet hat. Ich bin sehr dankbar für die konstruktive und teilweise strenge Kritik, die mich für das wissenschaftliche Arbeiten sensibilisiert hat.

Außerdem gilt ein Dank der Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH (GAC), insbesondere Herrn Mönch, der mir als Ansprechpartner zur Verfügung stand und mir die umfangreichen Daten für die Forschung zur Verfügung gestellt hat. Ohne diese Datengrundlage wäre diese Arbeit nicht in dem Erhebungsumfang möglich gewesen.

Zuletzt möchte ich mich bei allen Expertinnen und Experten bedanken, welche sich zu einem Interview im Rahmen meiner Thesis bereit erklärt haben und bei allen, die sich die Zeit genommen haben, am Fragebogen teilzunehmen.

## Zusammenfassung

Institutionelle Investoren sind aufgrund ihres großen Kapitalanlagevolumens eine bedeutende Zielgruppe für die IR. Sie halten etwa 62 % der Stimmenrechte am DAX30 (Posavac et al., 2018, S. 7), 66 % am ATX Prime (Wiener Börse, 2021, S. 6) und 69 % am SMI expanded (Zimmermann & Seiler Zimmermann, 2019, S. 27). Aufgrund der komplexen und fundierten Investitionsentscheidungen und deren Signalwirkung auf den Markt steht die IR vor einer Herausforderung (Wolf, 2021, S. 4). Bisher liegen nur wenige systematische Daten über institutionelle Investoren vor (Schmolke, 2007, S. 704). Der Grund dafür ist die extreme Heterogenität der Gruppe, die eine Datenerhebung erschwert und kaum eine Generalisierung der Ergebnisse zulässt. Diese Arbeit untersucht das Informationsverhalten von institutionellen Investoren in der DACH-Region und arbeitet heraus, welche Informationen für die Zielgruppe relevant sind, wie sie sich darüber informieren und wo die Verbesserungspotentiale in der Kommunikation aus Sicht der Institutionen liegen. Dafür wurden im Rahmen eines sequenziellen Mixed-Method Ansatzes einzelne Subgruppen identifiziert und mit 8 Vertreter\*innen aus verschiedenen Gruppen Interviews geführt. Die Experteninterviews werden anhand einer integrativen Inhaltsanalyse nach Früh (2017) ausgewertet und anschließend durch eine Online-Umfrage (N = 593) quantifiziert. Die Ergebnisse zeigen, dass Nachhaltigkeit und finanzielle Kennzahlen die wichtigsten Kriterien für die Investitionsentscheidungen institutioneller Investoren sind. Um sich darüber zu informieren, greifen sie vor allem auf Datenbanken zurück und verwenden den Geschäftsbericht nur, um die Sicht der Unternehmen kennenzulernen. Die Digitalisierung hat das Informationsverhalten vieler Institutionen verändert und sie begrüßen den digitalen Zugang zu Informationen. Fast die Hälfte der Institutionen kann sich vorstellen, in Zukunft KI zur Datenverarbeitung zu verwenden. Obwohl die Informationsmenge gestiegen ist, haben nur wenige das Gefühl, dass die Kommunikation auch zielgruppenspezifischer geworden ist. Für die IR gibt es also noch Nachholbedarf in der Kommunikation mit institutionellen Investoren. Unternehmen sollten langfristiger denken und mehr das Branchenwachstum und die Wachstumschancen adressieren. Außerdem sind Datenprovider wichtige Akteure im Informationsverhalten der Institutionen, die in der Kommunikationsstrategie Beachtung finden müssen.

**Schlüsselwörter:** Institutionelle Investoren, Geschäftsberichte, Digitalisierung, Investor Relations, Informationsverhalten, Investmententscheidungen

**Abstract**

Institutional investors are a significant target group due to their large capital volume for the IR. They hold about 62 % of the voting rights of the DAX30 (Posavac et al., 2018, S. 7), 66 % on ATX Prime (Wiener Börse, 2021, S. 6) and 69 % in the SMI expanded (Zimmermann/ Seiler Zimmermann 2019, 28). Due to their complex investment decisions and their signalling effect on the market, IR faces a challenge (Wolf, 2021, S. 4). So far, only few systematic data on institutional investors is available (Schmolke, 2007, S. 704). Because of the groups' high diversity, the collection of data is difficult and hardly allows for generalisation of the results. This paper examines the information behaviour of institutional investors in the DACH-region and works out which information is relevant for the target group, how they inform themselves about it and where the potential for improvement in communication lies from the institutions' point of view. For this purpose, individual subgroups were identified within the framework of a sequential mixed-method approach and interviews were conducted with eight representatives from different groups. The interviews were analysed by using an integrative content analysis by Früh (2017) and then quantified with an online survey (N = 593). The results show that sustainability and financial indicators are the most important criteria for the investment decisions of institutional investors. Inform themselves, they mainly resort to databases and only use the annual report to learn about the company's perspective. Digitalisation has changed the information behaviour of many institutions and they welcome the digital access. Almost half of the institutions can imagine using AI for data processing in the future. Although the amount of information has increased, only a few state that communication has also become more specific for target groups. Concerning IR there is still catching up to do in communicating with institutional investors. Companies should plan more ahead and put more focus on industrial growth as well as its chances and opportunities. In addition, data providers are important players in the information behaviour of institutions, which need to be considered in the communication strategy.

**Keywords:** Institutional investors, annual reports, digitalisation, investor relations, information behaviour, investment decisions

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	I
Abbildungsverzeichnis.....	III
Tabellenverzeichnis .....	IV
Abkürzungsverzeichnis.....	V
<b>1 Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Zielsetzung .....	2
1.3 Forschungsfragen .....	2
1.4 Forschungsmethode.....	3
1.5 Aufbau der Arbeit .....	3
<b>2 Forschungsstand .....</b>	<b>5</b>
<b>3 Institutionelle Investoren vor dem Hintergrund der Prinzipal-Agenten-Theorie .....</b>	<b>10</b>
3.1 Bedeutung und Aufgaben institutioneller Investoren.....	10
3.2 Beschreibung der Prinzipal-Agenten-Theorie.....	14
3.3 Geschäftsberichte als Teil der Unternehmensberichterstattung .....	17
3.3.1 Rechtliche Bestimmungen und Inhalt des Geschäftsberichts .....	17
3.3.2 Herausforderungen an den Geschäftsbericht .....	19
3.4 Zwischenfazit .....	20
<b>4 Subgruppen von institutionellen Investoren .....</b>	<b>22</b>
4.1 Kriterien zur Einteilung in Subgruppen .....	22
4.2 Gruppierung nach der GAC .....	25
4.2.1 Deutschland .....	26
4.2.2 Österreich.....	35
4.2.3 Schweiz.....	38
4.3 Zwischenfazit .....	40
<b>5 Forschungsdesign .....</b>	<b>41</b>
5.1 Methodischer Zugang.....	41
5.2 Datenerhebung .....	42
5.2.1 Leitfadengestütztes Experteninterview .....	42
5.2.2 Inhaltsanalyse nach Früh .....	46
5.2.3 Quantitative Online-Umfrage .....	48

5.3	Methoden zur Datenauswertung .....	51
5.3.1	Inhaltsanalyse nach Früh .....	51
5.3.2	Deskriptive Auswertung .....	53
5.4	Methodenkritik.....	53
6	Datenauswertung .....	55
6.1	Ergebnisse Experteninterview.....	55
6.1.1	Auswertung nach Früh.....	55
6.1.2	Hypothesen .....	61
6.2	Ergebnisse Quantitative Online-Umfrage .....	63
6.2.1	Beschreibung des Sample .....	64
6.2.2	Investmentstrategie .....	66
6.2.3	Informationsbedürfnis und -quellen.....	68
6.2.4	Verwendung des Geschäftsberichts .....	71
6.2.5	Informationsverarbeitung und Digitalisierung.....	74
6.3	Interpretation der Ergebnisse .....	77
6.4	Beantwortung der Forschungsfragen .....	81
6.5	Handlungsempfehlungen für die IR .....	87
6.6	Limitationen und Reflexion der Arbeit .....	89
7	Conclusio und Ausblick .....	91
	Literaturverzeichnis .....	94
	Anhang.....	I

---

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Institutionelle Investoren .....	12
Abbildung 2: Kommunikationswege der IR .....	13
Abbildung 3: Kapitalanlagen institutioneller Investoren in Deutschland.....	26
Abbildung 4: Kapitalanlagen institutioneller Investoren in Österreich .....	35
Abbildung 5: Kapitalanlagen institutioneller Investoren in der Schweiz .....	38
Abbildung 6: Methodisches Vorgehen .....	41
Abbildung 7: Untersuchungsablauf der Inhaltsanalyse .....	47
Abbildung 8: In welchem Land sind Sie tätig .....	64
Abbildung 9: Wie beschreiben Sie Ihre Anlagestrategie? .....	66
Abbildung 10: Wer verwaltet Ihr Anlagevermögen .....	67
Abbildung 11: Wie hoch ist Ihr Aktienanteil im Portfolio? .....	67
Abbildung 12: Haben Sie ein eigenes Research Team? .....	68
Abbildung 13: Wie relevant sind die Kriterien für Ihre Investitionsentscheidung? .....	69
Abbildung 14: Verwenden Sie Geschäftsberichte? .....	69
Abbildung 15: Wie wichtig sind Ihnen diese Quellen für Ihr Informationsverhalten? .....	70
Abbildung 16: Wie häufig verwenden Sie folgende Formate des Geschäftsberichts?.....	71
Abbildung 17: Wie relevant sind die folgenden Teile des Geschäftsberichtes für Sie?.....	72
Abbildung 18: Welche Informationen entnehmen Sie dem Geschäftsbericht? Mehrfachnennung .....	73
Abbildung 19: Wie zufrieden sind Sie mit den Aspekten des Geschäftsberichts?.....	74
Abbildung 20: Mit welchen Methoden werten Sie Daten aus? Mehrfachauswahl.....	75
Abbildung 21: Haben Sie in Zukunft vor KI zu verwenden? .....	75
Abbildung 22: Wie hat sich die Digitalisierung in den letzten 2 Jahren verändert? Mehrfachauswahl.....	76

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Gesetzliche Definition institutioneller Investoren .....	11
Tabelle 2: Investorentypen nach Anlagestrategie .....	23
Tabelle 3: Interviewpartner*innen.....	44
Tabelle 4: Anzahl der institutionellen Investoren in der GAC Datenbank.....	50
Tabelle 5: Kategoriensystem zur Datenauswertung .....	52
Tabelle 6: Ergebnisse der Inhaltsanalyse.....	57
Tabelle 7: Welche Institution vertreten Sie? Deutschland.....	65
Tabelle 8: Welche Institution vertreten Sie? Österreich.....	65
Tabelle 9: Welche Institution vertreten Sie? Schweiz.....	65
Tabelle 10: Subgruppen institutioneller Investoren.....	82

**Abkürzungsverzeichnis**

AI .....	<i>artificial intelligence</i>
BaFin.....	<i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen</i>
BIP .....	<i>Bruttoinlandsprodukt</i>
CEO .....	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO.....	<i>Chief Financial Officer</i>
DACH-Region .....	<i>Beschreibt die Länder Deutschland, Österreich und Schweiz</i>
EB .....	<i>Earnings Before Kennzahlen</i>
EBIT.....	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
ESG .....	<i>Environment, Social, Governance</i>
ETF .....	<i>Exchange Traded Funds</i>
FinTech.....	<i>Finanz Technologie</i>
GAC .....	<i>Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH</i>
GuV.....	<i>Gewinn- und Verlustrechnung</i>
HCM .....	<i>Human Capital Management</i>
IC .....	<i>Invested Capital</i>
IR .....	<i>Investor Relations</i>
KI .....	<i>Künstliche Intelligenz</i>
MSCI ESG .....	<i>MSCI ESG Research</i>
NGO.....	<i>Non-Governmental Organisation</i>
NOPAT .....	<i>Net Operating Profit After Taxes</i>
PE.....	<i>Price per Earning</i>
ROIC .....	<i>Return On Invested Capital</i>
SDG .....	<i>Sustainable Development Goals</i>
WACC .....	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

## 1 Einleitung

Dieses Kapitel gibt zu Beginn ein Überblick über die Relevanz des Themas. Im Anschluss wird die Problemstellung und die Zielsetzung erläutert. Zum Schluss wird die Forschungsmethode kurz erklärt und ein Überblick über den Aufbau der Arbeit gegeben.

Für die IR haben institutionelle Investoren eine besondere Bedeutung, weil sie aufgrund ihres großen Asset Volumens einen großen Anteil der Stimmenrechte halten. Außerdem sind ihre Investitionsentscheidungen komplex und haben eine Signalwirkung für den Markt (Wolf, 2021, S. 3). Dennoch ist in der Forschung das Informationsverhalten und die Bedürfnisse dieser Zielgruppe der gesamten DACH-Region nicht systematisch erforscht. Dies liegt unter anderem an der extremen Heterogenität der Gruppe (Ryan & Schneider, 2002, S. 554). Binder-Tietz und Frank (2021, S. 6) erklären, dass immer mehr institutionelle Investoren ihr eigenes Research-Team aufbauen, um unabhängig von externen Analyst\*innen und Vermögensverwalter\*innen agieren zu können. Bisher haben sich institutionelle Investoren auf Analyst\*innen als Intermediäre auf dem Finanzmarkt verlassen. Auch Hoffmann et al. (2019, S. 6) halten in ihrer Studie fest, dass die Rezeption von Geschäftsberichten durch institutionelle Investoren und Analyst\*innen bisher wenig erforscht ist.

Neben diesem Trend hat die Covid-19-Pandemie die Digitalisierung auch im Bereich der IR vorangetrieben. Obwohl die Änderungen langsam integriert werden, beeinflussen sie das Kommunikationsverhalten zwischen den Rezipierenden und den Unternehmen (Hoffmann, 2021, S. 4).

Diese Arbeit kann Aufschluss darüber geben, wie relevant Geschäftsberichte für institutionelle Investoren sind und welche Anforderungen die Zielgruppe stellt. Außerdem wird die Digitalisierung als Faktor in der Informationssuche und Rezeption betrachtet. Für die IR sind diese Erkenntnisse relevant, um ihre Berichterstattung stärker auf die Bedürfnisse der Zielgruppe anpassen zu können.

### 1.1 Problemstellung

In der DACH-Region halten institutionelle Investoren die meisten Aktienanteile. Die genaue Anzahl der Institutionellen Investoren ist nicht ermittelt, die GAC Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH ermittelt 2019, dass über 500 Institutionen mehr als drei Billionen Euro

verwalten (GAC 2020, 2<sup>1</sup>). Im Jahr 2018 hielten institutionelle Investoren 61,8 % der Stimmenrechte am DAX30 (Posavac et al., 2018, S. 7). In den Ländern Österreich und Schweiz zeichnet sich ein ähnliches Bild ab. Die Wiener Börse (2021, S. 6) meldet einen Besitzanteil von 66,2 % des ATX Prime bei institutionellen Investoren. In der Schweiz hielt die Zielgruppe im Jahr 2019 69,4 % der Stimmenrechtsanteile am SMI expanded (Zimmermann & Seiler Zimmermann, 2019, S. 28).

Aufgrund dieser Besitzverhältnisse und der hohen Anzahl der institutionellen Investoren haben ihre Entscheidungen Einfluss auf die Unternehmen. Ihre Entscheidungsfindung ist komplex, fundiert und basiert auf aktuellen Informationen. Dies bedeutet eine große Herausforderung für die IR. Zugleich haben die Entscheidungen Auswirkungen auf den Markt und die Investmententscheidungen anderer Anleger\*innen (Wolf, 2021, S. 4).

Um für institutionelle Investoren die richtigen Informationen zielgruppengerecht aufbereiten zu können, ist eine Aufstellung der Informationsbedürfnisse und mit welchen Mitteln sie Geschäftsberichte analysieren und rezipieren relevant.

### 1.2 Zielsetzung

Die Arbeit untersucht die Fragestellungen und Methodiken mit denen institutionelle Investoren in der DACH-Region Geschäftsberichte rezipieren und analysieren.

Dabei wird herausgearbeitet, an welchen Informationen institutionelle Investoren Interesse haben, welcher Informationsbedarf von ihnen durch Geschäftsberichte gedeckt bzw. nicht gedeckt wird und welche alternative Informationsquelle zur Informationsbeschaffung herangezogen werden. Von Interesse ist dabei insbesondere, welche Methoden sich institutionelle Investoren vor dem Hintergrund der Digitalisierung zur Daten- bzw. Informationsgenerierung bedienen.

### 1.3 Forschungsfragen

Aus dem zuvor definierten Ziel der Arbeit ergeben sich folgende Forschungsfragen:

- FF1: In welche Subgruppen lassen sich institutionelle Investoren in der DACH-Region unterteilen? Welche Anforderungen werden an die einzelnen Gruppen gestellt?

---

<sup>1</sup> Die Daten im INSTI Portal der GAC sind nur eingeschränkt abrufbar und mit einem Passwort geschützt. Dies gilt für alle weiteren Einträge zu dieser Quelle.

- FF2: Welchen Informationsbedarf haben institutionelle Investoren?
- FF3: Wie rezipieren und analysieren institutionelle Investoren Geschäftsberichte?
- FF4: Welche Informationsbedürfnisse werden von Geschäftsberichten abgedeckt bzw. nicht abgedeckt?
- FF5: Welche weiteren Informationsquellen verwenden institutionelle Investoren ergänzend zum Geschäftsbericht, insbesondere vor dem Hintergrund der Digitalisierung?

## 1.4 Forschungsmethode

Für die FF1 wird ein Literatur Review durchgeführt, um die verschiedenen Ansätze zur Gruppierung und Definition von institutionellen Investoren zu vergleichen und daraus eine Synthese zu generieren (Jesson et al., 2011, S. 79–90).

Die FF2 bis FF5 werden mit einem sequenziellen Mixed-Methods-Ansatz beantwortet. Im ersten Schritt werden Expert\*innen in einem problemzentrierten, leitfadengestützten Interview zum Informationsbedürfnis und -verhalten mit Hinblick auf Geschäftsberichte von institutionellen Investoren befragt. Diese Interviews werden systematisch mittels einer Inhaltsanalyse nach Früh (2017) ausgewertet.

Diese Inhaltsanalyse wertet die Transkripte quantitativ und integrativ aus und beantwortet die Frage, ob spezifische Merkmale in den Texten enthalten sind und in welchem Umfang (Früh, 2017, S. 66). Die Hauptkategorien für die Auswertung werden aus den Forschungsfragen abgeleitet. Die hier generierten Hypothesen haben aufgrund der Textmenge und limitierten Anzahl der Interviews keinen Anspruch auf Generalisierung (Früh, 2017, S. 67).

Daher werden die explorativ generierten Hypothesen zu den FF2 bis FF5 in einer Online-Befragung quantitativ überprüft. Die Auswertung der Umfrage erfolgt deskriptiv (Raab-Steiner & Benesch, 2018, S. 70).

## 1.5 Aufbau der Arbeit

Diese Arbeit ist grundsätzlich entlang der Forschungsfragen gegliedert. Nach der Einleitung (Kapitel 1) folgt der aktuelle Forschungsstand zu diesem Thema (Kapitel 2). Darauf folgt die theoretische Einordnung des Themas in die Prinzipal-Agenten-Theorie (Kapitel 3). Dabei geht es um die Definition von institutionellen Investoren, ihre Einordnung in das

Modell und den Geschäftsbericht als Lösungsvorschlag zur Informationsasymmetrie. Anschließend wird die FF1 beantwortet (Kapitel 4). Hier geht es um die Einteilung der institutionellen Investoren in Subgruppen und ihre Rolle für die Gesellschaft und den Finanzmarkt.

Im zweiten Teil der Arbeit erfolgt die Empirie mit der Erläuterung des Forschungsdesigns für die FF2 bis FF5 (Kapitel 5). Aufgrund des sequenziellen Mixed-Method-Ansatzes werden die Daten zwei Schritten erhoben und ausgewertet. Zuerst werden die Experteninterviews geführt und inhaltlich analysiert. Darauf aufbauend wird die Online-Umfrage durchgeführt. Anschließend werden die Forschungsfragen beantwortet, Handlungsempfehlungen für die IR abgeleitet und die Arbeit reflektiert (Kapitel 6). Als Abschluss (Kapitel 7) werden die Ergebnisse der Arbeit zusammengefasst und es wird ein Ausblick auf potenzielle Forschungslücken gegeben.

## 2 Forschungsstand

Schon 1981 untersuchte Anderson (1981) den Nutzen des Geschäftsberichtes für institutionelle Investoren. Er befragte dazu 188 Institutionen in Australien nach ihrem Nutzungsverhalten in Bezug auf Geschäftsberichte. Das Ergebnis zeigt, dass für die Zielgruppe der Geschäftsbericht die wichtigste Grundlage für Investmententscheidungen ist und der Fokus beim Rezipieren vor allem auf der Bilanz sowie der GuV liegt (Anderson, 1981, S. 7). Studien wie diese gab es auch in anderen Ländern. Vergoossen (1993, S. 223) führte eine ähnliche Studie im November 1991 in den Niederlanden durch. Hier wurden 150 institutionelle Investoren zu ihrem Informationsverhalten befragt. Außerdem verglich er die Ergebnisse seiner Studie mit ähnlichen Untersuchungen aus den USA, England und Neu Seeland. Vergoossen (1993, S. 239) kam zu dem Ergebnis, dass der Geschäftsbericht die wichtigste Quelle für Informationen ist, aber nicht zur Entscheidungsfindung ausreicht. An zweiter Stelle steht der direkte Kontakt mit dem Management. Außerdem fasste er zusammen, dass sich seine Ergebnisse, mit denen aus anderen Studien deckte. Zum gleichen Ergebnis kam auch Hutchins (1994) in einer Erhebung in Amerika unter 96 institutionellen Investoren und 112 CFOs (Hutchins, 1994, S. 311–313). Yusoff und Hanefah (1995, S. 44) erforschten die Anforderungen an den Geschäftsbericht durch institutionelle Investoren in Malaysia. Dazu befragten sie in einer quantitativen Umfrage 286 institutionelle Anleger\*innen. Ihr Ergebnis deckt sich zum Großteil mit denen der vorherigen Studien. Zusätzlich fanden sie heraus, dass die Bereitstellung der Informationen durch die Unternehmen nicht an die Bedürfnisse der institutionellen Anleger\*innen angepasst war (Yusoff & Hanefah, 1995, S. 48). Eine Veränderung dieser Tendenzen erforschte 2011 Bechan (2011, S. 152) in einer globalen Erhebung mit 40 professionellen Investor\*innen. Die Teilnehmenden wurden zum Nutzen der IR Maßnahmen und des Geschäftsberichts mittels eines schriftlichen Fragebogens befragt (Bechan, 2011, S. 138). Das Ergebnis zeigt, dass der Geschäftsbericht die meisten Informationen bietet, als Quelle jedoch persönliche Termine mit der IR und dem Management bevorzugt werden (Bechan, 2011, S. 153).

Für den deutschsprachigen Raum wurde 2003/2004 eine Befragungsreihe der Ruhr-Universität Bochum in Kooperation mit der Deutschen Post DHL Group gestartet (Ernst et al., 2005), welche in den Jahren 2008 (Ernst et al., 2009), 2013 (Pellens & Schmidt, 2014) und 2019 (Pellens et al., 2019) weitergeführt wurde. Die Studienreihe beschäftigt sich mit dem Anlegerverhalten deutscher Aktionär\*innen. Neben der Befragung von

Privatanleger\*innen der Deutschen Post AG wurden auch institutionelle Investoren in die Studien einbezogen. Die Zielgruppen wurden nach ihren Informationsquellen, ihrer Nutzungsintensität, der Dividendenpräferenz und ihrem Anlageverhalten befragt (Pellens et al., 2019, S. 12). Bezugnehmend auf die Befragung der institutionellen Investoren in der zuletzt veröffentlichten Studie haben 53 institutionelle Anleger\*innen an der online Befragung teilgenommen (Pellens et al., 2019, S. 117). Die Ergebnisse aus der Untersuchung des Informationsverhaltens ergaben, dass die Managementqualität, die strategische Ausrichtung und die Ertragslage ein wichtiges Kriterium sind. Zudem hat sich in den letzten Jahren der Fokus auf Corporate Governance als Orientierungsgröße verstärkt. Als Informationsquellen präferierten die institutionellen Anleger\*innen dieser Studie den direkten Kontakt zum Management und zur IR (Pellens et al., 2019, S. 118).

Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (2006) erforschte die Wahrnehmung von IR Maßnahmen auf dem Finanzmarkt und leitete daraus Grundsätze für die Finanzkommunikation ab. Dazu wurden über 500 professionelle Anleger\*innen (darunter wurden Finanzmarktanalyst\*innen sowie institutionelle Investoren verstanden) im deutschen Kapitalmarkt über positive und negative Beispiele der Kommunikation befragt. Das Ergebnis zeigt auf, dass die Glaubwürdigkeit die Investmententscheidung der Befragten, trotz rationaler Kriterien stark beeinflusst (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset-Management, 2006, S. 1). Die Glaubwürdigkeit besteht aus den Faktoren der Zielgruppenorientierung, der Transparenz und der Kontinuität bzw. Aktualität der Kommunikation (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset-Management, 2006, S. 4). Im gleichen Zeitraum forschen Meckel, Hoffmann und Fieseler (2008) über die Sinnhaftigkeit von Geschäftsberichten und welche Anforderungen diese erfüllen können. Dazu analysierten die Autor\*innen ausgewählte Geschäftsberichte im DACH-Raum und befragten anschließend 113 Unternehmen per Fragebogen über die Zielsetzung und Anforderungen ihrer Kommunikation. Zusätzlich wurden einzelne Kapitalmarktteilnehmer\*innen zu ihrem Nutzungsverhalten interviewt (Meckel et al., 2008, S. 13). Die Autor\*innen kamen zu dem Ergebnis, dass der Geschäftsbericht viele verschiedene Erwartungen erfüllen muss und diese Anforderungen aufgrund des begrenzten Umfangs nicht leisten kann. Die Expert\*innen fordern viel mehr transparente und aktuelle Finanzkennzahlen, welche die Möglichkeiten des Geschäftsberichtes überschreiten (Meckel et al., 2008, S. 51).

In den letzten Jahren hat sich die Digitalisierung auch im Finanzsektor beschleunigt und neue Trends begünstigt. Dieser neuen Situation widmeten sich verschiedene Studien in den letzten drei Jahren (Binder-Tietz & Frank, 2021; Bommer et al., 2021; Hoffmann, 2021; Hoffmann et al., 2019). In der Forschung zur Crossmedialen Berichterstattung von Hoffman, Reinholz und Tietz (2019, S. 8) wurden 100 Analyst\*innen sowie institutionelle Investoren in Deutschland zu ihren Nutzungsgewohnheiten und Anforderungen an Geschäftsberichte befragt. Der Fokus lag vor allem auf der Usability und Nutzungspräferenz bei digitalen Formaten. In Conclusio setzen die Nutzer\*innen auf aktuelle Nachrichten und Mitteilungen. Der Geschäftsbericht dient eher der Gesamtübersicht über ein Unternehmen und als Erklärung für die Corporate Governance und die Strategie. Als Format werden, laut der Studie, digitale Lösungen wie PDF und HTML bevorzugt, wobei die HTML-Version aufgrund der individuellen Leseerfahrung immer mehr begrüßt wird (Hoffmann et al., 2019, S. 34–35). Im Zuge des zuletzt veröffentlichten Corporate Reporting Monitors (Scheiwiller et al., 2021, S. 16) wurden Trends und deren Umsetzung in der Berichterstattung durch Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz erhoben. Die Befragung von verantwortlichen Personen aus dem IR und Corporate Reporting Bereich von börsennotierten Unternehmen ergab, dass weiterhin der Fokus auf PDFs als bevorzugtes Format von Geschäftsberichten liegt. Für die Zukunft vermuteten die meisten der befragten Expert\*innen, dass das XBRL-Format das PDF ablösen wird (Scheiwiller et al., 2021, S. 17).

Als ein weiterer Trend wurden HCM-Reporting von Bommer et al. (2021) identifiziert. In ihrer Studie wurden institutionelle Investoren nach ihren Bedürfnissen befragt. Als Ergebnis definierten die Autor\*innen Handlungsempfehlungen für IR-Verantwortliche und Arbeitnehmervertreter\*innen. Zusammenfassend befriedigen die untersuchten Berichte aus dem DAX30 nicht die Anforderungen der institutionellen Anleger\*innen, weil die HCM-Strategien nur allgemein beschrieben werden, ohne ausreichende Detailtiefe (Bommer et al., 2021, S. 4).

Binder-Tietz und Frank (2021, S. 2) charakterisierten in ihrer Studie institutionelle Investoren und Analyst\*innen als Zielgruppe der IR. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass Finanzmarktanalyst\*innen ihre Rolle als Intermediäre zwischen den Unternehmen und den institutionellen Anleger\*innen verlieren. Dieses Phänomen führten sie auf zwei Gründe zurück. Zum einen verändert sich die Anlagestrategie der institutionellen Investoren hin zu

einer passiven Veranlagungsstrategie, bei der eine kontinuierliche Analyse des Finanzmarktes und der Portfolios durch Analyst\*innen nicht nötig ist und von Algorithmen ersetzt wird. Zum anderen bauen Institutionen vermehrt ihr eigenes Research-Team auf, um unabhängiger von den Analyst\*innen zu werden. Die Autor\*innen begründen die zweite Beobachtung mit zunehmenden Misstrauen gegenüber den häufig abhängigen Finanzmarktanalyst\*innen und Fondsmanager\*innen (Binder-Tietz & Frank, 2021, S. 15–16).

Hoffmann et al. (2019, S. 6) beschreiben in ihrer Studie, dass die Gruppe der institutionellen Investoren und Analyst\*innen nur schwer systematisch zu befragen ist.

Bisher gibt es keine allgemeingültige Definition für institutionelle Investoren (Celik & Isaksson, 2013, S. 8; Schmolke, 2007, S. 706). Institutionelle Investoren verwalten professionell Vermögen und dies aus beruflichen Gründen (Binder & Gutzwiller, 2013, S. 86–87). Sie sind außerdem eigenständige und juristische Personen mit hohen Volumina im Portfolio (Binder-Tietz & Frank, 2021, S. 3; Celik & Isaksson, 2013, S. 7).

Schmolke (2007, S. 704) erklärt außerdem, dass eine wissenschaftliche Debatte bisher aufgrund einer fehlenden Definition nicht stattgefunden hat. Der Autor unterscheidet in seiner Forschung zwischen „traditionellen“ institutionellen Investoren und Hedgefonds (Schmolke, 2007, S. 706). Celik und Isaksson (2013, S. 8) ergänzen diese Einteilung. Neben den „traditionellen“ institutionellen Anlegern, werden Hedgefonds in die Gruppe der „alternativen“ institutionellen Investoren einsortiert. Als Dritte Gruppe werden Asset Manager ergänzt, welche das Vermögen für einen Klienten verwalten.

Weitere Literatur zur Definition von institutionellen Investoren klassifiziert die Aktionärsgruppe nach ihren Investmentstilen. Kirchhoff (2009, S. 49–50) und Nix (2009, S. 343) unterscheiden dabei in die Interessenlage, das Verhalten und die bevorzugten Werte. Auf der anderen Seite gibt es in der Literatur den Ansatz, institutionelle Investoren in Arten von Kapitalsammelstellen nach ihren gesellschaftlichen Aufgaben zu gruppieren. Ryan und Schneider (2002, S. 557) unterteilen in öffentliche und private Pensionsfonds, Mutual Funds, in Versicherungen, Banken und „Andere“. Eine weitere Gruppierung erfolgt von Davis und Steil (2001, S. 12) anhand des Anlagehorizonts von long-term bis closed-end Strategien. Neben diesen Einteilungen werden institutionelle Investoren in eine Verkaufsseite (Sell-Side) und eine Kaufseite (Buy-Side) unterteilt (Enke & Reimann, 2003, S. 2; Nix, 2009, S. 342).

Diese Übersicht zeigt, dass es bisher keine einheitliche Definition und Einteilung der heterogenen Gruppe von institutionellen Investoren gibt. Dies ist einer der Gründe, warum es bisher wenig systematische und quantitative Forschung über die Rezeption von Geschäftsberichten durch institutionelle Investoren und ihr Informationsbedürfnis gibt. Dabei betonen Binder-Tietz und Frank (2021, S. 16), dass es insbesondere für die IR relevant ist, die Bedürfnisse der Zielgruppe zu kennen. Vor allem weil sich die Anforderungen zusammen mit der Weiterentwicklung der äußeren Rahmenbedingungen ständig verändern. Daher ist diese Forschung besonders notwendig. Zum einen wird ein erster Ansatz gegeben, die Gruppe der institutionellen Investoren zu systematisieren und zu charakterisieren. Zum anderen fokussiert sich diese Arbeit auf institutionellen Investoren im engeren Sinne und beschäftigt sich mit den Bedürfnissen dieser explizierten Gruppe ohne externe Finanzanalyst\*innen als Intermediäre zwischen dem Unternehmen und den Institutionen.

### **3 Institutionelle Investoren vor dem Hintergrund der Prinzipal-Agenten-Theorie**

Für das Verständnis dieser Forschungsarbeit ist eine Definition der wichtigen Termini und eine Erläuterung der zugrunde liegenden Theorie wesentlich. Daher wird im Folgenden der Begriff des institutionellen Investors eingeordnet und die Rolle im Prinzipal-Agenten-Problem dargestellt. Als ein wichtiges Kommunikationsmittel zwischen den Akteuren wird der Geschäftsbericht erklärt und definiert.

#### **3.1 Bedeutung und Aufgaben institutioneller Investoren**

Bisher gibt es keine allgemeingültige Definition für institutionelle Investoren (Celik & Isaksson, 2013, S. 8; Schmolke, 2007, S. 704). Sie sind professionelle Anleger, die als eigene juristische Person gelten (Binder-Tietz & Frank, 2021, S. 3; Celik & Isaksson, 2013, S. 8).

Dabei bilden institutionelle Investoren eine große und einflussreiche Zielgruppe. Im Jahr 2018 waren fast zwei Drittel (61,8 %) des DAX30 im Besitz von institutionellen Investoren. Die Anzahl und die Bedeutung nimmt stetig zu (Posavac et al., 2018, S. 4). In Österreich halten professionelle Anleger\*innen 66,2 % am ATX Prime (Wiener Börse, 2021, S. 6). In der Schweiz liegen 69,4 % der Stimmenrechtsanteile bei dieser Zielgruppe (Zimmermann & Seiler Zimmermann, 2019, S. 28). Die OECD hat 2011 das Asset Volumen unter der Verwaltung von institutionellen Investoren gemessen am BIP verglichen. Dabei lag die Schweiz auf Platz 2 von 31. Hier verwalten Institutionen ein Vermögen von etwas mehr als 250,0 % des BIP. Die Anteile sind etwa gleichmäßig auf Investmentfonds, Versicherungen und Pensionsfonds verteilt. Deutschland liegt auf Platz 12 mit etwa 120,0 % des BIP. Den größten Einfluss haben Versicherungsunternehmen mit etwa der Hälfte der Assets unter ihrer Kontrolle. Österreich liegt auf Platz 17. Hier verwalten institutionelle Investoren ein Assetvolumen von etwa 80,0 % des BIP, welches hauptsächlich auf Investmentfonds und Versicherungen aufgeteilt ist (Celik & Isaksson, 2013, S. 10).

Institutionelle Investoren haben daher einen großen Einfluss auf den Finanzmarkt und sind eine äußerst relevante Zielgruppe für Unternehmen. Dennoch sind sie bisher kaum erforscht. Die Gesetzgeber in der DACH-Region unterscheiden die Teilnehmer\*innen am Kapitalmarkt in private und professionelle bzw. institutionelle Investoren.

Land	Definition per Gesetz
Österreich	„Ein professioneller Kunde ist ein Kunde, der über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügt, um seine Anlageentscheidungen selbst treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können. Als professionelle Kunden gelten die in Abs. 2 genannten Rechtspersonlichkeiten sowie jene Kunden, die gemäß § 67 auf Antrag als professionelle Kunden behandelt werden.“ (WAG, 2018, Abschn. 10)
Deutschland	„Professionelle Kunden im Sinne dieses Gesetzes sind Kunden, die über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um ihre Anlageentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können.“ (§ 67, Art. 2, WpHG, 2021)
Schweiz	„Bei professionellen Kunden können sie davon ausgehen, dass diese über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen und die mit der Finanzdienstleistung einhergehenden Anlagerisiken finanziell tragbar sind.“ (FIDLEG, 2020, Art. 13)

Tabelle 1: Gesetzliche Definition institutioneller Investoren (eigene Darstellung)

Aus den Gesetzestexten geht hervor, dass professionelle Anleger Erfahrungen und Fachkenntnisse haben, um Risiken, die mit der Finanzanlage verbunden sind, eigenständig einschätzen zu können (Tabelle 1). Als weitere Einschränkung werden in den Gesetzestexten alle Institutionsarten aufgezählt, die als professionelle Anleger gelten (FIDLEG 2020, Art. 4; WAG 2018, Abschn. 10; § 67, WpHG 2021).

Grundsätzlich sind in dem Begriff „institutioneller Investor“ also alle Institutionen zusammengefasst, die mit ausreichend Sachverstand auf dem Finanzmarkt agieren. Dies umfasst beispielsweise Investmentbanken und Brokerhäuser ebenso wie Investmentfonds. Hier kann aber eine weitere Unterteilung in die Sell-Side (Verkaufsseite) und die Buy-Side (Kaufseite) unternommen werden. Die Verkaufsseite umfasst Institutionen, die nur Analyseergebnisse bereitstellen und unter anderem an institutionelle Investoren verkaufen. Ihr vorrangiges Ziel ist daher nicht das Veranlagen von Kapital. Institutionelle Investoren im engeren Sinne sind in dieser Konstellation die Buy-Side (Kaufseite). Sie sammeln Kapital von kleineren Anleger\*innen und veranlagen dies. Dafür haben sie Buy-Side-Analysten,

welche die Kapitalmarktinformationen für die Portfolio Manger zusammentragen (Enke & Reimann, 2003, S. 2).

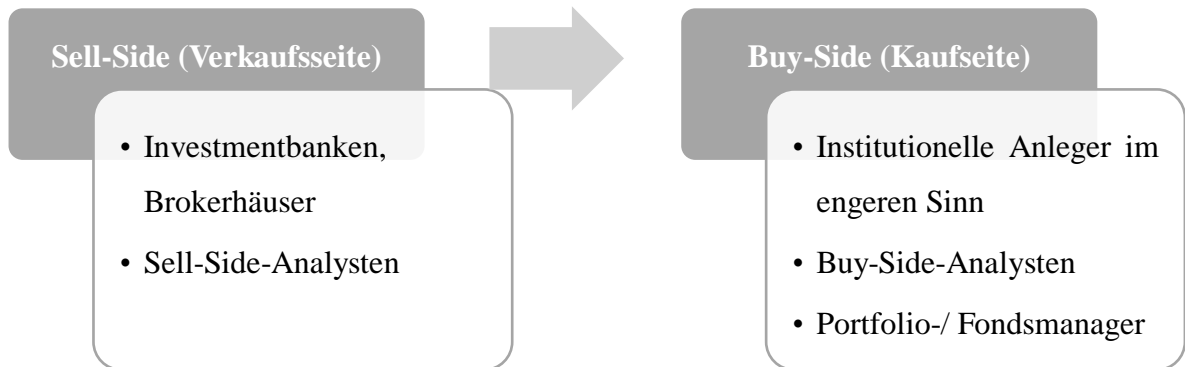


Abbildung 1: Institutionelle Investoren (nach Enke & Reimann, 2003, S. 3)

Da es in dieser Arbeit vorrangig um das Informationsverhalten für Investmententscheidungen geht, bezieht sich der Begriff „institutionelle Investoren“ auf die Buy-Side, die als Institution Vermögen veranlagen. Des Weiteren definiert Schmolke (2007, S. 704), dass institutionelle Investoren fremdnützig, für andere Anleger\*innen investieren. Daher verwalten institutionelle Investoren auch ein hohes Anlage Volumen, weil sie Vermögen mehrerer Klient\*innen vereinen (Binder-Tietz & Frank, 2021, S. 3). Binder und Gutzwiller (2013, S. 87) führen daher den Begriff „Kapitalsammelstellen“ ein. Dies beschreibt die Verwaltung von Beteiligungspapieren für private Anleger\*innen.

Die Aufgabe von institutionellen Investoren ist das Sammeln der Finanzmittel von privaten Anleger\*innen, um dies diversifiziert anzulegen und somit das Risiko zu minimieren (Davis & Steil, 2001, S. 15). Da ihre Kernaufgabe darin besteht das Risiko zu sammeln und gering zu halten, sind ihre bevorzugten Investmentziele entwickelte Märkte mit hohen Standards und Sicherheiten (Davis & Steil, 2001, S. 16). Durch die großen Investmentvolumina erzielen sie Skaleneffekte und können so einen Vorteil im Vergleich zu Privatpersonen im Investment erlangen (Davis & Steil, 2001, S. 17). Ein weiteres Merkmal ist ihre gute Vernetzung im Finanzmarkt. Dadurch gelangen sie schnell an die notwendigen Informationen, senden aber zeitgleich mit ihren Investmententscheidung starke Signale an den Markt (Davis & Steil, 2001, S. 18; Wolf, 2021, S. 4).

Charakteristisch für institutionelle Aktionäre ist ihre Art Investmententscheidungen zu treffen. Sie fordern von den Unternehmen detaillierte Informationen zum Risiko und zur Performance (Kirchhoff 2009, 49). Damit treffen sie professionelle und fundierte Entscheidungen mit hohem Zeitaufwand (Wolf, 2021, S. 3). In den letzten Jahren haben

Kapitalsammelstellen vermehrt eigenen Research-Teams aufgebaut um von Finanzmarktanalysten der Sell-Side unabhängig zu sein (Binder-Tietz & Frank, 2021, S. 6; Nix, 2009, S. 342). Für die IR ergibt sich dadurch ein weiterer Kommunikationszweig mit eigenen Herausforderungen.

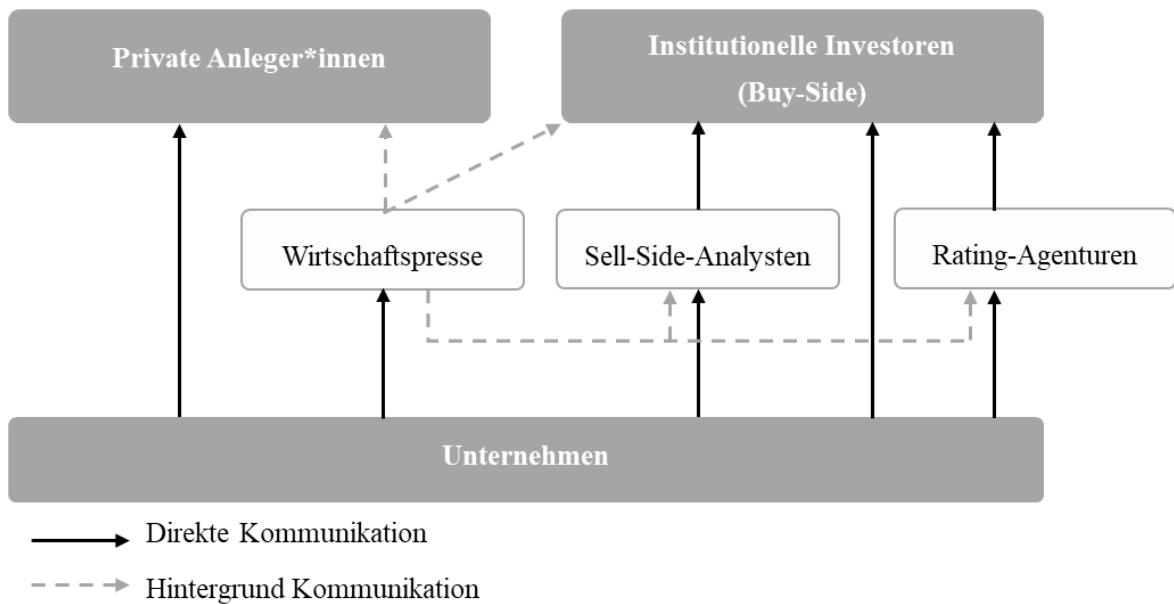


Abbildung 2: Kommunikationswege der IR (Nach Mast, 2009, S. 486)

Die Abbildung 2 zeigt die in diesem Kontext relevanten Kommunikationswege für die IR. Neben der Kommunikation mit privaten Anleger\*innen stehen mehrere Wege zur Zielgruppe der institutionellen Investoren zur Verfügung. Zum einen besteht die Kommunikation mit den Sell-Side-Analysten und Rating-Agenturen, die als Intermediäre die Informationen von den Unternehmen verarbeiten und an die Kapitalsammelstellen weiterleiten. Ein weiterer Verteiler ist die Finanz- und Wirtschaftspresse, die Informationen von der IR erhält und veröffentlicht. Diese Kommunikation verläuft laut Mast (2009, S. 484) im Hintergrund und erreicht alle Akteure in diesem Modell. Zum Anderen besteht der zuvor diskutierte direkte Kommunikationsweg zwischen der IR und den institutionellen Investoren (Mast, 2009, S. 483). Diese direkte Kommunikation ist das vorrangige Untersuchungsobjekt dieser Arbeit.

Im Folgenden wird die Beziehung dieser beiden Akteure, dem Unternehmen auf der einen und den institutionellen Investoren auf der anderen Seite, in den Kontext der Prinzipal-Agenten-Theorie eingeordnet.

## 3.2 Beschreibung der Prinzipal-Agenten-Theorie

Die Prinzipal-Agenten-Theorie beschreibt die Beziehung zwischen Wirtschaftsakteuren mit verschiedenen Zielen und unterschiedlichem Zugang zu Informationen und Ressourcen. Es besteht ein Auftragsverhältnis, in dem der Prinzipal Aufgaben an den Agenten delegiert. Der Auftraggeber trägt in dieser Konstellation die Folgen für die Handlungen des Auftragnehmers (Anderson, 1981, S. 30). Dieser Theorie liegen drei Annahmen zugrunde. Zum einen streben beide Parteien die eigene Nutzenmaximierung an. Die zweite Annahme besteht darin, dass diese Nutzenmaximierung einen Interessenskonflikt hervorruft. Der eigenen Nutzenmaximierung und der Befriedigung der eigenen Bedürfnisse stehen die divergenten Ziele beider Parteien entgegen. Das Ziel kann mitunter nur auf Kosten des Gegenpartners erreicht werden (Jensen & Meckling, 1976, S. 309). In der Theorie ist durch eine Kooperation der Parteien eine Nutzenmaximierung für beide Seiten möglich (Oehrich, 2016, S. 115). Drittens besteht zwischen beiden Parteien eine Informationsasymmetrie. Der Auftragnehmer hat einen Wissensvorsprung über die eigenen Handlungen und Motivationen, über die der Auftraggeber erst später Informationen erhält.

Sobald das Ungleichgewicht zwischen den Parteien zu groß ist, gerät das Unternehmen in die moralische Versuchung (Moral Hazard), auf Kosten einer oder mehrerer Stakeholdergruppen zu handeln. Je größer die Informationsasymmetrie ausfällt, umso höher ist die Gefahr. Dabei lässt sich in vier Kategorien unterscheiden (Oehrich, 2016, S. 121):

- Hidden information: Der Auftraggeber hat zu Beginn einen geringeren Informationsstand als der Auftragnehmer.
- Hidden action: Der Auftraggeber wird erst später über die Entscheidungen und Handlungen des Auftragnehmers informiert.
- Hidden characteristics: Eigenschaften des Agenten werden erst nach der Vereinbarung bekannt gegeben.
- Hidden intention: Das Ziel des Agenten ist zum Zeitpunkt der Vereinbarung nicht transparent dargelegt.

Diese Informationsasymmetrie ist das grundlegende Problem der Prinzipal-Agenten-Theorie (Oehrich, 2016, S. 124). Das Ziel der Theorie ist es durch Anreiz- und Kontrollsysteme dieses Problem zu lösen.

Es lassen sich zwei Strömungen unterscheiden. Zum einen in die positive Prinzipal-Agent-Theorie, welche das Problem zwischen den Aktionär\*innen und der Unternehmensführung beschreibt. Zum anderen in die normative Ausprägung, bei der die Szenarien vom Kapitalmarkt losgelöst sind und verstärkt Verträge zwischen zwei Parteien diskutiert (Eisenhardt, 1989, S. 59). In dieser Arbeit liegt der Fokus auf dem Verhältnis zwischen institutionellen Investoren als Aktionäre und der Unternehmensführung. Das Grundproblem liegt darin, dass die Unternehmen ein eigenes Interesse daran haben, die Informationsasymmetrien gering zu halten. Denn das fundamentalste Steuerungselement der Aktionär\*innen ist die Entscheidung zu investieren oder zu desinvestieren (Oehlich, 2016, S. 124). Je größer das Misstrauen des Kapitalmarktes gegenüber dem Unternehmen ist, desto teurer wird das Kapital für die Firma (Jensen & Meckling, 1976, S. 312). Die Aufgabe der IR liegt daher darin das Vertrauen der Anleger\*innen zu gewinnen und sie zu binden (Piwinger & Hoffmann, 2019, S. 4). Hier sind institutionelle Investoren aufgrund ihres hohen Kapitalanlagevolumens besonders relevant und haben daher einen großen Einfluss (Gillan & Starks, 2003, S. 6). Es ergibt sich daraus die Frage, wie das Unternehmen die Informationsasymmetrien gering halten und mit den institutionellen Investoren kommunizieren kann, um sie als Kapitalgeber zu gewinnen.

In der Prinzipal-Agenten-Theorie nehmen institutionelle Investoren eine besondere Position ein. Auf der einen Seite sind sie in der Rolle des Agenten, weil sie von privaten Investor\*innen beauftragt werden ihre Finanzmittel zu veranlagern. Auf der anderen Seite befinden sie sich in der Rolle des Prinzipals und beauftragen als Investoren die Unternehmensführung (Binder & Gutzwiller, 2013, S. 86; Gillan & Starks, 2003, S. 7). In dieser Arbeit wird der Konflikt zwischen institutionellen Investoren als Anleger\*innen und dem Vorstand betrachtet.

Eisenhardt (1989) formuliert für die Lösung des Problems zwischen Prinzipal und Agenten zwei Annahmen:

1. Wenn die Basis der Vereinbarung auf der Gewinnmaximierung beruht, wird der Agent eher im Sinne des Prinzipals handeln (Eisenhardt, 1989, S. 60).

Das Ziel der institutionellen Investoren ist eine möglichst hohe Rendite bei geringem Risiko, um das Vermögen der eigenen Anleger\*innen zu sichern und zu steigern. Auch für das Unternehmen steht der Gewinn im Fokus, hier hat aber die Geschäftsführung noch eigene

Ziele wie die persönliche Vergütung, Reputation oder das Image der Firma (Gillan & Starks, 2003, S. 4).

2. Wenn dem Prinzipal Informationen zur Verfügung stehen, um die Handlungen des Agenten zu kontrollieren, wird dieser mehr im Sinne des Auftraggebers handeln (Eisenhardt, 1989, S. 60).

Auf diesen Annahmen beruhen die Steuerungs- und Kontrollmechanismen, um die Informationsasymmetrie zu verringern (Bebchuk et al., 2017, S. 109). Der Geschäftsbericht ist für die Offenlegung eines der wichtigsten Instrumente der Finanzkommunikation. Darin werden viele Publizitätspflichten erfüllt und freiwillige Informationen zum Geschäftsmodell, der Strategie und der Wertschöpfung an einen breiten Adressatenkreis vermittelt (Piwinger, 2014, S. 788). Die Rezipienten sind sehr unterschiedlich, und haben unterschiedliche Informationsbedürfnisse (Hoffmann et al., 2019, S. 6). Hier ist das Informationsbedürfnis von institutionellen Investoren bisher wenig erforscht (siehe Kapitel 2), wobei gerade diese Zielgruppe für die Unternehmen so wichtig ist.

Dieser Theorie liegt die Idee einer „bounded rationality“ zugrunde (Oehlich, 2016, S. 117). Demnach liegt das Ziel darin rational zu handeln, aber aufgrund der begrenzten Informationsverarbeitungskapazität und den Barrieren in der Informationsbeschaffung wären die Kosten für reine rationale Entscheidungen zu hoch (Tanner, 2004, S. 84). Daraus entsteht die Informationsasymmetrie zwischen beiden Parteien. Kritisch zu betrachten ist jedoch die Rationalität in der Entscheidungsfindung. Menschen werden nur zum Teil rational geleitet, aber vor allem von ihren Präferenzen, Emotionen und durch äußere Faktoren beeinflusst (Tanner, 2004, S. 88). Darüber hinaus kritisieren Binder und Gutzwiller (2013, S. 86) das Bestreben weitere Rechte für Aktionär\*innen einzuräumen, um das Grundproblem der Informationslücke zu schließen. Das Problem liegt laut den Autoren darin, dass Aktionär\*innen von ihren Rechten Gebrauch machen müssen. Sich über die Ergebnisse und Aktionen von Unternehmen zu informieren, Stimmrechte auszuüben und eigene Bestrebungen als Investor\*in durchzusetzen, ist mit einem hohen zeitlichen Aufwand und mit Kosten verbunden. Institutionelle Investoren sehen daher oft davon ab in Aktion zu treten, weil ihr Investmentportfolio diverse Titel aufweist und ihre Ressourcen begrenzt sind (Bebchuk et al., 2017, S. 109; Gillan & Starks, 2003, S. 279–280). Um das Problem zu lösen und das Vertrauen institutioneller Investoren zu erlangen, kann das Unternehmen von sich aus eine höhere Transparenz gewährleisten und zielgruppenspezifisch kommunizieren. Dies

würde die Zeit und den Ressourcenaufwand für institutionelle Investoren verringern. Daher widmet sich diese Arbeit den Informationsbedürfnissen und dem Informationsverhalten institutioneller Investoren.

### **3.3 Geschäftsberichte als Teil der Unternehmensberichterstattung**

Um die genannten Informationsasymmetrien zu verringern, sind Unternehmen zum einen dazu verpflichtet ihre Entscheidungen offenzulegen. Zum anderen haben sie ein eigenes Interesse daran, Informationen freiwillig zu publizieren. Diese Aufgabe liegt bei der IR (Hoffmann, 2021, S. 3). Eines der Instrumente ist der Geschäftsbericht, der auf der einen Seite gesetzliche Vorgaben erfüllt, auf der anderen Seite freiwillige Informationen enthält. Dabei profitiert der Geschäftsbericht von freiwilligen Angaben seitens der Unternehmen, wie zusätzliche Umwelt- oder Personalberichte, die nicht zu den Pflichtpublikationen zählen (Picard, 2009, S. 115) Daher und weil er durch Entwicklungen wie die Digitalisierung und die nichtfinanzielle Berichterstattung stetig im Wandel ist, hat er eine besondere Rolle in der Unternehmensberichterstattung (Piwinger, 2021, S. 1). Der Geschäftsbericht wird für gewöhnlich auf jährlicher Basis erstellt und ist ein unpersönliches Kommunikationsmedium, welches sich an diverse Stakeholder-Gruppen richtet. Hauptsächlich wird das vergangene Geschäftsjahr betrachtet und durch Prognosen für die nächsten Jahre ergänzt (Picard, 2009, S. 115). Er dient zur Befriedung der Informationsbedürfnisse der Stakeholdergruppen, und repräsentiert das Unternehmen in dem er die Entwicklung und die aktuelle Lage darstellt (Piwinger, 2014, S. 787). Für das Unternehmen erfüllt er drei Funktionen: Die repräsentative Funktion hat das Ziel Ansehen zu gewinnen. Durch das Aufbauen von Vertrauen werden die Investor\*innen an das Unternehmen gebunden (Beziehungsfunktion). Außerdem enthält er den Jahresabschluss und erfüllt damit die Informationsfunktion (Piwinger, 2014, S. 797).

#### **3.3.1 Rechtliche Bestimmungen und Inhalt des Geschäftsberichts**

##### ***Deutschland***

Für Deutschland greift das Handelsgesetzbuch (HGB), in dem nur der Jahresabschluss, nicht aber die gesamten Geschäftsberichte verpflichtet wird (§ 242 Abs. 3 HGB). Er hat die ordnungsgemäße Buchführung einzuhalten (§ 243 Abs. 1 HGB) und das Verhältnis des tatsächlichen Vermögens und der Schuld, sowie die Ertragslage darzulegen (§ 242 Abs. 1 bis 2 HGB). Der Umfang der Offenlegung orientiert sich an der Rechtsform des Unternehmens. Seit 2005 sind alle kapitalmarktorientierten Mutterkonzerne in der EU

verpflichtet die International Financial Reporting Standards (IFRS) zur Rechnungslegung einzuhalten (§ 315a Abs. 1 HGB).

Verpflichtende Bestandteile sind neben den Jahresabschluss inklusive der GuV ein Lagebericht, der Bericht des Aufsichtsrates, ein Vorschlag zur Gewinnverwendung, der Bilanzzeit sowie der Vergütungsbericht (§ 264 HGB). Seit 2017 ist auch die nichtfinanzielle Erklärung ein verpflichtender Teil der Offenlegung, welcher getrennt oder integriert im Geschäftsbericht kommuniziert werden kann (§ 315c HGB). Der Jahresabschluss ist, um einen Anhang zu erweitern, welcher die Erklärungen zu den einzelnen Positionen der GuV und Bilanz enthält (§ 265 Abs. 1).

#### *Österreich*

In Österreich ist das Unternehmensgesetzbuch (UGB) zur Rechnungslegung verpflichtend. Dieses schreibt keinen Geschäftsbericht, aber die Erstellung eines Jahresabschlusses vor (§ 193 Abs. 2 UGB). Er umfasst die Bilanz sowie die GuV (§ 193 Abs. 4 UGB) und muss die Vermögens- und Ertragslage des Unternehmens abbilden (§ 195 UGB). Für Kapitalgesellschaften gilt außerdem, dass sie die Finanzlage und einen Anhang mit den Erläuterungen zu den einzelnen Positionen, einen Lagebericht und gegebenenfalls einen Corporate Governance-Bericht ergänzen müssen (§ 222 UGB). Der Lagebericht ist außerdem so zu gestalten, dass er die Risiken beschreibt und die wichtigsten nicht-finanziellen Informationen enthält (§267 Abs. 1 bis 2 UGB). Seit 2005 ist auch in Österreich der IFRS Standard für kapitalmarktorientierte Unternehmen verpflichtend (§ 245a UGB).

#### *Schweiz*

Grundsätzlich gilt in der Schweiz das Obligationsrecht (OR) zur Rechnungslegung (Art. 957 OR). Für börsenkotierte Unternehmen gilt zudem das von der Börse zugelassene Reglement (Art. 36 Abs. 2 FinfraG). Demnach haben kotierte Unternehmen einen Geschäftsbericht inklusive eines geprüften Jahresabschlusses zu veröffentlichen (Art. 49 Abs. 1 KR SIX). Als Rechnungslegungs-Standard gelten hauptsächlich der „International Reporting Standard“ und der „Swiss Reporting Standard“ (Art. 3 KR SIX). In der Schweiz besteht keine Verpflichtung des EU- Rechtes. Das Regulatory Board der Schweizer Börse (SIX) schreibt daher nur für multinationale Unternehmen die Offenlegung nach IFRS oder nach US-GAAP vor (Art. 51 KR SIX). Dem Jahresabschluss ist ein Anhang beizufügen, der einen Vergütungsbericht und die Nennung von bedeutenden Aktionären enthält (Art. 663b bis f OR). Alle weiteren Verpflichtungen gelten je nach gewählter Rechnungslegung (IFRS oder

Swiss GAAP FER) und werden von der SIX jährlich in einem Rundschreiben (Nr. 2) veröffentlicht.

#### ***Inhalte des Geschäftsberichtes***

Obwohl es einzelne Abweichungen je Unternehmen geben kann, da der Inhalt nicht vorgeschrieben ist, gibt es einen mehr oder weniger standardisierten Umfang, der sich bei börsennotierten Unternehmen etabliert hat. Dieser umfasst folgende Teile (Keller, 2006, S. 15–16):

- Lagebericht
- Brief des Vorstands
- Bericht des Aufsichtsrats
- Segmentberichterstattung
- Bericht über die Aktie
- Performance im zurückliegenden Geschäftsjahr
- Dividendenvorschlag
- Ausblick auf das nächste Geschäftsjahr
- Jahresabschluss (umfasst: Bilanz, GuV, Anhang)
- Weitere Informationen

Bisher ist der Geschäftsbericht das einzige Medium, in dem über die Tätigkeiten der IR berichtet wird. Der Fokus lag die letzten Jahre immer mehr auf der Nachhaltigkeitsberichterstattung, den immateriellen Vermögenswerten und der CSR-Richtlinie (Piwinger, 2021, S. 10–12).

#### **3.3.2 Herausforderungen an den Geschäftsbericht**

Durch die Digitalisierung haben sich Geschäftsberichte in den letzten Jahren gewandelt. Seit einigen Jahren gibt es fast keine Geschäftsberichte in Papierform mehr, sondern nur noch über digitale Formen. Es haben sich elektronische Formate neben dem PDF, wie die HTML Version entwickelt, die deutlich interaktiver und für mobile Endgeräte optimiert sind. Dadurch ist die Berichterstattung komplexer und umfanglicher geworden ist, ohne zwangsläufig ein größeres Verständnis bei den Rezipienten zu erzeugen (Piwinger, 2021, S. 2).

Der Geschäftsbericht richtet sich als universelles Kommunikationsinstrument an alle Stakeholdergruppen, die unterschiedlichen Informationsbedürfnisse haben. Die Herausforderung für die IR ist es die unterschiedliche Interessenslage der Zielgruppen zu berücksichtigen. Sowohl institutionelle Investoren als auch Privatanleger\*innen sollen möglichst schnell die für sie relevanten Informationen finden und verwenden können (Piwinger 2021, 7). Meckel et al. (2008, S. 51) stellen fest, dass der Geschäftsbericht gar nicht alle Anforderungen erfüllen kann.

Die Anforderungen der Adressat\*innen haben zugenommen, neben der Erfüllung der Rechnungslegungsvorschriften auf nationaler und internationaler Ebene müssen sie den erhöhten Anforderungen der Stakeholder gerecht werden (Piwinger 2014, 787-788).

Der Geschäftsbericht ist ein Teil der gesamten Kommunikationsstrategie und muss in diese eingebettet werden. Im Rahmen der Digitalisierung ist hier das Informationsangebot gestiegen. Neben der IR-Webseite zum Abrufen aller wichtigen Daten wird Social-Media zur Informationsverbreitung verwendet. Ein Ergebnis der letzten zwei Jahre ist der direkte Kontakt via Web-Calls und Web-Konferenzen (Hoffmann, 2021, S. 5–7). Dabei wird häufig auf die IR-Webseite verwiesen, um dort alle Informationen zu verteilen. Es fehlt dafür ein zentrales Portfolio über die angebotenen Informationen (Piwinger, 2021, S. 8).

#### **3.4 Zwischenfazit**

Die Einordnung der Thematik in die entsprechenden Termini und die Theorie zeigt vor allem, dass die Gruppe der institutionellen Investoren sehr heterogen und nur schwer zu definieren ist. Dies stellt die Unternehmen und vor allem die IR vor große Herausforderungen. Die Gruppe der institutionellen Investoren lässt sich bisher kaum definieren. Die Gesetzgeber beschreiben sie als eine professionelle Anlegergruppe am Kapitalmarkt. Dies ist sehr weit gefasst und erlaubt kaum eine Einschränkung auf bestimmte Institutionen. Daher wird eine weitere Einteilung zwischen Buy-Side und Sell-Side vorgenommen. Die Sell-Side umfasst vor allem Investmentbankern und Brokerhäuser. Die Buy-Side sind institutionelle Anleger im engeren Sinne, die als Kapitalsammelstellen das Vermögen mehrerer Klienten\*innen verwalten.

Die Unternehmen haben ein eigenes Interesse daran, die Informationsasymmetrien möglichst gering zu halten, um das Vertrauen der institutionellen Anleger zu gewinnen. Der Geschäftsbericht ist ein Instrument der Kapitalmarktkommunikation, der ein umfassendes Bild über das Unternehmen vermittelt. Die Anforderungen, ihn als universelles Instrument

der Berichterstattung zu nutzen, sind extrem hoch. Die Digitalisierung hat hier einige Veränderungen gebracht und weitere Formate und Kanäle ermöglicht. Dies führt trotz der erhöhten Anzahl an Informationen nicht zwingend zum Abbau der Informationsasymmetrien, gerade weil die Investor\*innen nicht so viel Zeit und Ressourcen aufwenden können, um alle Informationen für eine rationale Entscheidung zu sichten.

## 4 Subgruppen von institutionellen Investoren

Die erste Forschungsfrage (FF1) widmet sich der Einteilung von institutionellen Investoren in Subgruppen und welche Anforderungen an die jeweiligen Gruppen gestellt werden. Dazu wird eine Literatur Recherche durchgeführt, um zu analysieren, wie verschiedene Autor\*innen das Interessensfeld beschreiben und definieren (Jesson et al., 2011, S. 79–80). Die Ergebnisse dieses Literatur Reviews werden im ersten Teil dieses Kapitels systematisiert. Das Ziel ist die kritische Würdigung der Gruppierung durch die Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH (GAC). Die Struktur und Inhalt dieser Datenbank werden im zweiten Kapitel anhand von drei zentralen Leitfragen erläutert. Abschließend werden die Erkenntnisse in einem Zwischenfazit als Grundlage für die weitere Arbeit zusammengefasst.

### 4.1 Kriterien zur Einteilung in Subgruppen

Zur Einteilung institutioneller Investoren in Subgruppen wird ein Literatur Review durchgeführt, da dieses darstellt, wie verschiedene Autor\*innen das Themengebiet beschreiben und definieren. Booth et al. (2016, S. 46) argumentiert, dass diese Methode mittels einer qualitativen Synthese zur Erstellung von homogenen Gruppen geeignet ist. Limitiert wird diese Methodik durch die offene und flexible Gestaltung im Research Prozess, welcher keinen definierten Methodenreport vorgibt (Jesson et al., 2011, S. 74).

Wie in Kapitel 3.1 bereits erläutert, gibt es keine allgemein gültige Definition für institutionelle Investoren. Daher werden häufig die Institutionen, die Gegenstand der Forschungsarbeit sind, aufgelistet. Ryan und Schneider (2002, S. 557) zählen private und öffentliche Pensionsfonds, Mutual Fonds, Versicherungen und Banken auf. Staaten, Kommunen, Broker und alle weiteren Institutionen, die nicht in diese Auflistung fallen, fassen sie unter „Andere“ zusammen. Eine solche Auflistung hat jedoch keinen Anspruch auf Vollständigkeit und ist nur für diese eine Forschung gültig. Daher widmet sich die Forschung verschiedenen Ansätzen der Charakterisierung und schlägt verschiedene Möglichkeiten zur Gruppierung vor.

Die Einteilung erfolgt, wie zuvor beschrieben (Kapitel 3.1) in Sell-Side und Buy-Side (Enke & Reimann, 2003, S. 2–3). Eine Alternative ist die Einteilung in traditionelle institutionelle Investoren und in Hedgefonds (Schmolke, 2007, S. 706). Der Begriff „traditionell“ bietet hier ähnlich wenig konkrete Anhaltspunkte wie die Einordnung nach „professionellen“ Anleger\*innen. Schmolke (2007, S. 706–707) zählt Investmentfonds, Banken,

Versicherungen sowie Pensionsfonds zu den „gewöhnlichen“ Institutionen und grenzt sie von den Hedgefonds ab. Celik und Isaksson (2013, S. 8) ergänzen diese Einteilung um eine dritte Kategorie. Die „traditionellen“ Institutionen (Pensionsfonds, Investmentfonds und Versicherungen) werden von den „alternativen“ institutionellen Investoren wie Hedgefonds, Private-Equity-Firmen und Exchange-Traded-Fonds (ETF) abgegrenzt. Die dritte Kategorie umfasst Asset Manager, die im Auftrag für ihre Klient\*innen investieren.

Diese Formen der Gruppierung ist sehr grob und wird der extremen Heterogenität der Gesamtgruppe mit den einzelnen Anforderungen nicht gerecht. Daher gibt es die Ansätze nach der Anlagestrategie zu kategorisieren (Binder-Tietz & Frank, 2021; Kirchhoff, 2009; Nix, 2009).

<b>Investorentyp</b>	<b>Interesse</b>	<b>Verhalten</b>	<b>Werte</b>
<b>Growth-Investor</b>	Überdurchschnittliches Wachstum	sehr flexibel, risikoaffin und hoher Performance-Druck	Wachstumsbranchen
<b>Value-Investor</b>	eigene Bewertungsmethoden mit Fokus auf Sektor und Strategie	Langfristig mit einem intensiven Entscheidungsprozess	Gute Wachstumsaussichten und Unternehmen in der Restrukturierung
<b>Income-Investor</b>	Hohe Dividendenrendite und Free Cash Flow	Langfristig, konservativ, risikoavers	Versorger- und Energiewerte, Immobilien
<b>Passiv/ Index Investor</b>	Abbildung eines Indexes	Kaum Research, Kostenbewusst	Aktienindizes
<b>Nachhaltige Investments</b>	Orientierung an den ESG und SDG Kriterien	Profit bei positivem Beitrag für die Gesellschaft	Nach Nachhaltigkeitsindizes
<b>Hedgefonds</b>	Long- und/oder Short- Strategien	Risikoaffin, Aktiv, Absolute Return und Trading-Strategien	Arbitragemöglichkeiten und Unternehmen in speziellen Situationen

Tabelle 2: Investorentypen nach Anlagestrategie (Nach Kirchhoff, 2009, S. 49–50)

Die Tabelle 2 zeigt eine Übersicht über identifizierte Investorentypen anhand ihrer Investmentstrategie. Die Einteilung anhand der strategischen Ausrichtung ist insofern sinnvoll, als dass die Portfoliomanager\*innen sowie die Kund\*innen die Grundlage für die Investitionsentscheidungen definiert haben und die Anlagestrategie nachvollziehbar ist. Die Kriterien für die Einteilung sind vielfältig. Zum einen wird nach dem Anlagehorizont zwischen langfristig und kurzfristig unterschieden. Passive Anlagestrategien sind eher langfristig ausgerichtet, während aktive Managements sowohl lang- als auch kurzfristig sein können (Binder-Tietz & Frank, 2021, S. 3). Index-Investoren sind ein Beispiel für passive und langfristige Investitionen, da sie sich vorrangig an bereits gebildete Indizes halten. Hedgefonds liegen hier auf der anderen Seite, sie zeichnen sich durch ein sehr aktives und kurzfristiges Management aus.

Zum anderen kann zwischen Value- und Growth-Strategien unterschieden werden. Bei der Value-Strategie geht es darum unterbewertete Unternehmen zu identifizieren, deren Wert sich in der Zukunft steigern wird. Hier ist eine umfangreiche Recherche notwendig, um die entsprechenden Titel zu finden. Growth-Investoren betrachten eher Sektoren und identifizieren die Wachstumschancen einer Branche und deren einzelne Unternehmen (Binder-Tietz & Frank, 2021, S. 4).

Ein weiteres Unterscheidungskriterium ist der Analyseansatz. Es wird in Top-Down- und Bottom-Up-Ansatz unterschieden. Der Top-Down-Ansatz schließt von makroökonomischen Daten auf die Branche und das Unternehmen, während der Bottom-Up-Ansatz von den Unternehmen auf das Wachstum der Branche schließt (Binder-Tietz & Frank, 2021, S. 4). Income- und Index-Investoren arbeiten eher mit einem Top-Down-Ansatz, indem sie die gesamte Situation der Volkswirtschaft oder der Branche bewerten und auf dieser Basis Investitionsentscheidungen treffen.

Das letzte hier zu nennende Kriterium ist die Unterteilung in aggressive und defensive Strategien. Die defensiven Strategien haben das Ziel nachhaltig Ertrag bei geringem Risiko zu erreichen. Aggressive Investitionsstrategien fokussieren sich bewusst auf die Wertschwankungen, um den Ertrag so zu maximieren und nehmen das Risiko in Kauf (Binder-Tietz & Frank, 2021, S. 4). Growth- Investoren und Hedgefonds verfolgen tendenziell aggressive Investmentstrategien, während Income-Investoren und Institutionen, welche großen Wert auf Nachhaltigkeit legen, eher defensive Strategien anwenden.

In dieser Art der Gruppierung werden verschiedene Faktoren verwendet, um Stereotypen für institutionelle Investoren zu erstellen. Hier ist zu beachten, dass die Anlagestrategien nicht

eine der Gegensätze erfüllen muss, sondern diese Kriterien als Skalen zu verstehen sind (Nix, 2009, S. 342).

Eine weitere Form der Gruppierung ist die Einteilung nach dem Anlagehorizont. Dies erfolgt anhand der Skala von lang- zu kurzfristig und sortiert die verschiedenen Institutionen in vier Gruppen ein. Die erste Gruppe sind Institutionen, die sehr langfristig mit über fünf Jahren Anlagehorizont investieren, wie Pensionsfonds. Die zweite Gruppe investiert mittelfristig in einem Zeitraum von einem bis fünf Jahren, dazu gehören Lebensversicherungen. Als kurzfristig werden Institutionen wie Mutual Fonds eingeordnet. Die vierte Kategorie sind Closed-End-Funds, wie Hedgefonds, die sehr kurzfristig handeln (Davis & Steil, 2001, S. 12).

Der Vorteil dieser Kategorisierungssysteme ist, dass sie international funktionieren. Sie betrachten aber nicht die gesellschaftliche Verantwortung und gesetzlichen Rahmenbedingungen von institutionellen Investoren. Einen solchen Ansatz verfolgt die Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH (GAC), welcher im Folgenden erläutert wird.

### **4.2 Gruppierung nach der GAC**

Die Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH (GAC) wurde 2014 gegründet, um unabhängige Informationen an Entscheidungsträger\*innen zu liefern und sie in ihren Entscheidungen zu unterstützen. Dafür hat das Unternehmen eine Datenbank für die Länder Deutschland, Österreich und die Schweiz aufgebaut, die institutionelle Investoren listet und analysiert. In den Reports und Publikationen werden verschiedene Investorengruppen auf ihre Investorenstruktur, Asset Allokation, Benchmark und dem Kapitalvolumen analysiert. Jede gelistete Kapitalsammelstelle hat ein individuelles Profil. Diese Datenbank mit über 500 verschiedenen institutionellen Investoren in verschiedenen Subgruppen soll in dieser Arbeit als Grundlage für den weiteren methodischen Zugang dienen. Daher beschäftigt sich dieses Kapitel im Folgenden mit drei analytischen Fragen, um die Struktur und Inhalte dieser Datenbank und damit der Datengrundlage offenzulegen:

- In welche Gruppen können institutionelle Investoren generell und länderspezifisch untergliedert werden und welche länderspezifischen Unterschiede lassen sich identifizieren?
- Welche Entwicklung zeichnet sich in den letzten Jahren in Bezug auf die Zusammensetzung der institutionellen Investoren ab?

- Inwieweit bestehen zwischen den identifizierten Gruppen Unterschiede in Bezug auf Veranlagungsziele und -verantwortung?

#### 4.2.1 Deutschland

Für Deutschland unterteilt die GAC die Kapitalsammelstellen in elf Gruppen.

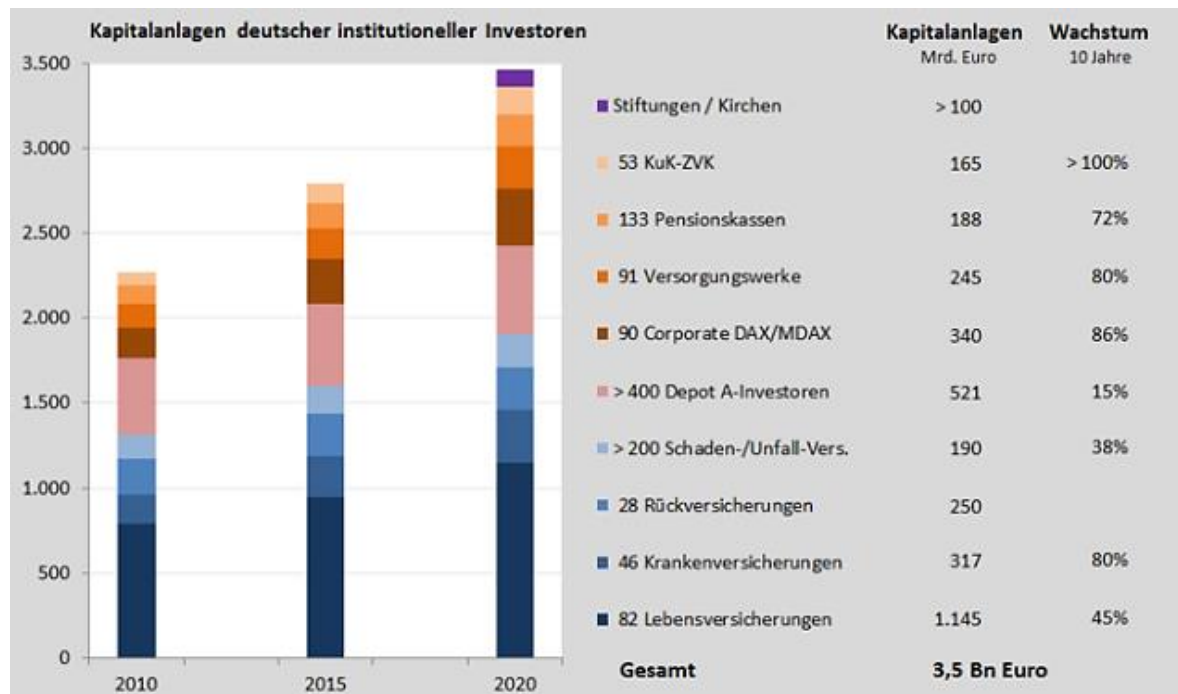


Abbildung 3: Kapitalanlagen institutioneller Investoren in Deutschland (GAC, 2021i)

Die Gruppe der Corporates des DAX und MDAX bezeichnen Unternehmen, die Vermögen zur betrieblichen Altersvorsorge der Mitarbeiter\*innen anlegen (GAC, 2021c, S. 4). Versorgungswerke halten in Deutschland 2020 ein Anlagevolumen von 245 Mrd. €. Sie repräsentieren alle Institutionen, welche die Vorsorge für kammerfähige, aber freie Berufsgruppen sichern (GAC, 2021r, S. 5). Die GAC listet außerdem 133 Pensionskassen im Jahr 2020 (GAC, 2021i). In der Gruppe der KuK-Einrichtungen sind Zusatzversorgungskassen für kommunale und kirchliche Einrichtungen zusammengefasst (GAC, 2020d, S. 4). Die größte Anzahl an Institutionen bilden die Depot-A Investoren. Hier werden Sparkassen und Genossenschaftsbanken in Deutschland zusammengefasst (GAC, 2021n, S. 4). Versicherungen umfassen in der Gliederung der GAC private Kranken- und Lebensversicherungen. Das größte Asset Volumen verwalten die Lebensversicherungen. Insgesamt haben deutsche Lebensversicherungen 1.145 Mrd. € Kapitalanlagen mit einem Wachstum über die letzten 10 Jahre von 45,0 % (GAC, 2021i). Unter SGB-Investoren werden die Sozialversicherungsträger wie gesetzliche Krankenkassen, Renten-,

Arbeitslosen- und Unfallversicherungen sowie Gesundheitsfonds zusammengefasst (GAC, 2019c, S. 2). Die jüngst hinzugefügte Gruppe sind Stiftungen, Kirchen und Bistümer. Zusätzlich definiert die GAC Pensionsfonds und Anstalten wie Radio und Fernsehen als einzelne Kategorien, welche in der Grafik (Abbildung 3) nicht ausgewiesen sind (GAC, 2020f, S. 5).

Jede der Gruppen wird im Folgenden detaillierter betrachtet.

##### ***Corporates DAX/MDAX***

Corporates umfassen Unternehmen im DAX und MDAX, welche zum Zweck der betrieblichen Altersversorgung Finanzmittel anlegen. Neben der Absicherung über Lebensversicherungen hat die Direktzusage der Unternehmen den höchsten Stellenwert in Deutschland (GAC, 2021c, S. 4–5). Ende 2020 waren 90 Unternehmen durch die GAC vermerkt, die zusammen ein Vermögen von 340 Mrd. € zu diesem Zweck verwalten. In den letzten 10 Jahren hat ihre Bedeutung zugenommen. Mit 86,0 % erreichen Corporates das zweitstärkste Wachstum (siehe Abbildung 3). Die Institutionen investieren vermehrt im eigenen Land, etwa 60,0 % der Kapitalanlagen betreffen inländisches Planvermögen (GAC, 2021a, S. 1). In Deutschland haben Corporates bisher keine Verpflichtung diese Alterssicherungen mit Kapital zu unterlegen oder spezielle Anlageverordnungen zu beachten. Erst seit 2018 gibt es Bestrebungen zur Reform (GAC, 2021c, S. 6). Die Erfüllung der Pensionspflicht kann über Pensionsrückstellungen der Unternehmen erfolgen oder durch externe Einheiten. Die externen Dienstleister sind Treuhänder, Pensionsfonds, eigenen Pensionskassen oder Unterstützungskassen (GAC, 2021c, S. 7–8). Die Asset Allokation verteilt sich im Durchschnitt auf 53,0 % festverzinsten Anlagen, 22,0 % Aktien, 5,0 % Immobilien und 7,0 % Alternative Anlagen. Seit 2008 liegt die Aktienquote konstant bei 20,0 % - 25,0 %. Jedes fünfte Unternehmen hat eine Aktienquote von 30,0 % im Anlageportfolio (GAC, 2021b, S. 11). Insgesamt ist die Transparenz aufgrund der Veröffentlichungspflichten bei Corporates sehr hoch. Jedoch ist die Subgruppe in sich sehr heterogen aufgrund der verschiedenen Umsetzungsmöglichkeiten der Veranlagung. Die Aktienquote ist im Vergleich zu anderen Investorengruppen höher, weil hier auch die Freiheiten in den Anlagerichtlinien ausgenutzt werden. Insgesamt verläuft die Asset Verteilung seit Jahren sehr konstant und ist durch mehrjährige Pläne geprägt. Kurzfristige und große Anpassungen erfolgen nur bei vereinzelten Corporates (GAC, 2021b, S. 15).

### ***Versicherungen***

Unter Versicherungen werden sowohl Lebens- als private Krankenversicherungen zusammengefasst. Gemeinsam halten sie das größte Anlagevolumen unter den institutionellen Investoren.

Lebensversicherungen sind der wichtigste Baustein der privaten Altersvorsorge in Deutschland. Ende 2020 bestanden fast 82 Mio. Lebensversicherungsverträge in Deutschland auf 82 Unternehmen verteilt. Dementsprechend hoch ist auch das Anlagevermögen mit 1.145 Mrd. € (siehe Abbildung 3). Seit 2004 nimmt die Anzahl der Lebensversicherungsunternehmen ab. In diesen 15 Jahren ist die Anzahl um 20 Unternehmen zurückgegangen (GAC, 2021g, S. 5). Rechtlich sind Lebensversicherungsunternehmen Individualversicherungen, die gesetzlich dazu veranlasst sind alle Verpflichtungen gegenüber den Vertragspartner\*innen mit entsprechenden Finanzinstrumenten abzudecken. Das Risiko wird dabei auf die Rechnung der Versicherungsnehmer\*innen gehalten (GAC, 2021g, S. 8). Die Aufsicht obliegt der BaFin und bezieht sich hauptsächlich auf die Solvenz Aufsicht auf Basis des Versicherungsaufsichtsgesetzes. Dabei stehen die Sicherheit und Rentabilität im Fokus. Seit 2016 sind Lebensversicherungen an Solvency II gebunden, wodurch die Grundsätze der Kapitalanlagen stärker reguliert sind. Jede der Kapitalsammelstellen muss einen internen Anlagekatalog zur Sicherheit, Qualität, Liquidität sowie Rentabilität erstellen und ein strengeres Risikomanagement befolgen. Seit 2019 hat sich auch die Informationspflicht und Transparenz gegenüber den Versicherungsnehmer\*innen verschärft (GAC, 2021g, S. 8). Die Gruppe der Lebensversicherungen ist sehr heterogen in sich und wird nach verschiedenen Arten kategorisiert (GAC, 2021g, S. 9):

- nach der Bestimmung der Versicherungsleistung
- nach der Art der Versicherungsleistung
- nach der Anzahl der versicherten Personen
- nach der Art der Beitragszahlung und der Flexibilität bei den Beiträgen und Leistungen

Die Verteilung des Vermögens auf die Assets ist konservativ geprägt. Bisher wurden über 50,0 % des Vermögens in direkte Renten investiert, seit der Finanzkrise 2008/2009 ist der Anteil bis Ende 2020 auf 43,0 % gesunken. Dafür hat der Anteil an Renten-, Aktien- und

Immobilienfonds um 15,0 % zugenommen. Die Aktienquote liegt im Durchschnitt bei 4,0 %. Jede sechste Lebensversicherung hat gar keine Aktien im Portfolio (GAC, 2021h, S. 17–18).

Eine ähnliche Entwicklung zeigt sich bei den privaten Krankenversicherungen. Ende 2020 waren 46 Unternehmen der BaFin gemeldet. Sie verwalten 316 Mrd. € an Anlagevermögen am Kapitalmarkt mit einer steigenden Tendenz. Auch hier zeigt sich ein Trend, weniger Vermögen in direkte Renten zu investieren. Im Jahr 2012 war die Quote noch bei 72,0 % Ende 2020 war der Anteil nur noch 55,0 %. Dies wird durch Investmentanteile ausgeglichen. Dabei liegt der Aktienanteil im Durchschnitt bei 6,0 % (GAC, 2021f, S. 1–2).

Das Niedrigzinsumfeld hat die Versicherungen dazu bewegt, ihre statischen Anlageportfolios umzustrukturieren. Dennoch ist der Aktienanteil sehr gering und zum Teil gar nicht vorhanden. Hier liegt eine Herausforderung für die IR, diese kapitalstarke Zielgruppe zu erreichen.

#### ***Versorgungswerke***

Versorgungswerke sichern die Altersvorsorge für kammerfähige, aber freie Berufe. Gegründet wurde diese Art der Absicherung 1923 für Ärzt\*innen, weil für diese Berufsgruppe die Alterssicherung nach dem ersten Weltkrieg in der Wirtschaftskrise nicht gesichert werden konnte. Eine ähnliche Entwicklung zeigte sich 1945 für weitere freie Berufe in Deutschland. Mit der Rentenreform 1957 können sich Angestellte von der gesetzlichen Rentensicherung befreien, was zu einer Neugründung vieler Versorgungswerke für diese Berufsgruppen führte (GAC, 2021r, S. 5). Ende 2021 existieren 92 Versorgungswerke in Deutschland mit einem Anlagekapital von 243 Mrd. €. Als selbstverwaltete Körperschaften öffentlichen Rechts unterstehen die Institutionen der Versicherungsaufsicht der jeweiligen Bundesländer. Die Kapitalvorschriften sind im Versicherungsgesetz (VAG) festgeschrieben und definieren ein Risikomanagementsystem der Stufe 1 bis 3 für das Gesamtvermögen der einzelnen Versorgungswerke. Je nach Risiko sind entsprechende Rücklagen und zusätzliche Prüfpflichten einzuhalten. Die Anlageverordnung legt außerdem eine Streuungsquote für die Vermögensanlage fest. Das Risikokapital darf 35,0 % nicht überschreiten, die maximale Quote für Immobilien liegt bei 25,0 %, für Beteiligungen 15,0 % und für Alternatives bei 7,5 %. (GAC, 2021r, S. 8). Die Selbstverwaltung erlaubt den Mitgliedern der Versorgungswerke ihre eigenen Vertreter\*innen zu wählen. Daher ist gerade auf der Ebene der Kapitalanlage die Nachfrage

an externen Finanzdienstleistungsunternehmen besonders hoch. Zusätzlich hat sich ein Dachverband für alle Versorgungswerke in Deutschland (Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e.V.) gebildet, welcher in Arbeitskreisen Fragen zu Recht und Kapitalanlagen behandelt (GAC, 2021r, S. 9). Versorgungswerke haben einen kontinuierlichen, natürlichen Zuwachs an Neuzugängen und wachsen daher dauerhaft. Das Kapitalanlagevolumen hat sich von 2010 (137 Mrd. €) zu 2020 (243 Mrd. €) fast verdoppelt (GAC, 2021q, S. 10). Der Aktienanteil über alle Werke lag 2020 konstant bei 17,0 %. Vor 10 Jahren lag der Anteil jedoch noch bei 9,0 % und ist seitdem kontinuierlich gestiegen. In dieser Subgruppe gewinnen Aktien zu Lasten von Bonds an Relevanz, um die gesetzlichen Anlageziele trotz des niedrigen Zinsumfeldes zu erreichen (GAC, 2021q, S. 20). Ein weiteres Ergebnis dieser Entwicklung ist die stärkere Diversifikation im Portfolio, welche auch für die kommenden Jahre weiter erwartet wird, solange es keine Anpassung der regulatorischen Anlegergrenzen gibt (GAC, 2021q, S. 33). Für die IR ist diese Zielgruppe zwischen den institutionellen Investoren eine Besonderheit, weil sie per Definition zu den professionellen Anlegern am Kapitalmarkt zählen, ihr eigenes Know-How aber nicht zwangsläufig ausgeprägt ist.

#### ***Pensionskassen***

Pensionskassen sind aufgrund von ihrer stärkeren Regulierung von Pensionsfonds abzugrenzen. Die Kassen gehören in Deutschland zum betrieblichen Zusatzsystem der Altersvorsorge und sind rechtlich selbstständige Versicherungsunternehmen (GAC, 2021l, S. 4). Ursprünglich waren Pensionskassen Versorgungseinrichtungen von einzelnen großen Konzernen und branchenbezogen. Nach dem Inkrafttreten des Altersvermögensgesetzes 2002 hat sich die Systematik geändert und führte zur Neugründung einiger Institutionen, die für alle Arbeitnehmer\*innen zugänglich sind. Ende 2020 wurden 135 Pensionskassen registriert. Diese Form der Alterssicherung hat jedoch seit 1975 (235 Pensionskassen) stark abgenommen. Die Reform 2002 führte zwar zu einigen Neugründungen, doch seit 2005 sinkt die Anzahl aufgrund des Konzentrationsprozesses weiter. Zum einen gibt es einen natürlichen Schrumpfungsprozess, aufgrund von Neugründungen und der Verteilung der Arbeitnehmer\*innen auf diese. Zum anderen unterliegen Pensionskassen steigenden regulatorischen Anforderungen, denen kleinere Unternehmen nicht standhalten können. Der Konzentrationsprozess wird sich in den kommenden Jahren also weiter beschleunigen (GAC, 2021l, S. 5). Obwohl die Anzahl der Pensionskassen sinkt, steigt deren Anlagekapital

kontinuierlich. 2020 verwalteten Pensionskassen 186 Mrd. € Kapital und hatten in den vorherigen 10 Jahren eine Steigerung von 72,0 % (siehe Abbildung 3). Pensionskassen werden als Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit oder Aktiengesellschaft geführt und unterliegen damit der Aufsicht durch die BaFin. Ihre Aufgabe besteht in der Absicherung von entfallendem Erwerbseinkommen für versicherte Personen (GAC, 2021I, S. 7). Seit 2019 unterliegen alle Pensionskassen einer verstärkten Informationspflichtverordnung, welche transparente Offenlegung für Risiken, Kosten und Anlageprofil einfordert und eine Risikoprüfung vorsieht. Außerdem sind Pensionskassen in EU-Aktionsplan Sustainable Finance inkludiert und somit dem Plan einer einheitlichen Taxonomie für ESG- Investments unterlegen (GAC, 2021I, S. 9). Die Gruppe wird in verschiedene Typen von Pensionskassen unterschieden (GAC, 2021I, S. 10):

- Firmen- oder Konzern-Pensionskassen, die als traditionelle betriebliche Pensionskassen die Versorgung der Belegschaft eines Unternehmens sichern.
- Gruppen- oder Branchen-Pensionskassen, die Leistungen für die Belegschaft mehrerer unabhängiger Unternehmen einer Branche anbieten.
- Wettbewerbs-Pensionskassen (überbetriebliche Pensionskassen), die mehr oder weniger allen Arbeitnehmer\*innen zur Verfügung stehen und mit der Reform 2002 eingeführt wurden.

Die Asset Allokation erfolgt nach den Grundsätzen der Sicherheit, Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität und einer ausreichenden Diversifikation und wird von der BaFin überwacht. Das Portfolio unterliegt auch wie zuvor bei den Vorsorgewerken strengen Quoten. Das niedrige Zinsumfeld zwingt die Pensionskassen dazu vermehrt Risiken einzugehen. So ist der Anteil an direkter Rentenanlagen kontinuierlich zurückgegangen, dafür haben sich die Aktien- und Investmentanteil seit 2010 fast verdreifacht (GAC, 2021m, S. 12). Hier diversifizieren traditionelle betriebliche Pensionskassen deutlich stärker und halten 2020 im Portfolio Aktienanteile von 10,0 % im Durchschnitt während überbetrieblicher Pensionskassen bei knapp 3,0 % liegen (GAC, 2021m, S. 17). Grundsätzlich ist die Gruppe der Pensionskassen in sich heterogen, vor allem zwischen traditionellen betrieblichen Pensionskassen und den überbetrieblichen Pensionskassen gibt es Unterschiede in ihrer Anlagepräferenz und somit auch in ihren Ansprüchen. Aufgrund der starken Regulierung durch die BaFin sind Pensionskassen trotz des Niedrigzinsumfeldes stark eingeschränkt. Seit

einigen Jahren wird der Anteil an Aktien und Immobilien ausgebaut und gewinnt für die Institutionen an Bedeutung (GAC, 2021m, S. 29).

#### ***KuK – kommunale und kirchliche Einrichtungen***

In dieser Gruppe werden Institutionen zusammengefasst, welche die Beamtenversorgung im Rahmen betrieblicher Zusatzsysteme sichern. Leistungsempfänger\*innen sind Tarifbeschäftigte in kommunalen und kirchlichen Einrichtungen. Ende 2020 waren 53 Institutionen gemeldet (siehe Abbildung 3). Zusammen verwalten sie über 165 Mrd. € Anlagekapital. Diese Einrichtungen sind in der Arbeitsgemeinschaft kommunale und kirchliche Altersversorgung e.V. organisiert (GAC, 2020d, S. 5). Erst 2001 entstand ein Beitragssystem wie in der Privatwirtschaft auch für Leistungen im öffentlichen Dienst. Zuvor standen die Zusatzversicherungen, die den Beschäftigten eine ähnliche Versorgung wie Beamten zusichern sollten, stark in Kritik, weil es zahlreiche ungedeckte Anwartschaften gab. Im Gegensatz zur Versorgung der Privatwirtschaft unterstehen diese Einrichtungen nicht der BaFin. Kirchliche Institutionen unterstehen der jeweiligen Landeskirche und kommunale Einrichtungen werden von den Bundesländern geprüft. Dabei orientieren sie sich am Versicherungsaufsichtsgesetz, sind diesem aber nicht verpflichtet (GAC, 2020d, S. 7). Es lassen sich in drei Typen unterscheiden (GAC, 2020d, S. 8):

- Einrichtungen der Beamtenversorgung sind Versorgungskassen, die sowohl die Regelsicherung als auch die Zusatzversorgung ausschließlich für Beamte sicherstellt.
- Zusatzversorgungskassen richten sich an Arbeitnehmer\*innen des kirchlichen und öffentlichen Dienstes und ergänzen die gesetzliche Rentenabsicherung.
- Pensionskassen und -fonds für Kultureinrichtungen leisten die Versorgung für diese spezielle Branche und orientieren sich an den Tarifverträgen.

Die Asset Allokation ist sehr heterogen und schwankt stark. Der Rentenanteil liegt bei 40,0 % bis 70,0 %, die Aktienquote liegt zwischen 5,0 % und 30,0 %, Immobilien schwanken zwischen 29,0 % und 6,0 %. Im Durchschnitt lag die Aktienquote bei 18,0 % und damit im Vergleich zu anderen Gruppen sehr hoch (GAC, 2020e, S. 13). Dies ist darin begründet, dass KuK Einrichtungen nicht an die strengen Regelungen der BaFin gebunden sind und auch die Transparenz geringer ist. Dadurch haben sie mehr Spielräume die niedrigen Zinsen auszugleichen. Sie sind ihren teilweise sehr risikoaversen Mitgliedern verpflichtet, erhalten

aber zusätzliche Unterstützung, weil der Staat für ausgesprochene Leistungen haftet (GAC, 2020e, S. 17).

#### ***Pensionsfonds***

Pensionsfonds sind 2002 als Direktzusage für die betriebliche Altersversorgung zugelassen worden. Damit wurde eine Alternative zu den streng regulierten Pensionskassen gebildet, die vor allem in der Vermögensveranlagung mehr Freiheiten nutzen kann. Ende 2019 waren 34 Pensionsfonds gelistet, die zusammen 49 Mrd. € an Anlagekapital verwalten. Mit der Zulassung 2002 entstanden erst 18 Institutionen. Erst seit 2016 gibt es vermehrte Neugründungen (GAC, 2020f, S. 5). Pensionsfonds haben ausschließlich der Funktion eine unmittelbare Versorgung für Arbeitnehmer\*innen zu sichern. Dazu werden sie von der BaFin hauptsächlich wegen der Kapitalanlagen geprüft, da sie dem Versicherungsaufsichtsgesetz unterliegen, aber nicht dem Kapitalanlagegesetz und in ihrer Anlagequote frei sind. In der Praxis sind Pensionsfonds meist Aktiengesellschaften. Weil sie so frei in ihrer Kapitalanlage und Sicherung sind, müssen sie keine Leistungen in jedem Fall garantieren. Dies unterscheidet sie von Pensionskassen (GAC, 2020f, S. 7). Die Typisierung innerhalb der Gruppe ist identisch mit den Pensionskassen. Es wird in betriebliche Pensionsfonds für Firmen, in Branchenpensionsfonds und in überbetriebliche Wettbewerbspensionsfonds unterschieden (GAC, 2020f, S. 9). Die Verteilung des Anlagekapitals auf die Assetklassen ist sehr unterschiedlich. Der Aktienanteil reichte 2019 bis zu 40,0 % und lag im Durchschnitt bei 25,0 %. Den größten Teil machen Renten mit durchschnittlich 63,0 % aus. Alternatives und Immobilien liegen nur bei 5,0 % (GAC, 2020g, S. 13). Die Unternehmens-Pensionsfonds gewichten stärker zugunsten von Aktien, während die Wettbewerbs-Pensionsfonds mehr auf festverzinsliche Wertpapiere setzen (GAC, 2020g, S. 16).

#### ***Depot-A***

In diese Gruppe werden Sparkassen und Genossenschaftsbanken zusammengefasst. Sparkassen erfüllen als öffentlich-rechtliche Institute die Aufgabe der regionalen Bevölkerung Zugang zur Kreditversorgung und zur Geldanlage zu ermöglichen. Zu den Genossenschaftsbanken gehören die Volksbanken und Raiffeisenbanken, Spar- und Darlehenskassen, PSD Banken und genossenschaftliche Spezialinstitute. Seit 2004 gibt es einen starken Rückgang an Sparkassen und Genossenschaftsbanken (GAC, 2021n, S. 5–7). Ende 2020 waren über 400 Depot-A Investoren vermerkt, die insgesamt 521 Mrd. € als

Kapitalanlage verwalten. Damit sind sie die größte Gruppe und haben das zweithöchste Anlagevolumen (siehe Abbildung 3). Das Anlagemanagement ist durch drei Ziele geprägt. Zum einen die Sicherung und Bevorratung der Liquidität, zum anderen die Erzielung angemessener Ergebnisse und zuletzt die Diversifikation des Risikos. Darüber steht die oberste Aufgabe die liquiden Mittel, die nicht durch Kredite vergeben sind, zu stabilisieren. Daher zeichnen sich Depot-A Investoren durch eine risikoaverse Investitionspolitik aus (GAC, 2021n, S. 8). Durch die niedrigen Zinsen waren aber auch diese Einrichtungen gezwungen breiter zu streuen. Ende 2021 bestanden 67,0 % der Veranlagung aus Schuldverschreibungen und 33,0 % aus Spezialfonds. Dieser Anteil ist seit 2012 (23,0 %) stark gewachsen (GAC, 2021o, S. 13). Damit hat sich auch die Aktienquote leicht erweitert. Die Gruppe ist aber sehr heterogen, weil das Anlagevolumina und die Anlageziele regional sehr unterschiedlich sind (GAC, 2021o, S. 19).

#### ***SGB-Investoren***

Als SGB-Investoren werden die Sozialversicherungsträger bezeichnet. Darunter fallen die gesetzliche Krankenkasse sowie Unfall-, Renten- und Arbeitslosenversicherung. Ende 2018 hielten sie ein Anlagevolumen von 100 Mrd. €. Weil Sozialversicherungsträger keinen privatwirtschaftlichen Zweck verfolgen, sind sie in der Kapitalanlage stark reguliert. Das Anlageziel liegt in der Sicherstellung der Leistungsfähigkeit durch Liquiditätspuffer, Rücklagen und Rückstellungen. Die Sicherheit und ein geringes Risiko ist für die Anlageentscheidung die oberste Priorität, an der auch der angemessene Ertrag bemessen wird. Erst als Reaktion auf das niedrige Zinsumfeld dürfen SGB-Investoren seit 2015 indirekt über Fonds in Unternehmensanleihen investieren. Seit 2017 sind außerdem indexorientierte Aktien erlaubt (GAC, 2019c, S. 1).

#### ***Stiftungen und Kirchen***

Stiftungen und Kirchen wurden erst 2019 in die Datenbank der GAC aufgenommen. Untersucht wurden 31 Stiftungen mit einem Mindestvolumen von 100 Mio. € Marktwert. Die Auflistung entspricht daher nicht der Vollständigkeit. Grundsätzlich gibt es für Stiftungen keine Regulierung in der Asset Allokation. Sie streben nach Kapitalerhalt und regelmäßiger Ausschüttung, um ihre gemeinnützigen Tätigkeiten aufrecht erhalten zu können. Am häufigsten investieren Stiftungen in Immobilien für die laufenden Erträge. Der Aktienanteil schwankt zwischen 0,0 % und 40,0 %. Für diese Zielgruppen sind Dividenden ein besonderer Anreiz für eine Investition (GAC, 2020b, S. 1). Unter Kirchen werden hier

vor allem die 27 katholischen Bistümer in Deutschland verstanden. Sie verwalten 28 Mrd. € Kapitalanlagen, die überwiegend konservativ veranlagt sind. Die Anlageentscheidung erfolgt nach ethischen Überlegungen. Aktien spielen eine recht große Rolle, Ende 2020 waren 19,0 % des Vermögens in Aktien investiert und 10,0 % in Immobilien (GAC, 2021p, S. 1).

### *Anstalten und Organisationen*

Hierunter fasst die GAC vor allem regionale und überregionale Fernseh- und Rundfunkanstalten in Deutschland. Im Jahr 2019 wurden 11 Institutionen dazu gezählt mit einem Anlagevermögen von 5.949 Mio. € im Rahmen der Pensionsrückstellung. Die Portfolio Zusammensetzung besteht in den meisten Fällen aus über 55,0 % bis 70,0 % Renten und zwischen 20,0 % und 30,0 % Aktienanteil neben einem geringen Anteil an Alternatives (GAC, 2019b, S. 2). Zu dieser Zielgruppe gibt es aber noch keine ausführliche und valide Analyse.

### 4.2.2 Österreich

In Österreich wird in fünf Subgruppen unterschieden. Zum Teil gibt es Überschneidungen mit der Gruppierung in Deutschland.

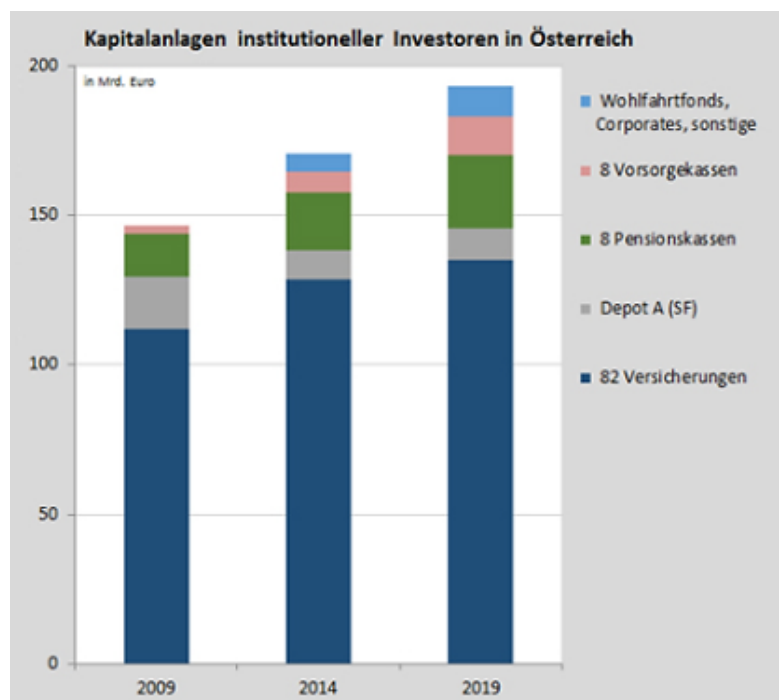


Abbildung 4: Kapitalanlagen institutioneller Investoren in Österreich (GAC, 2022a)

Die kapitalstärkste Gruppe sind auch in Österreich die Versicherungen mit 130 Mrd. € Anlagevolumen Ende 2019. Die zweite Gruppe sind Pensionskassen als Basis für die betriebliche Altersvorsorge in Österreich. Das Kapitalanlagevolumen dieser Gruppe lag 2019 bei 25 Mrd. €. Eine österreichspezifische Gruppe sind die Vorsorgekassen, als weiterer Teil der betrieblichen Vorsorge. Ihr Anlagevolumen liegt bei 15 Mrd. €. Als weitere Gruppe identifiziert die GAC Corporates. Abweichend zu der Abbildung 4 werden in der Gruppe „Sonstige“ Wohlfahrtsfonds und Depot-A Unternehmen inkludiert.

#### ***Versicherungen***

Ende 2019 waren 82 Versicherungsunternehmen am Markt gemeldet. Auch in Österreich ist die Anzahl der Versicherungen seit dem Jahr 2000 um 40 Institutionen gesunken. Rechtlich umfassen Versicherungen in Österreich Vereine, Aktiengesellschaften oder Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit. Hauptsächlich gibt es Komposit-Versicherer, die neben der Lebensversicherung auch weitere Sparten betreiben. Daher wird hier nicht in verschiedenen Arten der Versicherungsunternehmen unterschieden. Ende 2019 betrug das Kapitalanlagevolumen 130 Mrd. € und ist in den vorherigen 10 Jahren um fast 20 Mrd. € gestiegen (siehe Abbildung 4). Das Vermögen ist wie in Deutschland auch eher konservativ angelegt. Insgesamt liegt die Rentenquote bei 70,0 %. Die Aktienquote beträgt nur 4,4 % und schwankt seit 2008 nur leicht um die 4,0 % Marke. Vor der Finanzkrise hatten Aktien als Investment eine höhere Bedeutung mit fast 8,0 %. Seitdem spielen Immobilien eine größere Rolle, sodass Ende 2019 der Anteil 8,0 % betrug (GAC, 2020c, S. 1).

In der österreichischen Versicherungslandschaft zeigt sich eine ähnliche Entwicklung wie in Deutschland. Auch hier ist die Herausforderung als Unternehmen die Versicherungsunternehmen zu erreichen, da direkte Aktieninvestments bisher keine große Rolle einnehmen.

#### ***Vorsorgekassen***

Mit der Einführung des Systems „Abfertigung Neu“ 2003 in Österreich wurden Vorsorgekassen als Teil der betrieblichen Altersvorsorge gegründet. Seit der Gründung gewannen die Vorsorgekasse kontinuierlich Anwärter und damit auch Beitragszahlungen. 2020 ist das erste Jahr, in dem die Beiträge leicht gesunken sind. Das System wurde 2020 von acht aktiven Kassen getragen, die zusammen fast 15 Mrd. € an Anlagevermögen verwalten. Die Einrichtungen sind per Gesetz an spezifische Anlagevorschriften gebunden, die eine maximale Aktienquote von 40,0 % und maximal 50,0 % Investitionen außerhalb

des Euroraums vorschreiben. Diese Quoten werden jedoch gar nicht ausgefüllt, stattdessen verfolgen die Institutionen eher konservative Anlagen. Ende 2020 waren 70,0 % der Gelder in Anleihen investiert, die Aktienquote lag bei 15,0 % und der Immobilienanteil betrug 7,0 % (GAC, 2021e, S. 1).

### ***Pensionskassen***

Pensionskassen wurden 1990 in Österreich als Basis der betrieblichen Altersvorsorge eingeführt. Im Gegensatz zu den Vorsorgekassen sind sie nicht gesetzlich vorgeschrieben. Seit der Gründung steigt ihr Kapitalanlagevolumen stetig an und erreichte 25 Mrd. € im Jahr 2020. Dieses Vermögen ist auf acht Einrichtungen aufgeteilt. Auch hier findet seit 2005 ein Konsolidierungsprozess statt, durch den sich die Anzahl der Einrichtungen seitdem um 12 Stück gesenkt hat. Die Gruppe ist sehr heterogen und folgt der gleichen Einteilung wie der Pensionskassen in Deutschland nach betrieblichen und überbetrieblichen Einrichtungen. Im Vergleich zu Vorsorgekassen müssen Pensionskassen keine Kapitalgarantien aussprechen und erhalten damit mehr Freiheit in der Asset Allokation. Ende 2020 waren 36,0 % in Aktien investiert und 37,0 % in Schuldverschreibungen. Ein kleiner Teil von 6,0 % liegt in Immobilien. Generell ist aber 97,0 % des Vermögens indirekt über Investmentfonds investiert (GAC, 2021d, S. 1). Trotz dieser Einschränkung sind sie für die IR eine interessante Zielgruppe, weil ihr Aktienanteil im Portfolio im Vergleich zu anderen institutionellen Investorengruppen sehr hoch ist.

### ***Corporates ATX***

Analog zu den Corporates des DAX und MDAX legen auch Unternehmen des ATX Vermögen zum Zweck der Pensionssicherung der Mitarbeiter\*innen an. Laut den Angaben der GAC betrug das dafür vorgesehene Anlagevermögen Ende 2017 über 2.227 Mio. €. Die Asset Allokation ist in dieser Gruppe je nach Unternehmen sehr unterschiedlich. Der Rentenanteil reicht von 33,0 % bis 85,0 % und liegt im Durchschnitt bei 56,0 %. Der Aktienanteil schwankte 2017 zwischen 0,0 % und 46,0 % mit einem Schnitt von 26,0 %. Der Rest teilt sich auf Mischfonds, Einlagen, Alternatives und Immobilien auf (GAC, 2017).

### ***Sonstige***

Diese Gruppe umfasst österreichische Depot-A Investoren, Organisationen, Stiftungen und Wohlfahrtsfonds, zu denen noch keine strukturierten Daten vorliegen (GAC, 2022a). Das Anlagevermögen der Depot-A Investoren wird von der GAC für das Jahr 2019 auf etwa 10

Mrd. € geschätzt. Ihre Bedeutung hat seit 2009 deutlich abgenommen (siehe Abbildung 4). Die Entwicklung der anderen Gruppen ist bisher nicht weiter aufgeschlüsselt und zeigt wie extrem heterogen die Gruppe an sich ist und wie viel Forschungsbedarf noch besteht.

### 4.2.3 Schweiz

In der Schweiz werden die institutionellen Investoren von der GAC in sechs Gruppen eingeteilt. Die Besonderheit liegt darin, dass die verschiedenen Arten der Pensionskassen eigene Subgruppen bilden. Dies liegt darin begründet, dass die Anzahl der Pensionskassen in der Schweiz (> 1.500) sehr hoch ist im Vergleich zu Österreich (N = 8) oder Deutschland (N = 135).

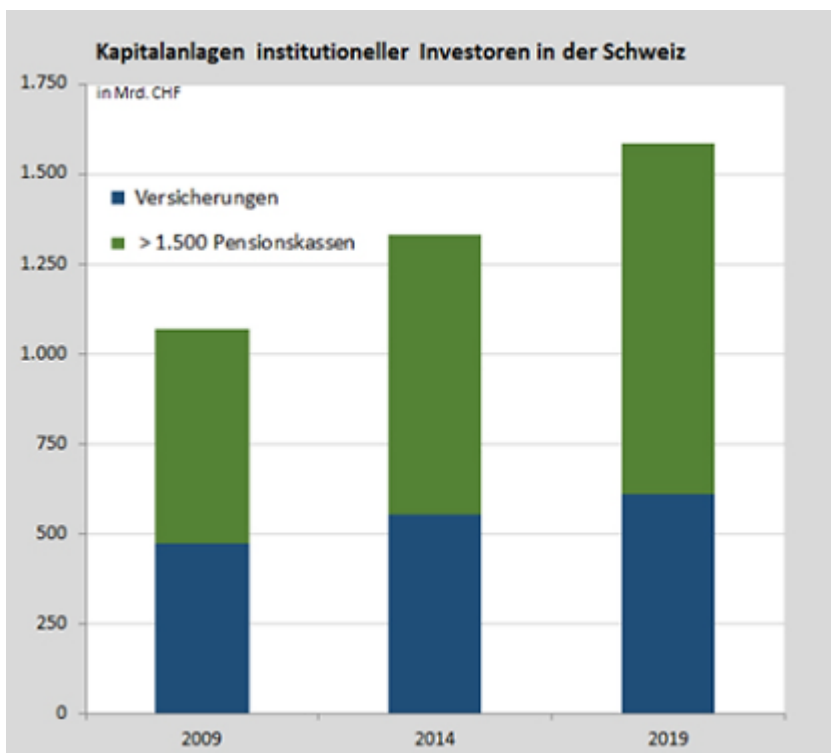


Abbildung 5: Kapitalanlagen institutioneller Investoren in der Schweiz (GAC, 2022b)

Die ersten drei Gruppen bilden daher die Öffentlichen-, Unternehmens- und Branchen-Pensionskassen. Eine weitere große und Kapitalstarke Gruppen sind die Versicherungen in der Schweiz. Außerdem werden auch hier die Corporates des SMI expanded aufgelistet. Die letzte Gruppe bilden die Sammelstiftungen der Schweiz.

#### **Pensionskassen**

Die betriebliche Altersvorsorge ist in der Schweiz in der Verfassung verankert und hat daher eine hohe Bedeutung. Betriebsrenten sind bis zu einer bestimmten Bemessungsgrenze für

alle Arbeitnehmer\*innen (mit Ausnahme von gering Beschäftigten) gesetzlich verpflichtend. Dem entsprechend hoch ist das Kapitalvolumen dieser Zielgruppe. Das jährliche Wachstum liegt bei etwa 50 Mrd. CHF und betrug damit Ende 2020 etwa 1,1 Billionen CHF. Dies ist auf fast 1.500 Pensionskassen in der Schweiz aufgeteilt, obwohl sich die Anzahl seit 2009 reduziert hat. Die GAC listet nur die 100 Pensionskassen mit mindestens 1 Billion CHF an Anlagevermögen. Davon sind 48 öffentliche Pensionskassen, die für mehr oder weniger alle Arbeitnehmer\*innen zur Verfügung stehen. Weitere 19 Einrichtungen sind Branchen-Pensionskassen, die ihr Aufgabenfeld für bestimmte Berufsgruppen spezifizieren. Außerdem zählen dazu 33 Unternehmens-Pensionskassen, die ihre Leistungen nur für die Mitarbeiter\*innen bestimmter Unternehmen anbieten (Zur Typisierung der einzelnen Gruppen siehe Kapitel 4.2.1). Das Vermögen dieser 100 Pensionskassen ist breit angelegt. Ende 2020 entfallen etwa 33,0 % auf Rentenanlagen, weitere 30,0 % sind in Aktien investiert und 20,0 % in Immobilien. Dabei betreffen fast ein Drittel der Aktieninvestments den Heimatmarkt (GAC, 2021j, S. 1). Diese Zielgruppe ist für die IR daher von großer Relevanz. Zum einen haben Pensionskassen ein hohes Anlagevermögen, zum anderen sind sie bereit dieses zu großen Teilen in Aktien zu investieren.

#### ***Versicherungen***

Die Versicherungslandschaft in der Schweiz ist sehr heterogen. Insgesamt gab es Ende 2020 in der Schweiz 195 Versicherungsunternehmen. Im Jahr 2016 waren es noch 207 Unternehmen. Der größte Anteil sind Schadenversicherungen (N = 116). Des Weiteren werden 19 Lebensversicherungen, 10 Krankenzusatzversicherungen, 25 Rückversicherungen und 25 Captives gelistet (ASA SVV, 2021). Das Kapitalvolumen beträgt laut der GAC fast 600 Mrd. CHF. Mehr als die Hälfte werden von 30 Unternehmen gesammelt. Die Asset Allokation verteilt sich bei diesen Unternehmen auf 54,0 % für Rentenanlagen, 5,0 % Aktieninvestments und 13,0 % in Immobilien (GAC, 2019a). Die Versicherungen in der Schweiz investieren das Vermögen mit möglichst geringem Risiko und sind daher für die IR eine schwer zu erreichende Zielgruppe.

#### ***Corporates SMI expanded***

Insgesamt haben die Unternehmen des SMI expanded laut der GAC Ende 2020 etwa 24 Mrd. CHF für Pensionen veranlagt. Seit 2016 ist dieser Anteil um 4 Mrd. CHF gestiegen. Das Vermögen wird zu 44,0 % in Renten veranlagt und zu 23,0 % in Aktien. Im Vergleich zu

anderen Investorengruppen ist der Anteil von Alternatives mit 14,5 % und Immobilien mit 15,4 % hoch. Wie auch bei den Pensionskassen besteht ein Home Bias. 27,2 % der Aktien werden im eigenen Land gehalten (GAC, 2022c).

### *Sammelstiftungen*

Die GAC listet in der Datenbank 21 Sammelstiftungen mit einem gesamten Anlagevermögen von 96 Mrd. CHF (GAC, 2021k). Zur Anlagestrategie und Asset Allokation liegen in der Datenbank keine strukturierten Daten vor.

### **4.3 Zwischenfazit**

Die Diskussion über eine Einteilung der institutionellen Investoren in verschiedene Subgruppen zeigt, dass die Zielgruppe sehr heterogen und schwer zu charakterisieren ist. In dieser Arbeit wird die Einteilung anhand ihrer Aufgabenbereiche verfolgt. Die Übersicht in Kapitel 4.1 zeigt aber weitere Ansätze zur Gruppierung. Die detaillierte Betrachtung der einzelnen Investorengruppen zeigt auf, dass auch die Gruppen in sich sehr vielseitig sind und nicht generalisiert werden können. Obwohl der Gesetzgeber institutionelle Investoren über ihr professionelles Verhalten am Kapitalmarkt definiert, ist dies nicht zwangsläufig gegeben. Dies zeigt sich am Beispiel der Versorgungswerke in Deutschland, die aufgrund ihrer Selbstverwaltung oft auf externe Dienstleister für Investmententscheidungen angewiesen sind.

Auffallend ist im Ländervergleich, dass die deutschen institutionellen Investoren eher konservativ veranlagen und nur geringe Teile in Aktien, Immobilien oder Alternatives investieren. Pensionskassen in Österreich und der Schweiz haben über 30,0 % Aktienanteile im Portfolio, während in Deutschland nur 3,0 % bis 10,0 % des Vermögens in Aktien investiert sind.

Über alle Investorengruppen hinweg zeigt sich, dass das Kapitalvolumen weiterhin ansteigt, aber die Anzahl der Institutionen sich verringert. Eine Ausnahme dafür sind die Depot-A Investoren in Österreich, die in den letzten 10 Jahren an Bedeutung verloren haben. Im Allgemeinen sammelt sich das Vermögen aber in wenigen kapitalstarken Einrichtungen.

Die Datenlage zu den einzelnen Gruppen ist sehr unterschiedlich und weisen große Lücken vor allem für die Schweiz auf. Dies zeigt, wie wichtig weitere Forschung in diesem Bereich ist und wie wenig bisher über institutionelle Investoren bekannt ist.

## 5 Forschungsdesign

In diesem Kapitel wird die Methode zur Erforschung der Forschungsfragen FF2 bis FF5 dargestellt. Dazu wird ein sequenzieller Mixed-Methods-Ansatz gewählt. Daher wird im methodischen Zugang erst dieser Ansatz erläutert. Im Anschluss wird die Datenerhebung in drei Teilen beschrieben. Der erste Teil beinhaltet die leitfadengestützten Experteninterviews, der zweite Teil stellt die Inhaltsanalyse nach Früh (2017) dar und der dritte Teil umfasst die quantitative Online-Umfrage. Daran anschließend wird die Datenauswertung begründet. Am Ende werden alle Methoden kritisch betrachtet und ihre Limitationen aufgezeigt.

### 5.1 Methodischer Zugang

Für die FF2 bis FF5 wird ein sequenzieller Mixed-Methods-Ansatz herangezogen. Als erstes werden im Rahmen eines explorativen Forschungsansatzes Expert\*innen aus der Praxis zur Problemstellung befragt. Diese Erkenntnisse werden mit einem quantitativen Ansatz überprüft. Für dieses Forschungsprojekt ist dies geeignet, weil es eine Strukturierung der Zielgruppe ermöglicht und die praxisnahen Hypothesen generieren und quantifizieren kann. Dadurch wird sowohl die Praxisnähe als auch die Relevanz gewährleistet. Die folgende Abbildung stellt das methodische Vorgehen dar.



Abbildung 6: Methodisches Vorgehen (eigene Darstellung)

Im ersten Schritt werden Expert\*innen in einem problemzentrierten, leitfadengestützten Interview zum Informationsbedürfnis und -verhalten mit Hinblick auf Geschäftsberichte von institutionellen Investoren befragt. Diese Methode eignet sich zur Gewinnung von Hypothesen bzw. zur Prüfung von Forschungsthesen (Bogner et al., 2014, S. 23; Diekmann, 2021, S. 532). Die Interviews werden systematisch nach Früh analysiert. Diese Inhaltsanalyse wertet die Transkripte quantitativ und integrativ aus und beantwortet die Frage, ob spezifische Merkmale in den Texten enthalten sind und in welchem Umfang (Früh, 2017, S. 66). Die Hauptkategorien für die Auswertung wird aus den Forschungsfragen abgeleitet. Die hier generierten Hypothesen haben aufgrund der Textmenge und limitierten Befragung keinen Anspruch auf Generalisierung (Früh, 2017, S. 67). Daher werden die qualitativ generierten Hypothesen zu den FF2 bis FF5 in einer Online-Befragung überprüft. Als Zielgruppe der quantitativen Befragung sollen die mittels FF1 definierten Zielgruppen, adressiert werden (Diekmann, 2021, S. 528).

## **5.2 Datenerhebung**

In diesem Kapitel werden die einzelnen Schritte dieses Mixed-Method-Ansatzes erläutert. Der erste Teil bezieht sich auf die experimentelle Forschung und erklärt die Experteninterviews sowie die Inhaltsanalyse. Der zweite Teil beschreibt die quantitative Methode der Umfrage.

### **5.2.1 Leitfadengestütztes Experteninterview**

Qualitative Experteninterviews eignen sich zur Gewinnung von Hypothesen zur Prüfung von Forschungshypothesen (Bogner et al., 2014, S. 23; Diekmann, 2021, S. 532). Das Ziel ist die Gewinnung von Fakten und Daten, da sich diese aus der bisherigen Literatur nicht entnehmen lassen (Kaiser, 2021, S. 41). Generell werden Experteninterviews nach zwei Charakteristiken unterteilt. Zum einen in der Gesprächsführung mit Leitfaden, einem offenen Interview oder narrativ (Gläser & Laudel, 2010, S. 42). In einem offenen Interview werden spontan Fragen zu einem zuvor festgelegten Themenbereich gefragt. Bei einem narrativen Interview wird eine Eingangsfrage gestellt, auf die der oder die Interviewpartner\*in frei erzählen soll. Beide Interviewarten sammeln zusammenhanglose Informationen. Da Interviews zeitlich begrenzt sind, besteht die Gefahr, nicht die benötigten Informationen in der vorgegebenen Zeit zu erhalten (Gläser & Laudel, 2010, S. 43). Da es sich in der Forschung um die Rekonstruktion von gleichen Sachverhalten handelt, ist eine

gewisse Standardisierung sinnvoll. Gläser und Laudel (2010, S. 43) empfehlen daher Leitfadeninterviews, in denen zuvor formulierte Fragen zu einem Thema ausgearbeitet werden und dem Gespräch einen Rahmen geben. Dabei ist aber weder der Wortlaut noch die Reihenfolge der Fragen verpflichtend, sondern können im Gespräch angepasst werden. Außerdem sind Nachfragen im Gespräch erwünscht. Der Leitfaden hat zum Ziel, das Themenfeld zu strukturieren und ist ein Hilfsmittel für die Datenerhebung (Bogner et al., 2014, S. 27).

Zum anderen beschreibt die zweite Charakteristik die Art des Kontaktes. Das Interview kann nach Gläser und Laudel (2010, S. 153) per E-Mail, per Telefon oder face-to-face geführt werden. Dabei ist ein Interview per E-Mail nicht zu empfehlen, da hier die Antworten nicht spontan kommen und auch in ihrer Ausführlichkeit limitiert sind. Das telefonische Interview hat den Vorteil, dass keine Anreise und somit weniger Zeit nötig ist. Jedoch können hier Störfaktoren, Gestiken, Mimik und Dokumente nicht mit aufgezeichnet und geteilt werden. Empfohlen werden daher persönliche Interviews (Gläser & Laudel, 2010, S. 154).

Im Rahmen dieser Forschung werden die Interviews via MS-Teams durchgeführt. Dies liegt zum einen an der geographischen Distanz zu einigen Expert\*innen. Zum anderen sollte das Risiko einer Corona-Infektion bei allen beteiligten Personen gering gehalten werden. Gleichzeitig bietet MS-Teams die Funktion sich per Video zu sehen, sodass die Mimik und Gestik der Gesprächspartner\*innen erkennbar sind. Dies ersetzt jedoch nicht vollumfänglich den Vorteil eines face-to-face Interviews.

Um ein neutrales Interview zu gewährleisten ohne Wertung und Sanktionen für die befragte Person, werden die Interviews anonym ausgewertet (Diekmann, 2021, S. 439).

Expert\*innen definieren sich über das Ziel der Forschung und wie repräsentativ ihr Wissen ist (Bogner et al., 2014, S. 11). Die Voraussetzung ist, dass sie Spezialwissen zu dem Sachverhalt haben (Gläser & Laudel, 2010, S. 12) und ihr Wissen praxiswirksam ist (Bogner et al., 2014, S. 13). Dabei können Expert\*innen auch Teil der Zielgruppe sein (Bogner et al., 2014, S. 23).

Weil es sich bei dem Forschungsgegenstand um das Informationsverhalten von institutionellen Investoren handelt, ist es sinnvoll die Zielgruppe selbst zu befragen, um praxiswirksame Informationen zu erlangen. Um die Grundgesamtheit aller institutionellen Investoren in der DACH-Region abzubilden, erfolgt die Auswahl der Expert\*innen danach, welche Institutionen speziell in den untersuchten Ländern vertreten sind. Dazu dient die

Einteilung der GACs wie in Kapitel 4.2 erläutert wurde. Nach den Kriterien der Individualität und dem Asset Volumen der Subgruppen ergibt sich folgende Auswahl:

- Österreich: Vorsorgekasse und Corporates
- Deutschland: (Lebens-)Versicherung, Depot-A, Kirchen, (Alters-) Versorgungswerke
- Schweiz: Öffentliche Pensionskasse, Unternehmens-Pensionskasse, (Sammel-) Stiftungen

Die Anzahl der geplanten Interviews orientiert sich am Grenznutzen eines jeden weiteren Interviews (Kaiser, 2021, S. 162).

Es wurden zwischen dem 07.03.2022 und dem 21.03.2022 acht Interviews mit Vertreter\*innen aus folgenden Institutionen geführt:

<b>Land</b>	<b>Subgruppe</b>	<b>Interviewpartner*innen</b>
Österreich	Vorsorgekasse	Leiter*in Veranlagung
Deutschland	Kirchen/ Bistümer	Referatsleiter*in für Vermögensverwaltung einer Erzdiözese
Deutschland	Stiftung	Asset Manager*in
Deutschland	Stiftung	Vorstandsmitglied
Deutschland	(Alters-) Versorgungswerke	Externer Fondsmanager einer Ärzteversorgung Salesmanager*in eines FinTech-Unternehmens
Deutschland	(Alters-) Versorgungswerke	Externer Fondsmanager einer Ärzteversorgung Mitarbeiter*in eines FinTech-Unternehmens
Schweiz	Öffentliche Pensionskassen	Leiter*in Veranlagung
Schweiz	(Sammel-) Stiftungen	Externe/r Fondsmanager*in einer Stiftung

*Tabelle 3: Interviewpartner\*innen (eigene Darstellung)*

Das Sample umfasst eine Institution aus Österreich. Hier wurde das Gespräch mit dem/der Leiter\*in für Veranlagung einer Vorsorgekasse geführt. Außerdem wurden fünf Institutionen aus Deutschland befragt. Als Gesprächspartner\*in sagten jeweils ein/e Asset Manager\*in und ein Vorstandsmitglied von Stiftungen zu. Beide Vertreter\*innen gaben im Vorfeld an, keine Geschäftsberichte als Informationsquelle zu verwenden. Des Weiteren konnte ein Interview mit einem/einer Vertreter\*in der Vermögensverwaltung einer

Erzdiözese geführt werden. Hier zeichnete sich im Gespräch ab, dass die Analyse und zum Teil auch die Vermögensverwaltung durch externe Fondmanager\*innen geführt wird. Dies trifft auch auf das Vorsorgewerk in Deutschland zu. Hier konnte der Kontakt zu den externen Fondsmanagern hergestellt werden. Zum einen fand ein Gespräch mit dem/der Salesmanager\*in eines FinTech-Unternehmens statt, welches sich auf die Datenverarbeitung mittels KI fokussiert und damit vor allem Fundamentaldaten auswertet. Zum anderen wurde ein Gespräch mit einem/einer Mitarbeiter\*in eines Unternehmens geführt, welches sowohl Kennzahlen, als auch Soft-Faktoren maschinell auswertet und aufbereitet. Beide Unternehmen nutzen diese Analysedaten, um unter anderem das Vermögen von institutionellen Investoren zu verwalten. Aus der Schweiz wurde ein Gespräch mit dem/der Fondmanager\*in einer öffentlichen Pensionskasse geführt. Wie schon zuvor gab der/die Gesprächspartner\*in an, keine Geschäftsberichte zu verwenden. Außerdem inkludiert das Sample eine Stiftung aus der Schweiz. Auch hier ist anzumerken, dass diese Stiftung das Vermögen nicht selbst verwaltet und der Kontakt zum externen Unternehmen hergestellt wurde. Dieses Sample umfasst fünf Vertreter\*innen von institutionellen Investoren, von denen zwei Geschäftsberichte zur Informationsbeschaffung verwenden. Weitere drei Interviews wurden mit Anlageverwaltungen für institutionelle Investoren geführt, von denen zwei Geschäftsberichte in ihrer Analyse heranziehen.

Die zuvor festgelegte Auswahl der Stichprobe konnte nicht erfüllt werden. Dies lag zum einen an der sehr geringen Anzahl an Antworten auf die ausgesendeten Anfragen. Zum anderen haben einige Ansprechpartner\*innen abgesagt. Ein oft genannter Grund war die aktuelle geopolitische Situation<sup>2</sup>, wegen der keine Ressourcen für Interviews zur Verfügung stehen. Ein anderer Grund rührt daher, dass die angefragten institutionellen Investoren keine Geschäftsberichte verwenden oder das Vermögen extern verwaltet wird. Da in der Interviewanfrage der Fokus stark auf die Rezeption von Geschäftsberichten lag, fühlten sich die Vertreter\*innen nicht mehr als passende Expert\*innen angesprochen. Im Zuge dieses Prozesses wurde daher ein zweiter adaptierter Interviewleitfaden entwickelt, um auch institutionelle Investoren nach ihrem Informationsverhalten zu befragen, die keine Geschäftsberichte zur Informationsbeschaffung verwenden.

Die Transkription der Interviews erfolgt nach der Standardorthografie. Nichtverbale Äußerungen werden mitgeschrieben, wenn sie für den Inhalt oder die Textstruktur relevant

---

<sup>2</sup> Am 24.02.2022 begann der Angriffskrieg der Russischen Föderation auf die Ukraine.

sind. Dabei werden Laute wie „ähm“ und „mhm“ in Anführungsstrichen markiert. Relevante Laute und Gestiken im Gespräch werden in Klammern ergänzt. Unterbrechungen werden ebenfalls im Transkript in eckigen Klammern vermerkt, genauso wie unverständliche oder anonymisierte Passagen. Bei längere Pausen wird für jede Sekunde ein Punkt gesetzt (Gläser & Laudel, 2010, S. 194).

### 5.2.2 Inhaltsanalyse nach Früh

Es lassen sich drei Arten der Inhaltsanalyse unterscheiden. Die qualitative Inhaltsanalyse bezieht sich meist auf große Textmengen und betrachtet jeden Text einzeln. Das Ziel ist es die Frage zu beantworten, was in den Texten steht und diese zu interpretieren (Früh, 2017, S. 66). Die quantitative und integrative Inhaltsanalyse verfolgt die Frage, ob die gesuchten Merkmale im Text vorhanden sind und in welcher Menge. Dabei wird ein Codesystem für alle Texte verwendet, um die Texte statistisch vergleichbar zu machen (Früh, 2017, S. 67). Darüber hinaus erfasst die integrative Inhaltsanalyse nicht nur explizit genannte Aussagen, sondern auch solche, die interpretiert werden können (Früh, 2017, S. 68).

In dieser Arbeit wird die integrative Inhaltsanalyse nach Früh angewendet. Sie zeichnet sich dadurch aus, dass die Texte nach einer festgelegten Suchstrategie analysiert und komplexe Sachverhalte zu Kategorien zusammengefasst werden. Durch diese Fokussierung und Kategorisierung kann ein spezifischer Sachverhalt systematisch analysiert werden (Früh, 2017, S. 44).

Das Untersuchungsmaterial wird im Sinne des Selektionsinteresses ausgewählt. Das heißt es besteht ein konkreter Bezug zum vorgegebenen Thema, beispielsweise über spezifische Begriffe im Text. Die Texte werden nicht nur nach spezifischen Begriffen durchsucht und ausgewertet, sondern auch im Sinne des Abstraktionsinteresses auf semantische Merkmale untersucht (Früh, 2017, S. 53). Der dritte Punkt, das Klassifikationsinteresse, beschreibt die Zusammenfassung komplexer Sachverhalte in Kategorien (Früh, 2017, S. 62). Dadurch kann die Anzahl der Nennungen einer Kategorie quantifiziert und somit vergleichbar gemacht werden. Die komplexen Inhalte werden systematisch auf die für die Forschungsfragen relevanten Informationen reduziert (Früh, 2017, S. 63).

Die Durchführung der Inhaltsanalyse erfolgt in vier Schritten (siehe Abbildung 7).

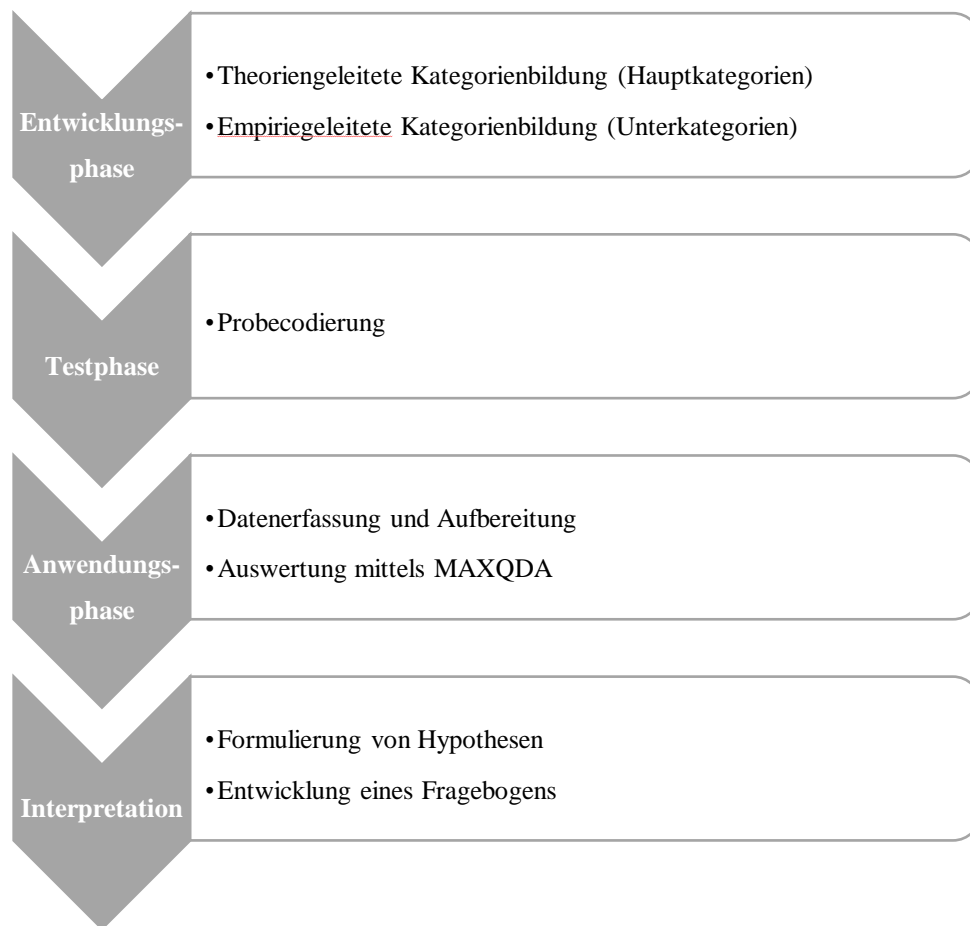


Abbildung 7: Untersuchungsablauf der Inhaltsanalyse (Nach Früh, 2017, S. 96)

Im ersten Schritt werden aus der Forschungsfrage Hauptkategorien abgeleitet. Im Anschluss erfolgt die Generierung von Unterkategorien aus einer kleinen Stichprobe des Materials (Früh, 2017, S. 67).

Als zweites wird eine Probecodierung durchgeführt, um die Kategorien zu optimieren (Früh, 2017, S. 156). Anschließend wird das Material nach diesen Kategorien durchsucht. Alle weiteren Informationen, die nicht in diese Kategorien zählen, sind irrelevant (Früh, 2017, S. 76).

Im letzten Schritt werden die Ergebnisse anhand der statistischen Daten aus der Auswertung interpretiert (Früh, 2017, S. 65). Dadurch ergibt sich eine vermutete Priorisierung nach Praxisrelevanz, die im weiteren Vorgehen quantifiziert werden kann (Früh, 2017, S. 66). Die hier generierten Hypothesen haben aufgrund der Textmenge und limitierten Befragung keinen Anspruch auf Generalisierung (Früh, 2017, S. 67).

### 5.2.3 Quantitative Online-Umfrage

Die qualitativen Ergebnisse einer spezifischen Stichprobe bei der Befragung ist nicht ausreichend, um einen empirischen Nachweis zur Richtigkeit zu erbringen (Diekmann, 2021, S. 544). Daher wird zur Quantifizierung der Hypothesen eine quantitative Online-Umfrage durchgeführt. Nach Diekmann (2021, S. 528) sind online Befragungen gerade dann geeignet, wenn spezielle Zielgruppen mit Internetzugang befragt werden und diese per E-Mail erreicht, werden können. Eine Randomisierung ist bei einer klar definierten Zielgruppe (gemäß FF1) nicht notwendig.

Allgemein werden Umfragen nach ihrem Grad der Standardisierung eingeteilt. Dabei gibt es die Abstufungen von vollstandardisierten, teilstandardisierten und nichtstandardisierten Befragungen (Raab-Steiner & Benesch, 2018, S. 49). In dieser Forschung wird ein vollstandardisierter Fragebogen durchgeführt. Der Fragebogen lässt sich in zwei Teile trennen. Der eine Teil wird von allen Teilnehmer\*innen ausgefüllt und beinhaltet Fragen zur Institution (Frageblock 1 bis 3), zur Anlagestrategie (Frageblock 4) und zu den Informationsquellen (Frageblock 5). Die letzte Frage „Verwenden Sie Geschäftsberichte als Informationsquelle?“ filtert die Teilnehmer\*innen in zwei Gruppen. Bei einer positiven Antwort („Ja“) folgt der Frageblock 6 zur Rezeption von Geschäftsberichten. Bei einer negativen Antwort („Nein“) entfällt dieser Teil und die Teilnehmer\*innen beantworten Fragen zu ihrem Informationsverhalten (Frageblock 7). Die Blöcke 8 und 9 erheben die Methoden der Datenverarbeitung. Alle Befragten die bei der Frage „Mit welchen Methoden werten Sie Daten aus?“ nicht die Antwortmöglichkeiten eins („quantitativ, maschinell“) oder zwei („qualitativ, maschinell“) auswählen, werden zu Frage 9 weitergeleitet. Werden bereits maschinelle Methoden verwendet folgt der Frageblock 10 über die Auswirkungen der Digitalisierung in den letzten zwei Jahren. Die letzte Frage, welche die Erhebung der Kontaktdaten ermöglicht, wird separat zu den Antworten der Umfrage gespeichert und ausgewertet. Die gesamte Befragung dauert ca. 10 Minuten. Der Fragebogen ist sowohl in deutscher als auch in englischer Sprache verfügbar.

Für den Fragebogen wurden Skalen mit gerader Anzahl verwendet, um eine eindeutige Präferenz zu erhalten. Nach Raab-Steiner und Benesch (2018, S. 60) wird eine mittlere Kategorie auch verwendet, um Fragen zu vermeiden. Die Vermeidung der Fragen, bei Unverständnis oder Indifferenz lässt der Fragebogen zu, außer bei den Fragen mit einer Filterfunktion. Damit soll die Abbruchquote möglichst gering gehalten werden.

Der Pretest (Raab-Steiner & Benesch, 2018, S. 64) für diesen Fragebogen umfasste neun Personen, die den Fragebogen auf die Aspekte der Verständlichkeit, Layout, Länge und Dauer sowie der richtigen Filterfunktion geprüft haben.

Die Auswahl der Kontakte für den Verteiler erfolgt spezifisch anhand der erstellten Charakteristiken. Dazu werden die Webseiten der in der GAC-Datenbank gelisteten Institutionen manuell durchsucht und die E-Mail-Adressen der entsprechenden Ansprechpartner\*innen herausgeschrieben (Diekmann, 2021, S. 528–530). Die Ergebnisse des Fragebogens werden deskriptiv dargestellt und mit Hinblick auf die Forschungsfragen zwei bis fünf und die zuvor generierten Hypothesen ausgewertet. Die Auswertung der Befragung erfolgt anonym und dient zur Verifizierung und Generalisierung der Hypothesen aus den Interviews (Diekmann, 2021, S. 545). Mittels SPSS werden die Daten beschrieben und nach aufschlussreichen Informationen und relevanten Abweichungen, die zur Beantwortung der Forschungsfragen beitragen, durchsucht (Raab-Steiner & Benesch, 2018, S. 16).

Die Grundgesamtheit sind die institutionellen Investoren in Deutschland, Österreich und Schweiz. Die Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH (GAC) listet im Jahr 2019 für

- Österreich mindestens 98 institutionelle Investoren
- Deutschland 814 institutionelle Investoren und weitere 400 Depot A-Investoren
- Schweiz über 1.500 Pensionskassen und eine nicht bezifferte Anzahl an Versicherungen

Damit beläuft sich die Grundgesamtheit auf Basis der Daten der GAC auf über 2.812 institutionelle Investoren. Die quantitative Umfrage inkludiert alle Institutionen, die in der Datenbank der GAC gelistet sind.

Kategorie institutioneller Investoren	Anzahl
<b>Summe Österreich</b>	<b>50</b>
Versicherungen	20
Pensionskasse	8
Vorsorgekasse	8
Corporates	7
Sonstige	7
<b>Summe Deutschland</b>	<b>731</b>
Pensionskasse	98
Versorgungswerke	77
Versicherungen	145
Corporates	71
Kommunale und Kirchliche Einrichtungen	37
Pensionsfond	27
Stiftungen	31
Depot-A	201
Landeskirchen und Bistümer	29
SGB-Investoren	14
Anstalt/ Organisation	1
<b>Summe Schweiz</b>	<b>150</b>
Öffentliche Pensionskassen	44
Unternehmens-Pensionskassen	29
Branchen-Pensionskassen	14
Sammelstiftungen	21
Versicherungen	29
Corporates	13
<b>Gesamt-Summe</b>	<b>931</b>

*Tabelle 4: Anzahl der institutionellen Investoren in der GAC Datenbank (Stand Januar 2022) (Nach GAC, 2022b, 2022a, 2022)*

Die Adressen der Institutionen wurden händisch von den Webseiten herausgesucht. Dabei wurden einige Dubletten aussortiert, weil Institutionen welche mehrere Produkte wie Pensionssicherung, Krankenkassen und Versicherungen im Portfolio haben in der Datenbank der GAC mehrfach gelistet sind. Dies betrifft 314 Institutionen. Daneben konnten zu weiteren 24 Kapitalsammelstellen keine Kontaktdaten gefunden werden. Insgesamt ergibt dies eine Stichprobengröße von 593 institutionellen Investoren. Dies ist aufgeteilt in 476 (80,3 %) Institutionen aus Deutschland, 19 (3,2 %) aus Österreich und 98 (16,5 %) aus der Schweiz.

### 5.3 Methoden zur Datenauswertung

In diesem Kapitel werden die Methoden zur Datenauswertung spezifiziert. Zum einen wird die Auswertung der Experteninterviews nach Früh beschrieben und ein Kategoriensystem festgelegt. Zum anderen wird die statistische Auswertung der Umfrageergebnisse erklärt.

#### 5.3.1 Inhaltsanalyse nach Früh

Als Auswertung für Experteninterviews empfehlen Bogner, Littig und Menz (2014, S. 83) den Einsatz von computergestützten QDA-Auswertungsprogrammen. Daher wird in diesem Forschungsprojekt MAXQDA zur Inhaltsanalyse verwendet. Die Inhaltsanalyse wird mithilfe der Software MAXQDA aufbereitet und analysiert (Kuckartz & Rädiker, 2020, S. 14). Dabei geht es weniger um die Vollständigkeit und Standardisierbarkeit der Daten, sondern um eine Sondierung im Forschungsfeld und die Generierung von Hypothesen (Bogner et al., 2014, S. 24).

Das Kategoriensystem umfasst Haupt- und Unterkategorien. Die Hauptkategorien werden hinsichtlich der Forschungsfragen gebildet (Früh, 2017, S. 77). Dabei ist darauf zu achten, die Kategorien und ihre Skalenniveaus nur so komplex wie nötig zu wählen, sodass die Forschungsfragen beantwortet werden können, aber keine übermäßig komplizierten Messmethoden und statistische Verfahren zur Auswertung nötig sind (Früh, 2017, S. 80). Die Unterkategorien werden nach der Sichtung des Datenmaterials gebildet (Früh, 2017, S. 81). In der Definition werden die Codes beschrieben, damit Ein- und Ausschlusskriterien nachvollziehbar sind (Früh, 2017, S. 82).

Für die Analyse der Experteninterviews wird folgendes Kategoriensystem angewendet:

Forschungsfragen	Codes	Fragestellung/ Definition
FF2: Welchen Informationsbedarf haben institutionelle Investoren?	1 - Informationsbedarf	Äußerungen, die Kriterien für Investitionsentscheidungen und Informationsbedürfnisse für institutionelle Investoren beschreiben. Z.B. Performance, Strategie, Nachhaltigkeit, etc.
FF3: Wie rezipieren und analysieren institutionelle Investoren Geschäftsberichte?	2.1 - Methoden	Äußerungen, die Methoden und Tools zur Daten Akquise und Verarbeitung von institutionellen Investoren beschreiben. Z.B. KI, Manuell, etc.

	2.2 - Methoden für Geschäftsbericht	Aussagen die beschreiben, wie institutionelle Investoren Informationen aus Geschäftsberichten aggregieren. Z.B. maschinelles Auslesen, Manuell, etc.
	2.3 - Verwendung des Geschäftsberichts	Aussagen darüber, wie relevant Geschäftsberichte für institutionelle Investoren sind. Z.B. Häufigkeit der Verwendung, etc.
FF4: Welche Informationsbedürfnisse werden von Geschäftsberichten abgedeckt bzw. nicht abgedeckt?	3.1 - Informationen im Geschäftsbericht	Aussagen die beschrieben, welche Informationen institutionelle Investoren aus dem Geschäftsbericht entnehmen. Z.B. finanzielle Kennzahlen, Strategie, Nachhaltigkeit, etc.
	3.2 - Verbesserungspotential	Aussagen über Verbesserungspotentiale in der Kommunikation oder für Geschäftsberichte. Z.B. Transparenz, Standardisierbarkeit, etc.
FF5: Welche weiteren Informationsquellen verwenden institutionelle Investoren ergänzend zum Geschäftsbericht, insbesondere vor dem Hintergrund der Digitalisierung?	4 - Informationsquellen	Aussagen, die Informationsquellen für institutionelle Investoren beschreiben. Z.B. Geschäftsbericht, direkter Kontakt zum Management, Website, etc.

*Tabelle 5: Kategoriensystem zur Datenauswertung (eigene Darstellung)*

Bei einer synonymen Äußerung im selben Satz wird die Aussage nur einmal codiert, weil die Bedeutung gleichbleibt (Früh, 2017, S. 86). In diesem Schritt der Forschung müssen noch keine Intensitätsstufen gemessen werden, da diese Analyse der Bildung von Hypothesen dient, die im Anschluss mit einer Umfrage überprüft werden.

Als Analyseeinheit (Früh, 2017, S. 89) werden die Texte an sich verstanden. Eine Mehrfachnennung derselben Aussage innerhalb eines Textes wird nicht doppelt gewertet.

### 5.3.2 Deskriptive Auswertung

Die Auswertung der quantitativen Befragung erfolgt deskriptiv mit SPSS. Dieses computergestützte Auswertungsprogramm ist geeignet, weil dies ein valides Statistikprogramm ist und die Möglichkeiten bietet, Deskriptivstatistik auszuwerten und grafisch darzustellen (Raab-Steiner & Benesch, 2018, S. 70). Die Ergebnisse der Umfrage können aus Unipark als SPSS Datei exportiert werden. In der Auswertung werden alle Antworten inkludiert, ohne Abbrecher auszusortieren. Alle Variablen werden mit dem Befehl „Analysieren – Deskriptive Statistik“ ausgewertet (Raab-Steiner & Benesch, 2018, S. 82).

### 5.4 Methodenkritik

Der explorative Teil der Methode zeichnet sich durch eine spezifische Auswahl der Expert\*innen aus. Die Auswahl typischer Fälle für eine Zielgruppe für die Befragung hat das Risiko, dass entscheidende Kriterien bei der Auswahl übersehen werden können (Fahrmeir & Fahrmeir-Künstler-Pigeot-Tutz, 2011, S. 24). Außerdem unterliegen die Interviewpartner\*innen dem Druck der sozialen Akzeptanz (Diekmann, 2021, S. 449–450). Gerade bei Interviews mit Unternehmen und Institutionen besteht das Risiko, dass die Reputation und das Image eine hohe Relevanz haben und die Ergebnisse verfälschen. Daher wird vorher darauf hingewiesen, dass die Auswertung der Interviews anonym erfolgt (Fahrmeir & Fahrmeir-Künstler-Pigeot-Tutz, 2011, S. 26). Die Interviews sind ebenso an den/die Interviewer\*in gebunden. Dies birgt weitere nicht planbare Risiken, wie eine mögliche Überforderung der interviewenden Person, wodurch die Gesprächsführung bei dem/der Expert\*in liegt (Kaiser, 2021, S. 165). Um dies zu vermeiden wird ein Leitfaden für das Gespräch verwendet. Doch auch dies birgt das Problem, dass kein Gespräch über den Leitfaden hinaus zustande kommt und das volle Informationspotential nicht ausgeschöpft wird (Gläser & Laudel, 2010, S. 42). Als letzter Kritikpunkt ist die zeitliche Begrenzung der Interviews zu benennen, welches auch den Informationsgehalt limitiert (Gläser & Laudel, 2010, S. 43).

Für die integrative Auswertung der Texte wird der Inhalt in einzelnen Kategorien zusammengefasst. Dadurch erfolgt ein Informationsverlust in der Datenauswertung. Früh (2017, S. 68) argumentiert, dass diese Komprimierung der Texte eine Stärke der integrativen Inhaltsanalyse ist, weil die Forschungsfrage im Zentrum der Auswertung steht und eine detaillierte Betrachtung der relevanten Aspekte ermöglicht. Es ist aber auch zu beachten,

dass die Analysemethoden mit der Textoberfläche und nur mit relevanten Textabschnitten arbeitet und somit kein Kontext beachtet wird. Daher gilt hier kein Anspruch auf Vollständigkeit (Früh, 2017, S. 66).

Die explorative Forschung bietet in diesem Design mit einer geringen Stichprobe keine generalisierten Ergebnisse (Diekmann, 2021, S. 556). Daher wird ergänzend eine quantitative Erhebung umgesetzt. Der Nachteil einer anonymen, schriftlichen Online-Umfrage, ist die fehlende Kontrolle. In dem Moment, wo der generierte Link per E-Mail veröffentlicht wurde, gibt es keine Möglichkeit zu prüfen, ob nur die gewünschten Personen an der Stichprobe teilnehmen (Raab-Steiner & Benesch, 2018, S. 49). Der Fragebogen als Mittel der quantitativen Erhebung wird in der wissenschaftlichen Diskussion wegen des Risikos zu verfälschten Antworten kritisiert. Alle Teilnehmer\*innen unterliegen dem Druck der sozialen Akzeptanz. Um keine „falschen“ Antworten zu geben, tendieren Befragte, dazu die Antworten zu verfälschen. Um dem entgegenzuwirken, sollte der Fragebogen anonym ausgewertet werden. Außerdem wird das Risiko minimiert, wenn die Teilnehmer\*innen den Fragebogen allein ausfüllen (Raab-Steiner & Benesch, 2018, S. 65–66). Über die letzte Möglichkeit besteht bei einem Online-Fragebogen keine Kontrolle.

## 6 Datenauswertung

Im Folgenden werden die empirischen Ergebnisse ausgewertet. Dies erfolgt sequenziell entlang des methodischen Vorgehen. Im ersten Schritt werden die Ergebnisse der Experteninterviews dargestellt. Dazu erfolgt die inhaltliche Auswertung der Transkripte nach Früh. Aus diesen Ergebnissen werden für die Forschungsfragen FF2 bis FF5 Hypothesen gebildet. Im zweiten Schritt wird die Umfrage deskriptiv ausgewertet. Diese Ergebnisse werden anschließend interpretiert und dienen der Überprüfung der Hypothesen. Im dritten Schritt werden die Forschungsfragen FF1 bis FF5 beantwortet. Daraus ergeben sich Handlungsempfehlungen für die IR. Am Ende werden die Limitationen dieser Arbeit diskutiert.

### 6.1 Ergebnisse Experteninterview

Die Experteninterviews werden inhaltlich nach Früh ausgewertet. Auf Basis dieser Ergebnisse werden Hypothesen entlang der Forschungsfragen gebildet. Das auszuwertende Material besteht aus 8 Transkripten.

#### 6.1.1 Auswertung nach Früh

In einer ersten Sichtung des Materials wurden die Hauptkategorien für die Inhaltsanalyse um jeweilige Unterkategorien ergänzt. Anschließend wurden die Texte codiert und die Häufigkeiten der Codes ausgezählt (siehe Tabelle 6: Ergebnisse der InhaltsanalyseTabelle 6).

Liste der Codes	Fragestellung/ Definition	Häufigkeit
<b>1 - Informationsbedarf</b>	<b>Äußerungen die Kriterien für Investitionsentscheidungen und Informationsbedürfnisse für institutionelle Investoren beschreiben. Z.B. Performance, Strategie, Nachhaltigkeit, etc.</b>	
1a - Nachhaltigkeit		4
1b - Strategische Ausrichtung		3
1c - SDG		2
1d - Fundamentaldaten/ finanzielle Kennzahlen		5
1e - Risiko		3
1f - Makroökonomische Daten		2

1g - Branchen Kennzahlen		2
1h - Performance		3
1i - Managementqualität		2
<b>2.1 - Methoden</b>	<b>Äußerungen, die Methoden und Tools zur Daten Akquise und Verarbeitung von institutionellen Investoren beschreiben. Z.B. KI, Manuell, etc.</b>	
2.1a - Händisch		3
2.1b - Excel Sheet		2
2.1c - KI		2
<b>2.2 - Methoden für Geschäftsbericht</b>	<b>Aussagen die beschreiben, wie institutionelle Investoren Informationen aus Geschäftsberichten aggregieren. Z.B. maschinelles Auslesen, Manuell, etc.</b>	
2.2a - Maschinell, KI		2
2.2b - Qualitativ, händisch		3
<b>2.3 - Verwendung des Geschäftsberichts</b>	<b>Aussagen darüber, wie relevant Geschäftsberichte für institutionelle Investoren sind. Z.B. Häufigkeit der Verwendung, etc.</b>	
2.3a - Selten		2
2.3b - Oft		2
2.3c - Gar nicht		3
<b>3.1 - Informationen im Geschäftsbericht</b>	<b>Aussagen die beschrieben, welche Informationen institutionelle Investoren aus dem Geschäftsbericht entnehmen. Z.B. finanzielle Kennzahlen, Strategie, Nachhaltigkeit, etc.</b>	2
<b>3.2 - Verbesserungspotential</b>	<b>Aussagen über Verbesserungspotentiale in der Kommunikation oder für Geschäftsberichte. Z.B. Transparenz, Standardisierbarkeit, etc.</b>	
3.2a - Transparenz		2
3.2b - Standardisierte Informationen		2
3.2c - Wachstumschancen/ Risiken		1

<b>4 - Informationsquellen</b>	<b>Aussagen die Informationsquellen für institutionelle Investoren beschreiben. Z.B. Geschäftsbericht, direkter Kontakt zum Management, Website, etc.</b>
4a - Externe Vermögensverwalter/ Fondsmanager	5
4b - Geschäftsbericht oder Jahresbericht	2
4c - Factsheets/ Präsentationen	2
4d - Direkter Kontakt	4
4e - Datenprovider	5
4f - Webseite des Unternehmens	3
4g - Externe Organisationen	1
4h - Social-Media	1
4i - Medienberichte	2
4j - Research Reports	4
4k - Nachhaltigkeitsberichte	1
4l - Quartalsberichte	1
4m - Aufzeichnung der Hauptversammlung	1

*Tabelle 6: Ergebnisse der Inhaltsanalyse (n = 8)(eigene Darstellung)*

Die erste Kategorie (1. Informationsbedarf) beschreibt den Informationsbedarf von institutionellen Investoren. Die Expert\*innen wurden im Interview gefragt, welche Kriterien sie selbst als Institution zur Investitionsentscheidung heranziehen. Aus den berichteten Investmentstrategien wurden nur die entscheidungsrelevanten Kriterien herausgesucht. Dabei werden am häufigsten (H = 5, n = 8) Fundamentaldaten oder finanzielle Kennzahlen als Basis für die Analyse genannt. Die Hälfte (H = 4) der Expert\*innen treffen die Entscheidungen unter Verwendung von Nachhaltigkeitsaspekten und ESG-Kennzahlen. An dritter Stelle werden die strategische Ausrichtung (H = 3), das Risiko (H = 3) und die Performance (H = 3) genannt.

Die FF3 hat das Ziel zu erklären, welche Methoden die Zielgruppe verwendet, um Daten zu sammeln und auszuwerten und wie sie Geschäftsberichte rezipiert. Die Ergebnisse (2.1 Methoden) der Experteninterviews zeigen, dass Informationen häufig manuell und händisch herausgesucht und analysiert werden (H = 3). Zum Teil erfolgt die Auswertung auch über Programme wie Excel (H = 2). Dies vor allem dann, wenn der Fokus der Investmententscheidung auf Kennzahlen liegt. Zwei der Expert\*innen werten Daten

vollkommen digital mittels Maschine Learning Programmen aus. Dabei ist zu beachten, dass beide Interviews mit Vertreter\*innen von FinTech Unternehmen geführt wurden, die als Fondsmanager unter anderem Vermögen von institutionellen Investoren verwalten. Nur 4 Expert\*innen nutzen überhaupt Geschäftsberichte als Informationsquelle und davon nur 2 häufig (2.3 Verwendung von Geschäftsberichten). Auch die Geschäftsberichte werden mehrheitlich (H=3) händisch und unstrukturiert ausgewertet. Dazu erklärt ein/e Expert\*in:

„Nein, solche technischen Tools nutzen wir grundsätzlich nicht, weil ich bin ehrlich gesagt auch kein Freund davon, weil ich denke der gesunde Menschenverstand ist tausendmal mehr wert als ein maschinelles Programm was emotionslos eventuelle Daten miteinander vergleicht [...]“ (Transkript Interview 7, LVII, Z. 157–160)

Die Reaktion der institutionellen Investoren auf die Digitalisierung und die damit einhergehenden Möglichkeiten ist eher verhalten. Es besteht schon das Bewusstsein darüber, dass sich in den letzten zwei Jahren ein breiteres Angebot seitens der IR gebildet hat, aber dieses wird wenig genutzt. „[...] da hat die Digitalisierung schon Einzug gehalten, ja. Aber das zu nutzen, machen Fondsmanager, die für uns mehr oder weniger Titel selektieren.“ (Transkript Interview 2, XXIV, Z. 174–175)

Ein/e Vertreter\*in eines FinTech Unternehmens erklärte, dass sie Geschäftsberichte maschinell auslesen. Zum einen werden hier Fundamentaldaten ausgelesen, die für institutionelle Investoren aber auch leichter zugänglich sind. Und zum anderen werden Soft-Faktoren akquiriert. Dies erfordert komplexere Tools wie Sentiment oder Inhaltsanalysen (Transkript Interview 6, XLVII, Z. 75–79). Daraus ergibt sich die Frage, welche Informationen institutionelle Investoren in der Praxis aus dem Geschäftsbericht verwenden (3.1 Informationen im Geschäftsbericht). Hauptsächlich scheint es dabei um die Sicht des Unternehmens zu gehen und wie mit „Problemfällen“ umgegangen wird (Transkript Interview 2, XXI, Z.63–66). Außerdem werden „Soft-Faktoren“ wie das Wachstumspotential der Firma und der Branche und die Managementqualität genannt (Transkript Interview 5, XL, Z. 128–131). Das Informationsverhalten hat hier weniger informativen Charakter, sondern dient der Meinungsbildung und Beurteilung (Transkript Interview 2, XXII, Z. 106–108). Die benötigten Fundamentaldaten aus dem Geschäftsbericht beziehen die Expert\*innen von Datenprovidern wie Bloomberg: „[...] also wir schauen uns nicht den einzelnen Bericht an, wir gehen in Bloomberg und holen uns hier Daten, die wir brauchen [...]“ (Transkript Interview 4, XXXIII, Z. 68–72). Der Grund für die geringe und

wenig intensive Nutzung von Geschäftsberichten liegt an den geringen personellen und zeitlichen Ressourcen. Bei der hohen Anzahl an Einzeltiteln, die im Portfolio inkludiert sind, reicht die Zeit nicht aus, um sich mit jedem Titel so detailliert auseinander zu setzen (Transkript Interview 7, LV, Z. 121–124).

Auf die Frage, welche Informationsquellen die Expert\*innen ansonsten verwenden, nennen die meisten Interviewpartner\*innen Datenprovider (H = 5) und die Informationen ihrer externen Vermögensverwalter und Fondsmanager (H = 5). Außerdem werden 4mal Research Reports von Sell-Side-Analyst\*innen genannt. Der direkte Kontakt (H = 4) hat auch eine hohe Relevanz. Jedoch weist ein/e Interviewpartner\*in hier wieder auf den zeitlichen Faktor hin. Der Aufwand inklusive der Vorbereitungs- und Nachbereitungszeit nimmt einen Arbeitstag in Anspruch (Transkript Interview 5, XL, Z. 148–152). Neben den Daten Providern dienen auch die Webseiten der Unternehmen als Sammelstelle für Informationen (H = 3). Die Factsheets, Präsentationen (H = 2) und Medienberichte (H = 2) dienen wie die Geschäftsberichte zur Akquise von qualitativen Kriterien wie Chancen und Risiken (Transkript Interview 5, XXXIX, Z. 118). Die Aktivität auf Social-Media wird nur von einem FinTech Unternehmen als regelmäßige Quelle verwendet, um eine Prognose über die Performance zu ermitteln (Transkript Interview 6, XLVII, Z. 100–101). Im Gespräch mit einem/einer Vertreter\*in einer Vorsorgekasse in Österreich wurden auch Berichte von externen Organisationen als Informationsquelle angeführt. Vor allem bei Themen wie Nachhaltigkeit und Menschenrechten werden Berichte von NGOs und Vereinen verwendet (Transkript Interview 2, XXIV, Z. 159-161). Dies dient als Gegenposition zu den Nachhaltigkeitsberichten der Unternehmen. Obwohl die Nachhaltigkeit eines der wichtigsten Kriterien zur Investitionsentscheidung ist, wurde die nichtfinanzielle Berichterstattung nur einmal explizit genannt. Eine sehr geringe Relevanz haben laut den Experteninterviews auch die Quartalsberichte (H = 1).

Die Expert\*innen wurden gefragt, welche Informationen sie sich wünschen würden, um die Investmententscheidungen besser treffen zu können und wo Verbesserungspotentiale liegen (3.2 Verbesserungspotential). Die in diesem Kontext genannten Themen ließen sich in drei Kategorien einteilen. Zum einen ging es um eine stärkere Transparenz seitens der Unternehmen. „[...] der Wunsch wäre heute schon dort, die Methoden offenzulegen [...]. Also nicht nur die Kennzahlen hinzuschreiben, sondern dort zu plausibilisieren können, die Methoden kennen.“ (Transkript Interview 2, XXV, Z. 239–241). Als Beispiel wurden

Datenreihen über einen längeren Zeitraum genannt. Die Forderung bestand darin die Bemessungsgrundlage und die Methoden der Berechnung zu den Kennzahlen hinzuschreiben. Dies ist vor allem dann relevant, wenn im Laufe der Zeit die Methode aufgrund neuer Verordnungen oder interner Umstrukturierung geändert worden sind. Die Offenlegung der Berechnungs- und Messmethoden würde auch die Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen verbessern. Gerade im Hinblick auf den Unternehmenserfolg und den Nachhaltigkeitserfolg wünschen sich die institutionellen Investoren eine größere Transparenz und Dokumentation (Transkript Interview 2, XXV, Z. 209–211). Dieses Verbesserungspotential inkludiert neben der Transparenz auch der Wunsch nach stärkeren standardisierten Daten. Die Standardisierung der Informationen wird in der Auswertung als eigene Kategorie geführt. Vor allem geht es dabei um die Vergleichbarkeit von einzelnen Unternehmen und Branchen, um eine fundierte Investitionsentscheidung zu treffen. Im Fokus dieser Forderung stehen vor allen Informationen zu ESG (Transkript Interview 2, XXV, Z.206–208). Im Gespräch mit einem FinTech Unternehmen wurde nochmal deutlich, wie wichtig die Standardisierung der Informationen auch für eine maschinelle Auswertung der Informationen ist:

„Das Interessante ist, dass diese künstliche Intelligenz eigentlich viel bessere Ergebnisse hervorbringt in entwickelten Märkten, die wir eigentlich als effizient ansehen. [...] das hängt damit zusammen, dass so viele Daten zur Verfügung stehen und so viel Daten [...] täglich dazu kommen, dass es für ein Mensch eigentlich fast unmöglich wird, so die Spreu vom Weizen zu trennen [...].“ (Transkript Interview 4, XXXII, Z. 56–60)

Für die Auswertung der Daten via KI sind jedoch robuste und standardisierte Daten nötig (Transkript Interview 4, XXXIX, Z. 18–25). Wenn in Zukunft KI für die Investitionsentscheidungen eine größere Rolle spielen soll, muss sich auch der Grad der Standardisierung an die Ansprüche anpassen.

Ein interessanter Punkt, der mit diesen Kategorien zusammenhängt, ist die Kommunikation der Unternehmen mit den Drittanbietern. Eine Aufgabe der IR sei es „dann auch mit den Datenanbietern in Kontakt zu treten, weil wir sehen das oft, bei MSCI, dass das heute einfach nur ausgelesen wird. Und das führt zu Verzerrungen [...]“ (Transkript Interview 2, XXV, Z. 242–243). Dies betrifft laut dem/der Interviewpartner\*in vor allem sehr unternehmens- oder branchenspezifische Daten. Ein Energieunternehmen unterscheidet beispielsweise in

verbrauchtes Wasservolumen und in Durchlaufvolumen pro Turbine. Hier liest die Datenbank nur das gesamte Volumen aus und sortiert das Durchlaufvolumen dem Wasserverbrauch zu, weil hier ähnliche Wörter verwendet werden. Dieses Beispiel steht stellvertretend für weitere spezifische Daten.

Die dritte Kategorie betrifft die Wachstumschancen und das Risiko von Unternehmen. Die hier gewünschten Informationen beziehen sich vor allem auf das Markt- und Branchenwachstum, da diese Informationen aus der Perspektive dritter kaum zu akquirieren sind (Transkript Interview 5, XLIII, Z. 242–243). Neben den Kennzahlen über den Markt geht es auch um die Erwartungen und Perspektiven der Unternehmen selbst. „Die längerfristige Zukunft, an was arbeiten eigentlich Unternehmen, wie sehen die Welt in 35 Jahren [...], die Visionen [...] die finde ich natürlich nicht in Geschäftsberichten [...].“ (Transkript Interview 6, L, Z. 165–175) Hier geht es für die Institutionen darum, ein Bild davon zu bekommen, wie langfristig die Investments sind, wie stark die Branche im Wandel ist und wie die Unternehmen diese Veränderungsprozesse einschätzen.

### **6.1.2 Hypothesen**

Aus den Ergebnissen der Inhaltsanalyse und der bisherigen Literatur lassen sich folgende Hypothesen herleiten.

#### **FF2: Welchen Informationsbedarf haben institutionelle Investoren?**

- H1: Die wichtigsten Informationen für die Investitionsentscheidung sind Fundamentaldaten zum Unternehmen.

Am häufigsten haben die Expert\*innen Kennzahlen zur Performance des Unternehmens, der Branche und des Marktes als Kriterium für die Investmententscheidung genannt. Hier wird das Risiko und der Wert gegenübergestellt.

- H2: Die Nachhaltigkeit eines Unternehmens ist der relevanteste Soft-Faktor.

In den letzten Jahren sind die Nachhaltigkeit und ESG-Kriterien immer relevanter geworden. Dies spiegelt sich auch in den Interessen der institutionellen Investoren für ihre Anlagen wider. Die Hälfte der Expert\*innen beziehen nachhaltige Kriterien bewusst in ihre Anlageentscheidung ein.

#### **FF3: Wie rezipieren und analysieren institutionelle Investoren Geschäftsberichte?**

- H3: Institutionelle Investoren bauen eigene Research-Teams zur Informationsbeschaffung und Auswertung auf.

Sowohl Binder-Tietz und Frank (2021, S. 6) als auch Nix (2009, S. 342) prognostizieren, dass institutionelle Investoren vermehrt eigene Research-Teams aufbauen, um unabhängiger von den Finanzmarktanalyst\*innen zu sein. Über die geführten Experteninterviews konnte diese Entwicklung nicht bestätigt werden. Viel mehr wurden direkt drei der Interviews mit den externen Vermögensverwalter\*innen der Institutionen geführt und weitere zwei Unternehmen verlassen sich in der Informationsbeschaffung auf die Fondsmanager\*innen verlassen. Dennoch soll diese Hypothese im weiteren Verlauf quantitativ überprüft werden.

- H4: Geschäftsberichte sind keine Grundlage für Investitionsentscheidungen von institutionellen Investoren.

Sowohl in den Interviews als auch in den Anfragen entwickelt sich die Tendenz, dass institutionelle Investoren keine Geschäftsberichte nutzen (siehe Kriterium 2.3 Verwendung des Geschäftsberichts) oder die Berichte keinen hohen Einfluss auf ihre Investitionsentscheidungen haben.

- H5: Informationen werden überwiegend qualitativ und manuell ausgewertet.

Die Digitalisierung wurde bisher überwiegend bezüglich der Kommunikationskanäle diskutiert. Hier zeigte sich auch in den Interviews, dass digitale Angebote des Geschäftsberichtes, des Kontaktes und vor allem Datenbanken genutzt werden. Die Verarbeitung dieser Daten als Grundlage für Investitionsentscheidungen erfolgt jedoch hauptsächlich manuell und unstrukturiert. Eine Ausnahme bilden die externen Fondsmanager\*innen, mit denen Gespräche geführt wurden.

#### **FF4: Welche Informationsbedürfnisse werden von Geschäftsberichten abgedeckt bzw. nicht abgedeckt?**

- H6: Die Daten im Geschäftsbericht sind nicht ausreichend transparent dargelegt.

Auf der einen Seite nutzen einige Expert\*innen Geschäftsberichte, um sich zu informieren. Vor allem dann, wenn sie die Sicht der Unternehmen kennenlernen wollen. Auf der anderen Seite kritisieren die Institutionen auch die Transparenz und mangelnde Standards bei der Informationslage. Dies betrifft zum einen die Geschäftsberichte aber auch die gesamte Kommunikationsstrategie der IR-Abteilungen.

- H7: Die Wachstumschancen bzw. das Risiko sind nicht ausreichend erläutert.

Als weiteres Verbesserungspotential wurde ein stärkerer Ausbau der Berichterstattung über die Wachstumschancen des Unternehmens und der Branche genannt. Hier geht es neben Kennzahlen zum Marktwachstum auch um die Darstellung der langfristigen Ziele, Erwartungen und Visionen des Unternehmens.

**FF5: Welche weiteren Informationsquellen verwenden institutionelle Investoren ergänzend zum Geschäftsbericht, insbesondere vor dem Hintergrund der Digitalisierung?**

- H8: Die Hauptquelle für institutionelle Investoren sind Datenprovider und externe Vermögensverwalter\*innen.

Die wichtigsten Informationsangebote für institutionelle Investoren werden von Intermediären auf dem Finanzmarkt gestellt. Häufig wurden Datenprovider wie Bloomberg oder Reuters als wichtige Quelle genannt. Ebenso sind externe Fondmanager\*innen für die Informationsgewinnung und am Ende auch für die Investmententscheidung relevant.

- H9: Die vorangetriebene Digitalisierung der letzten zwei Jahre auf Seiten der Unternehmen hat die institutionellen Investoren kaum erreicht.

Zuvor hat die Auswertung der Literatur eine Tendenz zur Digitalisierung gezeigt. Vor allem der Kontakt zum Unternehmen und zur IR-Abteilung ist von digitalen Kommunikationskanälen geprägt und wird laut Hoffmann (2021, S. 4) von Investor\*innen eingefordert. Im Gespräch mit den Expert\*innen lag der Fokus jedoch weniger auf dem direkten digitalen Kontakt zum Unternehmen als Informationsquelle. Die Institutionen nehmen ein höheres Informationsaufkommen durch die Digitalisierung wahr, aber keine/r der Expert\*innen hat eine Veränderung im Informationsverhalten über die letzten zwei Jahre beschrieben.

## **6.2 Ergebnisse Quantitative Online-Umfrage**

In dem folgenden Kapitel werden die Ergebnisse der Online-Umfrage dargestellt und ausgewertet. Die Interpretation zur Beantwortung der Hypothesen erfolgt im Kapitel 6.3 („Interpretation der Ergebnisse“). Zu Beginn wird das Sample beschrieben.

### 6.2.1 Beschreibung des Sample

Die Befragung wurde zwischen dem 21.03.2022 und dem 30.03.2022 durchgeführt. In diesem Zeitraum wurden 593 institutionelle Investoren in Deutschland, Österreich und der Schweiz befragt (N = 593). In diesen zehn Tagen nahmen 40 Personen an der Umfrage teil (Rücklaufquote von 6,7 %), von denen 25 Teilnehmer\*innen die Umfrage beendeten (Abschlussquote von 4,2 %).

Die meisten Abbrüche gab es beim Frageblock 4 zu der Investmentstrategie, beim Frageblock 5 zum Thema der Informationsquellen und bei der Abfrage zum Informationsverhalten (Frageblock 7). Die Abbrüche im Frageblock 4 können damit erklärt werden, dass sich die Teilnehmer\*innen nicht durch die Antwortmöglichkeiten repräsentiert gefühlt haben und daher den Fragebogen nicht weiter ausfüllen wollten. Bezüglich der Frageblöcke 5 und 7 enthielten beide Likert-Skalen, um die Relevanz zu messen. Hier waren 9 bis 13 einzelne Punkte zu bewerten. Die Anzahl der zu bewertenden Items kann hier überfordernd und zu langwierig gewesen sein, sodass die Befragten das Interesse an der Studie verloren haben.

Das Sample umfasst 22 (55,0 %) Institutionen aus Deutschland, 8 (20,0 %) aus Österreich und 10 (25,0 %) aus der Schweiz (siehe Abbildung 8).

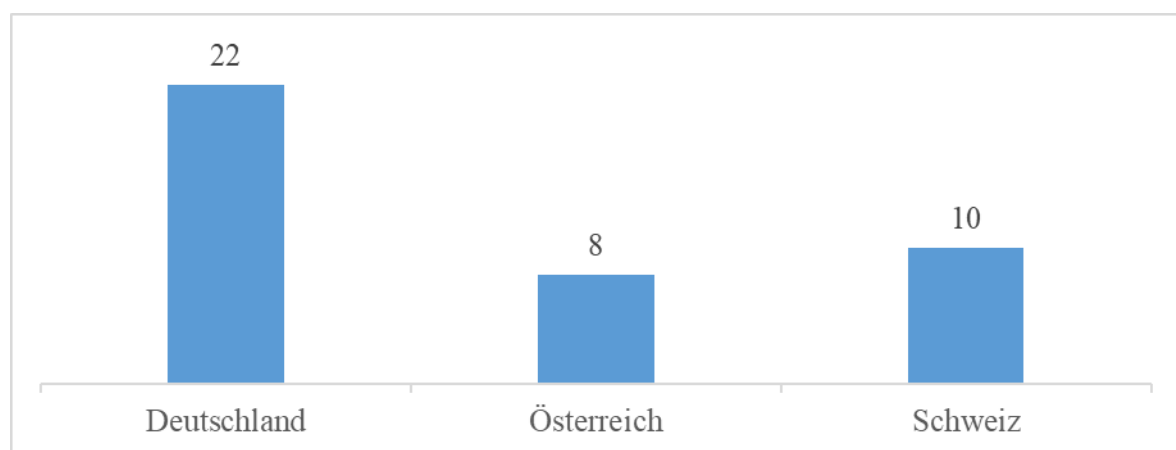


Abbildung 8: In welchem Land sind Sie tätig (n = 40) (eigene Darstellung)

Der größte Teil der Teilnehmer\*innen aus Deutschland gehören Pensionskassen an (36,4 %). Des Weiteren umfasst das Sample die Perspektive von Versicherungen (18,2 %), Vorsorgewerken (13,6 %), Stiftungen (13,6 %), Kirchen und Bistümern (13,6 %) sowie einem Pensionsfond (4,5 %). Nicht repräsentiert sind Vorsorgekassen, Depot-A Investoren und Corporates.

<b>Subgruppen Deutschland</b>	<b>Häufigkeit</b>	<b>gültige Prozente</b>
Versicherung	4	18,2 %
Versorgungswerk	3	13,6 %
Pensionsfond	1	4,5 %
Pensionskasse	8	36,4 %
Stiftungen	3	13,6 %
Kirche, Bistum	3	13,6 %
Vorsorgekasse	0	0,0 %
Depot-A Investor	0	0,0 %
Corporate	0	0,0 %
Anderes:	0	0,0 %
<b>Gesamt</b>	<b>22</b>	<b>100 %</b>

Tabelle 7: Welche Institution vertreten Sie? Deutschland (n = 22) (eigene Darstellung)

In Österreich bilden Vorsorgekassen mit 75,0 % die größte Gruppe des Samples. Außerdem haben zwei (25,0 %) Teilnehmer\*innen sich keiner der Subgruppen zuordnen können. Das Sample umfasst keine Versicherungen, Pensionskassen oder Corporates.

<b>Subgruppen Österreich</b>	<b>Häufigkeit</b>	<b>gültige Prozente</b>
Versicherung	0	0,0 %
Pensionskasse	0	0,0 %
Vorsorgekasse	6	75,0 %
Corporate	0	0,0 %
Anderes:	2	25,0 %
<b>Gesamt</b>	<b>8</b>	<b>100,0 %</b>

Tabelle 8: Welche Institution vertreten Sie? Österreich (n = 8) (eigene Darstellung)

Von den Teilnehmer\*innen aus der Schweiz gehören 55,6 % einer öffentlichen Pensionskasse an. Ein Anteil von 33,3 % vertreten Stiftungen und 11,1 % Branchen Pensionskassen. Nicht vertreten sind Unternehmens Pensionskassen, Versicherungen und Corporates.

<b>Subgruppen Schweiz</b>	<b>Häufigkeit</b>	<b>gültige Prozente</b>
Öffentliche Pensionskasse	5	55,6 %
Unternehmens Pensionskasse	0	0,0 %
Branchen Pensionskasse	1	11,1 %
(Sammel-) Stiftung	3	33,3 %
Versicherung	0	0,0 %
Corporate	0	0,0 %
Anderes:	0	0,0 %
<b>Gesamt</b>	<b>9</b>	<b>100,0 %</b>

Tabelle 9: Welche Institution vertreten Sie? Schweiz (n = 9) (eigene Darstellung)

Das Sample dieser Studie repräsentiert daher nicht die Grundgesamtheit, weil es Abweichungen in der Länderzugehörigkeit gibt und Institutionen wie Corporates gar nicht vertreten und andere Subgruppen unterrepräsentiert sind.

### 6.2.2 Investmentstrategie

Im zweiten Frageblock wurden die institutionellen Investoren zu ihrer Investmentstrategie befragt. Die befragten Institutionen ( $n = 36$ ) verfolgen eine eher risikoaverse Anlagestrategie ( $\bar{x} = 2,22$ ). Außerdem geben 23 (63,8 %) der Befragten an, dass sie Investitionen langfristig mit einem Zeithorizont von über fünf Jahren tätigen. Keine der Institutionen verfolgt kurzfristige Investitionen unter 6 Monaten. Die meisten befragten Institutionen verwalten ihr Vermögen aktiv ( $\bar{x} = 1,94$ ).

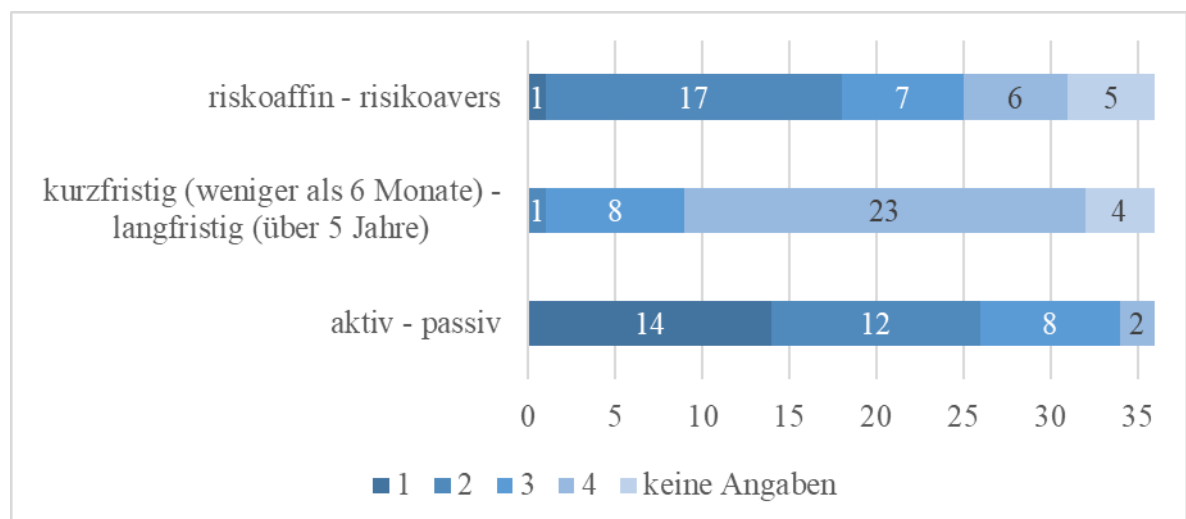


Abbildung 9: Wie beschreiben Sie Ihre Anlagestrategie? ( $n = 36$ ) (eigene Darstellung)

Auf die Frage, wer das Anlagevermögen verwaltet, gaben 69,4 % der Institutionen an, das Vermögen zum Teil selbst und zum Teil durch externe Fondsmanager zu managen. Ein Anteil von 16,6 % lassen das Kapital vollkommen extern verwalten und 13,8 % managen die Finanzmittel ausschließlich selbst.

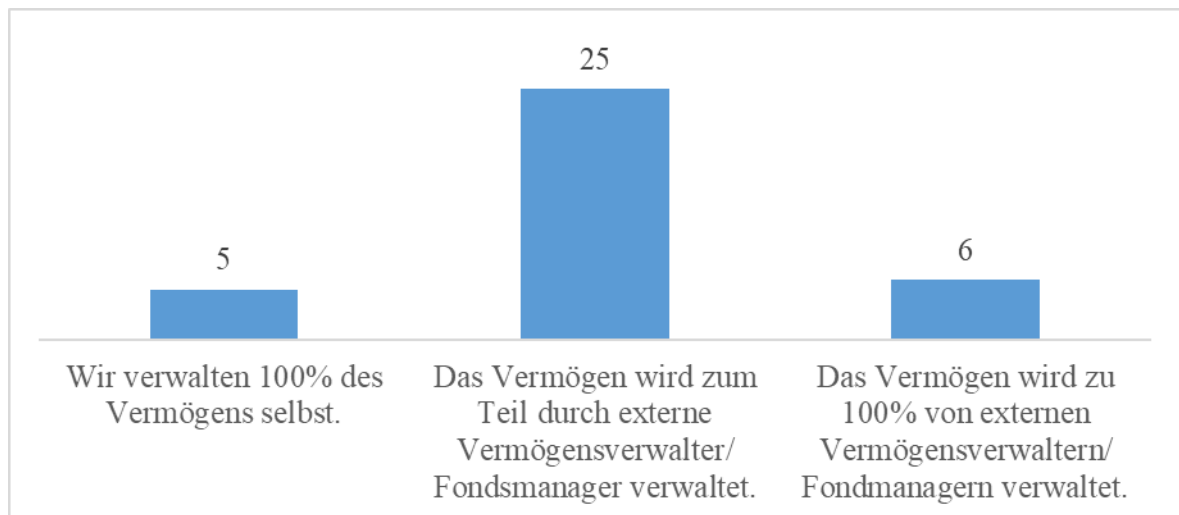


Abbildung 10: Wer verwaltet Ihr Anlagevermögen (n = 36) (eigene Darstellung)

Bezüglich der Anlageportfolios haben die befragten Institutionen im Durchschnitt einen Aktienanteil von 24,11 % im Portfolio. Nur ein/e Vertreter\*in gab einen Aktienanteil von 75,0 % an. Die Meisten halten 11,0 % bis 30,0 % Aktien.

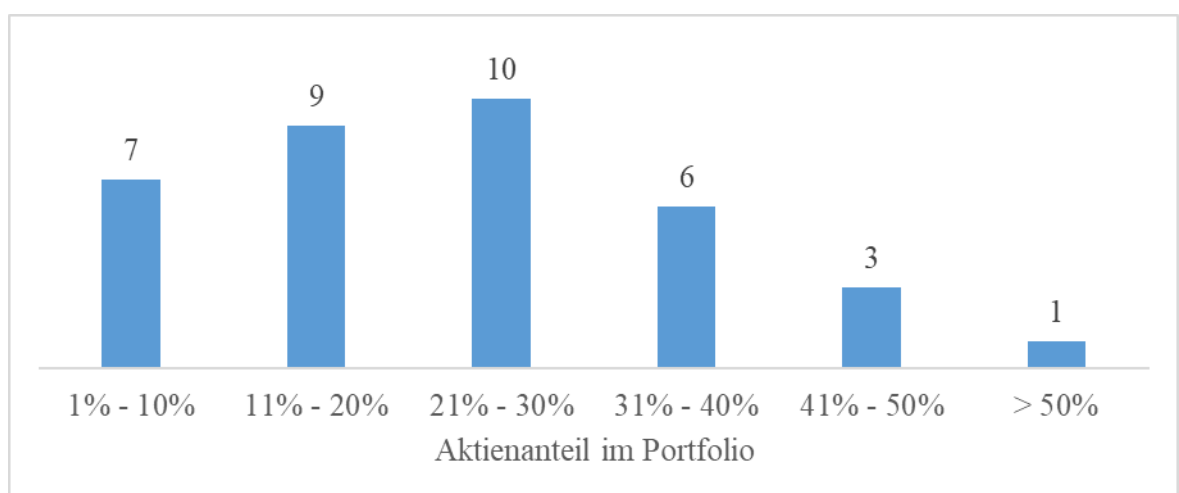


Abbildung 11: Wie hoch ist Ihr Aktienanteil im Portfolio? (n = 36) (eigene Darstellung)

Zusammenfassend lässt sich die Anlagestrategie der befragten institutionellen Investoren als risikoavers und langfristig mit einem Aktienanteil unter 30,0 % beschreiben. Nur wenige der Institutionen verwalten ihr Vermögen intern eigenständig, die meisten delegieren zumindest einen Teil an externe Fondsmanager\*innen.

### 6.2.3 Informationsbedürfnis und -quellen

In dem Fragebogen wurde abgefragt, welche Informationsquellen verwendet werden und welche Kriterien für die Investmententscheidung besonders relevant sind. Es wurde gefragt, ob die Institutionen ein internes Research-Team für die Analyse haben. Die meisten (45,5 %) gaben an, sich vollständig auf externe Analysten zu verlassen und kein eigenes Team zu haben. Nur eine Institution hat vor in Zukunft ein eigenes Research-Team aufzubauen. Von den Teilnehmer\*innen haben 33,3 % ein internes Research-Team, aber arbeiten auch mit externen Analysten zusammen. Ein Anteil von 9,1 % nutzen ausschließlich interne Analysten. Unter den drei Personen, die eine andere Strategie verfolgen gab eine an, dass kein Research und damit auch kein Personal dafür benötigt wird. Eine Institution hat internen Analysten in einer Schwestergesellschaft. Die dritte Person gab an, zwar intern Analysen durchführen zu können, sich aber aufgrund geringer Ressourcen hauptsächlich auf externe Analysten zu verlassen.



Abbildung 12: Haben Sie ein eigenes Research Team? ( $n = 33$ ) (eigene Darstellung)

Bezüglich der Kriterien für die Investitionsentscheidung ist der relevanteste Faktor die Nachhaltigkeit und ESG-Kriterien ( $\bar{x} = 3,12$ ). Keine Institution hat dieses Kriterium als irrelevant bewertet. An zweiter Stelle werden finanzielle Kennzahlen als relevantes Kriterium für die Investition genannt ( $\bar{x} = 2,94$ ). Eher relevant ist die Managementqualität in einem Unternehmen ( $\bar{x} = 2,91$ ) und die strategische Ausrichtung ( $\bar{x} = 2,91$ ). Die geringste Relevanz haben SDG-Kriterien ( $\bar{x} = 2,70$ ) und das Risiko für das Unternehmen ( $\bar{x} = 2,70$ ).

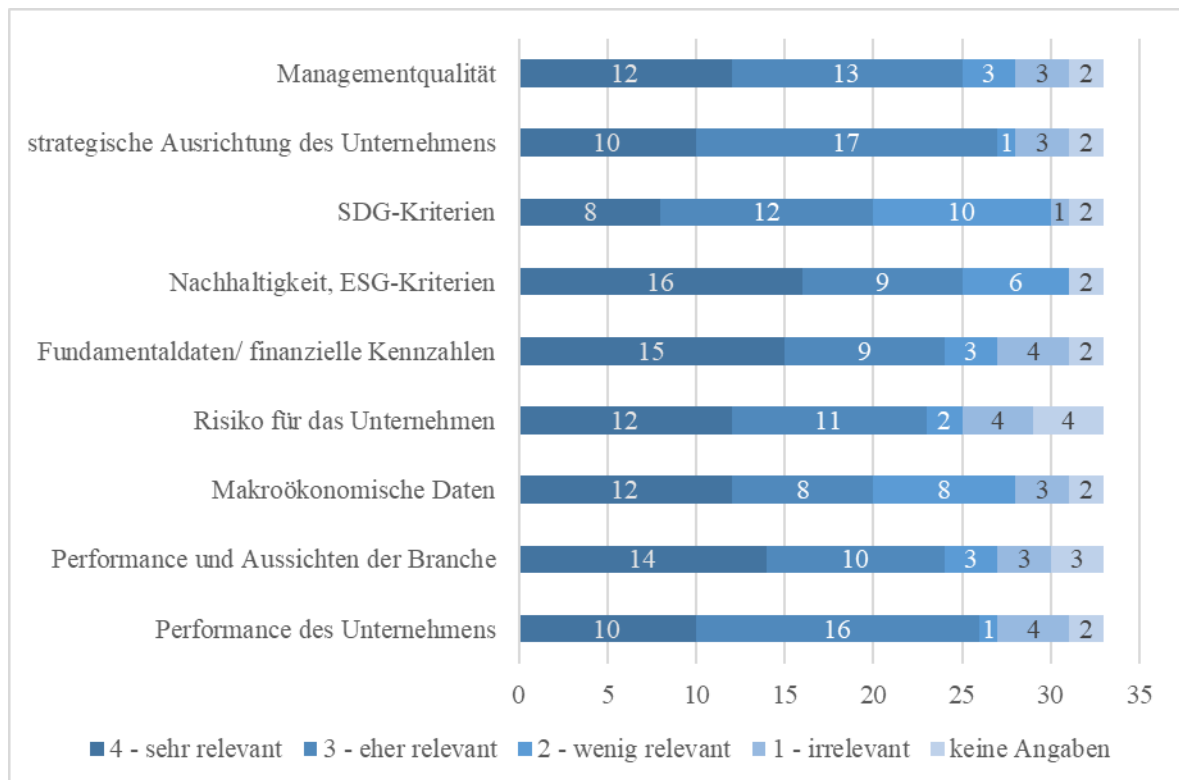


Abbildung 13: Wie relevant sind die Kriterien für Ihre Investitionsentscheidung? (n = 33) (eigene Darstellung)

Außerdem wurden die Teilnehmer\*innen dazu befragt, aus welchen Quellen sie ihre Informationen beziehen. Von den Befragten verwenden 66,6 % Geschäftsberichte als Informationsquelle. Im Gegensatz dazu gaben 30,3 % an, keine Geschäftsberichte zu verwenden.

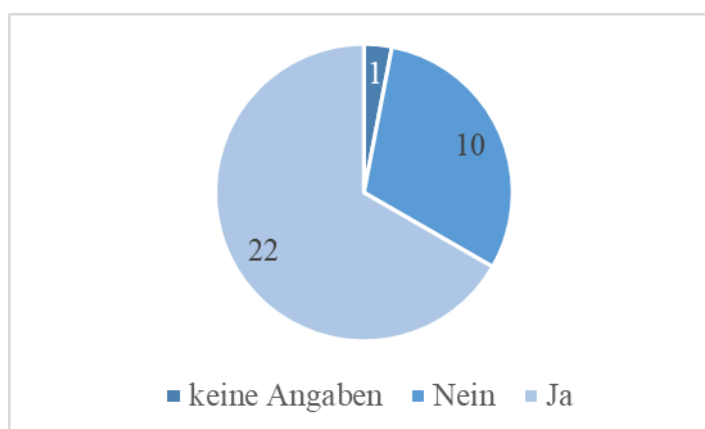


Abbildung 14: Verwenden Sie Geschäftsberichte? (n = 33) (eigene Darstellung)

Im späteren Verlauf des Fragebogens wurden die Teilnehmer\*innen gebeten, die in Abbildung 15 aufgelisteten Kommunikationsmittel nach der Relevanz zu bewerten. Als

wichtigste Quelle wurden Datenprovider und Datenbanken wie Bloomberg oder Reuters genannt ( $\bar{x} = 3,0$ ). 15 (von  $n = 28$ ) Institutionen bewerteten Datenprovider als sehr relevant. An zweiter Stelle scheinen Nachhaltigkeitsberichte auf ( $\bar{x} = 2,71$ ). 7 Institutionen finden Nachhaltigkeitsberichte sehr relevant. Nur 2 Teilnehmer\*innen bewerten sie als irrelevant. Eine ähnliche Relevanz haben Geschäftsberichte ( $\bar{x} = 2,68$ ). Ein Viertel der Institutionen bewerten die Wichtigkeit als weniger oder gar nicht relevant. Eine sehr geringe Bedeutung hat Social-Media als Informationsquelle ( $\bar{x} = 1,57$ ). Die Aufzeichnungen der Hauptversammlung, Pressekonferenzen oder anderen Vorträgen sind wenig relevant ( $\bar{x} = 1,75$ ). Im Vergleich zu anderen Kommunikationsmitteln wird auch der direkte Kontakt zur Unternehmensführung oder zur IR als wenig wichtig betrachtet ( $\bar{x} = 2,32$ ), vorher verwenden die befragten Institutionen Research Reports von Sell-Side-Analysten ( $\bar{x} = 2,50$ ), Nachrichten und Medienberichte ( $\bar{x} = 2,43$ ) sowie Quartalsberichte ( $\bar{x} = 2,39$ ). Nur 5 Teilnehmer\*innen betrachten die Webseite der Unternehmen als relevante Informationsquelle, während 6 Personen dies als irrelevant bewerten ( $\bar{x} = 2,21$ ).

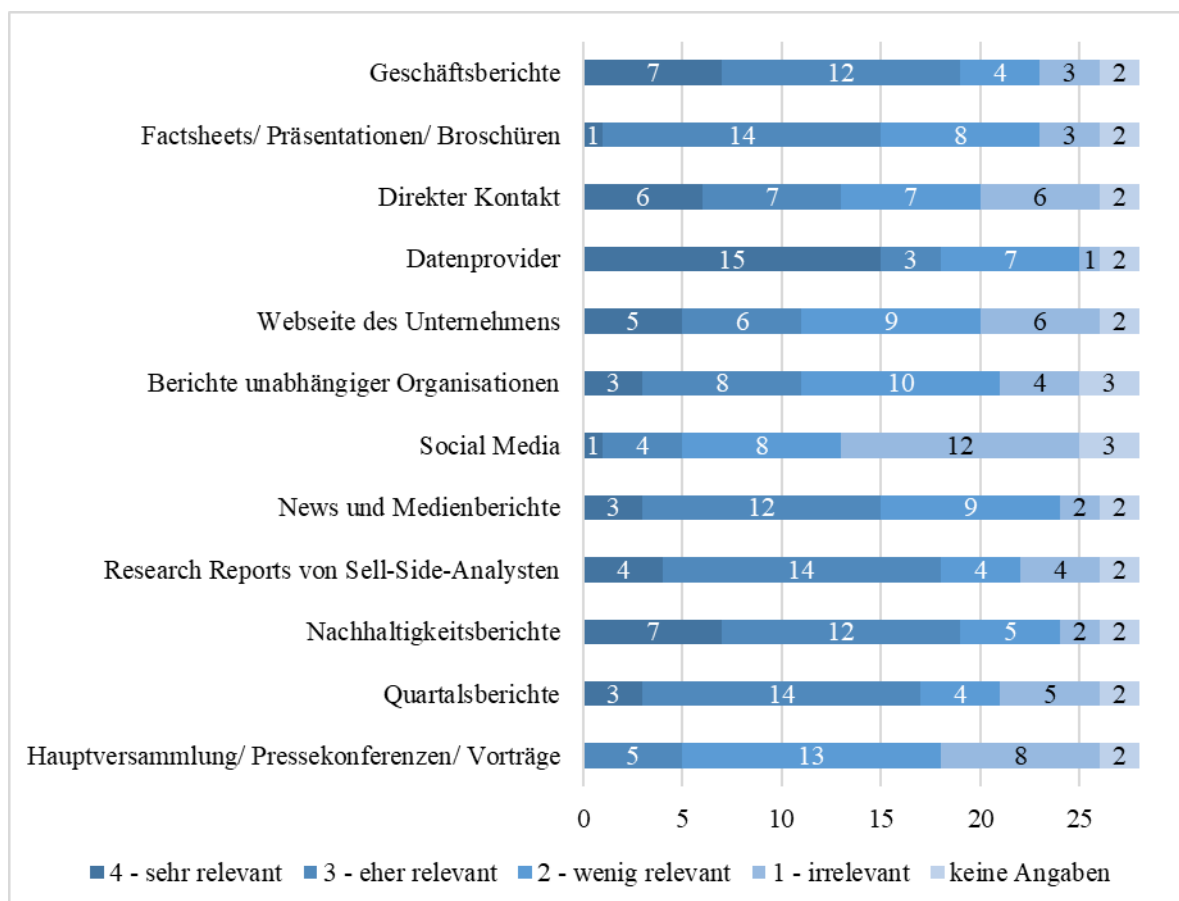


Abbildung 15: Wie wichtig sind Ihnen diese Quellen für Ihr Informationsverhalten? ( $n = 28$ ) (eigene Darstellung)

Zusammenfassend arbeiten die befragten Kapitalsammelstellen in ihrer Recherche viel mit externen Analysten zusammen. Als wichtigster Faktor für die Investitionsentscheidung gelten ESG-Kriterien und finanzielle Kennzahlen. Um sich zu informieren verwenden 66,6 % der Befragten Geschäftsberichte. Als relevanteste Quellen werden Datenprovider und Datenbanken genannt. Außerdem gelten Nachhaltigkeitsberichte als wichtige Kommunikationsmaßnahme.

#### 6.2.4 Verwendung des Geschäftsberichts

Die Teilnehmer\*innen, die im vorherigen Frageblock bei der Frage „Verwenden Sie Geschäftsberichte“ mit „Ja“ geantwortet haben, wurden im weiteren Verlauf der Umfrage zu ihrem Nutzungsverhalten von Geschäftsberichten befragt (n = 21).

Das am häufigsten verwendete Format des Geschäftsberichts ist das PDF ( $\bar{x} = 3,43$ ). Alle Befragten (n = 21) verwenden PDF-Geschäftsberichte, 15 geben an, dieses Format häufig zu nutzen. An zweiter Stelle stehen HTML-Berichte ( $\bar{x} = 2,90$ ). Zwei Drittel (H = 14) der befragten Personen verwenden dieses Format häufig oder gelegentlich. Die gedruckte Form ( $\bar{x} = 1,86$ ) wird von 5 der befragten Institutionen gelegentlich verwendet. Das XBRL-Format spielt für die befragten institutionellen Investoren keine Rolle ( $\bar{x} = 1,14$ ).

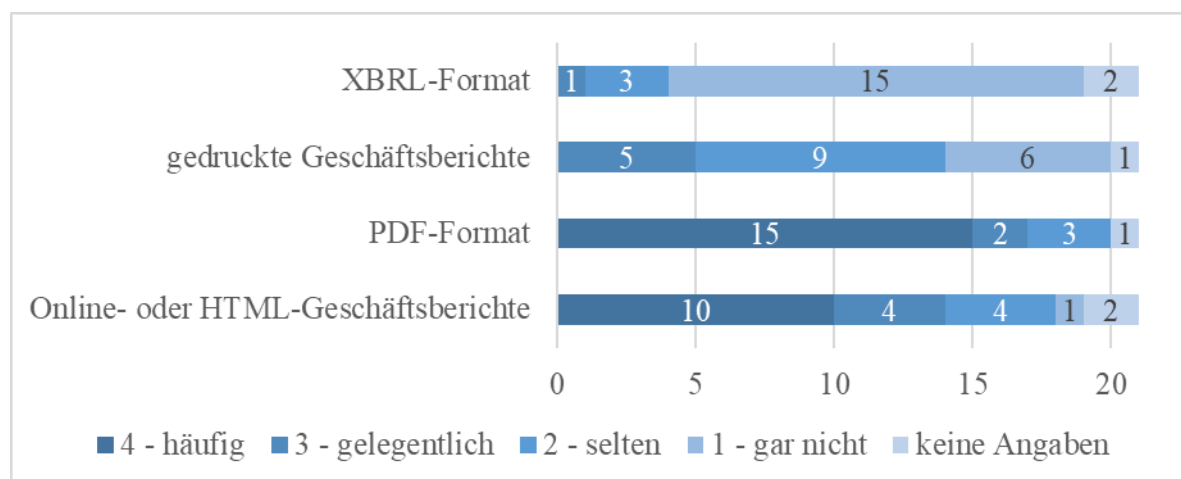


Abbildung 16: Wie häufig verwenden Sie folgende Formate des Geschäftsberichts? (n = 21) (eigene Darstellung)

Die Teilnehmer\*innen wurden dazu befragt, wie wichtig ihnen die in Abbildung 17 genannten Teile des Geschäftsberichtes sind. Die größte Relevanz haben die Gewinn- und Verlustrechnung ( $\bar{x} = 3,42$ ) und die Bilanz ( $\bar{x} = 3,38$ ). Ergänzend dazu wird die Bilanzanalyse ( $\bar{x} = 3,19$ ) und der Überblick über die Kennzahlen ( $\bar{x} = 3,19$ ) als wichtig

bewertet. Außerdem geben 16 (von  $n = 21$ ) Institutionen an, dass die Informationen zur Nachhaltigkeit und ESG-Kriterien im Geschäftsbericht sehr oder eher relevant sind ( $\bar{x} = 3,10$ ). Geringe Relevanz haben der Brief des Vorstands ( $\bar{x} = 2,14$ ) und der Bericht des Aufsichtsrates ( $\bar{x} = 2,19$ ).

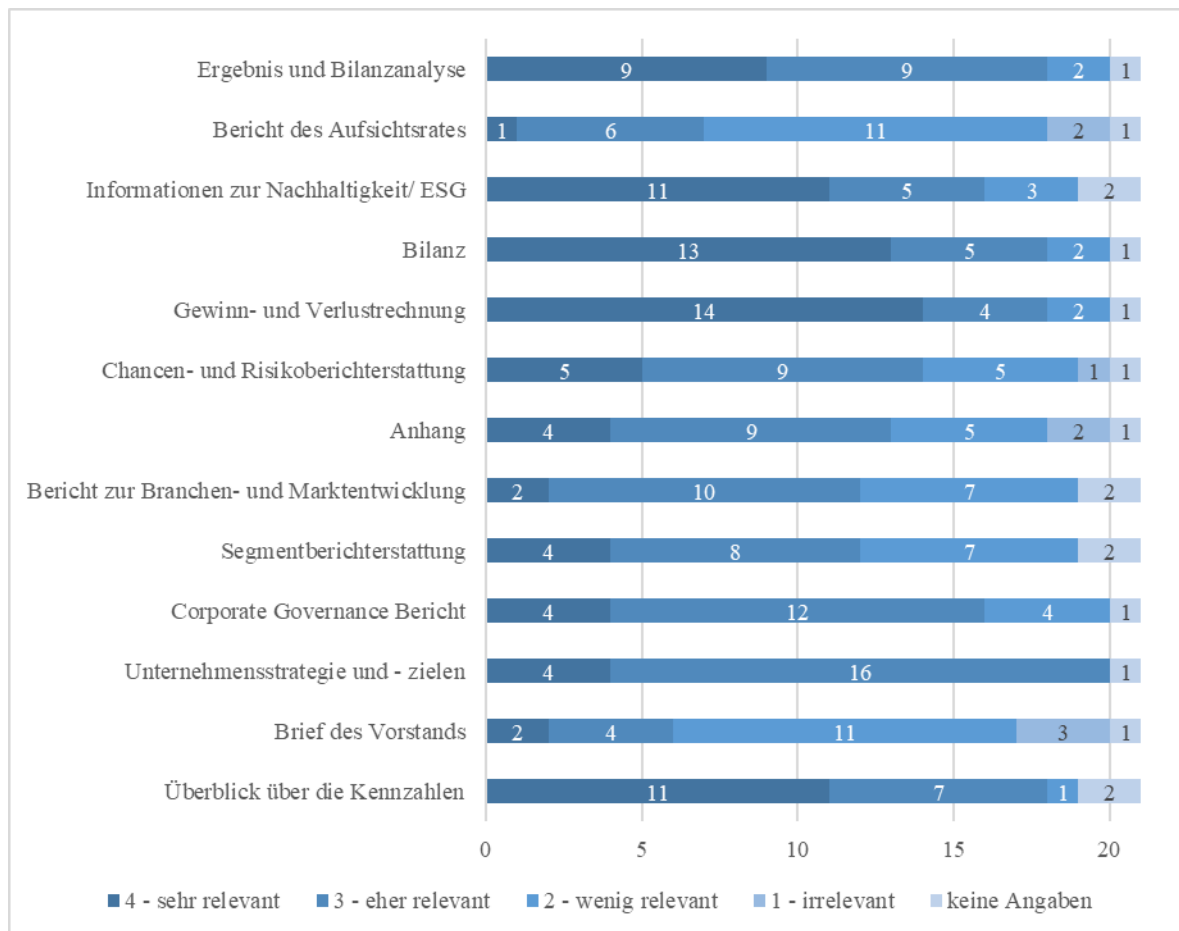


Abbildung 17: Wie relevant sind die folgenden Teile des Geschäftsberichtes für Sie? ( $n = 21$ )

Aus diesen Teilen des Geschäftsberichtes akquirieren 17 der befragten Investoren ( $n = 21$ ) Informationen über die Performance des Unternehmens. Mehr als zwei Drittel ( $H = 15$ ) der Institutionen geben an, Informationen zur Nachhaltigkeit und zu den ESG-Kriterien aus dem Geschäftsbericht zu entnehmen. Außerdem werden die strategische Ausrichtung ( $H = 14$ ), das Risiko ( $H = 13$ ) und die finanziellen Kennzahlen ( $H = 13$ ) aus dem Geschäftsbericht verwendet.

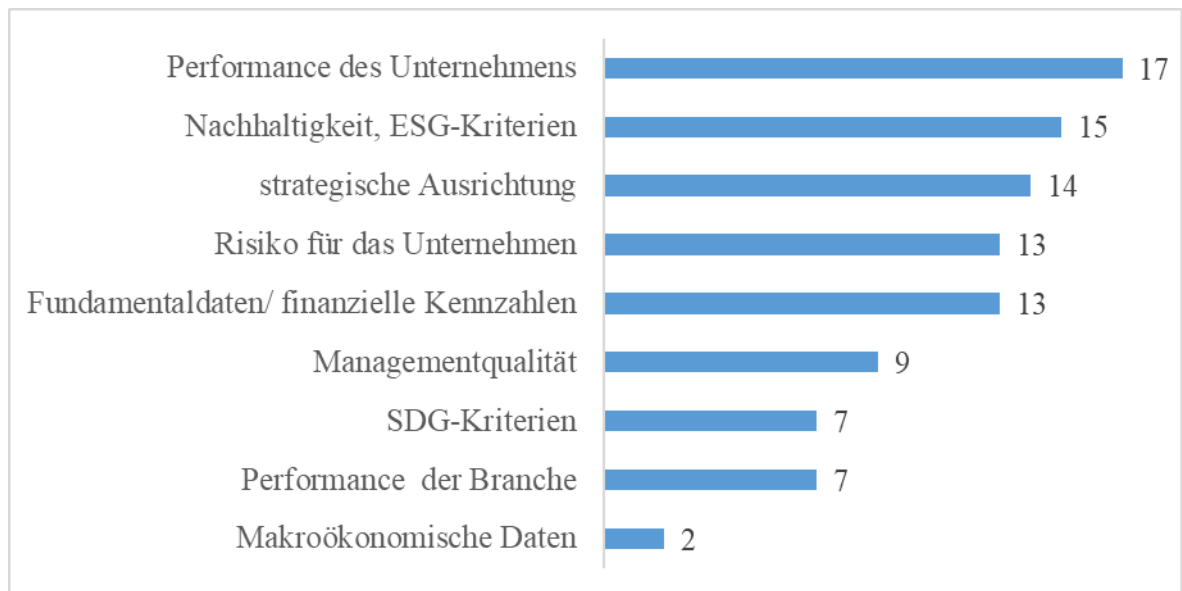


Abbildung 18: Welche Informationen entnehmen Sie dem Geschäftsbericht?  
Mehrfachnennung ( $n = 21$ ) (eigene Darstellung)

Großes Verbesserungspotential sehen die Befragten bei der Berichterstattung über die Branche ( $\bar{x} = 2,05$ ) und die Einschätzung der Wachstumschancen für das Unternehmen ( $\bar{x} = 2,05$ ). Außerdem sind 9 (von  $n = 21$ ) unzufrieden oder eher unzufrieden mit der Erklärung zur Strategie, der Vision und der Mission von Seiten der Unternehmen im Geschäftsbericht ( $\bar{x} = 2,14$ ). Insgesamt besteht bei allen genannten Punkten in Abbildung 19 Verbesserungspotential.

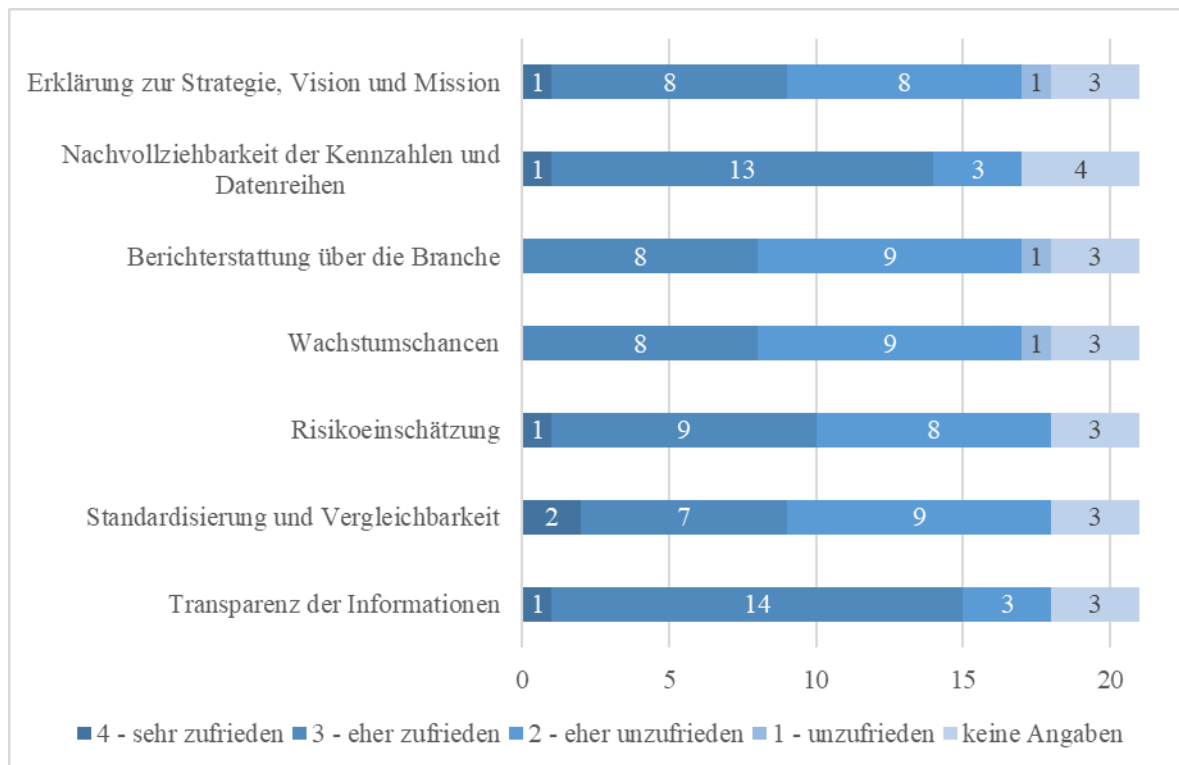


Abbildung 19: Wie zufrieden sind Sie mit den Aspekten des Geschäftsberichts? (n = 21) (eigene Darstellung)

Für die befragten institutionellen Investoren ist PDF das am häufigsten verwendete Format des Geschäftsberichts. Die größte Relevanz haben dabei die GuV sowie die Bilanz. Ergänzen dazu, werden am häufigsten Informationen zur Performance des Unternehmens aus dem Geschäftsbericht akquiriert. Die größte Unzufriedenheit geben die Befragten bezüglich der Berichterstattung über die Branche und die Wachstumschancen des Unternehmens an.

### 6.2.5 Informationsverarbeitung und Digitalisierung

Zum Abschluss der Umfrage wurden alle Teilnehmer\*innen (n = 25) zu ihren Methoden der Informationsakquisition und Verarbeitung befragt. Die meisten geben an, die Daten qualitativ und manuell zu bearbeiten (H = 17). Dabei werden die Informationen „händisch“ ausgelesen und interpretiert. Am zweithäufigsten wird eine quantitative und manuelle Methode verwendet (H = 9). Die manuell gesammelten Informationen beinhalten Daten und Kennzahlen, die quantitativ ausgewertet werden. Die Minderheit der Befragten wertet die Daten mittels eines Excel Worksheets oder mit KI aus (H = 5) und 4 Institutionen verwenden maschinelle, qualitative Analysemethoden wie Sentiment Analysen. Zwei Institutionen lassen die Daten komplett über die externen Dienstleister auswerten. Dabei achtet ein

Investor darauf, dass die externen Analysten die Informationen vorwiegend maschinell bearbeiten.

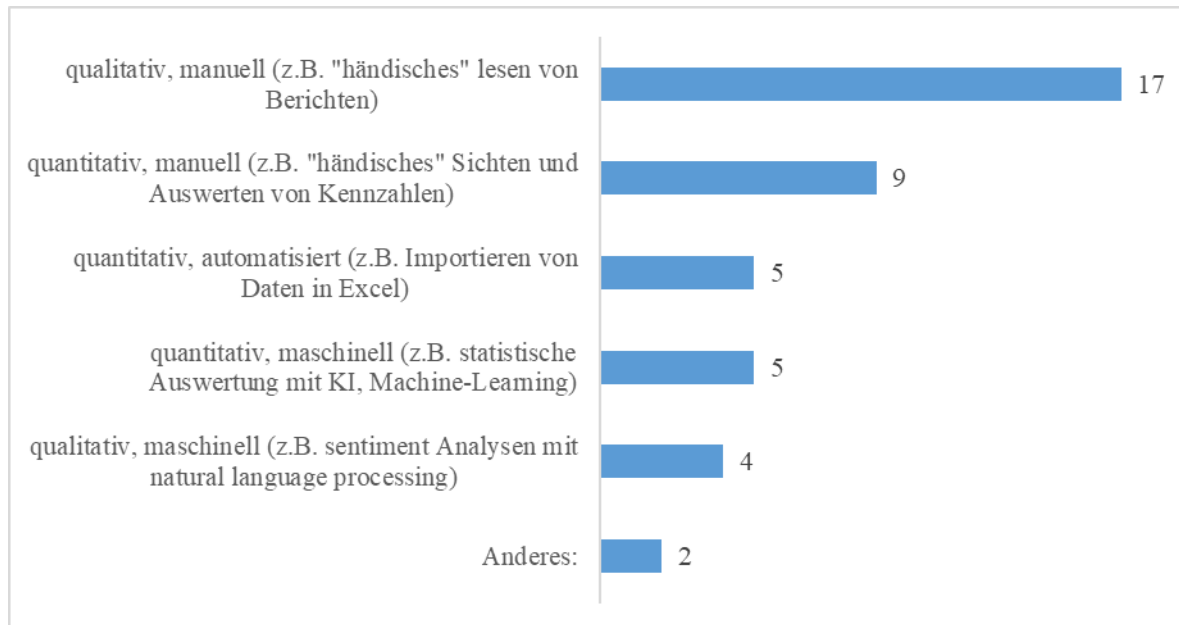


Abbildung 20: Mit welchen Methoden werten Sie Daten aus? Mehrfachauswahl ( $n = 25$ ) (eigene Darstellung)

Von den befragten Vertreter\*innen, die angeben nicht maschinell zu arbeiten ( $H = 17$ ) können sich 17,6 % vorstellen in Zukunft KI zur Datenverarbeitung zu verwenden. Weitere 29,4 % schließen die Möglichkeit nicht aus. Über die Hälfte (52,9 %) der Institutionen haben nicht vor in Zukunft KI in ihren Datenverarbeitungsprozess einzubeziehen.

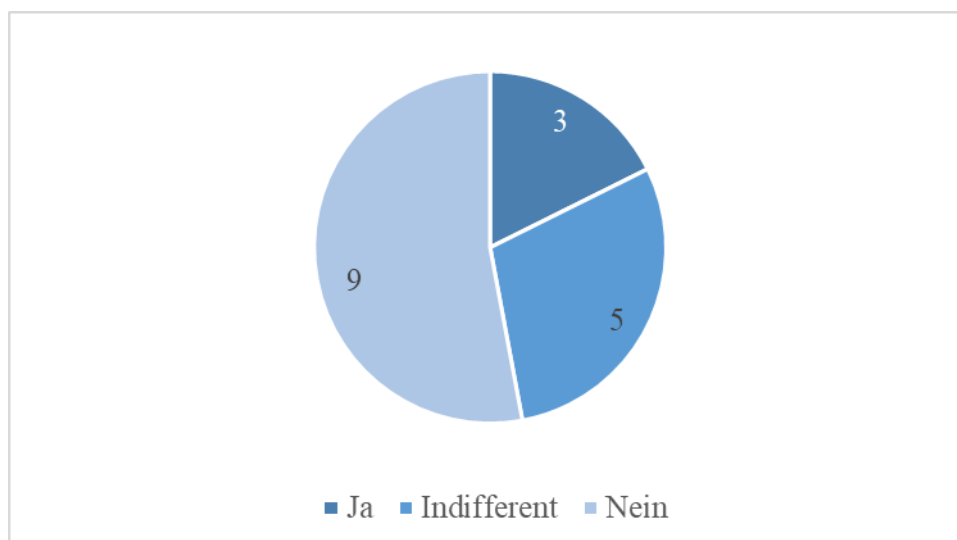


Abbildung 21: Haben Sie in Zukunft vor KI zu verwenden? ( $n = 17$ ) (eigene Darstellung)

Die Corona-Pandemie hat in den letzten zwei Jahren in vielen Bereichen als Treiber der Digitalisierung gewirkt und einige Prozesse verändert. Vor allem sind dadurch neue digitale Kommunikationskanäle, wie digitale Konferenzen und Meetings entstanden. Diese Entwicklung begrüßen 19 der 25 befragten Kapitalsammelstellen. Etwa zwei Drittel (H = 17) der Vertreter\*innen sehen, dass das Informationsangebot vielfältiger geworden ist. Gleichzeitig empfinden nur wenige (H = 2) das Informationsangebot als zielgruppenspezifischer im Vergleich zu vor zwei Jahren. Diese Entwicklungen werden als langfristige Veränderung wahrgenommen. Nur 4 Personen glauben, dass sich diese Veränderung nicht durchsetzen wird. Auch geben 4 Personen an, dass sich ihr Informationsverhalten in den letzten zwei Jahren nicht verändert hat.

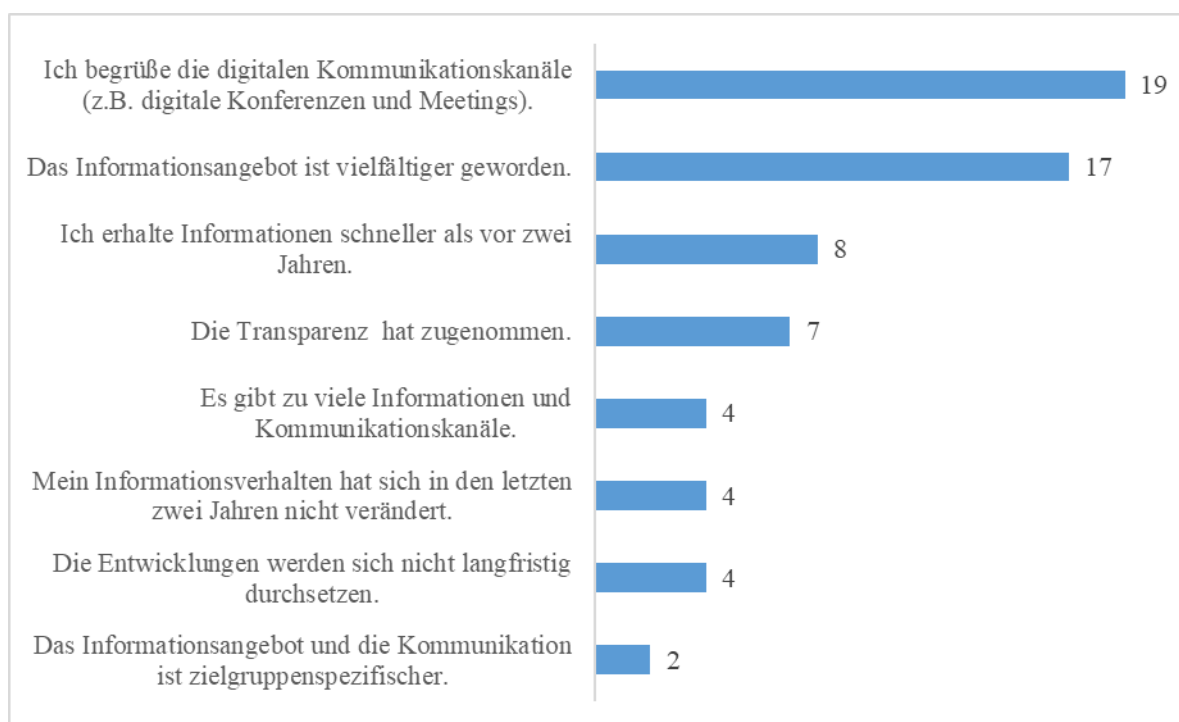


Abbildung 22: Wie hat sich die Digitalisierung in den letzten 2 Jahren verändert? Mehrfachauswahl (n = 25) (eigene Darstellung)

Bisher werten nur ca. 20,0 % der befragten Institutionen ihre Daten mit KI oder anderen maschinellen Methoden aus. Und nur 3 von 17 der Investoren, die noch keine KI verwenden, haben vor dies in Zukunft zu ändern. Andere Aspekte der Digitalisierung, wie neue Kommunikationskanäle begrüßt die Mehrheit der Befragten. Auch das Informationsangebot ist in den letzten zwei Jahren größer geworden, jedoch nicht zielgruppenspezifischer. Die Entwicklungen halten nur 4 von 25 Personen für einen kurzfristigen Trend.

### 6.3 Interpretation der Ergebnisse

Im folgenden Kapitel werden die Ergebnisse der Umfrage interpretiert. Dazu werden die Hypothesen aus der Inhaltsanalyse der Interviews überprüft.

***H1: Die wichtigsten Informationen für die Investitionsentscheidung sind Fundamentaldaten zum Unternehmen.***

Um die erste Hypothese zu überprüfen, wurden die Teilnehmer\*innen des Fragebogens nach ihren Kriterien für die Investmententscheidung befragt. Die größte Relevanz für die Anlageentscheidung haben laut den Ergebnissen ESG-Kriterien und die Nachhaltigkeit der Unternehmen. An zweiter Stelle folgen Fundamentaldaten. Finanzielle Kennzahlen werden von 72,0 % der Institutionen als sehr oder eher relevant erachtet. In einer ähnlichen Studie aus Deutschland von Pellens, Ahlich und Schmidt (2019, S. 82) werden Kriterien mit finanziellen Kennzahlen wie die Ertragslage (100 %), die Kapitalstruktur (81,0 %) sowie die Vermögensstruktur (57,0 %) und Liquiditätslage (53,0 %) ebenfalls mit einer hohen oder sehr hohen Relevanz bewertet. In dieser Arbeit bestätigt sich die Wichtigkeit der Fundamentaldaten für institutionelle Investoren auch für Österreich und die Schweiz.

***H2: Die Nachhaltigkeit eines Unternehmens ist der relevanteste Soft-Faktor.***

Die Nachhaltigkeit ist für ausschließlich alle Teilnehmer\*innen von Relevanz. Keiner der Institutionen achtet in der Investmententscheidung nicht auf ESG-Kriterien. Dieses Kriterium ist in der bisherigen Studienlage im DACH-Raum nicht abgefragt worden. Dies zeigt, wie jung das Thema der Nachhaltigkeit im Finanzmarkt zu sein scheint und wie schnell es an Relevanz erlangt hat. Pellens, Ahlich und Schmidt (2019, S. 82) hielten in ihrer Studie fest, dass die Managementqualität für 98,0 % der institutionellen Investoren in Deutschland der relevanteste Soft-Faktor ist. Das Ergebnis dieser Studie zeigt, dass dieses Kriterium noch immer wichtig ist für die Investitionsentscheidung (75,0 % bewerten die Managementqualität als sehr oder eher relevant).

***H3: Institutionelle Investoren bauen eigene Research-Teams zur Informationsbeschaffung und Auswertung auf.***

Die Umfrage zeigt auf, dass ein Großteil der Institutionen ihr Vermögen zumindest zum Teil von externen Fondsmanagern verwalten lassen. Nur ein kleiner Teil verwaltet das gesamte Kapitalvermögen eigenständig. Zusätzlich verlassen sich die meisten Institutionen nach wie vor auf Sell-Side-Analysten, wenn es um die Recherche geht. Die vorliegenden Daten lassen

auch keinen Trend erkennen, dass die Institutionen eigene Research-Teams aufbauen wollen. Nur eine Person gab an, dass in Zukunft ein eigenes Research-Team geplant ist. Dies überträgt sich auch auf die Relevanz von Research-Reports von Sell-Side-Analysten als Informationsquelle. Die meisten Unternehmen verwenden diese Reports als eine der relevanten Quellen für Investitionsentscheidungen. Die erwarteten Tendenzen hin zu eigenen Analysten-Teams seitens der institutionellen Investoren werden in dieser Forschung nicht erfüllt. Nach wie vor haben Sell-Side-Analysten eine wichtige Rolle als Intermediäre zwischen den Unternehmen und den Kapitalsammelstellen.

***H4: Geschäftsberichte sind keine Grundlage für Investitionsentscheidungen von institutionellen Investoren.***

Entgegen den Ergebnissen aus den Experteninterviews, die den Geschäftsberichten eine sehr geringe Bedeutung beigemessen haben, verwenden zwei Drittel der Institutionen die Berichte als Informationsquelle. Dies wird auch bei der Präferenz der Informationsquellen bestätigt, 67,0 % der Kapitalsammelstellen bewerten Geschäftsberichte mit „sehr relevant“ oder „eher relevant“. Dies bestätigt die Entwicklungen, die Pellens, Ahlich und Schmidt (2019, S. 85) über die Präferenz institutioneller Investoren in Deutschland im Jahr 2018 aufgezeigt haben. Seit 2008 ist die Anzahl der Institutionen, die dem Geschäftsbericht eine sehr hohe oder hohe Bedeutung beigemessen haben von 86,0 % auf 65,0 % im Jahr 2018 gesunken. Eine weitere Studie von Hoffmann, Reinholz und Tietz (2019, S. 10) aus Deutschland, die unter anderem Buy-Side-Analyst\*innen und Portfoliomanager\*innen (45,0 %) in Deutschland befragt haben zeigt, dass nur 42,0 % dem Geschäftsbericht eine hohe Relevanz beimessen. Dieser Bedeutungsverlust ist laut den Ergebnissen dieser Umfrage nicht auf den deutschen Markt beschränkt, sondern umfasst die gesamte DACH-Region. Der Geschäftsbericht ist noch immer eine relevante Informationsquelle für institutionelle Investoren, dient aber nicht als Hauptfaktor in der Investmententscheidung.

***H5: Geschäftsberichte werden überwiegend qualitativ und manuell ausgewertet.***

Die meisten Institutionen lesen die Geschäftsberichte und andere Informationsquellen im klassischen Sinn manuell und fokussieren sich auf eine qualitative Bewertung und Verarbeitung der Daten. Ergänzend dazu werden auch die Kennzahlen systematisch ausgewertet, doch auch diese Rezeption erfolgt ohne Hilfsmittel. Ein Import der Daten in Excel oder andere Programme sowie die Verwendung von KI zur Auswertung wird sehr wenig verwendet. Bisher ist auch noch keine starke Tendenz hin zur Auswertung via KI zu

erkennen. Dieses Ergebnis spiegelt sich auch in den verwendeten Formaten der Geschäftsberichte wider. Das am häufigsten verwendete Format ist das PDF, gefolgt von HTML-Berichten. Auch gedruckte Formate haben noch eine geringe Bedeutung. Das XBRL-Format wird in der Praxis von institutionellen Investoren gar nicht verwendet. In den Experteninterviews wurde erklärt, dass XBRL eher für die Datenbanken von Bedeutung sind und die Institutionen nur sekundär betreffen, da sie nur die Informationen von den Daten Providern verwenden (Transkript Interview 4, XXXV, Z. 129–134). In der Studie von Hoffmann, Reinholz und Tietz (2019, S. 23) ist das meistgenutzte Format von Buy-Side-Analysten in Deutschland die gedruckte Form, gefolgt vom HTML-Format. In den letzten vier Jahren hat sich hier die Präferenz zu den elektronischen Formaten verschoben. Dies gilt jedoch nicht für die Auswertungsmethoden der Berichte und weiterer Informationsquellen.

***H6: Die Daten im Geschäftsbericht sind nicht ausreichend transparent dargelegt.*** und

***H7: Die Wachstumschancen bzw. das Risiko sind nicht ausreichend erläutert.***

Pellens, Ahlich und Schmidt (2019, S. 87) haben in ihrer Studie die Verständlichkeit einzelner Informationsquellen für institutionelle Investoren in Deutschland abgefragt. Das Ergebnis zeigt, dass der Geschäftsbericht seit 2008 immer unverständlicher wird. Im Jahr 2008 haben noch 81,0 % der Befragten die Verständlichkeit als sehr hoch und hoch eingeschätzt. In der Umfrage 2018 sind nur noch 76,0 % Teilnehmer\*innen zufrieden.

Die Umfrage dieser Arbeit untersucht die Zufriedenheit mit verschiedenen Aspekten des Geschäftsberichts. Dabei wurde bestätigt, dass eine große Unzufriedenheit mit der Berichterstattung über die Wachstumschancen unter den institutionellen Investoren herrscht. Keine der befragten Personen ist sehr zufrieden mit der Umsetzung, die Mehrheit ist eher unzufrieden. Ein identisches Ergebnis gilt für die Berichterstattung über die Branche, die in den Geschäftsberichten nicht ausreichend dargelegt wird. Die Risikoeinschätzung der Unternehmen ist für die Teilnehmer\*innen hingegen eher ausreichend erklärt und verständlich.

Entgegen den Ergebnissen aus den Experteninterviews ist die Mehrheit mit der Transparenz und der Nachvollziehbarkeit der Daten und Kennzahlen eher zufrieden. Diese beiden Kriterien schneiden in der Bewertung durch institutionelle Investoren am besten ab. Der Grad der Standardisierung und die Vergleichbarkeit der Geschäftsberichte untereinander trifft ebenfalls eher auf Zufriedenheit und ist in der derzeitigen Form ausreichend, aber birgt weitere Verbesserungspotentiale.

***H8: Die Hauptquelle für institutionelle Investoren sind Datenprovider und externe Vermögensverwalter\*innen.***

Die Umfrage hat bestätigt, dass die Datenprovider und Datenbanken wie Bloomberg oder Reuters die relevanteste Datenquelle für institutionelle Investoren ist. An zweiter Stelle liegen die Nachhaltigkeitsberichte der Unternehmen. Dies hängt damit zusammen, dass ESG-Kriterien für alle Institutionen in der Investmententscheidung eine Relevanz haben. An dritter Stelle werden die Geschäftsberichte der Unternehmen genannt.

Dies Ergebnis unterscheidet sich von vorherigen Studien. Hoffman, Reinholz und Tietz (2019, S. 10) fanden in ihrer Befragung der Buy- und Sell-Side heraus, dass die Ad-hoc-Mitteilungen als Informationsquelle die höchste Relevanz haben. Außerdem beziehen die Befragten der Studie ihre Informationen von Nachrichtenagenturen sowie der Tages- und Wirtschaftspresse. Die Datenbanken haben laut Hoffmann, Reinholz und Tietz eine geringere Bedeutung als der direkte Kontakt zur IR. Auch messen die Teilnehmer\*innen den Quartalsberichten eine höhere Bedeutung als den Geschäftsberichten bei.

Pellens, Ahlich und Schmidt (2019, S. 85) fanden ebenfalls heraus, dass der direkte Kontakt zum Unternehmen die wichtigste Informationsquelle für institutionelle Anleger ist. Die Bedeutung der Quartals- und Geschäftsberichte ist ähnlich hoch (65,0 % „sehr hoch“ oder „hoch“). Die geringste Relevanz hatten 2018 die Nachhaltigkeitsberichte (20,0 %).

Die Bedeutung von Medienberichten und des direkten Kontakts zum Unternehmen ist für die befragten institutionellen Investoren dieser Arbeit verhältnismäßig gering bewertet. Aufzeichnungen von Hauptversammlungen und Social-Media-Aktivitäten sind für die Zielgruppe eher vernachlässigbar.

***H9: Die vorangetriebene Digitalisierung der letzten zwei Jahre auf Seiten der Unternehmen hat die institutionellen Investoren kaum erreicht.***

Der Konnex aus den Experteninterviews war, dass sich die Digitalisierung vor allem in den digitalen Konferenzen und Meetings gezeigt hat und das Informationsangebot größer geworden ist. Vor allem wurden Aufzeichnung von Konferenzen und Hauptversammlungen ergänzt. Dieses Ergebnis zeigt auch die Umfrage. Der Großteil (76,0 %) der Befragten findet diese Entwicklungen positiv und erwartet eine langfristige Veränderung durch die angestoßenen Prozesse in den letzten zwei Jahren. Es bestätigt sich aber auch, dass institutionelle Investoren die Kommunikation nicht als zielgruppenspezifischer empfinden

oder eine stärkere Transparenz wahrnehmen. Die Digitalisierung hat das Informationsverhalten vieler Institutionen verändert, aber die Kommunikation mit den Unternehmen hat sich hier nicht essenziell verbessert.

#### **6.4 Beantwortung der Forschungsfragen**

Alle Ergebnisse dieser Forschung (Kapitel 4 und Kapitel 6.1 bis 6.3) werden hier zur Beantwortung der Forschungsfragen (siehe Kapitel 1.3) zusammengeführt.

***FF1: In welche Subgruppen lassen sich institutionelle Investoren in der DACH-Region unterteilen? Welche Anforderungen werden an die einzelnen Gruppen gestellt?***

Generell gibt es bisher keine genaue Definition für institutionelle Investoren. In der Literatur wird diese heterogene Gruppe nach verschiedenen Kriterien abhängig vom Forschungsziel unterteilt (siehe Kapitel 2). Grundsätzlich kann aber eine Einteilung in eine Sell-Side und Buy-Side vorgenommen werden. Die Sell-Side besteht vorrangig aus Investmentbankern und Brokerhäusern, die Investmentstrategien und Informationen am Markt anbieten. Die Buy-Side besteht aus institutionellen Investoren im engeren Sinne. Diese Kapitalsammelstellen verwalten das Vermögen ihrer eigenen Kund\*innen am Finanzmarkt (siehe Kapitel 3.1). Die Gruppe der Kapitalsammelstellen lässt sich in weitere Subgruppen unterteilen. Hier erfolgt die Einteilung entweder anhand der Anlagestrategie, des Anlagehorizonts oder der gesellschaftlichen Funktion der Institution. Diese Arbeit hat sich detailliert mit der letzten Variante auseinandergesetzt (siehe Kapitel 4.2). Aufgrund der speziellen Gesetze und Strukturen in den einzelnen Ländern lassen sich bei dieser Art der Einteilung nicht immer generische Gruppen bilden.

Subgruppe	Beschreibung	Deutschland	Österreich	Schweiz
Corporates	Unternehmen, die zum Zweck der betrieblichen Altersvorsorge Finanzmittel anlegen.	X	X	X
Versicherungen	Unternehmen zur Risikoübernahme (z.B. Lebens-, Kranken-, Unfallversicherung)	X	X	X
Versorgungswerke	Altersvorsorge für kammerfähige, freie Berufe (z.B. Ärzte)	X		
Pensionskassen	betriebliches Zusatzsystem zur Sicherung der Altersvorsorge	X	X	X
kommunale und kirchliche Einrichtungen	Beamtenversorgung in Deutschland	X		
Pensionsfonds	Zusatzsystem zur betrieblichen Altersvorsorge mit weniger Vorschriften als Pensionskassen	X		
Depot-A	Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die Kredite und liquide Mittel für die regionale Bevölkerung bereitstellen	X	X	
SGB-Investoren	gesetzliche Sozialversicherungsträger (z.B. gesetzliche Renten- und Arbeitslosenversicherung)	X		
Stiftungen/ Kirchen	Organisationen, mit gemeinnütziger Tätigkeit	X	X	X
Anstalten und Organisationen	Regionale und überregionale Organisationen (z.B. Fernseh- und Rundfunkanstalten)	X	X	
Vorsorgekassen	Obligatorischer Teil der betrieblichen Altersvorsorge in Österreich		X	

Tabelle 10: Subgruppen institutioneller Investoren (eigene Darstellung)

Die Tabelle 10 gibt eine Übersicht der definierten Subgruppen, ihrer gesellschaftlichen Aufgaben und in welchen Ländern der DACH-Region sie vertreten sind. Diese Liste entspricht nicht der Vollständigkeit und kann durch weitere Institutionen wie beispielsweise Wohlfahrtsfonds ergänzt werden. Je geringer das gesamte Kapitalanlagevermögen einer Subgruppe ist, umso geringer wird auch die Menge der strukturierten Daten über diese

Institutionen. Daher wurde hier von der Auflistung weiterer Organisationen abgesehen. Neben der Identifizierung weiterer Gruppen, lassen sich einige Kategorien noch feiner gliedern. Die Gruppe der Versicherungen bietet eine weitere Unterteilung in einzelnen Risiken an, zum Beispiel in Lebens-, Kranken-, Unfall- oder Schadensversicherungen. Auch Pensionskassen lassen sich weiter in betriebliche und überbetriebliche Einrichtungen gliedern. Zusätzlich zu diesem System kann die Sortierung anhand der Anlagestrategien oder des Anlagehorizonts angewendet werden (siehe Kapitel 4.1). Hier sind die meisten Einrichtungen an gesetzliche Vorgaben gebunden und haben nur geringen Spielraum.

Institutionellen Investoren kommt die Aufgabe zu, durch das Sammeln von Kapital dies diversifiziert anzulegen und damit das Risiko zu streuen. Außerdem haben sie den Anspruch, Renditen zu erwirtschaften, um ihre gesellschaftlichen Aufgaben zu erfüllen. Versicherungsunternehmen und Kassen müssen Leistungen für die Anwärter langfristig sichern und übernehmen. Im Fall von Stiftungen und Kirchen ist ihre Aufgabe die Selbsterhaltung, um ihre gemeinnützige Arbeit aufrecht erhalten zu können (siehe Kapitel 4.2).

### ***FF2: Welchen Informationsbedarf haben institutionelle Investoren?***

Aufgrund der großen gesellschaftlichen Verantwortung, der gesetzlichen Regelungen zur Anlagestrategie und der Notwendigkeit Renditen zu erzielen, haben institutionelle Investoren ein vielschichtiges Informationsbedürfnis. Durch das Niedrigzinsumfeld der vergangenen Jahre wurde die Situation für fast alle Institutionen schwieriger und sie mussten höhere Risiken eingehen, um eine Rendite zu erzielen. Gleichzeitig hat der Gesetzgeber nur geringe Zugeständnisse gemacht und die Rahmenbedingungen für die Anlage nur gering adjustiert. Um den Anforderungen gerecht zu werden, haben viele Einrichtungen Anlagerichtlinien, welche die Auswahlkriterien und die Asset Allokation genau festlegen (siehe Kapitel 4.2).

Für institutionelle Investoren sind ESG- Kriterien und Nachhaltigkeit in der Investitionsentscheidung besonders wichtig. Dies lässt sich auf ihre gesellschaftliche Verantwortung zurückzuführen. Zum einen gegenüber ihren eigenen Kund\*innen und zum anderen verwalteten Institutionen zum Teil mehrere Milliarden an Vermögen, welches durch die Investitionen in verschiedene Assets einen indirekten Impact auf die Umwelt hat.

An zweiter Stelle stehen finanzielle Kennzahlen und Fundamentaldaten. Diese sind durch die Datenbanken schnell zugänglich und erlauben einen Vergleich zwischen verschiedenen Assets. Für die Investoren geht es darum, das Risiko und die Rendite abzuwägen. Daher

bewerten sie in der weiteren Betrachtung die Managementqualität und die strategische Ausrichtung des Unternehmens. Außerdem achten sie auf die Performance des Unternehmens und der Branche. Eine geringere Relevanz für die Investitionsentscheidung haben makroökonomische Daten und SDG-Kriterien (siehe Kapitel 6.2.3).

***FF3: Wie rezipieren und analysieren institutionelle Investoren Geschäftsberichte?***

Die Analyse der Geschäftsberichte (siehe Kapitel 6.2.4) erfolgt vorwiegend händisch bzw. manuell. Nur wenige institutionelle Investoren verwenden technische Tools, um die Daten zu akquirieren. Hier spielen auch externe Analyst\*innen eine Rolle, welche die Daten für die Institutionen auswerten. KI und maschinelles Lernen wird von 20,0 % der befragten Institutionen verwendet. Von den anderen Einrichtungen hat fast die Hälfte vor, in Zukunft KI zu verwenden (17,6 %), oder kann sich die Möglichkeit vorstellen (29,4 %).

Inhaltlich legt die Zielgruppe besonders großen Wert auf die GuV, sowie die Bilanz. Außerdem ist ihnen der Überblick über die Kennzahlen wichtig. Dies deckt sich mit dem Informationsbedarf, der stark auf finanziellen Kennzahlen liegt. In Ergänzung zu den finanziellen Inhalten verwenden die Institutionen vielfach die Analyse der Ergebnisse und der Bilanz. Hier geht es darum, die Sicht des Unternehmens auf das Jahresgeschehen kennenzulernen und einzuschätzen.

Alle Institutionen lesen die Informationen zur Nachhaltigkeit und ESG im Geschäftsbericht. Obwohl ESG für die Investoren das wichtigste Kriterium ist, haben die finanziellen Teile des Geschäftsberichts eine höhere Bedeutung. Dies hängt wohl damit zusammen, dass sie Informationen zu diesen Themen aus anderen Quellen wie den Nachrichten, Nachhaltigkeitsberichten und externen Reports entnehmen.

Obwohl die Managementqualität in der Investmententscheidung eine recht hohe Bedeutung hat, haben der Brief des Vorstandes und der Bericht des Aufsichtsrates die geringste Relevanz im Geschäftsbericht.

***FF4: Welche Informationsbedürfnisse werden von Geschäftsberichten abgedeckt bzw. nicht abgedeckt?***

Aus den oben genannten Teilen des Geschäftsberichtes entnehmen institutionelle Investoren vor allem Informationen zur Performance des Unternehmens und zu den ESG-Kriterien. Außerdem spielt die strategische Ausrichtung eine große Rolle. Es geht darum, die Perspektive des Unternehmens zu bestimmten und Sachverhalten zu erfahren. Außerdem

lesen institutionelle Investoren Geschäftsberichte, um sich ein Bild über die Vision und die Ziele des Unternehmens zu machen und so das Risiko und die Langfristigkeit abzuschätzen. Etwa ein Drittel der Investoren entnehmen die finanziellen Kennzahlen aus dem Geschäftsbericht. Dies ist eine verhältnismäßig geringe Anzahl an Institutionen, wo doch die GuV und Bilanz die relevantesten Aspekte des Geschäftsberichts sind. Der Grund dafür ist, dass institutionelle Investoren primär Datenbanken als Informationsquelle verwenden und hier die Fundamentaldaten abrufbar sind.

Der Geschäftsbericht liefert scheinbar wenig Informationen über die Managementqualität und die Performance der Branche. Beides sind relevante Kriterien für die Anlageentscheidung, aber nur etwa 40,0 % der Einrichtungen rufen diese Informationen im Geschäftsbericht ab.

Pellens, Ahlich und Schmidt (2019, S. 86) zeigen auf, dass der Geschäftsbericht seit 2013 an Vertrauen verloren hat und für die Anleger\*innen unverständlicher geworden ist. Dies wird in dieser Erhebung bestätigt. Insgesamt zeigt sich, dass die Geschäftsberichte einige Verbesserungspotentiale haben und keine große Zufriedenheit mit der derzeitigen Berichterstattung herrscht. Besonders unzufrieden sind die institutionellen Anleger mit der Berichterstattung über die Branche und die Wachstumschancen. Hier ergaben sich aus den Experteninterviews konkrete Baustellen. Zum einen fehlen konkrete Daten und Kennzahlen zum Markt- und Branchenwachstum, die für institutionelle Investoren meist nur über Sell-Side-Analysten zu erhalten sind (Transkript Interview 5, XLIII, Z. 242–243). Zum anderen fehlt eine langfristige Perspektive des Unternehmens. Hier könnten Fragen geklärt werden, wo sich das Unternehmen in über 30 Jahren sieht, welche Ziele verfolgt und welche Marktentwicklungen prognostiziert werden. Dies ist vor allem für scheinbar disruptive oder sehr schnelllebige Branchen wichtig (Transkript Interview 6, L, Z. 165–175). Hier wird auch die geringe Zufriedenheit mit der Erklärung zur Strategie, Vision und Mission erklärt. Es ist zu beachten, dass institutionelle Investoren meistens den Großteil ihres Vermögens in langfristigen Rentenanlagen gesichert haben und durch die niedrigen Zinsen dazu gezwungen sind ihr Portfolio umzuschichten. Dennoch bleibt der Wunsch nach langfristigen und sicheren Investments erhalten, sodass alle Unternehmen, die einen Plan und eine Vision für die nächsten 20 oder 30 Jahre haben, ein besseres Investment darstellen. Diese Begründung gilt auch für die Risikoeinschätzung seitens der Unternehmen. Obwohl die Zufriedenheit mit der Darstellung des Risikos im Geschäftsbericht höher liegt, als mit den

Chancen, sind 38,1 % der Institutionen damit eher unzufrieden. Zwei Drittel der Kapitalsammelstellen sind mit der Transparenz und der Nachvollziehbarkeit der Daten zufrieden. Als Verbesserungspotential wurden die Transparente Darstellung der Berechnungsmethoden für Datenreihen gewünscht (Transkript Interview 2, XXV, Z. 239–241). Bezüglich der Standardisierung und Vergleichbarkeit der Daten herrscht ein sehr indifferentes Bild. Die eine Hälfte ist mit diesem Aspekt eher zufrieden, die andere Hälfte eher unzufrieden. Die Investoren erwarten weitere Reformen durch die Gesetzgeber, die vor allem die nichtfinanzielle Berichterstattung weiter regulieren werden und dadurch zur Verbesserung der Situation beitragen (siehe Kapitel 6.1.1 und 6.2.4).

***FF5: Welche weiteren Informationsquellen verwenden institutionelle Investoren ergänzend zum Geschäftsbericht, insbesondere vor dem Hintergrund der Digitalisierung?***

Für institutionelle Investoren in der DACH-Region sind Datenbanken und Datenprovider wie Bloomberg oder Reuters von großer Bedeutung. Dies trifft sowohl auf jene Einrichtungen zu, welche die Daten händisch auswerten als auch auf jene, die mit KI arbeiten. Zum einen ermöglichen diese Datenbanken eine Zeit- und Ressourcen-Ersparnis für die Unternehmen und zum anderen können diese Daten aufgrund der hohen Qualität für maschinelle Auswertungsmethoden verwendet werden. Dies setzt voraus, dass die Daten über die Unternehmen in den Datenbanken fehlerfrei und aktuell hinterlegt sind.

Gerade weil das Thema der Nachhaltigkeit so relevant ist, haben auch Nachhaltigkeitsberichte als Informationsquelle einen hohen Stellenwert.

Um sich über Unternehmen zu informieren, greifen institutionelle Investoren eher auf externe Daten zurück. Neben den aktuellen Medienberichten werden Research-Reports von Sell-Side-Analysten verwendet. Diese Reports enthalten neben einem Profil und einer Drittmeinung zu den Unternehmen auch die Marktübersicht mit relevanten Kennzahlen wie dem Marktwachstum, die sonst schwer zugänglich sind. Sell-Side-Analysten und externe Fondmanager spielen sowohl in der Vermögensverwaltung als auch in der Informationsbeschaffung und am Ende auch in der Informationsentscheidung nach wie vor eine Rolle. Wenngleich der direkte Kommunikationsweg zwischen Unternehmen und institutionellem Investor etwas an Bedeutung gewonnen hat und gewinnt.

Der direkte Kontakt mit der IR, der bisher in der Forschung als wichtige Informationsquelle neben dem Geschäftsbericht gilt (Bechan, 2011, S. 148; Hutchins, 1994, S. 311–313; Pellens et al., 2019, S. 118; Vergoossen, 1993, S. 239), wird hier eine geringere Bedeutung

beigemessen. Auch hier hindert der Zeitfaktor die Einrichtungen daran, sich mit jedem Unternehmen so intensiv zu beschäftigen und diese Gespräche vor- und nachzubereiten. Aufgrund der großen Informationsmenge und der Informationspräferenz dieser Zielgruppe ist der direkte Kontakt nicht mehr so relevant.

Die geringste Beachtung schenken die Institute den Aufzeichnungen von Hauptversammlungen, Pressekonferenzen oder Vorträgen, die gerade in den letzten zwei Jahren durch die virtuelle Form Einzug in das Informationsportfolio gefunden haben. Ebenso wenig werden Social-Media Daten ausgewertet oder verwendet. Das Meinungsbild zu den einzelnen Titeln wechselt auf Social-Media sehr schnell und hat nur sehr geringe Auswirkungen auf die langfristige Kursentwicklung. Da institutionelle Investoren sehr langfristig anlegen, werden die Entscheidungen für eine Investition nicht tagesaktuell und somit nicht auf Basis von Meinungsbildern in sozialen Netzwerken gebildet.

### **6.5 Handlungsempfehlungen für die IR**

Die Erkenntnisse über das Informationsverhalten von institutionellen Investoren ermöglicht es die Kommunikation und die Berichterstattung seitens der Unternehmen stärker an diese Zielgruppe anzupassen.

Die Zielgruppe der institutionellen Investoren zeichnet sich darüber aus, ein großes Vermögen und damit auch ein breites Portfolio zu verwalten. Der Aktienanteil beträgt im Durchschnitt zwischen 5,0 % und 30,0 %. Dem entsprechend viele Unternehmen müssen die Einrichtungen überblicken und überprüfen. Daher haben institutionelle Investoren wenige zeitliche und personelle Ressourcen, um sich mit jedem Unternehmen im Detail zu beschäftigen. Es empfiehlt sich für die IR, die Informationen so aufzubereiten und zugänglich zu machen, dass die relevantesten Themen auf einen Blick verständlich sind.

Die wichtigsten Kriterien für die Investitionsentscheidung von institutionellen Anlegern sind Nachhaltigkeitsthemen und finanzielle Kennzahlen. Neben der Einschätzung der Wachstumschancen und Risiken ist institutionellen Investoren auch das Wachstum des Marktes und der Branche wichtig. Hier ist die Zielgruppe bisher auf Sell-Side-Analysten angewiesen, um Informationen zum Markt- und Branchenwachstum zu erhalten. Ein Teil der Kommunikation sollte daher das Marktsegment spezifisch beleuchten. Des Weiteren empfiehlt es sich die Berechnungsmethoden von branchenspezifischen Kennzahlen oder

Datenreihen offenzulegen, um größere Transparenz zu schaffen und somit das Vertrauen zu gewinnen.

Die wichtigste Informationsquelle sind Datenbanken wie Bloomberg oder Reuters. Die Aufgabe der IR liegt darin, mit den Daten Providern in Kontakt zu treten und die eigenen Unternehmensdaten fehlerfrei und aktuell zu halten. Außerdem empfiehlt es sich, diesen Aspekt in die gesamte Kommunikationsstrategie mit institutionellen Investoren einzubeziehen.

Die Geschäftsberichte haben für institutionelle Investoren zur Informationsbeschaffung eine untergeordnete Rolle. Er wird meistens verwendet, um die Sicht des Unternehmens auf bestimmte Sachverhalte kennenzulernen und die strategische Ausrichtung zu bewerten. Der Anlagehorizont der Zielgruppe ist sehr langfristig und meistens risikoavers. Die Institutionen wünschen sich Sicherheit in der Anlage über mehr als fünf Jahre hinaus. Es besteht eine Unzufriedenheit mit der Berichterstattung über die Ziele, Mission und Vision im Geschäftsbericht. Hier liegt es am Unternehmen die Frage zu beantworten, wo es in 30 Jahren stehen möchte und welche Potenziale gesehen werden. Auch den Einrichtungen ist bewusst, dass die Zukunft nur schwer einzuschätzen ist und stetig dem Wandel unterliegt. Daher geht es mehr darum zu erklären, warum das Business in der Zukunft noch funktionieren kann. Dies sind die langfristigen Sicherheiten und Wachstumschancen, die institutionelle Investoren in ihre Investmententscheidung einfließen lassen. Das meistgenutzte Format des Geschäftsberichts ist das PDF, welches eher händisch ausgewertet wird. Daher sind alle Mechaniken hilfreich, die eine schnelle und individuelle Navigation im Bericht ermöglichen (z.B. über Verlinkungen zu den Inhalten im Inhaltsverzeichnis oder einem Index). Ein Teil der Institutionen verwendet auch KI oder hat vor dies in Zukunft zu verwenden. Daher ist es hilfreich die Informationen und Daten auch in auslesbaren Formaten anzubieten, um eine automatisierte Verarbeitung der Informationen zu ermöglichen.

Insgesamt besteht noch Nachholbedarf in der Kommunikation mit Institutionen. Obwohl in den letzten zwei Jahren die Anzahl der Informationen und deren Kanäle zugenommen hat, haben die Einrichtungen nicht das Gefühl, zielgruppenspezifischer angesprochen zu werden. Dabei bieten elektronische Medien die Möglichkeiten, die Informationen individueller aufzubereiten (z.B. in HTML und Online-Geschäftsberichten). Durch die zunehmende Unabhängigkeit einiger institutioneller Anleger von Sell-Side-Analysten wird der direkte

Kommunikationsweg zum Unternehmen für beide Seiten relevanter und sollte von der IR gestaltet werden.

## **6.6 Limitationen und Reflexion der Arbeit**

Jede empirische Forschungsmethode ist mit Limitationen verbunden. Die wissenschaftliche Kritik zu den gewählten Methodiken wurde bereits in Kapitel 5.4 diskutiert. Daher soll in diesem Kapitel die Forschungsarbeit und der Prozess als Ganzes reflektiert werden.

Die erste und grundlegende Limitation ist der zeitliche Faktor. Vor allem in der Vorbereitung und Durchführung der Experteninterviews stellte der begrenzte zeitliche Rahmen eine Hürde dar. Die Kontaktaufnahme erfolgte ausschließlich per E-Mail an zuvor gesuchte Institutionen. Dabei war der/die richtige Ansprechpartner\*in nur selten in den Kontaktdaten zu finden. Dem entsprechend war die Suche nach Expert\*innen auf die Institutionen begrenzt, die detaillierte Kontaktdaten angegeben hatten. Mit einem weiter gefassten zeitlichen Rahmen wäre es möglich gewesen, bei einigen Kontakten mehrfach nachzufragen oder die Institutionen telefonisch zu kontaktieren, um die richtige Ansprechperson zu finden. Das gleiche trifft im späteren Verlauf der Forschung auch auf die Aussendung der Umfragen zu. Aufgrund der großen Menge an potenziellen Kontakten (931 von der GAC gelistete institutionelle Investoren) war die Umsetzung im Rahmen dieser Forschungsarbeit nicht möglich. Eine weitere Limitation in der Kontaktaufnahme mit den Expert\*innen stellt das Anschreiben dar. Viele der Institutionen fühlten sich nicht angesprochen, wenn es um das Thema Geschäftsberichte geht. Das Forschungsziel hätte allgemeiner formuliert werden müssen, um mit den Einrichtungen in Kontakt treten zu können. Dies wurde in der Aussendung der Umfrage beachtet und behoben.

Eine Limitation der Online-Umfrage ist, dass möglicherweise eine Person mehrmals an der Umfrage teilgenommen hat. Die Beantwortung des Fragebogens konnte nicht betreut werden, sodass auch mögliche Unklarheiten bezüglich der Fragestellung nicht beantwortet werden konnten. Dies kann einer der Gründe für die Abbrüche im Laufe des Fragebogens sein.

Weiter schränkt die Umfrage aufgrund der Struktur die Auswertungsmöglichkeiten ein. Der Fragebogen hat keine eigenen Pfade und Filterfunktionen nach Land oder Subgruppe. Daher ist keine Auswertung der länderspezifischen oder institutionsspezifischen Unterschiede möglich.

Kritisch zu betrachten ist, dass die Ergebnisse dieser Forschung nicht auf die Grundgesamtheit angewendet werden können. Zum einen ist die erzielte Stichprobe mit 40 bis 21 Teilnehmer\*innen zu klein, um repräsentativ zu sein. Zum anderen sind einige Institutionen weder in den Experteninterviews noch in der Umfrage vertreten (siehe Kapitel 6.2.1). Außerdem entspricht die Verteilung der Umfrageteilnehmer\*innen je Land nicht der Grundgesamtheit.

Bei einer Wiederholung dieser Forschung kann auf die zuvor genannten Limitationen geachtet werden. Der eine Aspekt ist die Verbesserung der Kontaktaufnahme mit den Vertreter\*innen der Einrichtungen. Hier muss mehr Zeit eingeplant werden, um die Personen häufiger zu kontaktieren und auch telefonisch die richtigen Ansprechpartner\*innen herauszufinden. Zum anderen kann der Fragebogen in seiner Struktur angepasst werden, um Vergleiche zwischen den Ländern oder den Subgruppen zu ermöglichen.

## 7 Conclusio und Ausblick

Das Ziel der Arbeit war es zu erforschen, wie institutionelle Investoren in der DACH-Region Geschäftsberichte rezipieren und analysieren. Dies impliziert herauszuarbeiten, welche Informationsbedürfnisse und -verhalten die Zielgruppe hat und welche Quellen dafür verwendet werden. Dadurch sollte abgeleitet werden können, wie Unternehmen ihre Kommunikation zielgruppenspezifischer für institutionelle Anleger aufbereiten können.

Zum einen lässt sich feststellen, dass das Informationsverhalten von institutionellen Investoren kaum generalisiert werden kann, weil die Zielgruppe sehr heterogen und kaum definiert ist. Durch die Gruppierung anhand ihrer gesellschaftlichen Aufgaben lassen sich die unterschiedlichen gesetzlichen Anforderungen und ihre Investitionsziele aufgrund ihrer Verantwortung verstehen. Generell sammeln die Einrichtungen Kapital um dieses diversifiziert anzulegen und das Risiko zu minimieren. Die Gründe dafür sind entweder die langfristige Sicherung des Kapitals, um die Bedürfnisse der Leistungsempfänger zu erfüllen. Oder es geht um die Selbsterhaltung durch einen Cashflow und Dividendeneinnahmen. Das erste Modell trifft auf Versicherungen und Pensionsfonds zu. Das zweite Ziel betrifft vor allem Stiftungen und Kirchen. Diese grobe Einteilung wird der Vielfältigkeit der Zielgruppe jedoch nicht gerecht, dann die Ziele lassen sich noch kleinschrittiger formulieren und damit auch die Anlagepräferenz definieren.

Von der Anlagepräferenz leitet sich das Informationsbedürfnis ab. Die wichtigsten Kriterien für die Investmententscheidung sind die Nachhaltigkeit und die finanziellen Kennzahlen. Diese Aspekte werden durch die Bewertung der Managementqualität und der strategischen Ausrichtung des Unternehmens ergänzt. Der Geschäftsbericht liefert für die Kapitalsammelstellen Informationen zur Performance, Nachhaltigkeit und Strategie. Die GuV, Bilanz und Übersicht über die Kennzahlen haben die höchste Relevanz für die professionellen Anleger. Außerdem wird der Ergebnis- und Bilanzanalyse sowie den Informationen zur Nachhaltigkeit eine hohe Bedeutung beigemessen. Hier spiegelt sich das Interesse an ESG-Kriterien und der finanziellen Lage der Unternehmen wider.

Das am häufigsten verwendete Format des Geschäftsberichts ist das PDF gefolgt von der HTML Version. Das XBRL-Format spielt für die Institutionen keine Rolle. Die Institutionen analysieren die Berichte meistens manuell und nach qualitativen Merkmalen. Eine quantitative Auswertung der Kennzahlen erfolgt durch ein Drittel der Einrichtungen. Noch

geringer ist die Verwendung von automatisierten Methoden, wie Excel Sheets oder KI. Knapp die Hälfte der Einrichtungen, die bisher nicht automatisiert arbeiten, haben vor dies in Zukunft einzuführen oder schließen die Möglichkeit nicht aus. Hier spielt sicherlich auch eine Rolle, dass nur wenige Kapitalsammelstellen ihr Vermögen vollständig selbstverwalten. Viele haben externe Vermögensverwalter\*innen, die den Prozess übernehmen oder unterstützen. Einige Einrichtungen achten dann in der Wahl der Fondsmanager\*innen auf computergestützte Methoden. Das Vertrauen in diese Dienstleister\*innen ist hoch und nur etwa 12,0 % haben ein eigenes Research-Team oder vor eins aufzubauen.

In der bisherigen Forschung haben Geschäftsberichte und der persönliche Kontakt zur IR eine große Bedeutung. In dieser Arbeit wurde erstmalig die Wichtigkeit von Datenbanken für das Informationsverhalten herausgestellt. Für 53,5 % haben Datenprovider als Informationsquelle eine sehr hohe Relevanz. Außerdem wird der Nachhaltigkeitsbericht viel verwendet. Aber auch der Geschäftsbericht hat noch eine große Bedeutung für die Informationsbeschaffung.

Die Digitalisierung hat in den letzten zwei Jahren das Informationsverhalten der meisten institutionellen Investoren verändert. Es wurden neue Kommunikationskanäle geschaffen und das Informationsangebot ist vielfältiger geworden. Dies hat aber nur für wenige Institutionen zu einer schnelleren Datenbeschaffung oder einer höheren Transparenz geführt. Das Informationsangebot hat sich nicht weiter auf die Zielgruppe ausgerichtet und bietet weitere Verbesserungspotentiale.

Die Potentiale für den Geschäftsbericht liegen vor allem in dem Ausbau der Branchenberichterstattung und den Wachstumschancen für das Unternehmen. Diese Teile bieten nicht ausreichend und konkrete Informationen für die Investmententscheidungen. Da die Institutionen den Geschäftsbericht vor allem dazu nutzen, um die Perspektive des Unternehmens kennenzulernen und sich über die Strategie zu informieren, haben die beiden Aspekte im Bericht nicht ausreichend Mehrwert für die Zielgruppe. Hier können Unternehmen in der Berichterstattung noch nachschärfen und der Segmentberichterstattung mehr Bedeutung beimessen.

Die größte Limitation der Forschungsergebnisse ist die kleine Stichprobe, die nicht alle Institutionen und die Länder ungleichmäßig stark vertritt. Dadurch spiegeln die Ergebnisse nicht die Grundgesamtheit wider.

Diese Arbeit lässt einige Fragen dieses großen Forschungsbereichs offen und bietet dafür Anknüpfungspunkte. Zum einen ist die Datenlage über die Subgruppen noch sehr gering. Gerade in der Schweiz sind bisher kaum systematische Daten über institutionelle Investoren vorhanden. Ein Ansatz könnte die systematische Auswertung der Anlagerichtlinien und -portfolios von institutionellen Investoren sein. Per Gesetz sind die meisten Gruppen dazu verpflichtet, diese zu veröffentlichen. Hieraus lassen sich weitere Kenntnisse über die Anlage- und Informationspräferenz generieren.

Die zweite wichtige Forschungslücke ist die Rolle der Datenbanken als Informationsverteiler. Vor allem für die IR ist es von Relevanz sich damit auseinander zu setzen, wie dieser wichtige Akteur in Bezug auf institutionelle Investoren in die Kommunikationsstrategie einbezogen werden kann und wie groß die Auswirkungen und Potentiale im Laufe der weiteren Digitalisierung sind.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass diese Arbeit trotz der Limitationen einen Beitrag zum Informationsverhalten von institutionellen Investoren und deren Rezeption von Geschäftsberichten leistet. Es können Informationspräferenzen der Zielgruppen offengelegt werden. Außerdem werden Tendenzen in der Analyse von Geschäftsberichten und anderen Informationsquellen auch vor dem Hintergrund der Digitalisierung gegeben werden. Diese Forschung gibt eine Übersicht über die Subgruppen dieser heterogenen Zielgruppe und arbeitet ihre gesellschaftlichen Aufgaben heraus, aus denen sich die Anlageentscheidungen ergeben. Zuletzt wurde aufgezeigt, wo weiterer Forschungsbedarf liegt, um dieses Feld weiter zu erschließen.

## Literaturverzeichnis

- Anderson, R. (1981). The Usefulness of Accounting and Other Information Disclosed in Corporate Annual Reports to Institutional Investors in Australia. *Accounting and Business Research*, 11(44), 259–265.  
<https://doi.org/10.1080/00014788.1981.9729711>
- ASA SVV. (2021, November 18). *Versicherungsmarkt Schweiz*. Der Schweizerische Versicherungsverband - SVV. <https://www.svv.ch/de/der-svv/svv-publicationen/zahlen-und-fakten/zahlen-und-fakten/versicherungsmarkt-schweiz>
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Hirst, S. (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89–112.  
<https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89>
- Bechan, N. (2011). Contextualisation of the function of investor relations from an institutional and private investor perspective. *Communicatio*, 37(1), 137–154.  
<https://doi.org/10.1080/02500167.2011.556092>
- Binder, A., & Gutzwiller, R. S. (2013). *Soft Law für institutionelle Investoren* (S. 11). GesKR.
- Binder-Tietz, S., & Frank, R. (2021). Analysten und institutionelle Investoren als Zielgruppen der Investor Relations und Finanzkommunikation. In C. P. Hoffmann, D. Schiereck, & A. Zerfaß (Hrsg.), *Handbuch Investor Relations und Finanzkommunikation* (S. 1–17). Springer Fachmedien Wiesbaden.  
[https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1\\_12-1](https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1_12-1)
- Bogner, A., Littig, B., & Menz, W. (2014). *Interviews mit Experten: Eine praxisorientierte Einführung*. Springer VS. <https://doi.org/10.1007/978-3-531-19416-5>
- Bommer, K., Gierschmann, F., Helfritz, K. H., Hirschfeld, A.-M., Jacquemin, T., Jnab-Hägele, P., Kramarsch, M. H., & Sebald, H. (2021). *People focus on the rise: Die Neuvermessung von HR*. hkp/// Group.
- Booth, A., Sutton, A., & Papaioannou, D. (2016). *Systematic approaches to a successful literature review* (Second edition). Sage.
- Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz – FIDLEG), AS 2019 4417 (2020).
- Celik, S., & Isaksson, M. (2013). *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?* (OECD Corporate Governance Working Papers Nr. 11; OECD

- Corporate Governance Working Papers, Bd. 11, S. 36).  
<https://doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>
- Davis, P. E., & Steil, B. (2001). *Institutional Investors*. The MIT Press.  
<http://amj.aom.org/cgi/doi/10.2307/3069342>
- Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset-Management (Hrsg.). (2006). *DVFA-Grundsätze für effektive Finanzkommunikation* (Version 1.0 vom Mai 2006). DVFA.
- Diekmann, A. (2021). *Empirische Sozialforschung: Grundlagen, Methoden, Anwendungen* (14. Auflage, Originalausgabe). rowohlt's enzyklopädie im Rowohlt Taschenbuch Verlag.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Enke, M., & Reimann, M. (2003). *Kulturell bedingtes Investorenverhalten, Ausgewählte Probleme des Kommunikations- und Informationsprozesses der Investor Relations* (Nr. 8; Freiberg Working Papers, S. 33). Technische Universität Bergakademie Freiberg.
- Ernst, E., Gassen, J., & Pellens, B. (2005). *Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre: Eine Befragung privater und institutioneller Anleger zu Informationsverhalten, Dividendenpräferenz und Wahrnehmung von Stimmrechten* (1. Aufl). Dt. Aktien-Inst.
- Ernst, E., Gassen, J., Pellens, B., & Rosen, R. von. (2009). *Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre: Eine Befragung von privaten u. institutionellen Anlegern zum Informationsverhalten, zur Dividenpräferenz u. zur Wahrnehmung von Stimmrechten* (1. Aufl). Dt. Aktien-Inst.
- Fahrmeir, L., & Fahrmeir-Künstler-Pigeot-Tutz (Hrsg.). (2011). *Statistik: Der Weg zur Datenanalyse* (7. Aufl., korrigierter Nachdr). Springer.
- Früh, W. (2017). *Inhaltsanalyse: Theorie und Praxis* (9., überarbeitete Auflage). UVK Verlagsgesellschaft mbH.
- GAC. (2017). *Investorenübersicht Corporates ATX*. [https://www.gacgmbh.de/daten-anzeigen\\_at.php?k=Corporates](https://www.gacgmbh.de/daten-anzeigen_at.php?k=Corporates)
- GAC. (2019a). *Investorenübersicht Versicherungen Schweiz*.  
[https://www.gacgmbh.de/daten-anzeigen\\_ch.php?k=Versicherungen](https://www.gacgmbh.de/daten-anzeigen_ch.php?k=Versicherungen)

- GAC. (2019b). *Rundfunkanstalten 2019—Investorenübersicht* (S. 2). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/download-frame.php?getdatei=1570608897-investoreneuebersicht\\_rundfunkanstalten.pdf](https://www.gacgmbh.de/download-frame.php?getdatei=1570608897-investoreneuebersicht_rundfunkanstalten.pdf)
- GAC. (2019c). *Update SGB-Investoren* (S. 2). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1573465605-sgb\\_update\\_2019.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1573465605-sgb_update_2019.pdf)
- GAC. (2020a). *Struktur, Entwicklung und Asset Allocation institutioneller Investoren in Deutschland* (S. 2). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/pdf/Two-Pager.pdf>
- GAC. (2020b). *Update Stiftungen 2020* (S. 1). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1607506880-updatestiftungen2020.pdf>
- GAC. (2020c). *Update Versicherungen 2020* (S. 1). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms\\_at/Upload/1594362629-updateversicherungen2019.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms_at/Upload/1594362629-updateversicherungen2019.pdf)
- GAC. (2020d). *KuK-Report 2020—Kommunale und kirchliche Versorgungseinrichtungen in Deutschland Allgemeine Informationen* (S. 15). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1613634235-kuk\\_allgemeineinfos2020\\_17022021.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1613634235-kuk_allgemeineinfos2020_17022021.pdf)
- GAC. (2020e). *KuK-Report 2020—Kommunale und kirchliche Versorgungseinrichtungen in Deutschland Entwicklung und Benchmarks* (S. 21). [https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1614072643-kuk\\_entwicklung2020.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1614072643-kuk_entwicklung2020.pdf)
- GAC. (2020f). *PF-Report 2020—Pensionsfonds in Deutschland Allgemeine Informationen* (S. 15). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1614935529-pf\\_allgemeineinfos\\_2020.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1614935529-pf_allgemeineinfos_2020.pdf)
- GAC. (2020g). *PF-Report 2020—Pensionsfonds in Deutschland: Entwicklung und Benchmarks* (S. 20). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1615281122-pf\\_entwicklung2020\\_09032021.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1615281122-pf_entwicklung2020_09032021.pdf)
- GAC. (2021a). *Update Corporates DAX/MDAX 2021* (S. 2). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1649232136-updatecorporates2022.pdf>
- GAC. (2021b). *Report Corporates 2021—Entwicklung und Benchmarks* (S. 17). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1622022324-entwicklungcorporates2021.pdf>

- GAC. (2021c). *Report Corporates—Allgemeine Informationen* (S. 11). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1622021446-allgemeineinformationencorporates2021.pdf>
- GAC. (2021d). *Update Pensionskassen 2021* (S. 1). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms\\_at/Upload/1626073718-updatepensionskassen2021.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms_at/Upload/1626073718-updatepensionskassen2021.pdf)
- GAC. (2021e). *Update Vorsorgekassen 2021* (S. 1). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms\\_at/Upload/1626162296-updatevorsorgekassen2021.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms_at/Upload/1626162296-updatevorsorgekassen2021.pdf)
- GAC. (2021f). *Update Krankenversicherungen 2021* (S. 2). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1627631531-updatekrankenversicherungen2021.pdf>
- GAC. (2021g). *Report LV 2021—Allgemeine Informationen* (S. 15). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1631084445-allgemeineinformationenlv2021.pdf>
- GAC. (2021h). *Report LV 2021—Entwicklung und Benchmarks* (S. 32). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1636712813-entwicklunglebensversicherungen2021.pdf>
- GAC. (2021i). *Kurzpräsentation InstiPortal: Institutionelle Investoren in Deutschland* (S. 23). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/pdf/Kurzpraesentation.pdf>
- GAC. (2021j). *Update Pensionskasse CH 2021* (S. 1). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms\\_ch/Upload/1637402922-updatepensionskassench2021.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms_ch/Upload/1637402922-updatepensionskassench2021.pdf)
- GAC. (2021k, November). *Investorenübersicht Sammelstiftungen Schweiz*. [https://www.gacgmbh.de/daten-anzeigen\\_ch.php?k=Sammelstiftungen](https://www.gacgmbh.de/daten-anzeigen_ch.php?k=Sammelstiftungen)
- GAC. (2021l). *PK-Report 2021—Pensionskassen in Deutschland: Allgemeine Informationen* (S. 17). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1643019466-pk\\_allgemeines2021\\_24012022.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1643019466-pk_allgemeines2021_24012022.pdf)
- GAC. (2021m). *PK-Report 2021—Pensionskassen in Deutschland Entwicklung und Benchmarks* (S. 33). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH.

- [https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1643276899-pk\\_entwicklung2021\\_27012022.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1643276899-pk_entwicklung2021_27012022.pdf)
- GAC. (2021n). *Report Depot A 2021—Sparkassen und Genossenschaftsbanken: Allgemeine Information* (S. 11). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1646293419-depotaallgemein2021.pdf>
- GAC. (2021o). *Report Depot A 2021—Sparkassen und Genossenschaftsbanken: Entwicklung, Performance und Asset Allocation* (S. 19). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1646294093-depotaentwicklung2021.pdf>
- GAC. (2021p). *Update Bistümer 2021* (S. 1). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. <https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1643392457-updatebistuemer2021.pdf>
- GAC. (2021q). *VW-Report 2021—Versorgungswerke in Deutschland* (S. 36). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1644497768-vw\\_entwicklung\\_10022022.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1644497768-vw_entwicklung_10022022.pdf)
- GAC. (2021r). *VW-Report 2021—Versorgungswerke in Deutschland: Allgemeine Informationen* (S. 17). Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH. [https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1644480861-vw\\_allgemeines\\_2021\\_10022022.pdf](https://www.gacgmbh.de/cms/Upload/1644480861-vw_allgemeines_2021_10022022.pdf)
- GAC. (2022a). *INSTIPortal Österreich*. InstiPortal Startseite Österreich. [https://www.gacgmbh.de/login\\_at.php](https://www.gacgmbh.de/login_at.php)
- GAC. (2022b). *INSTIPortal Schweiz*. Insti Portal Startseite Schweiz. [https://www.gacgmbh.de/login\\_ch.php](https://www.gacgmbh.de/login_ch.php)
- GAC. (2022). *Kurzpräsentation InstiPortal: Institutionelle Investoren in Deutschland*. INSTI Portal Deutschland Startseite. <https://www.gacgmbh.de/login.php>
- GAC. (2022c, März). *Investorenübersicht Corporates Schweiz*. [https://www.gacgmbh.de/daten-anzeigen\\_ch.php?k=Corporates](https://www.gacgmbh.de/daten-anzeigen_ch.php?k=Corporates)
- Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), 9.9.1998 I 2708 idF. 9.12.2020 I 2773 (2021).
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.439500>
- Gläser, J., & Laudel, G. (2010). *Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse als Instrumente rekonstruierender Untersuchungen* (4. Auflage). VS Verlag.

- Hoffmann, C. P. (2021). Digitalisierung der Investor Relations und Finanzkommunikation. In C. P. Hoffmann, D. Schiereck, & A. Zerfaß (Hrsg.), *Handbuch Investor Relations und Finanzkommunikation* (S. 1–15). Springer Fachmedien Wiesbaden. [https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1\\_19-1](https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1_19-1)
- Hoffmann, C. P., Reinholz, J., & Tietz, S. (2019). *Crossmediale Geschäftsberichte. Von Sendern und Empfängern – wie zielgruppengerecht publizieren Unternehmen?* (S. 40). MPM Corporate Communication Solutions, Center for Research in Financial Communication.
- Hutchins, H. R. (1994). Annual Reports: Earning Surprising Respect from Institutional Investors. *Public Relations Review*, 20(4), 309–317.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- Jesson, J., Matheson, L., & Lacey, F. M. (2011). *Doing your literature review: Traditional and systematic techniques*. SAGE.
- Kaiser, R. (2021). *Qualitative Experteninterviews: Konzeptionelle Grundlagen und praktische Durchführung*. Springer Fachmedien Wiesbaden. <https://doi.org/10.1007/978-3-658-30255-9>
- Keller, R. (2006). *Der Geschäftsbericht*. Gabler. <https://doi.org/10.1007/978-3-8349-9049-5>
- Kirchhoff, K. R. (2009). Grundlagen der IR. In K. R. Kirchhoff & M. Piwinger (Hrsg.), *Praxishandbuch Investor Relations* (S. 35–61). Gabler. [https://doi.org/10.1007/978-3-8349-8810-2\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-8349-8810-2_2)
- Kuckartz, U., & Rädiker, S. (2020). *Fokussierte Interviewanalyse mit MAXQDA: Schritt für Schritt*. Springer Fachmedien Wiesbaden. <https://doi.org/10.1007/978-3-658-31468-2>
- Mast, H.-J. (2009). Creditor Relations als Erfolgsfaktor für die Fremdkapitalfinanzierung. In K. R. Kirchhoff & M. Piwinger (Hrsg.), *Praxishandbuch Investor Relations* (S. 475–490). Gabler. [https://doi.org/10.1007/978-3-8349-8810-2\\_28](https://doi.org/10.1007/978-3-8349-8810-2_28)
- Meckel, M., Hoffmann, C. P., & Fieseler, C. (2008). *Die Zukunft des Geschäftsberichts, Eine Studie der Universität St.Gallen und Trimedia Communications* (Institut für Medien- und Kommunikationsmanagement (MCM), Universität St.Gallen, & Trimedia Communications Schweiz AG, Hrsg.). Trimedia Group.

- Nix, P. (2009). IR - Die unternehmerische Herausforderung nach dem Börsengang. In K. R. Kirchhoff & M. Piwinger (Hrsg.), *Praxishandbuch Investor Relations* (S. 329–345). Gabler. [http://link.springer.com/10.1007/978-3-8349-8810-2\\_17](http://link.springer.com/10.1007/978-3-8349-8810-2_17)
- Oehlrich, M. (2016). *Organisation: Organisationsgestaltung, Principal-Agent-Theorie und Wandel von Organisationen*. Verlag Franz Vahlen.
- Pellens, B., Ahlich, K., & Schmidt, A. (2019). *Verhalten Und Präferenzen Deutscher Aktionäre 2018 Eine Befragung von privaten und institutionellen Anlegern zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Stimmrechtsnutzung* (Deutsches Aktieninstitut e.V., Hrsg.; 1. Aufl.).
- Pellens, B., & Schmidt, A. (2014). *Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre eine Befragung von privaten und institutionellen Anlegern zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Wahrnehmung von Stimmrechten*.
- Picard, N. (2009). Unternehmensberichterstattung von morgen: Transparenz als Voraussetzung für das Vertrauen des Kapitalmarktes. In *Corporate transparency: Wie Unternehmen im Glashaus-Zeitalter Wettbewerbsvorteile erzielen* (S. 104–129). FAZ-Inst. für Management-, Markt- und Medieninformationen.
- Piwinger, M. (2014). Geschäftsberichte als Mittel der Information und Beziehungspflege. In A. Zerfaß & M. Piwinger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation* (S. 787–802). Springer Fachmedien Wiesbaden. [https://doi.org/10.1007/978-3-8349-4543-3\\_38](https://doi.org/10.1007/978-3-8349-4543-3_38)
- Piwinger, M. (2021). Berichte als Instrument der Investor Relations und Finanzkommunikation. In C. P. Hoffmann, D. Schiereck, & A. Zerfaß (Hrsg.), *Handbuch Investor Relations und Finanzkommunikation* (S. 1–15). Springer Fachmedien Wiesbaden. [https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1\\_18-1](https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1_18-1)
- Piwinger, M., & Hoffmann, C. P. (2019). Kommunikation mit Kapitalgebern: Grundlagen von Finanzkommunikation und Investor Relations. In A. Zerfaß, M. Piwinger, & U. Röttger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskommunikation* (S. 1–18). Springer Fachmedien Wiesbaden. [https://doi.org/10.1007/978-3-658-03894-6\\_35-1](https://doi.org/10.1007/978-3-658-03894-6_35-1)
- Posavac, A., Frank, F., & Bommer, K. (2018). *Investoren der Deutschland AG 5.0. Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30* (S. 21). Ipreo Ltd.; DIRK.
- Raab-Steiner, E., & Benesch, M. (2018). *Der Fragebogen: Von der Forschungsidee zur SPSS-Auswertung* (5., aktualisierte und überarbeitete Auflage). Facultas.

- Ryan, L. V., & Schneider, M. (2002). The Antecedents of Institutional Investor Activism. *The Academy of Management Review*, 27(4), 554. <https://doi.org/10.2307/4134403>
- Scheiwiller, T., Kovarova-Simecek, M., Knabben, L., & Hoffmann, C. P. (2021). Inconsistencies In Digital and Sustainability Reporting – The Corporate Reporting Monitor 2021. *The Reporting Times*, 16–17.
- Schmolke, K. U. (2007). Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 36(5). <https://doi.org/10.1515/ZGR.2007.031>
- Tanner, J. (2004). Die ökonomische Handlungstheorie vor der „kulturalistischen Wende“? Perspektiven und Probleme einer interdisziplinären Diskussion. In H. Berghoff & J. Vogel (Hrsg.), *Wirtschaftsgeschichte als Kulturgeschichte. Dimensionen eines Perspektivenwechsels* (S. 69–98).
- Vergoossen, R. G. A. (1993). The use and perceived importance of annual reports by investment analysts in the Netherlands. *European Accounting Review*, 2(2), 219–244. <https://doi.org/10.1080/09638189300000020>
- Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 (WAG 2018), BGBl. I Nr. 107/2017 idF. 36/2022 (2019). Wiener Börse. (2021). *Institutional Ownership of the ATX Prime in 2020* (S. 30). Wiener Börse.
- Wolf, B. (2021). Zielgruppen der Investor Relations und Finanzkommunikation im Überblick. In C. P. Hoffmann, D. Schiereck, & A. Zerfaß (Hrsg.), *Handbuch Investor Relations und Finanzkommunikation* (S. 1–23). Springer Fachmedien Wiesbaden. [https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1\\_11-1](https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1_11-1)
- Yusoff, N. H., & Hanefah, M. M. (1995). Malaysian Institutional Investors' Annual Reports Information Needs. *Malaysian Management Journal*, 1(2), 41–49.
- Zimmermann, H., & Seiler Zimmermann, Y. (2019). *Besitzverhältnisse an börsenkotierten schweizerischen Unternehmungen Eine Analyse des «SMI expanded» Aktienuniversums* (Strukturberichterstattung Nr. 59; S. 60). Staatssekretariats für Wirtschaft SECO.
- Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil-Obligationenrecht), AS 2017 2077 (2017).
- Bundesgesetz über besondere zivilrechtliche Vorschriften für Unternehmen (Unternehmensgesetzbuch – UGB), BGBl. I Nr. 114/1997 idF 86/2021 (2022).

Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz – FIDLEG), AS 2019 4417 (2020).

Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturgesetz – FinfraG), AS 2015 5339 (2021).

Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), 9.9.1998 I 2708 idF. 9.12.2020 I 2773 (2021).

Handelsgesetzbuch (HGB), 4100-1 idF. 22.12.2020 I 3256 (2020).

Regulatorisches Konzept von SIX, (2022).

Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 (WAG 2018), BGBl. I Nr. 107/2017 idF. 36/2022 (2019).

**Anhang**

Exposé Master These ..... II

Interviewleitfaden ..... XIII

Transkript Interview 1 ..... XV

Transkript Interview 2 ..... XVIII

Transkript Interview 3 ..... XXVII

Transkript Interview 4 ..... XXX

Transkript Interview 5 ..... XXXV

Transkript Interview 6 ..... XLIV

Transkript Interview 7 ..... LI

Transkript Interview 8 ..... LX

Fragebogen.....LXIII

## Exposé Master These

3. Abgabe

<b>Familienname, Vorname</b>	<b>Henschel, Annika</b>
eMail-Adresse	wf201501@fhstp.ac.at
Telefonnummer	+49 1747604894
Datum der Abgabe	28.02.2022
Name Betreuer (wird von Studiengangsleitun g zugeteilt)	Monika Kovarova-Simecek
<b>Arbeitstitel</b>	Rezeption und Analyse von Geschäftsberichten durch institutionelle Investoren im DACH-Raum vor dem Hintergrund der Digitalisierung
Fragestellung Master-These	<p><b>Problemstellung:</b> Institutionelle Investoren halten in der DACH-Region die meisten Aktienanteile: In Deutschland verwalten über 500 Institutionen über drei Billionen Euro (GAC 2019). 2018 besaßen Institutionelle Investoren 61,8 % der Stimmenrechte am DAX30 (Posavac et al. 2018, 7). In Österreich waren 2020 66,2 % des ATX Prime im Besitz von Institutionellen Investoren (Wiener Börse 2021, 6). In der Schweiz lagen die Stimmenrechtsanteile der Zielgruppe im Jahr 2019 bei 69,4 % am SMI expanded (Zimmermann/ Seiler Zimmermann 2019, 28). Diese Zielgruppe hat aufgrund ihrer Größe auch einen großen Einfluss auf die Unternehmen und steht daher im Fokus der Investor Relations. Ihre Entscheidungen sind nicht nur fundiert und basieren auf aktuellen Informationen, sondern haben auch eine Signalwirkung für den Markt (Wolf 2021, 4). Um für Institutionelle Investoren die richtigen Informationen zielgruppengerecht aufbereiten zu können, ist eine Aufstellung der Informationsbedürfnisse und mit welchen Mitteln sie Geschäftsberichte analysieren und rezipieren relevant.</p> <p><b>Zielsetzung:</b> Die Arbeit untersucht die Fragestellungen und Methodiken mit denen institutionelle Investoren in der DACH-Region Geschäftsberichte rezipieren und analysieren. Dabei wird herausgearbeitet, an welchen Informationen institutionelle Investoren Interesse haben, welcher Informationsbedarf von institutionellen Investoren durch</p>

	<p>Geschäftsberichte gedeckt bzw. nicht gedeckt wird und welche alternative Informationsquelle zur Informationsbeschaffung herangezogen werden. Von Interesse ist dabei insbesondere, welche Methoden sich institutionelle Investoren zur Daten- bzw. Informationsgenerierung bedienen.</p> <p><b>Forschungsfragen:</b></p> <p><b>FF1:</b> In welche Subgruppen lassen sich institutionelle Investoren in der DACH-Region unterteilen? Welche Anforderungen werden an die einzelnen Gruppen gestellt?</p> <p><b>FF2:</b> Welchen Informationsbedarf haben institutionelle Investoren?</p> <p><b>FF3:</b> Wie rezipieren und analysieren institutionelle Investoren Geschäftsberichte?</p> <p><b>FF4:</b> Welche Informationsbedürfnisse werden von Geschäftsberichten abgedeckt bzw. nicht abgedeckt?</p> <p><b>FF5:</b> Welche weiteren Informationsquellen verwenden institutionelle Investoren ergänzend zum Geschäftsbericht, insb. vor dem Hintergrund der Digitalisierung?</p>
Wissenschaftliche und praktische Relevanz	<p><b>Wissenschaftliche Relevanz:</b></p> <p>Institutionelle Investoren sind für die IR von besonderer Bedeutung, weil sie zum einen einen großen Anteil an den Stimmenrechte halten und zum anderen ihre Investment-Entscheidungen einen Einfluss auf den Markt haben (Wolf 2021, 3). Institutionelle Investoren nehmen im Markt zwei Rollen ein. Ein Teil der Forschung betrachtet sie als Agenten in ihrer Aufgabe, das Vermögen ihrer Kunden sicher zu verwalten (Bebchuk et al. 2017, Gillan/ Starks 2003). Die andere Perspektive beleuchtet Institutionelle Investoren als Principals. Diese spezifische Rolle ist für Institutionelle Anleger wenig erforscht. Vielmehr liegt der Fokus auf dem Impact von Institutionellen Investoren im Sinne des Shareholder Aktivismus auf die Unternehmen (Karpoff 2001, Hoffmann/ Fieseler 2021, Ryan/ Schneider 2002, Heinen 2019, Gillan/ Starks 2003). Die Heterogenität dieser Zielgruppe und die damit einhergehenden Probleme sind bekannt (Ryan/ Schneider 2002, 554). Daher gibt es einige Ansätze zur Gruppierung dieser Zielgruppe (GAC 2019, Ryan/ Schneider 2002, Binder-Tietz/ Frank 2021).</p>

	<p>Das Informationsverhalten und die Bedürfnisse besonders in Bezug auf Geschäftsberichte sind nicht systematisch erforscht. Hoffmann et al. (2019) beschreiben das Informations- und Analyseverhalten von Analysten. Binder-Tietz und Frank (2021) stellen im Bezug dazu heraus, dass Analysten als Intermediäre zwischen der IR und den Institutionellen Investoren fungieren. Sie erklären aber auch, dass viele institutionelle Investoren ein eigenes Research-Team aufbauen, um unabhängiger von den Analysten agieren zu können (Binder-Tietz/ Frank 2021, 6). Neben dieser Änderung hat auch die Covid-19-Pandemie die Digitalisierung im Bereich der IR und somit auch für die Rezipienten beschleunigt. Obwohl die Änderungen langsam angenommen werden, beeinflussen sie das Kommunikationsverhalten nachhaltig (Hoffmann 2021, 4). Daher ist es sinnvoll die Themen systematisch zusammenzuführen und das Informationsbedürfnis, sowie die (digitalen) Analysetechniken von Institutionellen Investoren für Geschäftsberichte zu erheben.</p> <p><b>Praktische Relevanz:</b></p> <p>Die Ergebnisse der Arbeit können Aufschluss darüber geben, welche Anforderung die Zielgruppe(n) der Institutionellen Investoren an Geschäftsberichte stellt bzw. stellen. Dadurch können eventuelle Lücken und Handlungsbedarf in der derzeitigen Berichterstattung von börsennotierten Unternehmen in der DACH-Region ermittelt werden. Für Unternehmen können diese Erkenntnisse relevant sein, um die Berichterstattung auf die Bedürfnisse der Zielgruppe anzupassen.</p>
Aufbau und Gliederung	<p><b>Inhaltsverzeichnis Masterarbeit</b></p> <p>Ehrenwörtliche Erklärung</p> <p>Inhaltsverzeichnis</p> <p>Abstract/ Zusammenfassung</p> <p>Abbildungsverzeichnis/Tabellenverzeichnis/Abkürzungsverzeichni s</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Einleitung       <ol style="list-style-type: none"> <li>1.1. Problemstellung</li> <li>1.2. Zielsetzung und Forschungsfrage</li> <li>1.3. Forschungsdesign und methodischer Zugang</li> <li>1.4. Gang und Aufbau der Arbeit</li> </ol> </li> <li>2. Forschungsstand</li> </ol>

	<p>3. Institutionelle investoren vor dem Hintergrund der Prinzipal-Agenten-Theorie</p> <p>3.1. Bedeutung und Aufgaben institutioneller Investoren</p> <p>3.2. Beschreibung der Principals-Agenten-Theorie</p> <p>3.2.1. Institutionelle Investoren als Prinzipal</p> <p>3.2.2. Unternehmen als Agenten</p> <p>3.3. Grundlagen des Geschäftsberichts</p> <p>3.3.1. Gesetzliche Grundlagen je Land (DACH-Region)</p> <p>3.3.2. Bestandteile und Informationen</p> <p>3.3.3. Zielgruppen</p> <p>4. Subgruppen von institutionelle Investoren</p> <p>4.1. Deutschland</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Gesetzliche Verpflichtungen und Verantwortung</li> <li>○ Subgruppen</li> </ul> <p>4.2. Österreich</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Gesetzliche Verpflichtungen und Verantwortung</li> <li>○ Subgruppen</li> </ul> <p>4.3. Schweiz</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Gesetzliche Verpflichtungen und Verantwortung</li> <li>○ Subgruppen</li> </ul> <p>5. Empirische Untersuchung</p> <p>5.1. Forschungsfrage und Hypothesen</p> <p>5.2. Methodischer Zugang (inkl. Limitationen)</p> <p>5.3. Datenerhebung</p> <p>5.4. Datenauswertung</p> <p>6. Diskussion und Reflexion der Ergebnisse</p> <p>6.1. Beantwortung der Forschungsfragen</p> <p>6.2. Limitationen der Arbeit</p> <p>6.3. Forschungslücken/ Ausblick</p> <p>6.4. Handlungsempfehlungen</p> <p>7. Fazit und Zusammenfassung</p> <p>8. Literaturverzeichnis</p> <p>Anhang</p>
Methodenwahl	<p><b>Empirische Methode:</b></p> <p>Für die <b>FF1</b> soll ein Literatur Review erfolgen. Es wird der Frage nachgegangen, wie verschiedene Autoren das Interessensfeld</p>

<p>beschreiben und definieren, um aus der Gegenüberstellung eine Synthese zu generieren (Jasson et al. 2011, 79-80).</p> <p>Für die <b>FF2 bis FF5</b> wird ein sequenzieller Mixed-Methods-Ansatz herangezogen.</p> <p>Im ersten Schritt werden Expert:innen in einem problemzentrierten leitfadengestützten Interview zum Informationsbedürfnis und -verhalten mit Hinblick auf Geschäftsberichte von Institutionellen Investoren befragt. Diese Methode eignet sich zur Gewinnung von Hypothesen bzw. zur Prüfung von Forschungsthesen (Dieckmann 2021, 532).</p> <p>Die Interviews werden systematisch nach Früh analysiert. Diese Inhaltsanalyse wertet die Transkripte quantitativ und integrativ aus und beantwortet die Frage ob spezifische Merkmale in den Texten enthalten sind und in welchem Umfang (Früh 2017, 66). Die Hauptkategorien für die Auswertung wird aus den Forschungsfragen abgeleitet (Früh 2017, 67). Die hier generierten Hypothesen haben aufgrund der Textmenge und limitierten Befragung keinen Anspruch auf Generalisierung (Früh 2017, 67).</p> <p>Daher werden die qualitativ generierten Hypothesen zu den FF2 bis FF5 in einer Online-Befragung verifiziert. Als Zielgruppe der quantitativen Befragung sollen die mittels FF1 definiert Zielgruppen adressiert werden (Dieckmann 2021, 528).</p> <p><b>Datenerhebung:</b></p> <p>Das <b>Literatur Review</b> umfasst eine Recherche zur Systematisierung und Strukturierung der Gruppe von Institutionellen Investoren anhand der Spezifikation aus der empirischen Forschung und Gesetzeslage (Jesson et al. 2011, 29).</p> <p>Es werden <b>Expert:innen</b> mit praxiswirksamem Fachwissen zum Informationsverhalten und Informationsbedürfnis von Institutionellen Investoren befragt. Die Auswahl der Expert:innen erfolgt nach der Erstellung der Subgruppen aus FF1 (Bogner et al. 2014, 35), da Expert:innen ein Teil der Zielgruppe oder eine komplementäre Informationsquelle sein können (Bogner et al. 2014, 23). Für alle identifizierten Subgruppen sollen Hypothesen generiert werden.</p> <p>Die Auswertung erfolgt systematisch und standardisiert, um eine hohe Qualität zu gewährleisten. Mittels eines Codebuches werden die Untersuchungskriterien festgelegt. Die Forschungsfragen 2 bis 5 dienen als Hauptkategorien, die durch Unterkategorien nach Sichtung der Analyseeinheiten ergänzt werden. Mit diesem</p>
--

<p>Codebuch wird das gesamte Material analysiert und numerischen Variablen zugeordnet (Früh 2017, 74-77).</p> <p>Der <b>Online-Fragebogen</b> wird aus den generierten Hypothesen mit Unipark erstellt und an die spezifizierten Zielgruppen aus FF1 per E-Mail ausgeschickt. Die Auswahl erfolgt spezifisch anhand der erstellten Charakteristiken. Der Verteiler wird selbständig generiert (Dieckmann 2021, 528-530). Die Ergebnisse des Fragebogens werden deskriptiv dargestellt und mit Hinblick auf die zuvor generierten Hypothesen ausgewertet.</p> <p><b>Datenauswertung:</b></p> <p>Die Ergebnisse der <b>Literatur Review</b> wird nach definierten Subgruppen sortiert und systematisiert, um eine Synthese zur Gruppierung zu generieren. Das Ziel ist kritische Würdigung der erstellten Subgruppen Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH (GAC).</p> <p>Die <b>Inhaltsanalyse</b> wird mithilfe der Software MAXQDA aufbereitet und analysiert (Kuckartz/Rädiker 2020, 14). Dabei geht es weniger um die Vollständigkeit und Standardisierbarkeit der Daten, sondern um eine Sondierung im Forschungsfeld und die Generierung von Hypothesen (Bogner et al. 2014, 24).</p> <p>Die Auswertung der <b>quantitativen Befragung</b> erfolgt deskriptiv und qualitativ zur Verifizierung und Generalisierung der Hypothesen aus den Interviews (Dieckmann 2021, 545). In der deskriptiven Auswertung mittels SPSS werden die Daten beschrieben und nach aufschlussreichen Informationen und relevanten Abweichungen, die zur Beantwortung der Forschungsfragen beitragen, durchsucht (Raab-Steiner/Bensch 2018, 16).</p> <p><b>Begründung Methodenwahl:</b></p> <p>Für dieses Forschungsprojekt ist dieser <b>sequenzielle Mixed-Methods-Ansatz</b> geeignet, weil es eine Strukturierung der Zielgruppe ermöglicht und die praxisnahen Hypothesen generieren und quantifizieren kann.</p> <p>Das <b>Literatur Review</b> eignet sich zur Beantwortung der FF1, weil es darstellt, wie verschiedenen Autoren das Themengebiet beschreiben und definieren. Daraus wird dann eine Synthese herausgearbeitet (Jesson et al. 2011, 79-80). Booth et al (2016, 46) argumentiert, dass diese Methode mittels einer qualitativen Synthese zur Erstellung von homogenen Gruppen geeignet ist. Limitiert wird diese Methodik durch die offene und flexible Gestaltung im</p>
---

Research Prozess, weil es kein definierten Methodenreport gibt (Jesson et al. 2011, 74).

**Qualitative Experteninterviews** eignen sich zur Gewinnung von Hypothesen zur Prüfung von Forschungshypothesen (Dieckmann 2021, 532 und Bogner et al. 2014, 23). Das Ziel ist die Gewinnung von Fakten und Daten, da sich diese aus der bisherigen Literatur nicht entnehmen lassen (Kaiser 2021, 41). Die Ergebnisse können durch den Wunsch nach Sozialer Akzeptanz der Interviewten verfälscht werden (Dieckmann 2021, 449-450). Als Auswertung für Experteninterviews empfiehlt Bogner et al. (2014, 83) den Einsatz von computergestützten QDA-Auswertungsprogrammen. Daher wird in diesem Forschungsprojekt MAXQDA zur Inhaltsanalyse verwendet.

Die **Inhaltsanalyse nach Früh** definiert die Hauptkategorien zur Hypothesenbildung anhand der Forschungsfragen und nach der quantitativen Nennung in den Analyseeinheiten (Früh 2017, 66-67). Dadurch ergibt sich eine vermutete Priorisierung nach Praxisrelevanz, die im weiteren Vorgehen quantifiziert werden kann. Es ist zu beachten, dass die Analysemethoden mit der Textoberfläche und nur mit Relevanten Textabschnitten arbeitet und somit kein Kontext beachtet wird. Daher gilt hier kein Anspruch auf Vollständigkeit (Früh 2017, 66).

Die qualitativen Ergebnisse einer spezifischen Stichprobe bei der Befragung ist jedoch nicht ausreichend, um einen empirischen Nachweis zur Richtigkeit zu erbringen (Dieckmann 2021, 544). Daher wird zur Quantifizierung der Hypothesen eine **quantitative Online-Umfrage** durchgeführt. Nach Dieckmann (2021, 528) sind online Befragungen gerade dann geeignet, wenn spezielle Zielgruppen mit Internetzugang befragt werden und diese per E-Mail erreicht, werden können. Eine Randomisierung ist bei einer klar definierten Zielgruppe (gemäß FF1) nicht notwendig (Dieckmann 2021, 528). Die Auswahl typischer Fälle für eine Zielgruppe für die Befragung hat das Risiko, dass entscheidende Kriterien bei der Auswahl übersehen werden können (Fahrmeir et al. 2016, 24). Auch bei einer online Befragung gilt, dass der Wunsch nach sozialer Akzeptanz und die Akquieszenz die Ergebnisse verfälschen können (Raab-Steiner/ Benesch 2018, 65-66). Daher wird der Fragebogen anonym beantwortet und ausgewertet.

Die **computergestützte Auswertung der Befragung in SPSS** ist geeignet, weil dies ein valides Statistikprogramm ist und die Möglichkeiten bietet Deskriptivstatistik (und bei ausreichender

	<p>Stichprobengröße Inferenzstatistik) auszuwerten und grafisch darzustellen (Raab-Steiner/ Benesch 2018, 70).</p> <p><b>Grundgesamtheit:</b></p> <p>Die Grundgesamtheit sind die institutionellen Investoren in Deutschland, Österreich und Schweiz. Die Gesellschaft für Analyse und Consulting mbH (GAC) listet im Jahr 2019 für</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Österreich</b> mindestens 98 institutionelle Investoren</li><li>• <b>Deutschland</b> 814 institutionelle Investoren und weitere 400 Depot A-Investoren</li><li>• <b>Schweiz</b> über 1.500 Pensionskassen und eine nicht bezifferte Anzahl an Versicherungen</li></ul> <p>Damit beläuft sich die Grundgesamtheit auf Basis der Daten der GAC auf über 2.812 institutionelle Investoren.</p> <p><b>Stichprobenziehung:</b></p> <p>Für die <b>qualitative Erhebung</b> werden Expert:innen nach der Gruppierung je Land und Institutionskategorie gewählt, um auch hier die Verteilung der Grundgesamtheit abzubilden (Von dem Berge 2020, 284). Dazu wird die Einteilung der GAC verwendet. Die Auswahl erfolgt danach, welche Institution speziell für die untersuchten Länder sind und welche Kategorie das größte Asset Volumen hat.</p> <p>Daraus ergibt sich folgende Auswahl:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Österreich: Vorsorgekasse und Corporates</li><li>• Deutschland: (Lebens-)Versicherung, Depot-A, Kirchen, (Alters-)Versorgungswerke</li><li>• Schweiz: Öffentliche Pensionskasse, Unternehmens-Pensionskasse, (Sammel-)Stiftungen</li></ul> <p>Die Anzahl der geplanten Interviews orientiert sich am Grenznutzen eines jeden weiteren Interviews (Kaiser 2022, 162).</p> <p>Für die <b>quantitative Umfrage</b> wird an alle Institutionen, die in der Datenbank der GAC gelistet sind, ausgeschickt.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Für <b>Österreich</b> sind es 50 institutionelle Investoren (darunter 20 Versicherungen, 8 Pensionskassen, 8 Vorsorgekassen, 7 Corporates und 7 Sonstige).</li><li>• Für <b>Deutschland</b> enthält die Datenbank 731 Kontakte (darunter 98 Pensionskassen, 77 Versorgungswerke, 145 Versicherungen, 71 Corporates, 37 Kommunale und Kirchliche Einrichtungen, 27 Pensionsfonds, 31 Stiftungen,</li></ul>
--	---

	<p>202 Depot-A, 29 Landeskirchen und Bistümer, 14 SGB-Investoren, 1 Anstalt/ Organisationen).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Für die <b>Schweiz</b> werden 150 institutionelle Investoren (davon 44 Öffentliche Pensionskassen, 29 Unternehmens-Pensionskassen, 14 Branchen-Pensionskassen, 21 Sammelstiftungen, 29 Versicherungen, 13 Corporates) aufgeführt.</li> </ul> <p>Insgesamt ergibt dies eine <b>Stichprobengröße von 931</b> institutionellen Investoren.</p>
Literaturhinweise	<p>Bebchuk, L. A., Cohen, A., &amp; Hirst, S. (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 31(3), 89–112. <a href="https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89">https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89</a></p> <p>Binder-Tietz, S., &amp; Frank, R. (2020). Analysten und institutionelle Investoren als Zielgruppen der Investor Relations und Finanzkommunikation. In C. P. Hoffmann, D. Schiereck, &amp; A. Zerfaß (Eds.), <i>Handbuch Investor Relations und Finanzkommunikation</i> (Vol. 18, pp. 1–17). Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden. <a href="https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1_12-1">https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1_12-1</a></p> <p>Bogner, A. (2014). <i>Interviews mit Experten: Eine praxisorientierte Einführung</i>. Springer eBook Collection. Wiesbaden: Springer VS. <a href="https://doi.org/10.1007/978-3-531-19416-5">https://doi.org/10.1007/978-3-531-19416-5</a></p> <p>Booth, A., Sutton, A., &amp; Papaioannou, D. (2016). <i>Systematic approaches to a successful literature review</i> (Second edition). Los Angeles, London, New Delhi, Singapore, Washington DC, Melbourne: SAGE.</p> <p>Diekmann, A. (2021). <i>Empirische Sozialforschung: Grundlagen, Methoden, Anwendungen</i> (14. Auflage, Originalausgabe). Reinbeck bei Hamburg: rowohlt's enzyklopädie im Rowohlt Taschenbuch Verlag.</p> <p>Fahrmeir, L., Heumann, C., Künstler, R., Pigeot, I., &amp; Tutz, G. (2016). <i>Statistik: Der Weg zur Datenanalyse</i> (8. Aufl. 2016). Springer-Lehrbuch. Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg.</p> <p>Früh, W. (2017). <i>Inhaltsanalyse: Theorie und Praxis</i> (9., überarbeitete Auflage, Online-Ausgabe). <i>utb-studi-e-book: Vol. 2501</i>. Konstanz, München: UVK; UVK Verlagsgesellschaft mbH mit UVK/Lucius. <a href="https://doi.org/10.36198/9783838547350">https://doi.org/10.36198/9783838547350</a></p> <p>GAC (2022). <i>InstiPortal Deutschland</i>. Retrieved from <a href="https://www.gacgmbh.de/login.php">https://www.gacgmbh.de/login.php</a></p> <p>GAC (2022). <i>InstiPortal Österreich</i>. Retrieved from <a href="https://www.gacgmbh.de/login_at.php">https://www.gacgmbh.de/login_at.php</a></p> <p>GAC (2022). <i>InstiPortal Schweiz</i>. Retrieved from <a href="https://www.gacgmbh.de/login_ch.php">https://www.gacgmbh.de/login_ch.php</a></p> <p>Gillan, S., &amp; Strarks, L. T. (2003, September). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional</p>

	<p>Investors: A Global Perspective. <i>Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper, 2003</i>(2003-01), 1–22.</p> <p>Heinen, V. (2019). <i>Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance</i>. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden.  <a href="https://doi.org/10.1007/978-3-658-27399-6">https://doi.org/10.1007/978-3-658-27399-6</a></p> <p>Hoffmann, C. P. (2020). Digitalisierung der Investor Relations und Finanzkommunikation. In C. P. Hoffmann, D. Schiereck, &amp; A. Zerfaß (Eds.), <i>Handbuch Investor Relations und Finanzkommunikation</i> (Vol. 57, pp. 1–15). Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden. <a href="https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1_19-1">https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1_19-1</a></p> <p>Hoffmann, C. P., Brønn, P. S., &amp; Fieseler, C. (2016). A Good Reputation: Protection against Shareholder Activism. <i>Corporate Reputation Review, 19</i>(1), 35–46.  <a href="https://doi.org/10.1057/crr.2015.27">https://doi.org/10.1057/crr.2015.27</a></p> <p>Hoffmann, C. P., Reinholz, J., &amp; Tietz, S. (Mai 2019). <i>Crossmediale Geschäftsberichte: Von Sendern und Empfängern – wie zielgruppengerecht publizieren Unternehmen?</i></p> <p>Jesson, J. K. (2011). <i>Doing your literature review: Traditional and systematic techniques</i>. Los Angeles, Calif.: SAGE Publ.</p> <p>Kaiser, R. (2021). <i>Qualitative Experteninterviews</i>. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden. <a href="https://doi.org/10.1007/978-3-658-30255-9">https://doi.org/10.1007/978-3-658-30255-9</a></p> <p>Karpoff, J. M. (2001). The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings. <i>SSRN Electronic Journal, 102</i>, 1097.  <a href="https://doi.org/10.2139/ssrn.885365">https://doi.org/10.2139/ssrn.885365</a></p> <p>Posavac, A., Frank, F., &amp; Bommer, K. (Juni 2018). <i>Investoren der Deutschland AG 5.0: Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30</i>. Eine Studie der Aktionärsbasis des DAX 30 Index mit Fokus auf Trends der institutionellen Investoren.</p> <p>Raab-Steiner, E., &amp; Benesch, M. (2018). <i>Der Fragebogen: Von der Forschungsidee zur SPSS-Auswertung</i> (5., aktualisierte und überarbeitete Auflage).  <a href="https://doi/book/10.36198/9783838587271">https://doi/book/10.36198/9783838587271</a></p> <p>Ryan, L. V., &amp; Schneider, M. (2002). The Antecedents of Institutional Investor Activism. <i>Academy of Management Review, 27</i>(4), 554. <a href="https://doi.org/10.2307/4134403">https://doi.org/10.2307/4134403</a></p> <p>Tausendpfund, M. (2020). <i>Fortgeschrittene Analyseverfahren in den Sozialwissenschaften</i>. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden. <a href="https://doi.org/10.1007/978-3-658-30237-5">https://doi.org/10.1007/978-3-658-30237-5</a></p> <p>Wiener Börse. (2021). <i>Institutional Ownership of the ATX Prime in 2020</i>.</p> <p>Wolf, B. (2020). Zielgruppen der Investor Relations und Finanzkommunikation im Überblick. In C. P. Hoffmann, D. Schiereck, &amp; A. Zerfaß (Eds.), <i>Handbuch Investor Relations und Finanzkommunikation</i> (pp. 1–23). Wiesbaden: Springer</p>
--	---

	Fachmedien Wiesbaden. <a href="https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1_11-1">https://doi.org/10.1007/978-3-658-23389-1_11-1</a> Zimmermann, H., & Seiler Zimmermann, Y. (2019). <i>Besitzverhältnisse an börsenkotierten schweizerischen Unternehmungen: Eine Analyse des "SMI expanded" Aktienuniversums</i> . Strukturberichterstattung Nr. 59. Bern.
Allfälliges (z.B. Firmenarbeit...)	

---

Genehmigt durch Studiengangsleitung

## **Interviewleitfaden**

Vielen Dank, dass Sie sich Zeit für mein Forschungsanliegen nehmen. Ich untersuche im Rahmen meiner Masterthesis, wie Institutionelle Investoren Geschäftsberichte rezipieren und welchen Nutzen sie aus der Analyse von Geschäftsberichten ziehen. Es geht aber auch um die Informationsbedürfnisse institutioneller Investoren im Allgemeinen und darum, wie diese insb. vor dem Hintergrund der Digitalisierung gedeckt werden.

### **Szenario 1: Institutioneller Investor analysiert Geschäftsberichte**

F0: Zu Beginn möchte ich Sie bitten, sich kurz selbst vorzustellen. Was ist Ihre Funktion und welche Agenden verantworten Sie?

F1: Welche Kriterien ziehen Institutionelle Investoren (Sie) zur Investitionsentscheidung heran?

F2: Welche dieser Informationen entnehmen Institutionelle Investoren (Sie) dem Geschäftsbericht?

F3: Mit welchen Methoden und Tools extrahieren und aggregieren Institutionelle Investoren (Sie) die Informationen aus dem Geschäftsbericht?

F4: Welche Informationsquelle nutzen Institutionelle Investoren (Sie) sonst noch neben dem Geschäftsbericht, um sich über ein bestimmtes Unternehmen zu informieren?

F5: Der Finanzsektor war immer schon stark digital geprägt. Welche Rolle spielen digitale Kommunikationstechnologien in Ihrem Alltag als institutioneller Investor? Welche Technologien nutzen Sie?

F6: Die Covid 19 Pandemie hat in den letzten Jahren die Digitalisierung vorangetrieben. Haben sich in diesem Zuge auch die Informationskanäle für Institutionelle Investoren (Sie) verändert? Wenn ja, wie?

F7: Gibt es Informationen, die Institutionelle Investoren (Sie) für ihre Investitionsentscheidungen benötigen würden, zu denen sie (Sie) keinen oder nur einen eingeschränkten Zugang haben?

Das war die letzte Frage unsers Interviews! Ich bedanke mich vielmals für Ihre Zeit und Gesprächsbereitschaft. Möchte Sie zu diesem Thema noch etwas ergänzen?

## **Szenario 2: Institutioneller Investor analysiert keine Geschäftsberichte**

F0: Zu Beginn möchte ich Sie bitten, sich kurz selbst vorzustellen. Was ist Ihre Funktion und welche Agenden verantworten Sie?

F1: Welche Kriterien ziehen Institutionelle Investoren (Sie) zur Investitionsentscheidung heran?

F2: Welche Informationsquelle nutzen Institutionelle Investoren (Sie), um sich über ein bestimmtes Unternehmen zu informieren?

F3: Der Finanzsektor war immer schon stark digital geprägt. Welche Rolle spielen digitale Kommunikationstechnologien in Ihrem Alltag als institutioneller Investor? Welche Technologien nutzen Sie?

F4: Die Covid 19 Pandemie hat in den letzten Jahren die Digitalisierung vorangetrieben. Haben sich in diesem Zuge auch die Informationskanäle für Institutionelle Investoren (Sie) verändert? Wenn ja, wie?

F5: Gibt es Informationen, die Institutionelle Investoren (Sie) für ihre Investitionsentscheidungen benötigen würden, zu denen sie (Sie) keinen oder nur einen eingeschränkten Zugang haben?

Das war die letzte Frage unsers Interviews! Ich bedanke mich vielmals für Ihre Zeit und Gesprächsbereitschaft. Möchte Sie zu diesem Thema noch etwas ergänzen?

## Transkript Interview 1

Interviewte Person (E): Leiter\*in Kapitalanlagen einer öffentlichen Pensionskasse in der Schweiz

Interviewer\*in (I): Annika Henschel

Datum: 08.03.2022

Ort: MS-Teams

1 I: Jetzt dann nochmal herzlich Willkommen und vielen Dank, dass sie sich Zeit dafür  
2 nehmen. Ich würde sie zu Beginn darum bitten, sich kurz selbst vorzustellen. Was ist ihre  
3 Funktion und welche Agenten verantworten Sie?

4 E: Ja, mein Name ist [*anonymisiert*]. Ich arbeite bei der Pensionskasse [*anonymisiert*] als  
5 Leiter Kapitalanlage. Wie ich Ihnen per E-Mail geschrieben habe, tätigen wir selbst keine  
6 Vermögensanlagen direkt. Also wir kaufen keine Aktien, BASF oder was auch immer,  
7 sondern wir stellen die Vermögensverwalter an. Wir beauftragen die Vermögensverwaltung  
8 mit einzelnen Mandaten oder wir kaufen kollektive Anlagen. Und unsere Aufgabe ist damit  
9 die Kontrolle dieser Vermögensverwalter und das Reporting an unsere Gremien.

10 I: “Mhm.” Und welche Kriterien ziehen Sie dann zur Investitionsentscheidung heran? Oder  
11 zur Kontrolle?

12 E: Die haben wir in unserem Anlagereglement festgelegt... Ich weiß nicht soll, soll ich Ihnen  
13 einzelne Kriterien aufzählen?

14 I: “ähm” Wenn Sie möchten, gerne ja.

15 E: Dann hole ich doch einmal am einfachsten. Das Anlagereglement, Entschuldigung....

16 Wir haben Kriterien für die Auswahl festgelegt, da fordern wir zum Beispiel einen Nachweis  
17 über Erfahrungen, Referenzen, ein Leistungsausweis, eine Systematik im Anlageprozess.  
18 Und der Umgang mit Nachhaltigkeit ist etwas, das immer mehr aufgekommen ist in der  
19 letzten Zeit, da wollen wir eine Auskunft haben.

20 I: Und welche Informationsquellen verwenden Sie dann, um sich darüber zu informieren?

21 E: Das Internet ist eine Quelle, mit allen öffentlich, verfügbaren Publikationen. Da gehört  
22 noch der Jahresbericht und Factsheets dazu. Oftmals gibt es die Informationen zu Anlagen

23 nicht öffentlich oder die Vermögensverwalter publizieren bei weitem nicht alle  
24 Informationen auf ihren Webseiten. Da fragen wir direkt an. Wir agieren meistens mit einem  
25 Fragebogen, mit dem wir auf die Vermögensverwalter oder die Institutionen zu gehen und  
26 sie bitten, diesen Fragebogen auszufüllen. So haben wir auch gewährt, dass wenn wir den  
27 Fragebogen, den gleichen Fragebogen an verschiedene Personen schicken, dass wir da eine  
28 Übereinstimmung haben mit der Antwort. Also die gleichen Fragen, die an unterschiedliche  
29 Personen gestellt werden, können wir auch vergleichen. Im Internet wird oftmals das  
30 publiziert, was die Anbieter publizieren wollen und nicht in erster Linie das, was wir wissen  
31 wollen.

32 I: Und der Finanzsektor war schon immer stark digital geprägt. Welche Rolle spielen digitale  
33 Kommunikationstechnologien für Sie im Alltag als institutioneller Investor beziehungsweise  
34 welche Technologie nutzen Sie dafür?

35 E: Ja, die hatten in den letzten zwei Jahren noch mehr an Bedeutung gewonnen. Gerade im  
36 Austausch bei uns intern mit unserem Gremium sind, den Sitzungen oder auch der Austausch  
37 mit unseren Vermögensverwaltern und Partner bei den Banken ist viel, viel mehr digital  
38 geworden. Eben über Plattform wie MS Teams über Skype usw. Und sonst nutzen wir am  
39 meisten die E-Mail, also der weitaus größte Teil der Kommunikation läuft per E-Mail bei  
40 uns.

41 I: Und nutzen Sie auch digitale Technologien, dann zur Analyse, also beispielsweise durch  
42 KI oder zum maschinellen Auslesen von Informationen?

43 E: Nein, praktisch nicht. Da sind wir noch ganz einfach unterwegs mit Excel. Wir  
44 analysieren oder wir holen die Rohdaten. Zum Teil von Plattform, wo wir Rohdaten  
45 beziehen, sei das von Aktienindizes, sei das Obligationen Werte und werten diese selbst aus.  
46 Bei uns in Excel aber keine zusätzlichen Technologien, nein.

47 I: "Mhm" Sie haben vorhin schon genannt, dass Sie dann mit den Unternehmen direkt in  
48 Kontakt treten, per Fragebogen. Gibt es dennoch Informationen, die Sie sich wünschen  
49 würden oder die Sie benötigen würden für eine Investitionsentscheidung, zu denen Sie  
50 keinen oder nur einen eingeschränkten Zugriff haben?

51 E: "Am" ich kann nachvollziehen, dass da nicht alle Informationen auf der Webseite sind,  
52 beispielsweise wenn es um einen Lebenslauf von einer verantwortlichen Person geht, denn

53 den kann man nicht ihn dem Detaillierungsgrad oder mit diesen Kriterien, die wir explizit  
54 suchen, auf der Website öffentlich aufschalten. Das verstehe ich und auch andere Produkte,  
55 wenn es zum Beispiel um illiquide Produkte geht. Beispiel sind Infrastruktur-Anlagen. Das  
56 sind einfach Informationen, die nicht für alle öffentlich zugänglich sein sollen, und das kann  
57 ich nachvollziehen. Und darum finden wir eigentlich die Informationen, die wir glauben, die  
58 wir finden sollen, die finden wir im Internet und alle anderen, die holen wir persönlich ab.

59 I: Okay, dann war das auch schon die letzte Frage, möchten Sie zu diesem Thema noch  
60 irgendwas ergänzen, bevor wir die Aufnahme stoppen?

61 E: Nein, ich habe nichts zu sagen.

62 I: Ok, dann vielen Dank.

## Transkript Interview 2

Interviewte Person (E): Bereichsleiter\*in für Veranlagung einer Vorsorgekasse in Österreich

Interviewer\*in (I): Annika Henschel

Datum: 08.03.2022

Ort: MS-Teams

1 I: Nochmal herzlich Willkommen. Und zu Beginn möchte ich Sie bitten, sich kurz selbst  
2 vorzustellen und was Ihre Funktion ist und welche Agenden Sie verantworten.

3 E: Ja, "Mhm" ja, mein Name ist *[anonymisiert]*. Ich bin in der *[anonymisiert]* Vorsorgekasse  
4 Bereichsleiter für den Veranlagungsbereich. "Ähm" Das heißt, ich bin verantwortlich für  
5 das operative Geschäft, dass das eben reibungslos funktioniert. "Ähm" Vorsorgekasse ist  
6 das Thema „Abfertigung neu“, das heißt, da geht es um Sozial-Kapital und um  
7 Treuhandvermögen. Mit entsprechenden gesetzlichen Rahmenbedingungen natürlich, die  
8 eingehalten werden müssen. Aber ganz wichtig ist auch das Thema Nachhaltigkeit. Der  
9 *[anonymisiert]* ist eigentlich ein Haus, das seit der ersten Stunde - und es geht zurück in das  
10 Jahr 2004 - mit dem Thema Nachhaltigkeit sich beschäftigt und dieses auch als integralen  
11 Bestandteil der Veranlagungsstrategie sieht. Ja, des Weiteren bin ich auch sehr viel  
12 unterwegs mit dem Thema Sustainable-Finance, weil man einfach oft dann Role-Model ist  
13 und natürlich auch einen gewissen Experten-Status dann irgendwann einmal hat. Und wenn  
14 es um das Thema nachhaltige Veranlagung geht, dann stehe ich da gerne mit Rat und Tat zu  
15 Seite. Ja und mache das national und international.

16 I: Daran anknüpfen - Sie haben es eben schon angesprochen, dass Nachhaltigkeit ein Thema  
17 ist - welche Kriterien ziehen Sie als institutioneller Investor zur Investmententscheidungen  
18 heran?

19 E: Ja, also auf einer von der Meta-Ebene haben wir einfach einmal einen Kriterienkatalog  
20 definiert. Der ist gemeinsam mit den Ethikbeirat entwickelt worden und dieser Ethikbeirat,  
21 der setzt sich aus verschiedenen Mitgliedern der Gesellschaft zusammen. Sag ich mal also,  
22 das sind keine Finanzexperten, sondern aus anderen Bereichen, wo man eben Themen und  
23 Wertvorstellungen entsprechend diskutiert und auch festlegt. Und da gibt es jetzt eben für  
24 die gesamte Veranlagung der Vorsorgekasse so einen genannten Kriterienkatalog. Den  
25 können Sie gerne dann im Detail auf unserer Homepage nachlesen im Nachgang oder

26 übernehmen die Inhalte. "Ähm" Wo es einmal ganz grundsätzlich darum geht wie stellen  
27 wir uns das vor, welche Werte sind da für uns wichtig? Beispielsweise, dass wir nicht in  
28 Agrar-Rohstoffe investieren oder ähnliches. Und der zweite Punkt ist dann eben harte  
29 Ausschluss-Kriterien, dass wir eben sagen, okay, wir investieren nicht in Unternehmen, die  
30 sich mit fossiler Energie beschäftigen oder in Länder, die die Todesstrafe haben. Also wir  
31 unterteilen da zwischen Länder- und Unternehmensebene. Auf der Ausschlussseite und  
32 genauso auf der positiven Seite. Also es soll ja auch diskutiert werden, wo sollen die  
33 Finanzströme hingelenkt werden? Und da gibt es entsprechende positiv Kriterien, dann  
34 wieder für Unternehmen und für Staaten, die dann eben das Rahmenwerk bilden. Auf einer  
35 Meta-Ebene würde ich mal sagen. Und wenn man dann ins Detail geht, dann geht es  
36 natürlich schon sehr in die Richtung Zertifizierungen. Also wir sind einer jener Investoren,  
37 die sehr stark mit dem österreichischen Umweltzeichen beispielsweise arbeiten. Das heißt  
38 große Teile unseres Portfolios sind auch tatsächlich zertifiziert mit dem Umweltzeichen, um  
39 hier auch extern glaubhaft zu bleiben. Denn wir sehen ja jetzt in den letzten Jahren und  
40 Monaten immer wieder die Bewegung, dass es sehr unterschiedliche Auffassungen gibt. Was  
41 ist denn nachhaltige Veranlagung und was ist es nicht? Deswegen ist es unser Anspruch, hier  
42 mit entsprechenden externen Zertifizierungen zu arbeiten. Ja, und auf der anderen Seite  
43 kommt das Thema Impact dann natürlich ins Spiel, als auch die Klassifizierungen nach der  
44 Disclosure-Verordnung der EU, wo es dann diese Artikel 8 und 9 Fonds gibt. Was jetzt neu  
45 ist, wo man sagt der Großteil unserer Fonds, die wir im Bestand haben, wird als Artikel 8  
46 Fond zertifiziert. Aber es gibt auch durchaus Produkte, die es in die 9er Kategorie geschafft  
47 haben, wo eben dieser nichtfinanzielle Return entsprechend berücksichtigt wird, in der  
48 Veranlagungsstrategie. Auch diese Produkte haben ihren Bestand. Wo es eben um dieses  
49 Dual-Return-Prinzip geht. Wenn man sagt, okay, da gibt es einen finanziellen Return und  
50 einen Impact Return, der sich oft an den SDGs ganz einfach orientiert.

51 I: "Mhm" Und für diese Kriterien, welche Information entnehmen Sie dann dem  
52 Geschäftsbericht von Unternehmen?

53 E: "Ähm" Den Geschäftsbericht schauen wir uns dann in Spezialfällen an, wenn wir eben  
54 nicht ganz sicher sind, wie wir dieses Unternehmen einschätzen sollen. Das muss man sich  
55 vorstellen, wir investieren den Großteil indirekt, das heißt, wir kaufen einen Fond, aber wir  
56 bekommen diese Bestände durchgerechnet. Und dann kann es natürlich sein, dass bei  
57 unseren Kontrollroutinen ein Unternehmen aufpoppt, was aus Nachhaltigkeitssicht

58 möglicherweise nicht ganz zu unseren (lacht) Kriterien passt und dann würden ja jemand  
59 von den Analysten oder wen auch immer drauf ansetzen, der sich das anschaut. Und der  
60 nimmt dann den Geschäftsbericht her. Auch den Nachhaltigkeitsbericht also natürlich es ist  
61 schön, wenn (lacht) es ein Bericht ist, der einen Standard hat oder wie auch immer, wo eben  
62 solche Dinge dann auch beschrieben sind. Wo man dann nachlesen kann, wie das  
63 Unternehmen, das sieht, ja? Wo kommen die Umsätze her? Wie wird mit den Problemfällen  
64 unter Anführungszeichen umgegangen? “Ähm” Von dem her ist da natürlich der  
65 Geschäftsbericht, die eine Informationshälfte, aber die andere ist natürlich danach die  
66 außerbilanzielle Sichtweise. Wo man dann schaut, was sagt er im Falle von  
67 Arbeitsrechtsverletzungen irgendeinen NGO dazu. Oder... Umweltschutzorganisationen  
68 falls jetzt auch Umwelt ein Thema da ist. Aber meistens sind ja diese Geschäftsberichte  
69 mittlerweile gerade von Unternehmen der entwickelten Welt - sag ich mal - da würde ich die  
70 Emerging Markets vielleicht ein bisschen ausklammern durchaus aufschlussreich, weil ja  
71 die Aktionäre fordern diese Transparenz. Ja und dann ist das auch dann einfach für unsere  
72 Recherche neben den Nachhaltigkeitsräten und neben anderen Dingen ist der  
73 Geschäftsbericht durchaus von zentraler Bedeutung.

74 I: Und mit welchen Methoden beziehungsweise Tools extrahieren Sie dann die  
75 Informationen aus dem Geschäftsbericht? Oder gehen Sie das händisch durch?

76 E: “Ähm” Also nein, also die quantitative Analyse passiert ja bei uns aufgrund von  
77 Datenbanken mit MSCI ESG oder, Bloomberg Daten oder so. “Ähm” Der Geschäftsbericht  
78 wird für die qualitative Analyse verwendet. Das heißt den lesen wir jetzt nicht automatisch  
79 aus, das machen die Datenprovider, also MSCI ESG, würde diese Daten dann für die  
80 quantitative Ebene raus lesen und entsprechend raffiniert dann uns als Investoren zur  
81 Verfügung stellen. Wir brauchen den Geschäftsbericht wirklich für die qualitative Analyse,  
82 wo man dann eben händisch nachliest, ja.

83 I: “Mhm” Und... Sie haben schon ein Paar genannt? Aber welche Informationsquellen nutzen  
84 sie ansonsten noch, um sich über Unternehmen zu informieren?

85 E: Ja, also (lacht) zentral ist sicher der Bloomberg Terminal, ganz einfach. Also Bloomberg  
86 hat gewisse Daten, die von der Datenbreite, was so Kennzahlen angeht, was Prognosen  
87 angeht, was Analystenmeinungen angeht, was Sektor Meinungen angeht... “ähm”... Auf der  
88 zweiten Seite natürlich, auch wenn es um das Thema Nachhaltigkeit geht, die MSCI ESG

89 Daten sind da auch wichtig. "Ähm" An dritter Stelle dann... aber natürlich auch die, sag ich  
90 mal, Sektor-Research usw., wo es auch oft dann über den Sektor hin zum Unternehmen  
91 kommt. Oder Länder spezifische Analysen, beziehungsweise natürlich auch der  
92 Geschäftsbericht. Auch jetzt irgendwelche Informationen, die man auf Ad-hoc Basis einfach  
93 bekommt, dass man halt sieht, okay bei den Unternehmen kann oder gibt es irgendwas, was  
94 aus Nachhaltigkeitssicht aufpoppt? Sei es jetzt irgendwas im Umweltbereich oder, wie  
95 gesagt die Arbeitnehmerrechte, was da oft aufpoppen kann, oder auch Geschäftsfelder, ja  
96 also da kann man...Na, was ist da ein Beispiel? Na, wir arbeiten ja im Bereich der  
97 nachhaltigen Geldanlage auch mit Umsatzgrenzen. Und dann wird mir da das Thema  
98 Daimler einfallen. Also wir schließen ja beispielsweise militärische Waffen, also Waffen  
99 aus. Also Waffensysteme - fünfprozentige Umsatzgrenze - und wie die Firma Daimler  
100 eigentlich war ist sich das eigentlich mit dem Militär-Thema ganz gut ausgegangen, dass  
101 Daimler für uns investierbar war. Denn die machen ja hauptsächlich Autos, aber natürlich  
102 auch LKW, Flugzeugteile, usw. Aber die Freunde haben die Tochter Daimler-Trucks  
103 abgespalten. Und dort ist jetzt zumindest der momentane Stand der Diskussion, dass Daimler  
104 Trucks für uns nicht mehr investierbar wäre, weil eben der Umsatz mit  
105 Rüstungskomponenten höher als 5 % ist, am Ende des Tages. Und da geht man dann  
106 natürlich schon so rein, dass man sich da einfach eine Meinung bilden muss, das heißt da  
107 liest man dann mal den Geschäftsbericht von Daimler und Daimler Truck - muss mal  
108 schauen, ob man den in dem Fall kriegt oder nicht - aber da muss man dann halt die Sektor  
109 Meinungen sich anschauen, um hier entsprechende Entscheidungen am Ende des Tages zu  
110 treffen. Denn Sie müssen sich auch vorstellen, wir haben ja durchgerechnet ein Portfolio  
111 "pff", sag ich mal von sicher 1500 Aktien auf der Aktien Seite, wo man ja per se direkten  
112 Einfluss hat, weil auf der Fremdkapitalseite... Wir haben auch sehr viele Anleihen in dem  
113 Bereich, dann hat man ja nicht das Recht, dann an der Hauptversammlung teilzunehmen,  
114 oder auf das Unternehmen Einfluss zu wirken. Also ich spreche jetzt von der Aktienseite,  
115 und "Ähm" nachdem wir da doch relativ strenge Filter haben, aber entsprechende Prozesse,  
116 passiert das nicht so oft. Also wenn wir heute Screening machen, dann poppen da vielleicht,  
117 ja, sag ich mal, fünf Titel auf, wo man einfach nachfassen muss, wo man schauen muss, da  
118 könnte etwas sein, da kontaktiert man den Manager, was ist dessen Sichtweise, man versucht  
119 da externe Meinungen zu holen, wenn es nicht anders geht, thematisiert man das auch im  
120 Ethikrat. Ja, also das sind dann so Beispiele wie (lacht), wenn ich das nennen kann... Da war  
121 mal die Ideen in Eisenbahnlinien zu investieren und die haben wir dann ausarbeiten lassen,

122 ein Universum von Eisenbahnlinien, die halt börsennotiert sind, wo man investieren kann.  
123 Und da war die Japan-Rail ausgeschlossen. Und dann haben wir eigentlich gedacht die  
124 Japaner haben (lacht) irgendwie ein ganz gutes Zugnetz und so weiter. Ja, warum ist denn  
125 das ausgeschlossen? Wenn man dann so kaskadenförmig nach unten geht, sieht man dann,  
126 dass beim quantitativen Screening das Kriterium „Abtreibung“ aufgepoppt ist. Das hatten  
127 wir damals das Kriterium mittlerweile ist das nicht mehr im Kriterienkatalog. Und da stellt  
128 sich dann die Frage, eine Eisenbahnlinie und Abtreibung was hat das miteinander zu tun?  
129 Und da ist man dann so draufgekommen, naja, die haben eine Klinik für die Angestellten,  
130 wo theoretisch Abtreibungen stattfinden könnten, ja, weil die eine gynäkologische Abteilung  
131 gehabt haben. Aber da ist überhaupt kein Verdachtsmoment dagewesen, dass da  
132 irgendwelche Angestellten gezwungen werden oder wie auch immer das zu tun, sondern  
133 dass da einfach nur die Infrastruktur gegeben waren. Da muss man dann als  
134 verantwortungsvoller Anleger sagen, ja ich will in Züge investieren und in Eisenbahnlinien,  
135 weil das eben ein nachhaltiges Thema ist, wo der Sektor entsprechend gute Renditen  
136 abwerfen sollte, dann muss man diese Entscheidung treffen. Und ich meine in dem Fall  
137 haben wir jetzt kein Geschäftsbericht angeschaut, weil japanische Geschäftsberichte  
138 natürlich (lacht) andere Standards haben, als unsere und teilweise halt dann nicht so  
139 transparent sind wie in Europa, aber es ist ja nur um ein Beispiel zu sagen. Also ich glaube,  
140 wenn man sich da den Geschäftsbericht dann anschaut, sofern der verfügbar ist, dann um zu  
141 schauen, was sagt das Unternehmen dazu.

142 I: “Mhm” Genau und dann darauffolgend, der Finanzsektor war ja schon immer stark digital  
143 geprägt. Welche Rolle spielen die digitalen Kommunikationstechnologien in Ihrem Alltag  
144 als institutioneller Investor, beziehungsweise auch welche Technologien nutzen Sie?

145 E: Der Begriff der digitalen Technologie den verstehen Sie jetzt Datenbanken oder  
146 Informationsmedien oder was?

147 I: Sowohl als auch ja. Aber in dem Fall dann eher zum Beispiel Daten, Datenbanken und ja  
148 Kommunikationswege.

149 E: Also wie gesagt, sind alles Themen. Bei uns ist es eigentlich immer der Bloomberg  
150 Terminal, das ist eigentlich das, wo, wo zumindest die Fondsmanager, der Vorsitzende und  
151 ja sagen wir in meiner Position setze ich mich auch gern vor das Bloomberg Terminal, weil  
152 es eben sehr, sehr große Informationen und auch eine gewisse Tiefe an Informationen mit

153 sich bringt. Und man die Dinge auch einfach sehr schnell findet, ja. Das ist sicher das  
154 Hauptmedium, aber natürlich gibt es dann externe Research Partner, die die entsprechenden  
155 Informationen, möglicherweise aus den Geschäftsberichten und wo auch immer und Sektor  
156 Research, verdichten und dann entsprechende Research Reports verfassen. Die schaut man  
157 sich natürlich auch dann ganz gerne an, beziehungsweise gibt es ja sehr viele  
158 Nachhaltigkeitsberichte von sag ich mal, nicht nur finanziellen Organisationen, sondern  
159 auch von NGOs oder von Vereinen, in denen man mitarbeitet oder man halt Mitglied ist. Ja,  
160 das sind so die klassischen Informationsquellen. Ich meine, dass wir jetzt da beispielsweise  
161 soziale Medien großartig Nutzen würden, also die Zeit haben wir nicht. Ja, das spielt bei uns  
162 eigentlich so gut wie keine Rolle, was eine Firma jetzt da twittert oder ein Manager twitterte.  
163 Es wird von unserer Ebene nicht berücksichtigt.

164 I: Hat sich das dann in den letzten zwei Jahren geändert, weil ja doch durch die Corona  
165 Pandemie auch von der Unternehmensseite viel drauf geachtet wurde, jetzt mehr digital zu  
166 gehen und mehr Angebote auch zwangsläufig anzubieten? Haben Sie da einen Unterschied  
167 gemerkt?

168 E: Ja also das schon. Also früher, hat es auf der Investor Relations Homepage mehr oder  
169 weniger eine Unternehmenspräsentation gegeben, mittlerweile ist natürlich - das ist ein guter  
170 Punkt von Ihnen - jetzt digitalisiert worden. Da gibt es schon Videos von  
171 Hauptversammlungen. Da gibt es die Möglichkeit an virtuellen Analystentreffen usw.  
172 teilzunehmen. Also da hat die Digitalisierung schon Einzug gehalten, ja. Aber das zu nutzen,  
173 machen Fondsmanager, die für uns mehr oder weniger Titel selektieren. Das ist, Sie müssen  
174 sich das so vorstellen, dass auf unsere Ebene, sagen wir, wir wollen Hausnummer  
175 europäische Aktien erhöhen und haben dann einen Fondsmanager, der das für uns tut und  
176 der muss unter Anführungszeichen dann das Handwerk machen und entsprechend mit den  
177 Unternehmen in Kontakt treten. Und der wird natürlich die virtuellen Kanäle nutzen  
178 beziehungsweise Engagement Aktivitäten. "Ähm" Nun ist es nach meinem  
179 Informationsstand jetzt auch schon möglich, nur virtuell teilzunehmen und abzustimmen.  
180 Aber dafür würde ich jetzt die Hand nicht ins Feuer legen, weil ich das selbst noch nie  
181 gemacht habe. Das dann bitte nicht zitieren (lacht).

182 I: (lacht) Also, aber um das zusammenzufassen, Sie nutzen diese in ihrer Position oder als  
183 institutioneller Investor benutzen Sie das dann nicht primär. Ja, das ist dann nur, wenn Sie

184 tatsächlich tief in die Recherche gehen, dass Sie dann zum Beispiel so eine Aufzeichnung  
185 der Hauptversammlung sich anschauen.

186 E: Also sollte jetzt wirklich Unternehmen betroffen sein, wo wir große Bedenken haben, und  
187 die würden eine Pressekonferenz machen, würden ich mir die wahrscheinlich schon  
188 anschauen.

189 I: Okay, danke. „Ähm“ Ja, genau und dann können wir auch zur letzten Frage, zur  
190 abschließenden Frage kommen. Haben Sie oder gibt es Informationen, die Sie für Ihre  
191 Investitionsentscheidung benötigen würden, zu denen Sie dann aber keinen oder nur  
192 eingeschränkten Zugang haben? Also wo Sie sagen, ok, wenn das zum Beispiel das  
193 Unternehmen transparent liefern würde, für institutionelle Investoren wäre das sehr hilfreich.

194 E: „Mhm“ na ja, gut, dann muss man vielleicht ein bisschen ausholen. „Ähm“ Es ist ja so, dass  
195 das Thema des Carbon-Footprint, das die CO<sub>2</sub>-Bilanz eines Unternehmens „ähm“... ist  
196 wichtig und wird auch immer wichtiger. Ja, also gerade, aufgrund dieser EU-Vorgaben usw.  
197 werden diese Kennzahlen einfach wichtig und da gibts aus meiner Beobachtung heraus eine  
198 zwei bis drei Klassengesellschaft der Unternehmen, die das wirklich vorbildlich machen die  
199 genau Scope 1, Scope 2 und Scope 3 Daten providen. Manche Unternehmen lassen aber  
200 Scope 3 nach wie vor weg oder, oder machen das nur sehr mit Schätzungen,  
201 beziehungsweise gibt es die ganz, sag ich jetzt mal, einfach gestrickten CO<sub>2</sub>-Bilanzen, die  
202 dann nur irgendwelche Schätzungen aufgrund der Sektorzugehörigkeit mehr oder weniger  
203 zulassen. Also da wäre es schon gut, wenn es da einheitliche Standards gibt und deshalb für  
204 jedes Unternehmen individuell mehr oder weniger verpflichtend sein wird - es wird eh  
205 verpflichtend sein. Es kommt ja jetzt, aber bis vor ein paar Jahren war das ein großes Thema.  
206 Das heißt, als Investor wünscht man sich natürlich Datentransparenz, damit seine  
207 Unternehmen vergleichbar werden, damit wird der Unternehmenserfolg oder der  
208 Nachhaltigkeitserfolg dokumentierbar am Ende des Tages. Das sich da wahnsinnig viel tut,  
209 muss jedem Akteur bewusst sein, ja, also das ist auch so. Aber ich lass den Exkurs gerne,  
210 aber mir würde da ein Beispiel einfallen, wie wir unsere CO<sub>2</sub>-Bilanz ermessen.

211 I: Gerne, ja.

212 E: Also wir haben ja als Unternehmen und natürlich als kleine Firma und als  
213 Dienstleistungsunternehmen an sich einen sehr geringen und vernachlässigbaren CO<sub>2</sub>-  
214 Fußabdruck, wir kompensieren das keine Frage als nachhaltiges Unternehmen, ja. Aber der

215 größte Hebel liegt nun in unserer Veranlagung. Wie verwalten ja fünf Milliarden an Euros,  
216 also an Assets und diese fünf Milliarden sind natürlich verantwortlich für diverse Carbon-  
217 Footprints und wir haben begonnen - schon vor einigen Jahren - uns mit dem Thema des  
218 CO<sub>2</sub>-Fußabdrucks des Aktienportfolios zu beschäftigen und haben eigentlich bis inklusive  
219 letztes Jahr mehr oder weniger Daten verwendet, die mir sagen, für wieviel Tonnen CO<sub>2</sub> bin  
220 ich pro investierter Million Euro verantwortlich? So. Das haben wir gemacht. Und da war  
221 immer die Berechnungsmethode, dass man da irgendwie Gesamtemissionen, also inklusive  
222 Scope 3 im Idealfall, dividiert durch, basiert auch auf der Marktkapitalisierung. Jetzt hat sich  
223 aber die Welt weiterentwickelt und man hat gesehen okay, für die Aktie Seite gut für die  
224 Renten Seite weniger gut und jetzt ist aber der neue Standard mehr oder weniger hier den  
225 Enterprise-Value als Nenner zu verwenden. Das heißt, wir sind gezwungen worden diese  
226 Historie was wir jetzt aufgebaut haben über Jahre einfach zu ändern und zu sagen ok, die  
227 Berechnungsmethodik hat sich verändert. Das heißt, dass die rückblickende Analyse jetzt  
228 gar nicht mehr möglich ist, sondern nur zukünftig halt dann wieder eine neue Zeitreihe  
229 aufzubauen. Und genauso wird es den Unternehmen gehen, die dann auch mit neuen  
230 Methoden teilweise konfrontiert werden, die halt dann entsprechend zu implementieren sind.  
231 Und damit ist es halt die Gradwanderung zwischen historischen Daten, Zeitreihen aufbauen,  
232 vergleichbar machen oder natürlich am Puls der Zeit sein und sagen okay, da habe ich jetzt  
233 2020 diese Methode verwendet, die geht aber weiter, aber möglicherweise gibt es dann 2025  
234 neue Kennzahlen oder neue Berechnungsmethoden, weil einfach, die Welt sich  
235 weiterentwickelt. Und gerade dieser Bereich hat in den letzten zwei Jahren eine irrsinnige  
236 Dynamik aufgenommen. Das heißt, der Wunsch wäre heute schon dort, die Methoden  
237 offenzulegen am Ende des Tages ja, das ist ein wichtiges Thema. Also nicht nur die  
238 Kennzahlen hinschreiben, sondern dort zu plausibilisieren können, die Methoden kennen.  
239 Und da dann auch mit den Datenanbietern in Kontakt zu treten, weil "ähm" wir sehen das  
240 oft bei, bei MSCI, dass das heute einfach nur ausgelesen wird. Und das führt zu  
241 Verzerrungen ja, und das ist halt ein Problem. Weil der Verbund beispielsweise gibt, weiß  
242 nicht seine Durchlaufmengen Wasser an, die sie in diesem ganzen Wasserkraftwerk haben.  
243 Und (lacht) dann steht das da irgendwo in diesem Geschäftsbericht drinnen und MSCI  
244 nimmt, das dann mehr oder weniger als waste water also, das heißt wirklich verschmutztes  
245 Wasser. Aber das ist es ja eigentlich nicht (lacht). Wir wissen ja, der stoppt die Donau  
246 irgendwo, betreibt die Turbine und das Wasser geht wieder zurück. Aber die Daten Provider,  
247 die das automatisch den Finanzakteuren raffinieren, übersehen solche Dinge. Und wenn

248 dann keiner darauf hinweist, von Unternehmensseite dann schleichen sie solche Fehler ein.  
249 Wie gesagt das ist dann nicht wieder über die ganze dort Portfolio Bandbreite, aber ich  
250 glaube im Interesse der Realwirtschaft und der Finanzwirtschaft wäre es schon gut, wenn  
251 man darauf auch mal ein gemeinsames Verständnis hat, am Ende des Tages.

252 I: Ja, sicherlich.... “Mhm” genau dann war das auch die letzte Frage. Möchten Sie noch etwas  
253 anderes zu dem Thema ergänzen?

254 E: Danke, nein (lacht). Ich glaube ich habe eh versucht alles mit Praxisbeispielen zu  
255 hinterlegen, dass ich da nicht zu sehr in die Theorie abdrifte (lacht).

256 I: (lacht) Das war sehr gut verständlich so. “Ahm” Vielen Dank, dass Sie sich die Zeit  
257 genommen haben!

### Transkript Interview 3

Interviewte Person (E): Referatsleiter\*in für Vermögensverwaltung einer Erzdiözese in Deutschland

Interviewer\*in (I): Annika Henschel

Datum: 11.03.2022

Ort: MS-Teams

1 I: Wir können mit einer ganz einfachen Einstiegsfrage beginnen, ich würde Sie darum bitten,  
2 sich kurz einmal vorzustellen und was Ihre Funktion ist.

3 E: [anonymisiert] ich bin seit 15 Jahren Referatsleiter Vermögensverwaltung bei der  
4 Erzdiözese [anonymisiert].

5 I: Und äh. Genau, wenn Sie jetzt Investmententscheidungen treffen. Welche Kriterien ziehen  
6 Sie dafür heran als institutioneller Investor?

7 E: “Ähm” Also wir sind sehr stark risikoorientiert, wir gucken auf die Risikokennzahlen, die  
8 uns ein externer Berater mitgibt und stellen das dann halt in Relation zu den Erträgen, die  
9 möglicherweise erzielt wird “Ähm” zum Return und daraus leiten wir dann die Strategie ab  
10 und investieren dementsprechend.

11 I: “Mmmh” Nutzen Sie dann, wenn Sie sich darüber informieren, nutzen Sie dafür  
12 Geschäftsberichte?

13 E: Auf dieser strategischen Ebene nicht, nein.

14 I: “Mhm” Sie sagen auf der strategischen Ebene nicht, wann nutzen Sie Geschäftsberichte?

15 E: Geschäftsberichte nutzen wir konkret, weil wir “ähm”... Wir investieren, global nicht  
16 jetzt in lokale Firmen oder nur nicht mal regional. Wir investieren global in die  
17 Unternehmen, in die “ähm”... sehr breit gestreut, ist ein weiteres Prinzip. Wir wollen sehr  
18 breit gestreut sein, sehr diversifiziert, keine Klumpenrisiken und das geht nur, wenn man  
19 externe Fondsmanager “ähm” damit beauftragt, die dann nach der von uns vorgegebenen  
20 Strategie “ähm” dann die “ähm” die Mittel entsprechend allokatieren.

21 I: Und “ähm” wenn sie dann auf Geschäftsberichte zurückgreifen, wie extrahieren oder  
22 aggregieren Sie daraus dann Daten?

23 E: Also, wenn wir Geschäftsberichte lesen, dann im Prinzip nur um da vielleicht noch  
24 Informationen herauszuziehen, inwiefern wir mit oder mit welchen Partnern wir letztendlich  
25 konkret zusammenarbeiten. Aber nicht “Mhm” (hustet) “ähm” nicht, um dann die konkreten  
26 “ähm” die konkrete Anlageentscheidungen, ob man jetzt eine Aktie oder eine Anleihe von  
27 einem bestimmten Unternehmen kauft, dafür im Prinzip eigentlich jetzt schon seit zwei bis  
28 drei Jahren nicht mehr.

29 I: “Mhm” welche Informationen...

30 E: Also sprich wir lesen vielleicht Geschäftsberichte von Banken und von  
31 Finanzdienstleistern, dafür kann es sein, dass wir da mal einen Geschäftsbericht zu Rate  
32 ziehen. Aber dafür “ähm” da werten wir auch keine speziellen Daten aus. Jetzt auswerten...  
33 “ähm” Also da gibt es keine Vorgaben, keine Strategie bei uns, wie man diese Daten oder  
34 welche Daten da verwendet werden müssen.

35 I: “Mhm” Welche Informationsquellen verwenden Sie stattdessen? Also für die  
36 Anlageentscheidungen.

37 E: Also für die konkreten Anlageentscheidungen, ob jetzt Aktie A oder B gekauft wird, wie  
38 gesagt, das ist nicht unser Thema. Damit beschäftigen wir uns gar nicht, und dafür brauchen  
39 wir auch keine, letztendlich keine Informationsquelle. Das machen “ähm” die  
40 professionellen Fondsmanager für uns und die werden letztendlich dann aber auch “Mhm”  
41 zumindest zum größeren Teil an den Ergebnissen letztendlich gemessen. Also dann am  
42 Benchmark und “Ähm” (hustet) und da “ähm”... Wir wissen nicht besser, ob die Aktie A  
43 oder das Unternehmen A oder das Unternehmen B besser performt das ist nicht unser, unser  
44 Fokus.

45 I: Und wenn sie sich aber ansonsten über ein Unternehmen informieren möchten? Also ich  
46 nehme an, dass sie dann von den Managern die Informationen bekommen, welche  
47 Zusammenstellung das Investment hat.

48 E: Wir bekommen dann praktisch “ähm” wir bekommen nur eine Bestandsliste, weil “ähm”,  
49 weil “ähm”. Letztendlich sind wir in einige 1000 Unternehmen global investiert. Und wir  
50 bekommen beispielsweise Bestandsliste und da, das nehmen wir aber zur Kenntnis, ohne  
51 dass wir das jetzt im Detail überprüfen oder eine eigene Expertise drüberlegen.

52 I: “mhm” Okay verstehe.

53 E: Also ich denke, dass so aber jetzt relativ viele institutionelle Investoren entsprechend  
54 vorgehen. Also jetzt hier, soweit ich das jetzt hier aus “ähm” beurteilen kann. Ich denke  
55 schon, dass das eine weit verbreitete Vorgehensweise ist.

56 I: Ich habe jetzt noch zwei Fragen, die darauf aufbauen würden. Merken Sie jetzt durch die  
57 zunehmende Digitalisierung da ein Unterschied in ihrem Informationsverhalten als  
58 institutioneller Investor und wenn ja, inwiefern?

59 E: .....“Hm”... Also für uns speziell hier jetzt sehe ich da keinen Unterschied, keinen  
60 wesentlichen Unterschied das mag anders aussehen für die eigentlichen “ähm” Manager, die  
61 praktisch, die Anlageentscheidungen dann konkret treffen, wenn es um konkrete Anlage  
62 geht. Da ist natürlich (hustet) die Daten “äh” die Datenaufbereitung “äh” die nimmt da  
63 sicherlich einen immer breiteren Raum ein, das ist natürlich auch das, was wir natürlich auch  
64 abfragen bei den Fondmanagern. Ob und wie das gemacht wird und da hat das Thema  
65 Digitalisierung natürlich schon eine große Bedeutung.

66 I: “Mhm” Okay. In Ihrem Informationsverhalten, gibt es dann Informationen, die Sie sich  
67 von Unternehmensseite wünschen würden? Also Informationen wo Sie jetzt zum Beispiel  
68 keinen Zugriff draufhaben oder nur eingeschränkten Zugriff?

69 E: Hm, also für uns jetzt nicht, nein.

70 I: Okay. Ja, dann sind wir auch mit dem Fragebogen durch. Möchten Sie noch etwas, zu dem  
71 Thema ergänzen, noch etwas hinzufügen?

72 E: Nein, ich glaube, die wichtigen Punkte sind glaub ich jetzt deutlich geworden, dass durch  
73 die zunehmende Spezialisierung in alle Bereiche für uns jetzt als institutioneller Investor das  
74 Thema Geschäftsbericht keine große Relevanz hat ..... im Prinzip gar keine.

75 I: Ja, ich verstehe. Dann vielen, vielen Dank, dass sie sich die Zeit genommen haben.

## Transkript Interview 4

Interviewte Person (E): Mitarbeiter\*in im Global Business Development eines FinTech Unternehmens in Deutschland

Interviewer\*in (I): Annika Henschel

Datum: 11.03.2022

Ort: MS-Teams

1 I: Nochmal herzlich Willkommen und ich würde gerne damit beginnen, Sie darum zu bitten,  
2 sich kurz selbst vorzustellen, welche Funktionen Sie haben und was Sie ja beruflich machen.

3 E: Ich bin Partner und Global Business Development von [anonymisiert]. Das heißt da bin  
4 ich verantwortlich für das Gewinnen und Behalten von Kunden und dem strategischen  
5 Ausbau unseres Geschäfts. Ich bin seit 28 Jahren im Asset Management tätig immer mit  
6 einem ähnlichen Verantwortungsbereich. Immer habe ich letztendlich Unternehmen geholfen,  
7 in neue Märkte, neue Regionen, neue Geschäftsfelder vorzudringen. Ich habe bei  
8 Unternehmen wie Wellington Management, Macquarie gearbeitet mit Zuständigkeiten als  
9 Head of Europe Operator und war auch für den nahen Osten zuständig. Und hab da ja über  
10 die Jahre viel Erfahrung gesammelt wie auch, wie sich das Verhalten der institutionellen  
11 Investoren ändert und auch damit, wie Daten verarbeitet werden und Daten benutzt werden,  
12 das letztendlich auch ausschlaggebend gewesen ist, für das wie rational sich Kunden am  
13 Ende verhalten haben.

14 I: “Ähm” Ich würde dann gerne inhaltlichen, zum Thema gehen, welche Kriterien Sie  
15 beziehungsweise institutionelle Investoren aus Ihrer Sicht zur Investitionsentscheidung  
16 heranziehen.

17 E: Also unser Geschäftsmodell basiert auf dem Einsatz künstlicher Intelligenz. “Ähm” Für  
18 künstliche Intelligenz sind Daten letztendlich das A und O. Also dieser alte Spruch von  
19 “garbage in – garbage out” trifft hier ganz besonders zu, weil was wichtig ist für künstliche  
20 Intelligenz, dass man Bias vermeidet, also sobald ich ein Bias habe beim Input, habe ich  
21 auch ein Bias im Output. Ja also, wenn man zum Beispiel ein Modell hat und man sagt, ich  
22 glaube, dass das Bruttosozialprodukt wichtiger Indikator ist für mein Output, habe ich schon  
23 ein Bias, weil ich die Entscheidung getroffen habe, dass das Bruttosozialprodukt wichtig ist.  
24 So wir haben, das Unternehmen gibt es seit etwas mehr als sechs Jahren und haben sehr, sehr  
25 viel Zeit damit aufgebracht, welche Daten wir verwenden. Und häufig wird erwartet, wenn

26 man hört künstliche Intelligenz, dass man auch sehr diese “ähm” sehr viel alternative Daten  
27 verwenden, was wir aber nicht tun aus gutem Grund. Zum einen ist die Kausalität häufig  
28 nicht gegeben, also es gibt Leute, die schauen sich Twitter Feeds an, den Verkehr auf Social-  
29 Media, um dann zu sehen, ob das einen Einfluss hat auf einen Kurs von Aktien. Da ist aber  
30 zum einen der Vorhersagehorizont extrem kurz und die Vorhersagekraft auch sehr gering.  
31 Das ist vielleicht nur wenn man Day Trading macht, da könnte das vielleicht helfen, also das  
32 schließen wir ganz bewusst aus. Genauso wie alternative Daten. Ob das jetzt Fotografien  
33 von Parkplätzen vor Kaufhäusern sind oder Wetterberichte etc., weil auch da sind zum einen  
34 die Kausalität nicht immer gegeben und die Nachvollziehbarkeit der Daten ist nicht da.  
35 Deshalb sind wir letztendlich zu dem Schluss gekommen, für das was wir tun, wo man einen  
36 Anlagehorizont hat, letztendlich so von ein bis sechs Monate “Ähm” für eine einzelne  
37 Investition das sind Marktdaten. So also alles, was veröffentlicht wird, ob das jetzt Preise  
38 sind von Wertpapieren und alles was, was man alles aus den Preisen machen kann ja, so  
39 Korrelation, Kointegration, Varianzen etc. Das, dann weil, die Daten sind robust, sie sind  
40 eindeutig. Wenn ich mir angucke, was die Deutsche Bank Aktie gestern um 01:30 Uhr  
41 gekostet hat, das hat es gekostet, da gibt es keine Interpretationen, da ist kein Bias drin und  
42 es gibt sehr viel davon. Das ist ein Teil dann, der andere Teil sind dann Fundamentaldaten.  
43 Im Prinzip Fundamentaldaten von Unternehmen auch so Price to Book Ratio “Ähm”,  
44 Volumen, die gehandelt werden, etc., sowas auch verfügbar sind. Das letzte, was wir noch  
45 benutzen ist im Prinzip so Dinge wie also makroökonomische Daten, wie Inflation,  
46 Bruttosozialproduktwachstum etc. und dann schauen wir uns an, wie sich die “Ähm” zum  
47 Beispiel die Indizes verändert haben, um das Ganze in einen Kontext bringen zu können,  
48 also wie sich die Zusammensetzung verändert haben. Und wie gesagt, da haben wir sehr viel  
49 Ressourcen reingesteckt. Da hat man eben alles was man braucht, man hat die Qualität der  
50 Daten, die Menge der Daten und hat sichergestellt, dass die robust sind und “Ähm” keinen  
51 Bias haben. Vielleicht noch einen Gedanken dazu, weil es eben für künstliche Intelligenz  
52 wichtig interessant ist: Wir legen quasi “Ähm”, was wir machen, funktioniert sehr gut für  
53 die entwickelten Aktienmärkte, wenn ich also Portfolios mit Einzeltitel auswähle und wenn  
54 ich so automatisierte Assetstrategien habe, also wenn es auch um Renten und Rohstoffe geht,  
55 kann ich sowas umsetzt. Das Interessante ist, dass diese künstliche Intelligenz eigentlich viel  
56 bessere Ergebnisse hervorbringt in entwickelten Märkten, die wir eigentlich als effizient  
57 ansehen. Ja, und das hängt damit zusammen, dass so viele Daten zur Verfügung stehen und  
58 so viel Daten da immer täglich dazu kommen, dass es für ein Mensch eigentlich fast

59 unmöglich wird, so die Spreu vom Weizen zu trennen also das “Signal from the noise”.  
60 Deshalb sind diese Daten, die ich eben genannt habe, diese Marktdaten auch „Ähm” so gut  
61 letztendlich, weil sie eben da sind und unwiderlegbar sind.

62 I: “Mhm” und aus welchen Informationsquellen ziehen Sie dann die Daten, also Sie müssen  
63 ja die, die Intelligenz quasi mit diesen Daten füttern? Welche ziehen Sie heran?

64 E: Also ganz, ganz viel Bloomberg letztendlich. Ja, das ist so eigentlich auch die Hauptquelle  
65 für Informationen.

66 I: “Mhm”

67 E: Ich meine Sie haben auch gefragt nach Geschäftsberichten, der Geschäftsbericht ist ja im  
68 Bloomberg geladen also darin. Das ist eine Quelle dafür, also wir gucken den, im Prinzip,  
69 den Geschäftsbericht durch nach Fundamentaldaten, aber wir schauen uns nicht den  
70 einzelnen Bericht an, wir gehen in Bloomberg und holen uns hier Daten, die wir brauchen,  
71 die aus dem Geschäftsbereich kommen.

72 I: Nutzen Sie dann auch Informationen, die vom Unternehmen bereitgestellt werden, also  
73 beispielsweise irgendwie Präsentation, was zum Beispiel nicht im Bloomberg geladen ist?

74 E: Auch überhaupt nicht. Das hängt natürlich damit zusammen, wie wir Geld managen. Da  
75 hast du wieder eine Interpretation dabei und das wollen wir eigentlich ausschließt.

76 I: “Mhm”

77 E: Ja, weil im Prinzip das, was wir machen. Die Idee dahinter ist, dass man letztendlich die  
78 “Ähm” - wie sagt man auf Deutsch – die, die Veränderungen der Marktträgheit ausnutzt,  
79 dass sich Dinge nicht gerade schnell ändern, sondern sich immer nur mit Zeitverzögerungen  
80 ändern und die Zusammensetzung der Risikoprämie das ist, das was wir letztendlich  
81 ausnutzen in der Art und Weise, wie Entscheidungen getroffen werden. “Ähm” und da sind  
82 dann sowas wie, wie Marktwachstum und Marktanteil letztendlich nicht relevant.

83 I: “Mhm” okay, ich habe es schon angesprochen, dass Digitalisierung auch irgendwie ein  
84 Thema ist und jetzt hat man ja beobachtet, dass gerade in den letzten zwei Jahren die  
85 Digitalisierung wieder nochmal stark vorangetrieben worden ist, aufgrund von Corona. Das  
86 eben viel, “Ähm” viel mehr online gemacht werden musste. “Ähm” merken sie da auch einen  
87 Unterschied, dass sie zum Beispiel mehr Daten oder bessere Daten zur Verfügung haben?

88 E: Eigentlich nicht, aber das hängt glaube ich auch damit zusammen, mit unserem  
89 Geschäftsmodell. Wir sagen, wir investieren in Aktien der entwickelten Märkte und die  
90 hatten eigentlich schon auch schon vor mehr als zwei Jahren ihre Daten zur Verfügung  
91 gestellt und waren in Bloomberg abrufbar und viel kommt letztendlich auch aus, was nur  
92 aus den Preisen abgeleitet wird. Er ist für uns, wir gucken uns dann Varianten an und  
93 Kovarianzen und gucken und Kointegration an und das kann ich eigentlich alles aus den  
94 Preisen ableiten. Also von dem her hat das für uns keinen Einfluss, zumal die “Ähm”  
95 Veränderungen der Digitalisierung vielleicht zu einer erhöhten Effizienz im Unternehmen  
96 führt. Was sich dann vielleicht irgendwann mal auf den Aktienkurs auswirkt, das ist dann  
97 im Prinzip das Signal, das wir aufnehmen, aber zu hinterfragen woher, ob das durch  
98 Digitalisierung ist oder etwas anderes, das machen wir dann nicht. Auch da, wir wollen keine  
99 Interpretation haben. Wir wollen nur im Prinzip harte Daten haben, die wir wie wird dann  
100 benutzen, um eine Vorhersage zu treffen, in welche Richtung sich die Märkte bewegen  
101 können.

102 I: “Mhm” Und dann noch die letzte Frage auf meinem Fragekatalog wäre, ob Sie in den...  
103 Oder anders, ob es Informationen gibt, die Sie verwenden wollen würden, aber zum Beispiel  
104 kein oder nur schwierigen Zugriff draufhaben? Also Sie haben am Anfang gesagt, dass Sie  
105 dann entschieden haben, welche Daten Sie verwenden und welche nicht. Waren da Daten  
106 oder Informationen im Gespräch, wo Sie gesagt haben, “wir würden die gerne verwenden,  
107 aber wir kriegen einfach die Informationen dann nicht strukturiert rausgezogen.”?

108 E: Also nicht so sehr die Art der Daten, sondern eher für welche Assetklassen. Es ist dann  
109 teilweise schwierig, nachhaltig genau Daten zu bekommen, die lang genug vorhanden sind  
110 und auch die gleiche Qualität haben. Genauso wird Emerging-Market-Aktien zum Beispiel  
111 ist es schwieriger, da die Datenqualität zu haben. Also Datenqualität heißt, dass sie auch  
112 wirklich über den gesamten Zeitraum, den wir brauchen, vorhanden ist, durchgängig  
113 vorhanden ist, dass es vergleichbar ist, dass es nicht nur für ein bestimmtes Marktsegment  
114 oder für ein bestimmtes Regionssegment vorhanden sind. Dass Sie da Daten bekommen, die  
115 vergleichbar sind, also dass die Information, die Sie aus Thailand bekommen, genauso gut  
116 ist, wie die von den Philippinen, aus Malaysia oder aus Peru. Also das ist mir sowas so ein  
117 universal....

118 I: So ein Standard der fehlt?

119 E: Ja, quasi ja so ein universeller Standard “Ähm” durchgehend. Das, das würde helfen  
120 einfach und um, um unsere Technologie auch auf was anderes anzuwenden. Also Sie  
121 schauen sich jetzt mehr die Aktienseite an, aber auf der Rentenseite ist es ähnlich, da kommt  
122 natürlich noch eine andere Komponente dazu, dass wenn eine Anleihe ausläuft, ist sie weg,  
123 aber letztendlich, wenn ich eine fünfjährige Rendite will, muss ich das so irgendwie ersetzen.  
124 Aber im Prinzip ist es wirklich mehr so, dass die, dass diese Standardisierung der  
125 Datenqualität, das würde uns helfen, ja.

126 I: Dann habe ich dazu doch noch eine Frage, weil es mir gerade einfällt. “Ähm” Es wurde ja  
127 dann zum Beispiel hauptsächlich in, in entwickelten Märkten, die Bemühungen  
128 vorangetrieben, durch XBRL diese Daten zu standardisieren und auch Maschinen auslesbar  
129 zu machen. Hat das für Sie auch einen Einfluss?

130 E: “Ähm” Ich würde sagen, nicht zwingend. Also Datenquellen, wie Bloomberg, solange  
131 die Daten da sind und wir uns vergewissern können, dass die Qualität des einzelnen Datums  
132 richtig ist, ist es für uns jetzt ausreichend, weil wir müssen das nicht aus anderen Medien  
133 herauslesen können.

134 I: “Mhm” Okay, Danke!

## Transkript Interview 5

Interviewte Person (E): Asset Manager\*in für eine Stiftung in der Schweiz

Interviewer\*in (I): Annika Henschel

Datum: 11.03.2022

Ort: MS-Teams

- 1 I: Wir können mit der ersten Frage beginnen, ich würde sie darum bitten, sich kurz selbst  
2 vorzustellen was ist ihre Funktion und welche Agenden verantworten Sie?
- 3 E: Genau nein, also ich bin heute Portfolio Manager beziehungsweise Asset Manager. Der  
4 Unterschied ist ja fließend. Das bin ich jetzt seit zwei Jahren “äh”, vorher war ich... “äh” fast  
5 20 Jahre auf der Sales-Side, ja bei der Sell-Side-Analyse, Sie kennen den Unterschied Buy-  
6 Side und Sales-Side?
- 7 I: (nicken)
- 8 E: Ja, ok gut ja. “Ähm” Davor habe ich studiert Ingenieurwissenschaften und “äh” separat  
9 Wirtschaft als Zweitstudium „ähm, hm“ der erste Job nach der Uni war in der Industrie bei  
10 einer börsenkotierten Firma als Investor Relations ja, so bin ich ja auch in die ganze Schiene  
11 gerutscht sozusagen.
- 12 I: Welche Kriterien ziehen Sie heran, wenn Sie Investmententscheidungen treffen, also oder  
13 für institutionelle Investoren, wenn Sie da die Informationen bereitstellen?
- 14 E: Wissen Sie der Job heute ziemlich anders als früher. So, Sie interviewen Sales-Side,  
15 Portfolio Manger und Asset Manager, oder wie machen Sie das?
- 16 I: “Ähm” Ich interviewe tatsächlich nur institutionelle Investoren, also nur die Buy-Side.
- 17 E: Okay, okay, gut “ähm” Also jetzt aufgrund meiner Vergangenheit sag ich mal haben wir  
18 einen anderen Ansatz, denke ich, wie 90 % der anderen Portfolio Manager, ich spreche jetzt  
19 auch für die anderen, insofern. Ich kann Ihnen das Modell, dieses Modell dann gerade nicht  
20 zeigen, das ist im speichern, das geht noch ungefähr eine Stunde. Aber ich erklärt ihnen, wie  
21 wir arbeiten und ich denke, ich weiß wie die meisten arbeiten von meinen Kollegen Portfolio  
22 Managern. Ich habe die ja während 15 - 20 Jahren betreut. (lacht) Das waren ja meine  
23 Kunden ja. Also ich habe heute übrigens, wir haben keinen einzigen Broker Vertrag. Wir  
24 machen unsere Arbeit komplett autark und selbstständig, ja. Also jetzt zu meiner Arbeit, was  
25 ich mir gesagt habe, wenn ich Aktien “äh” Investmententscheidungen fälle, muss ich einen  
26 systematischen Ansatz haben, um entscheiden zu können, was in Frage kommt und was  
27 nicht. Ich muss einen Filter haben, wie sagt, sagt man, Filter? “ähm” Auswahlkriterien.  
28 "Ähm" Jetzt was sehr wohl, die meisten meiner Kollegen auch machen ist PE, Price-Book,

29 you name it, aufzutragen und da so die Wahltypus zu vergleichen. Das ist aber viel zu kurz  
30 gegriffen, das funktioniert eigentlich nicht in dem Sinne, beziehungsweise nur bedingt. Und  
31 die Antwort, warum das nicht funktioniert, die verstehen Sie, wenn ich Sie frage, warum  
32 eine Wachstumsfirma nachhaltig zu deutlich höheren Multiples handelt. Die Multiples, die  
33 ich gesagt habe, das ist eigentlich wurscht. PE, EBIT, Price-Sales, Price-Book als so  
34 genannte Value Titel. Ja also, wenn Sie Deutschland eine Heidelberg Zement mit einer  
35 Deutschland Fresenius - ich decke den deutschen Markt nicht ab - anschauen, dann wird in  
36 Heidelberg auf einem fünfzehner PE handeln relativ also Bandbreite 10 - 20 ist wurscht und  
37 der Fresenius keine Ahnung Bandbreite 25-35-mal, so. Also welche Aktien kaufen Sie,  
38 welche ist günstiger? Ich frage Sie, von den beiden.

39 I: Günstiger? "Ähm" Achso, günstiger ist die Erste von den beiden, ja.

40 E: Richtig, die Heidelberg Zement, welche performt besser? wissen Sie jetzt nicht.  
41 Wahrscheinlich, ich weiß es auch nicht, wahrscheinlich wird - Heidelberg Zement hat eine  
42 gute Akquisition gemacht, das weiß ich zufällig, aber wahrscheinlich performen über die  
43 Zeit Wachstumsaktien besser. Die sind aber höher bewertet. Eigentlich. In klassischer  
44 Sichtweise ja, also nur schon daraus sehen Sie, dass da irgendein Problem besteht mit dieser  
45 Sichtweise, ja. Diese Sichtweise, die, wenn dann Portfolio Manager systematisch versuchen  
46 zu arbeiten, werden sie in dieser Ecke sich bewegen, aber das greift zu kurz. So, deswegen  
47 was wir machen, ist "ähm" wir haben ein System, welches auf Basis von ROIC, Return on  
48 invested Capital, basiert. Das ist eine Zahl, das ist das absolute A und O in der Industrie,  
49 meiner Meinung nach, also da werde ich nie mehr davon abweichen. Der Nachteil ist, dass  
50 es nur auf Industriefirmen beziehungsweise nicht auf Finanzfirmen und nicht auf Real Estate  
51 anwendbar ist. Ist uns aber wurscht, wir investieren nicht in Finanzen und Real Estate lassen  
52 wir auch aus. So und jetzt wird es kompliziert, aber im Grunde genommen haben wir den  
53 Ansatz, Regression zu rechnen zwischen "ähm" der Überrendite auf dem investierten  
54 Kapital, das ist der ROIC und das im Verhältnis zum Abdiskontierungsfaktor das wäre der  
55 WACC, wir nehmen keinen WACC, der WACC ist von Bloomberg nicht brauchbar  
56 beziehungsweise für viele Firmen nicht brauchbar und das setzen wir ins Verhältnis zum  
57 Enterprise Value ebenfalls im Verhältnis zum IC. Ich machen mir eine Regression, EB, IC,  
58 ROIC über WACC und schauen mal so das grobe Bild an vom Markt, wo die Aktien sich  
59 relativ von der Bewertung her bewegen, ja beziehungsweise wo sie positioniert sind. Die  
60 Antwort ist sehr lange, aber das ist halt die Antwort, wie ich, wie ich arbeite und dann komme  
61 ich darauf wo die Quellen sind, die ich brauche, ja, oder welche Quellen ich verwende. So

62 das ist eine statische Betrachtung ROIC ist statisch, ROIC ist eine Bilanz Kennzahl in  
63 Kombination mit einer Kennzahl aus der Volksrechnung. Aber da ist keine Dynamik drin.  
64 Dynamik kriegt man mit Wachstum rein, ROIC ist ja ein Verhältnis von zwei Zahlen, da ist  
65 kein Wachstum drin. Also bringen wir das Wachstum rein über den Free Cash Flow Growths  
66 so, und jetzt gehe ich nicht mehr ins Detail, aber wenn wir dann verschiedene Formen  
67 kombinieren - übrigens nicht auf meinem Mist gewachsen, das sind "äh" verschiedene "äh",  
68 da gibt es Literatur dazu, das sind die Schüler von Warren Buffet usw. da gibt es intelligente  
69 Bücher dazu, die haben das niedergeschrieben - auf diesem Ansatz schauen wir dann, wie  
70 die Firmen bewertet sind, ja. Und der Filter, das ist ein größeres Teil hier. Deswegen  
71 speichert das auch eine Stunde und mein Computer ist ein neuestes Modell also wirklich  
72 sonst ginge es gar nicht mehr... Auf diesem auf diesem Ansatz entscheiden wir dann, welche  
73 Aktien überhaupt in unsere engere Auswahl kommen. Ja, in der Schweiz haben die cirka 220  
74 kotierte Firmen und typischerweise "äh" kommen durch diesen Filter ungefähr 30 bis 50  
75 Firmen. Es können mal 60 sein, dann können es bisschen weniger als 30 sein, je nach Umfeld  
76 je nach Bewertung, je nach Aktienpreis und so weiter. Von diesen 50 sag mal 30 – 60; 40 -  
77 60 Firmen kenne ich auch aufgrund meiner Vergangenheit 50 % mindestens in und  
78 auswendig, somit bleiben mir doch keine Ahnung 20 Firmen, mehr sind es nicht und die  
79 kenn ich auch so ein bisschen. So okay und jetzt zu Ihrer Frage ja, worauf basiert dieses  
80 Modell, abgesehen von den Formeln und den ganzen Aufbau? Nämlich sämtliche, sämtliche  
81 Zahlen von Bloomberg, ja. Alles hundert Prozent. Allerdings verwurschtel ich das auf eine  
82 Art und Weise, wie es mir passt, ja, weil Bloomberg hat einen ROIC, Bloomberg hat einen  
83 WACC, Bloomberg hat einen NOPAT, Bloomberg hat Invested Capital, aber all diese  
84 Zahlen rechne ich selber. Also ich ziehe sämtliche Bilanz nicht sämtliche, aber ich, ich ziehe  
85 ungefähr 3000 Zahlen pro Firma und mal 220 und werte die aus und aus diesen Zahlen das  
86 sind zum großen Teil Bilanz-Kennzahlen aus diesen Zahlen rechne ich (hustet) die  
87 relevanten, relevanten Kennzahlen also rechne ich einen ROIC, ein IC also Invested Capital,  
88 rechne ich NOPAT usw. Vor allem ist auch wichtig, dass ich diese Zahlen adjustiere, wenn  
89 nötig. Wir haben verschiedene Accounting Standards, wir haben SwissGAAP fer, wir haben  
90 also in der Schweiz, wir haben IFRS und die rapportieren unterschiedlich, als dass  
91 SwissGAAP fer erlaubt, müssen Sie nicht wissen, aber ich sag es ganz kurz, erlaubt den  
92 Goodwill direkt unterjährige gegen das Eigenkapital zu verrechnen, während dem IFRS eine  
93 permanente Prüfung verlangt, jährlich. Aufgrund dessen gibt es natürlich verschiedene,  
94 aufgrund dieser Unterschiede sind die Eigenkapitalwerte anders gehandhabt. Das hat einen

95 Einfluss auf das EBIT beziehungsweise EBITA beziehungsweise EBITA eben nicht und das  
96 muss man natürlich korrigieren. Also ich habe dann verschiedene Filter Radio Buttons im  
97 Excel kann man das also alles einstellen. Wo ich dann eigentlich sage, ich mach jetzt nur  
98 eine IFRS, ich mach nur SwissGAAPfer, dann krieg ich die Regression nach sauber hin. Ja,  
99 also zu Ihrer Frage ist sämtliche Zahlen sind aus Bloomberg hundert Prozent und Bloomberg  
100 Daten sind heute zu 99,5 % verlässlich. Ich mach das sehr lange den Job. Ich habe mich vor  
101 20 Jahren mit Bloomberg auseinandergesetzt, als ich Sales-Side war, ganz zu Beginn und  
102 hab gesehen, da ist vieles nicht vorhanden, vieles falsch. Und habe dann 20 Jahre, wie das  
103 auch üblich ist sämtliche Zahlen von anderen Firmen aus den Geschäftsberichten,  
104 ausschließlich aus den Geschäftsberichten, das ist hundert Prozent, die Datenquelle auf der  
105 Sales-Side, würde ich meinen auch heute noch genommen und meine Modelle gebaut. Heute  
106 ist die Datenqualität von Bloomberg top, ich finde pro Quartal einen Fehler, das melde ich  
107 dann an Bloomberg aber, das ist vernachlässigbar, also ich ziehe sämtliche Daten aus  
108 Bloomberg, um dieses Modell zu füttern und meinen Filter zu bauen, ja. Wenn ich dann die  
109 Auswahl habe, die ich also mit der Auswahl, die ich kriege, ist dann der nächste Schritt, der  
110 ist dann "ähm" folgendermaßen, ja. Also die Firmen, die ich kenne... Also die hart-facts, die  
111 harten Kriterien sind der erste Schritt, über den ich jetzt schon 15 Minuten quatschen, ja,  
112 danach kommen eigentlich diese Soft-Faktoren ja und die Soft-Faktoren sind viel  
113 schwieriger also für mich. Für die meisten sind es wahrscheinlich einfach herauszufinden.  
114 Aber im Grunde genommen ist es für mich schwieriger, es braucht ein bisschen mehr Zeit,  
115 weil das Modell, das läuft, das lass ich laufend, zack das geht 10 Minuten, dann habe ich die  
116 Antwort - natürlich die Arbeit dahinter sind zwei Jahre gewesen, aber jetzt geht es - aber die  
117 Soft-Faktoren, die muss ich mir dann erst aus Präsentationen zusammensuchen. Und da gehe  
118 ich dann primär auf die Präsentation, Geschäftsbericht brauch ich praktisch nicht mehr.  
119 Geschäftsberichte, denn das ist zahlenmäßig alles in Bloomberg. Also das mag sein, wenn  
120 so eine gewisse Unsicherheit bestätigt, kontrolliert schon teilweise genauso bei diesen Items  
121 da geh ich schon im Geschäftsbericht nachschauen. Übrigens kann man in Bloomberg jedes  
122 einzelne Ereignis direkt draufklicken, dann wird genau die entsprechende Seite aus dem  
123 Geschäftsbericht geöffnet, das ist schon eindrucklich. Aber ich, also ich persönlich habe von  
124 den 50, 30, 40 Firmen, die wir investiert sind, haben von jeder Firma alles dokumentiert und  
125 abgespeichert. Geschäftsbericht, Quartalsbericht eins, zwei und drei, Präsentation habe ich  
126 auf Vorrat, die speichere ich schon ab. Aber ich habe dann also, dann habe ich relativ schnell  
127 Zugriff auf die Präsentation, aber ich brauch die Geschäftsberichte eigentlich wenig, also zu

128 der zweiten Stufe, diese soft factors, die kriege ich aus den Präsentationen. Dabei geht es in  
129 der zweiten Stufe zu verstehen, wie ist der Marktanteil der Firma? Wächst die Firma über  
130 den Markt? Und das kann mühsam werden, ja, weil so Firmen geben, das teilweise nicht  
131 bekannt. Das ist eben ein bisschen mühsam, ja. Wie häufig wechselt das Management? Das  
132 ist eine relevante Geschichte, das sind Soft-Faktoren. Eigentlich geht es primär wirklich  
133 darum: Marktanteil, Wachstum des Marktes, Wachstum der Firma im Vergleich zum  
134 Marktwachstum, Konkurrenzsituation usw. Und diese Entscheidungen daraus, die sind  
135 dann, nicht hundert Prozent, wie soll ich sagen, ja, die sind dann auch ein bisschen subjektiv.  
136 Natürlich ja, also ich kann, ich kann eine Firma mit einem hohen Marktanteil aus gewissen  
137 Gründen sehr attraktiv finden, während dem ich im anderen Fall eine Firma mit einem sehr  
138 geringen Marktanteil aus anderen Gründen genau gleich attraktiv finde, aber es kann auch  
139 genau das Gegenteil der Fall sein. Hohe Marktanteile limitieren das Wachstum, ist ganz klar,  
140 dann wächst man nicht mehr über den Markt. Tiefe Marktanteile sind grundsätzlich ein  
141 Problem, können ein Problem sein, wenn man nicht genug groß ist, um sich gegen die  
142 Konkurrenz zu schützen. Top 3 ist ein muss eigentlich. Darunter hat man Schwierigkeiten,  
143 oder muss etwas besser machen als die Konkurrenz, um in die Top 3 zu kommen und so  
144 weiter. Das sind Soft-Faktoren und das ist dann der Schritt zwei der Schritt drei, wenn ich  
145 dann “äh”, mich entschieden habe, so eine Firma käme theoretisch infrage. Also die Firma  
146 kommt durch das Modell durch den Filter erstens, zweitens in meinem Verständnis hat die  
147 Firma eine Chance, out zu performen aufgrund dieser Analyse von Soft-Faktoren, kommt  
148 der dritte Schritt. Dann spreche ich mit Management, probiere ich aber so häufig, also so  
149 wenig wie möglich zu machen, denn der Aufwand ist groß. Wenn ich mit Management  
150 spreche, dann bin ich einen Tag dran mit der Vorbereitung hab nochmal zwei Stunden  
151 und mache noch mal eine Stunde Besprechung und die Nachbereitung geht dann auch  
152 nochmal einen halben Tag also das ist dann schon eigentlich, das mach ich nicht mehr  
153 häufig. So entscheiden wir und so investieren wir, ja. Und das ist, denke ich jetzt, aber nicht  
154 unbedingt klassisch. Ich behaupte, dass wie gesagt, ich habe ja die ganzen Leute betreut, als  
155 dies als Sales-Side, ich habe über 5000 Kunden Kontakte gehabt. Ich behaupte heute  
156 Portfolio Manager arbeiten zu 90 % folgendermaßen: Also das sagen die mir selber. Sie  
157 haben sehr wohl so einen gewissen systematischen Ansatz, wie ich ganz zu Beginn gesagt  
158 habe. Erstens, also man kann nach einem Bloomberg diese Kennzahlen einstellen, was auch  
159 immer, ja, und das vergleicht man so ein bisschen über den Markt. Vielleicht sucht man sich  
160 einen Peer, dann sieht man Fresenius ist jetzt ein bisschen günstiger, wie ich - kenn den Peer

161 jetzt nicht von Fresenius ist ja egal – ja, ist ein bisschen günstiger, wie die und dann denkt  
162 man ‘kauf ich Fresenius’. Das ist der erste Ansatz, zweiter Ansatz man spricht mit  
163 Brokern und lässt sich mal so ein bisschen beraten, was gerade interessant ist, was gerade  
164 hot ist und was gerade was auch gut wachsen sollte und der dritte Punkt ist, man geht an  
165 Präsentation, ja. Man geht an Firmenpräsentationen, es gibt ja unendlich viele solcher  
166 Anlässe oder Dutzende von Firmen präsentieren sich. Da kann man in diese sogenannten  
167 Mainhalls gehen, da sitzen dann diese ganzen Leute da drin und vorne quatscht jemand und  
168 danach, wenn man das wünscht und auch autorisiert ist von der Größe als institutioneller  
169 Investor, kann man One-on-Ones buchen oder Group-Meeting, ja und direkte Fragen ans  
170 Management stellen, ja. Also letztere, letzte Sache kann man natürlich auch auf Road-Shows  
171 machen, ja. So entscheiden, würde ich behaupten, 90 % der Portfolio Manager, in was sie  
172 investieren. So, und unser Gewicht ist, anders. Wir haben diesen Filter und der ist absolut  
173 zentral. Wissen Sie, ich sage Quartal, Quartalsdenken und Jahresschätzungen sind komplett  
174 useless, hundert Prozent useless, sinnlos, ist ein kompletter Witz, braucht man nicht. Erstens  
175 früher mag das möglich gewesen sein, dass man ins nächste Quartal mehr wusste, wie der  
176 Markt - man nennt das Insider. Früher war das nicht so rigoros gehandhabt, seitens  
177 Überwachung, seitens Firmen. Heute sind die Firmen dermaßen geschult, auch  
178 korrekterweise, da kommt nichts mehr dabei raus. Und wenn die Firmen mal etwas sagen,  
179 was sie nicht sagen dürfen, müsste man eigentlich Compliance einschalten. Also auf das  
180 nächste Quartal handeln zu wollen, ist sinnlos, ist auch nicht erlaubt und auf ein Jahr handeln  
181 zu wollen, ist das schwierigste, was es gibt, denn die ganze Welt denkt auf ein Jahr. Da ist  
182 so viel Intelligenz und natürlich gibt es Insiderwissen, natürlich weiß dann vielleicht die  
183 Freundin des CEOs eben doch das irgendwas besser wird, als man vielleicht denkt und die  
184 quatscht dann mit irgendwem und irgendwie geht es dann doch in Markt und auf einem  
185 Markt zu behaupten, ich bin schlauer als der Rest der Welt ist einfach, das ist einfach  
186 anmaßend. Das ist nicht möglich, ja, deswegen investieren wir auf diese Art und Weise über  
187 mindestens drei Jahre. Also wir handeln pro Jahr, wir haben typischerweise wie gesagt 30 -  
188 40 Aktien. Wir haben letztes Jahr drei Aktien gehandelt, also drei raus und zwei rein also so  
189 handeln wir, das ist meiner Meinung nach die einzige Chance, überhaupt langfristig out zu  
190 performen. Jetzt ist die Zeit bald um und es ist die erste und letzte Frage gewesen, oder?  
191 I: Ja, aber das waren jetzt tatsächlich einige Fragen, es gibt eigentlich noch zwei die ich doch  
192 noch stellen wollen würde: “Ähm” Ich habe es ja anfangs schon kurz angesprochen, dass in  
193 den letzten zwei Jahren sich die Digitalisierung nochmal beschleunigt hat. Also “ähm” haben

194 Sie dabei einen Unterschied festgestellt? Also ist es für Sie einfacher geworden oder gab es  
195 kaum einen merkbaren “ähm” Effekt?

196 E: Ist eigentlich also auf, auf der Sales-Seite was war ich auf der Sales-Seite? Ich muss  
197 einfach ein Geschäftsbericht haben, die Präsentationen, um mit dem Mensch mitreden  
198 können, ja. Also wenn ich unterwegs im Flieger bin oder am Flughafen, auf Reisen gehe ich  
199 ja nicht ernsthaft Analysen mit meinem Mobile, mit meinem Smartphone betreiben. Also  
200 ich habe die Möglichkeiten, was natürlich praktisch ist, das hat sich schon geändert. Die  
201 Informationen, die ich möchte, habe ich vor 10 Jahren gekriegt und krieg ich heute auch,  
202 keinen Unterschied. Was natürlich, wenn man so lange im Markt ist, früher gab es ja keine  
203 Mobiles, keine Smartphones, da gab es vielleicht mal so die alten Knochen, ja aber nicht mal  
204 die. Da gab es SMS und mehr gab es da nicht, ja also das ist eine Riesenveränderung, denke  
205 ich. Natürlich, dass man jederzeit halt informiert ist und informiert, sein kann. Was geschieht  
206 also, wenn ich unterwegs bin und etwas rauskommt, sehe ich das sofort, ich kann sofort  
207 theoretisch entscheiden, sofort agieren, das konnte man früher nicht, weil das einfach nicht  
208 ging. Das ist ein Riesenunterschied. Auf der Sales-Side ist das sehr zentral, ja, da musste ich  
209 natürlich, wenn was rauskam, sofort darauf reagieren, was schreiben, unsere Kunden dann  
210 darüber informieren, was meine Meinung dazu ist, ja. Auf der Portfolio Management Seite:  
211 ich verfolge jeden Tag, wenn es Zahlen gibt, wenn Resultate rauskommen. Die Resultate hat  
212 auch mein Spreadsheet, Quartalszahlen, das ist alles automatisiert, ich kann das nicht mehr  
213 so machen wie früher. Jeden Morgen haben wir ein Morning-Meeting und ich kommentiere  
214 dann die Resultate oder sonstige News. Allerdings nochmals, es kommt das gleiche drauf  
215 raus aufgrund von Resultaten zu handeln, behaupten wir, ist in 80 % der Fälle nicht nützlich.  
216 Der Markt hat bereits das Allergrößte aller meistens eingepreist und wenn es eine  
217 Überraschung gibt, dann wird der Markt sofort im Opening darauf reagiert. Also ich habe es  
218 so lange angeschaut, es ist nicht möglich und nicht nützlich und nicht sinnvoll aufgrund von  
219 Resultaten in der Minute, wo die Zahlen kommen, im Opening zu handeln, das bringt nichts.  
220 Also ich muss diese zeitnahen Informationen eigentlich gar nicht haben, wenn Zahlen  
221 kommen, wenn Firmen enttäuschen, dann setzen wir uns hin, diskutieren das dann  
222 entsprechend mit dem Management und dann reagieren wir Tage später, wenn überhaupt.  
223 Wie gesagt, wir investieren langfristig, also der Unterschied von elektronischen Medien ist  
224 für mich einfach. Es ist nützlich, es ist schön, ich habe alle Informationen jederzeit zur Hand,  
225 aber es hat keinen Einfluss auf die Performance. Meiner Meinung nach.

226 I: "Mhm" Dann würde ich die letzte Frage gleich anschließen. Sie haben es jetzt schon auch  
227 angesprochen, dass Sie die Informationen, die Sie haben wollen, dann schon bekommen.  
228 Gibt es trotzdem Informationen, wo Sie sagen würden, dass Sie da Zugriff haben wollen?  
229 "Ähm" Quasi als Forderungen an die Unternehmen was Sie sich wünschen würden, um Ihre  
230 Investmententscheidungen einfach besser treffen zu können oder einfacher treffen zu  
231 können?

232 E: Ja, also so wie wir arbeiten eigentlich, was ich vorhin gesagt habe, dieser Soft Ansatz ist  
233 ja eigentlich ein klassisches Porters-Five-Forces. Oder Warren Buffett nennt diese Burg  
234 Gräben, ja. Also wenn eine Firma natürlich sehr gut geschützt ist, ja, also Moats hat ja M-  
235 O-A-T-S, ja, gegenüber der Konkurrenz ist natürlich die Wahrscheinlichkeit, dass so eine  
236 Firma sich langfristig gut entwickelt, höher. Wie eine Firma, die in extrem kompetitiven  
237 Märkten mit tiefen Eintrittshürden arbeitet, ist ja logisch, ja, es ist halt eine Tatsache. Jetzt  
238 gehe ich nicht hin, ich weiß gar nicht mehr was die five-Forces waren und geh dann "ähm",  
239 wobei das fließt, eben schon ein und gehe dann die Macht des Verkäufers analysieren,  
240 gegenüber der Macht des Käufers und geh dann hin die Macht des Lieferanten - ist das eine  
241 Forces? Ich weiß es nicht. Aber es ist schon so, dass zu ihrer Frage, was sehr nützlich wäre  
242 für uns. Wenn wir wüssten und die Firmen diese Daten bereitstellen würden, wie stark der  
243 Markt wächst, in welchem sich die Firmen bewegen. Wie stark die Firmen wachsen, das  
244 finde ich selber raus. Das sind organische Wachstumsraten. Das ist übrigens sehr zentral.  
245 Adjustiert um Währungen und was auch immer dann jeweils dann noch nötig ist. Dann kann  
246 ich mir ein Bild machen, ich mach das dann zehn Jahre zurück. Die muss ich von Hand  
247 nachschauen übrigens organic growths rates, die muss ich aus den Geschäftsberichten, Press-  
248 Releases raus lesen, das ist in Bloomberg nicht drin. Bloomberg erfasst keine organic  
249 growths rates. Keine Ahnung wieso. Deswegen auch speichere ich alles ab und das trage ich  
250 dann in meinem Sheet ein, dann habe ich zehn Jahre lang organisches Wachstum und jetzt  
251 geht es darum, den Marktwachstum zu finden, ja. Das Marktwachstum zu finden und das  
252 kann mühsam sein. Und Firmen wissen das teilweise selbst nicht. Die wissen selbst nicht  
253 oder sie sagen es nicht oder keine Ahnung. Und da sind dann Broker teilweise nützlich. Die  
254 kriegen die Information, aus Konkurrenz Geschäftsberichten aus Gesprächen mit Firmen,  
255 was für mich ein riesen Aufwand ist, ja. Also, das ist das Einzige, was ich von Brokern  
256 brauchen kann. Marktwachstumsraten, das wäre wichtig für mich, wenn die Firmen das  
257 bekanntgeben können. Geben ja auch viele in den Präsentationen, geben viele ja. Was auch  
258 wichtig ist, sind Preisveränderungen, ja. Das ist eben die Preismacht, ja und auch das, geben

259 viele Firmen bekannt, aber bei, bei, bei weitem nicht alle, ja. Viele gute Firmen sagen  
260 jährlich ‘haben dieses Jahr die Preise um X und das Volumen um Y geändert. Die Summe  
261 macht dann das und das aus’. Ja, und das X ist schon relevant. Ja, das gibt einem Gefühl,  
262 wie stark eben die Preismacht der Firmen ist, ja. Aber mehr, ganz ehrlich ich bekomme im  
263 Bloomberg alles. Und dann das Gespräch mit dem Management. Die Fragen gehen dann  
264 meistens in die Richtung, die wir diskutiert haben. Die Zahlen muss ich nicht mehr groß  
265 diskutieren. Ja, es geht darum, ein Gefühl zu kriegen, wie die die Firma funktioniert, wie das  
266 Management tickt. Wie das Management emotional hinter der Firma steht, das merkt man  
267 schon in Gesprächen. Ich gehe nicht mehr hin und analysiert die Zahlen mit dem  
268 Management. (klappern im Hintergrund) Das war meine Katze, wenn Sie es hören (lacht).  
269 Das interessiert mich nicht mehr, aber mich interessiert, wenn ich mit Management spreche,  
270 wie sie auf meine Fragen antworten, wie Sie hinter dem Geschäft stehen. Wie Sie denken  
271 “äh” ja, aber zu, zu, der Frage eben “äh”, Marktwachstum, Preis, Veränderungen der Firma  
272 solche Sachen wären für mich noch wichtiger. Aber viel brauche ich eigentlich nicht ehrlich  
273 gesagt.

## Transkript Interview 6

Interviewte Person (E): Fondmanager\*in eines Vorsorgewerkes in Deutschland

Interviewer\*in (I): Annika Henschel

Datum: 11.03.2022

Ort: MS-Teams

1 I: Wenn Sie, wenn Sie damit starten möchten, wie Sie Daten erheben “ähm”  
2 beziehungsweise Daten auswerten, dann sehr gerne.

3 E: Ja, ich glaube, dass der entscheidende Unterschied oder das Wichtigste, bei uns findet  
4 alles “ähm” komplett digital statt. Bei uns wird nichts mehr von einem Menschen gelesen,  
5 sondern alles über, über künstliche Intelligenz ausgewertet. “Ähm” Dann, ich sag mal das  
6 Thema Big Data ist, es wird immer groß gesagt, ist immer ein großes Thema. Ich sag “ähm”  
7 immer, wo viele Leute ein großes Verständnisproblem haben, eine riesige Excel-Datei und  
8 die mag noch so groß sein, ist nie Big Data, weil sie immer strukturierte Daten enthält. Das  
9 andere Thema sind unstrukturierte Daten und im Geschäftsbericht eines Unternehmens  
10 haben wir ja sozusagen beide Teile. Wir haben den strukturierten Teil in der Bilanz, wo die  
11 ganzen Zahlen drin sind. Ja, die sind natürlich sehr, sehr einfach, maschinell auslesbar und  
12 “ähm” hat aus meiner Sicht natürlich den großen Vorteil, dass ein Computer da etwas  
13 schneller ist und auch gleichzeitig 10, 20, 30, 40 Werke “ähm” auswerten kann. Die  
14 interessantere und spannendere Seite ist natürlich, ich sag mal den Text Zahl den, ja zwar  
15 schon irgendwo formalen, ja formalen Teil auch hat ja auch Form Vorschriften, was ich  
16 reinschreiben darf, was ich nicht reinschreiben kann. Trotzdem ist es natürlich dadurch, dass  
17 es geschriebene Worte sind, dass sich der Umfang der Art und Weise, was ein Unternehmen  
18 nach preisgibt unterscheidet. “Ähm” Ich sag mal schwieriger, die Daten zu erheben, manuell  
19 „ähm“ auszuweiten, auszuwerten zu bearbeiten und zu verstehen und da gibt es noch die  
20 Methode Natural Language Processing damit zu arbeiten und da sehen wir eben den Vorteil,  
21 dass ja ich sag mal “ähm”. Welcher Fondsmanager oder Analyst nimmt sich die Zeit wirklich  
22 die gesamten Geschäftsberichte einzeln durchzulesen und zweitens, selbst wenn es jemand  
23 macht, wieviel Zeit nimmt das in Anspruch und wieviel von den Informationen sind da unter  
24 Umständen auch schon im Markt, ich sag mal, verarbeitet? In den kurzen denn auch das  
25 sehen wir ja, welche Geschwindigkeit inzwischen an Märkten sind bei Marktreaktion und  
26 da sehen wir eben den Vorteil, dass auch wenn man vielleicht durch diese neue Technologie

27 ich sag mal, nicht hundert Prozent die Dinge versteht aber schon mit 90 % Verständnis einen  
28 deutlichen Vorteil hat, gegenüber jemanden, der das vielleicht zu hundert Prozent verstehen  
29 kann, durch lesen durch analysieren durch bearbeiten, aber da haben wir eben auch ein  
30 großes Zeitbudget gebraucht und nicht zeitnah am Markt agieren kann.

31 I: "Mhm" Welche Kriterien ziehen Sie da jetzt heran, also welche Informationen verwenden  
32 Sie dann genau?

33 E: Und wie gesagt, das sind, ich sag mal, es wird alles, was irgendwo veröffentlicht wird  
34 von Unternehmen ist sie heute lesbar. Es ist auch nur ein Teil, wir nutzen auch alle  
35 Informationen, die im Internet so zu Wertpapieren berichtet werden und die in irgendeiner  
36 Form sagt man legal zulässig sind. Das ist ja entweder, was Unternehmen selber berichten,  
37 aber natürlich auch sehr, sehr häufig, was darüber geschrieben wird, in Foren in solchen  
38 Kommunikationsplattformen. Oder aber was Große, ja, ich sag mal News-Providers wie dpa  
39 afx zum Beispiel veröffentlichen, da kriegt man auch schon sehr, sehr große, ja sehr, sehr  
40 große Datenmengen und unstrukturierte Daten. Und mit denen kann man natürlich sehr gut  
41 arbeiten und ich kenn mich in dem Bereich auch ein bisschen aus. Es gibt da durchaus auch  
42 ein Großteil an, ich sag mal Daten Verkäufern, die das International machen. Wobei ich  
43 da immer das Problem habe, da gibt es durchaus Häuser, die sagen, sie machen das für alle  
44 Märkte und in allen Sprachen und wenn ich sowas höre, weiß ich, dass es qualitativ nicht  
45 hochwertig sein kann, denn ich bin der Meinung und das ist eine feste Überzeugung, um da  
46 qualitativ was Ordentliches zu machen braucht man Menschen, die drei Qualifikationen  
47 miteinander verbinden. Das ist einmal, "ähm" ich sag mal IT-Verständnis. Das ist aber auch  
48 Wirtschaftsverständnis, weil ich meine ich muss halt wissen, was Bulle und was Bär ist und  
49 bullisch und bärisch und wenn ich das nicht weiß, dann werde ich, dass nie in diese Sprache  
50 einfach rein bekommen. "Ähm" Und dazu noch ein Thema Sprache ich muss in irgendeiner  
51 Form diese Sprache beherrschen. Wenn ich das in der Fremdsprache mache, wird es einfach  
52 nicht funktionieren, weil Sprache hat, die einzelnen Sprachen haben so viele Unterschiede,  
53 dass ich da jemand haben muss, der in dem Bereich sehr, sehr gut am besten Muttersprachler  
54 ist.

55 I: Nochmal nur kurz für mich zum Verständnis, wenn ich das richtig mitbekommen hab.  
56 Also Sie gehen tatsächlich hin und lesen die Geschäftsberichte maschinell aus und die  
57 Informationen, die die Unternehmen bieten, selbstständig aus? Weil, ich habe jetzt in  
58 anderen Gesprächen gehört, dass dann häufig die Daten zum Beispiel die von Bloomberg

59 schon ausgelesen und dann zur Verfügung gestellt sind, dass diese weiterverwendet  
60 beziehungsweise generell als Datengrundlage verwendet werden.

61 E: Nein, wir haben auch die Möglichkeit, das zu nutzen. Wir Nutzen natürlich auch das, was  
62 sozusagen die zweiten Meinungen, sag ich mal oder darauf basierende Meinungen. Klar,  
63 weil natürlich, ich sag mal. Man hat es ja häufig, ein Unternehmen berichtet irgendwelche  
64 Zahlen, die gut aussehen und die Aktie fällt um 10 %. Und dann überlegt man sich, warum  
65 habe ich was nicht gesehen und dann ist es halt häufig so, dass man sagt, ja, die Zahlen sind  
66 gut, aber es kommt raus, der Markt hat aber noch besseres erwartet. Oder man tut sich aus  
67 diesem großen Blumenstrauß einen guten, einen guten Zahlen “ähm”, sucht sich, sucht sich  
68 irgendwas raus, was vielleicht nicht so gut war, weil in dem Bereich so und so der Umsatz  
69 nicht so gut ist oder die Zukunftserwartung für den Bereich nicht so toll ist. Oder irgendwas  
70 gesagt wurde von steigenden Rohstoffkosten in der Zukunft und deshalb geht die Aktie, die  
71 eigentlich gute Zahlen betrachten, ausgebracht hat, trotzdem 10 % runter. Und diese  
72 Information, die kommt ja nicht aus dem Geschäftsbericht, sondern die kommt eigentlich  
73 über die ja, ich sag mal Multiplikatoren, wo dann solche. Ja, Kommentare dazu geschrieben  
74 werden, solche Informationen dann mit abgegriffen werden. Ja. Dann hat man natürlich, aber  
75 da kommt man natürlich auch darauf, ich sag mal welche Fristigkeit habe ich? Häufig ist es  
76 ja so, wenn es wird das Beispiel, wenn ich eigentlich gute Zahlen habe und die auch in den  
77 Geschäftsberichten in den ganzen Kommentaren “ähm” ich sag mal, es gibt ja so  
78 Möglichkeiten wie zum Beispiel, wie oft steht in so einem Bericht ‘sehr gut’, ‘positiv’ und  
79 so weiter, solche Begriffe einmal aufzuzählen und dann vergleichen mit anderen Umständen.  
80 Und wenn eben, ich sag mal, diese Analyse einen deutlichen Unterschied zu dem gibt, was  
81 in den ich sag mal in den Bloomberg und in anderen Foren von Analysten kommt, ist das  
82 natürlich durchaus ein Ansatz zu sagen, hat man vielleicht ein Unternehmen, das sehr viel  
83 besser dasteht, als der Markt kurzfristig bewertet und hat so einen, ich sag mal, in so einem  
84 Einbruch durchaus die Chance eine gute Einstiegschance zu haben und eine Aktien zum  
85 Beispiel über einen längeren Zeitraum zu halten, bis dann halt Markt realisiert, dass dieses  
86 negativer oder das, dass man da vielleicht findet und sich konzentriert hat, bloß einen kleines  
87 Haar in der Suppe ist, das Ganze aber dann doch ganz gut aussieht.

88 I: “Mhm”, Sie haben eben schon angesprochen, dass Sie unter anderem zum Beispiel die  
89 Wörter quantitativ dann auszählen. Welche Tools beziehungsweise Methoden nutzen Sie  
90 außerdem? Also können und dürfen Sie das benennen?

91 E: Wie gesagt, das ist natürlich auf der einen Seite “ähm” sind das sagt mir ja  
92 Betriebsgeheimnisse in der Form was wir hier auf der einen Seite machen, aber es sind, ich  
93 sag mal so, es sind eine Reihe von Ja, Methoden, die aus dem ich sag mal Natural Language  
94 Processing kommen mit selbstlernenden Algorithmen dazu. Aber auch ich sag mal  
95 traditionelle mathematisch statistische Verfahren.

96 I: Okay, ja. “Ähm” Genau Informationsquellen und welche Daten Sie da verwenden, haben  
97 wir jetzt schon mehrfach angesprochen. Haben Sie, also nutzen Sie auch  
98 Kommunikationstechnologien, also ich denke zum Beispiel an Social-Media werten Sie so  
99 etwas auch aus?

100 E: Ja auch absolut. “ähm” Jetzt da ich sag mal so, das ist ja eigentlich dieser Schritt zu  
101 machen, was machen die Leute aus den Daten? Und da sind eben Social-Media Sachen,  
102 genau da kriegt man eigentlich raus, was die Leute aus Daten machen. Aus dem  
103 Geschäftsbericht machen. Wie ich es eigentlich angesprochen habe, sehen die wirklich die  
104 tollen Zahlen von der Firma so toll oder wird das Haar in der Suppe großartig thematisiert  
105 und dann auch in den Kursen “ähm” widergespiegelt? Und... ich sag, ich habe es  
106 angesprochen. Nicht immer werden die Zahlen so, wie man sie eigentlich sieht und liest am  
107 Markt, dann, dann bewertet und eingeschätzt “ähm”, sondern durchaus manchmal sehr, sehr  
108 “ähm” kritisch. Und wir haben auch teilweise schon gesehen, wie man “ähm”. Also, ich sag  
109 mal einen solchen Tagen gibt es Bekanntmachung von Zahlen von Berichten von  
110 Unternehmen, gibt es ja durchaus auch die Situation, wo Aktien eine sehr, sehr interessante  
111 Bewegung haben an diesem Tag. Sei es, dass ich sag mal, die Aktie morgen mit plus fünf in  
112 den Markt geht und den Abend mit plus 15 beendet oder was man eben auch sieht. Manchmal  
113 beginnen sie den Tag mit plus fünf und endet den Tag mit minus fünf. Und da sieht man  
114 manchmal eben auch oder kann man auch durchaus analysieren, dass gerade in Social-Media  
115 morgens ich sag mal... Wie so eine Stimmung einmal am Tag überkippen kann. Weil  
116 morgens steht noch da ‘toller Ausblick’, oder ‘tolle Zahlen’, “ähm” und irgendwann am  
117 Abend steht nur ‘aber der Ausblick war doch relativ schwach’ und, und, und, und das gefällt  
118 uns eigentlich gar nicht und deshalb nehmen wir lieber mal unsere Gewinne aus der letzten  
119 Woche mit.

120 I: Die letzten 2 Jahre, gerade was auf die Kommunikation angeht musste auf digital  
121 umstellen werden. Die Corona Pandemie hat ja nun beispielsweise Unternehmen dazu  
122 gezwungen, die Hauptversammlung dann online machen zu lassen, also in die Richtung hat

123 sich ja viel getan. Merken Sie, dass auch in ihrem Beruf? Dass zum Beispiel jetzt mehr  
124 Informationskanäle und mehr Daten zur Verfügung stehen, bessere Daten?

125 E: Schwierig, die Frage ist wirklich schwierig “ähm”.... Es gibt natürlich auch noch einen  
126 anderen es gibt nämlich einen anderen, es gibt “ähm”.... Die Frage ist, wo ist der Treiber?  
127 Ist der Treiber aus den Unternehmen heraus oder ist nicht ein Großteil der Treiber eben auch  
128 regulierungstechnisch getrieben? Und wo wir natürlich zum Beispiel den ganz, ganz großen  
129 Treiber sehen, der aber aus der Regulierung kommt, ist das ganze Thema ESG. Die Daten.  
130 Ist ja nicht so, dass wir uns, dass die Unternehmen oder das viele Unternehmen gesagt haben,  
131 wir wollen hier ganz, ganz transparent werden. Wir wollen hier Daten zur Verfügung stellen  
132 liebe Finanzindustrie, sondern es war die Politik. Es war die Regulierung, die gesagt hat,  
133 bringt dazu Daten und das sind natürlich Daten, ich sag mal bessere Daten, neuer Daten,  
134 aber aus einem anderen “ähm” von einem anderen Hintergrund getrieben und da hat sich  
135 natürlich sehr viel getan und da denke ich auch, da wird sich noch einiges tun. Und Ja, es ist  
136 einfach der politische Wunsch und politische Zielrichtung, das Unternehmen besser und  
137 transparenter publizieren müssen. Man muss aber auch aufpassen “Ähm”. Nicht immer  
138 heißt, sehr viel, sehr viel am Daten zur Verfügung stellen oder sehr viel zu erzählen, dass  
139 das Unternehmen wirklich sehr gut läuft oder sehr gut dasteht. Ja, deshalb muss man auch  
140 da aufpassen, nicht immer heißt Transparenz oder ganz viele Informationen, dass, “ähm” im  
141 Hintergrund alles sauber und ordentlich ist.

142 I: “Mhm” Was mir jetzt gerade noch einfällt zum, zum Thema Daten auslesen und  
143 standardisieren. Hat dann XBRL für Sie einen Unterschied gemacht, also für die  
144 Datenauslese? Weil da war ja auch die Idee dahinter, dann die Informationen im Bericht zu  
145 standardisieren, dass, dass sie auslesbar sind, beispielsweise hat das für sie dann Unterschied  
146 gebracht oder tendenziell weniger?

147 E: Ja, sowas hilft auf jeden Fall, sowas hilft auf jeden Fall. Was, was, was auch einfach sehr,  
148 sehr interessant ist, wenn man sich mal schaut, wie zum Beispiel Übersetzungsprogramme  
149 funktionieren. Das Übersetzungsprogramm von Google ist zum Beispiel ist ich, ich weiß,  
150 wo das herkommt. Google hat, hat EU-Verträge genommen, die werden nämlich offiziell  
151 übersetzt in alle, in alle Sprachen von Mitgliedsländern und hat darauf aufbauend das  
152 Übersetzungsprogramm gemacht. Das heißt, das Übersetzungsprogramm ist relativ, ist gut  
153 für, ich sag mal standardisierte offizielle Kommunikation, die sich sehr stark, ich sag mal  
154 “ähm” im rechtlichen Rahmen bewegt. Deshalb würde ich das Programm aber nicht

155 unbedingt einsetzen, dazu um irgendwelche Social-Media-Kommunikation zu übersetzen,  
156 das ist einfach nur so naja. Da gibt es bessere Programme und da muss man einfach auch  
157 wissen in welchem Fischteich bin ich grad und mit welcher Methode arbeite ich gerade, um  
158 das einfach zielgerichtet zu machen? Und deshalb, wenn man da sehr formalistisch vorgehen  
159 kann und das Ding auch und auch, ich sag mal, mal sagt hier habe ich, hast du was  
160 formalistisches bitte denk daran, dann kommen dann natürlich bessere Ergebnisse raus.

161 I: "Mhm" Gibt es dann noch Informationen, die sie sich von Unternehmen wünschen  
162 würden, die, dass die bereitgestellt werden oder besser bereitgestellt werden, weil sie diese  
163 benötigen, einfach zur Analyse oder zu für Investmententscheidung.

164 E: Ja, ich sag mal so. Es gibt natürlich Informationen. Die ich in der Form nicht im  
165 Geschäftsbericht. Und oder wenig und das ist auch teilweise sehr verständlich und das ist  
166 das, sag ich mal. Die längerfristige Zukunft an was arbeiten eigentlich Unternehmen? Wie  
167 sehen die die Welt in 35 Jahren vor allen Dingen sag ich mal in. In diesen disruptiven  
168 Bereichen, in Technologie Bereichen, wo sich eben sehr, sehr viel tut. Wenn ich mit einer  
169 BASF in Meeting Rede, dann geht es einfach darum, was macht zukünftig der Ölpreis in  
170 drei oder fünf Jahren? Tja, wenn wir lange darüber reden, dass wir Energie sparen müssen,  
171 dass Energie wahrscheinlich teurer wird, dass wir regenerativ werden müssen, wissen wir.  
172 "Ähm" Dafür alleine braucht man, brauche ich nicht mit der BASF reden, aber ich sag mal  
173 die Visionen die "äh". Wie dies bei einer Meta aussieht, die Visionen die Sicherheitsleute  
174 haben, die Visionen, die Leute haben die im Bereich mit Artificial Intelligence, mit  
175 künstlichen Intelligenzen in, in der Version was es alles gibt, die Sachen, die finde ich  
176 natürlich nicht "ähm" in Geschäftsberichten, wenn es einfach zukünftige sind. Das erfährt  
177 man einfach, ich sag mal, nur im Austausch mit den Menschen mit, mit Entscheidern. Und  
178 es ist, ich sag mal, in den Bereichen obliegt es auch immer mir, ob ich glaube, dass dieser,  
179 dass diese Vision, dass diese Zukunftsrichtung auch wirklich so kommen wird oder ob ich  
180 nicht sage 'ne, also Meta wird die nächsten fünf Jahre, wird das kein Thema und was danach  
181 kommt, ist auch nicht so entscheidend'. Aber das sind die Informationen, die ich aus  
182 verständlichen Gründen eben in strukturierten, offiziellen Dokumenten nicht bekomme,  
183 sondern da müssen wir einfach mit den Leuten auch mit den Analysten teilweise oder mit  
184 den Investor Relations Leute wirklich kommunizieren. Und das hat man natürlich auch nur  
185 im persönlichen Kontakt, ich sag mal, dass etwas zwischen den Zeilen lesen kann. Kommt  
186 eine Antwort aus der Pistole geschossen, wird ein bisschen nachgedacht etc.? Das habe ich

187 halt nicht bei, bei “ähm” Texten, wo ich immer weiß, da ist drei Mal drüber nachgedacht  
188 worden und haben fünf Leute drüber gelesen und noch die Rechtsabteilung.

189 I: Ja, sicherlich. Ja okay dann äh, ich bin tatsächlich mit meinem Frage Katalog durch, würde  
190 Ihnen noch, wenn sie noch etwas ergänzen möchten, können Sie das sehr gerne tun.

191 E: Ich glaub, das war, ich glaub das war alles. Glaub ich habe es ganz gut in der Zeit  
192 geschafft, “ähm” umfänglich so ein bisschen oder ich hoffe, dass ich so ein bisschen  
193 überbringen konnte, wo wir herkommen, wie unsere Gedanken dazu sind.

## Transkript Interview 7

Interviewte Person (E): Mitglied der Geschäftsleitung einer Stiftung in Deutschland

Interviewer\*in (I): Annika Henschel

Datum: 14.03.2022

Ort: MS-Teams

1 I: Dann würde ich Sie zu Beginn einmal darum bitten, sich kurz selbst vorzustellen. Was ist  
2 Ihre Funktion und welche Agenden verfolgen Sie?

3 E: Ja, also mein Name ist [anonymisiert]. Ich bin Mitglied der Geschäftsleitung  
4 der [anonymisiert] Stiftung und verantworte hier in erster Linie die Vermögensanlage. Ich  
5 bin seit dem 1. April 1999 in dieser Position, also doch schon ein paar Jahre. Und genau also  
6 was, was damit zusammenhängt, ist eben, dass wir mit der Vermögensanlage versuchen, die  
7 Ziele der Stiftung zu verwirklichen. Das sind eigentlich in der Zahl drei. Das ist einmal die  
8 Erwirtschaftung von Fördermitteln, das dürfen nur ordentliche Erträge sein. Damit sind  
9 gemeint Zinsen, Mieten, Dividenden dann die außerordentlichen Erträge. Das meint die  
10 realisierten Kursgewinne, wenn welche anfallen, die werden zum Kapitalbestandteil im  
11 Rahmen der Umschichtungsrücklage. Das beschreibt so ein bisschen das zweite Ziel. Was  
12 wir verfolgen nämlich, das ist die reale Kapitalerhaltung, also inflationsgeschützte Kapital-  
13 Vermögens-Anlage. Und das dritte Ziel, vom Volumen das kleinste, aber nicht minder  
14 wichtig, ist die Erwirtschaftung der laufenden Geschäftskosten. Das sind hier in erster Linie  
15 natürlich unsere Personalkosten, die wir haben in der Stiftung, aber eben auch das Gebäude,  
16 was der Stiftung selbst gehört, das muss gewartet und instandgehalten werden. Wir haben  
17 Technikkosten natürlich für die ganzen PCs für, für die Ganzen eben elektronischen  
18 Ausrüstungsgegenstände, die wir haben. Aber natürlich auch für solche Dinge wie  
19 Öffentlichkeitsarbeit, Personal, Werbung und dergleichen. Das kostet ja alles Geld.  
20 Büromaterialien natürlich auch, auch das muss in der Vermögensanlage erwirtschaftet  
21 werden und dafür benutzen wir auch die schon erwähnten ordentlichen Erträge. Darüber  
22 hinaus in der Geschäftsleitung, da geht es auch noch um andere Fragen, nämlich um die  
23 Steuerung der Stiftung insgesamt. "Äh", geschäftspolitischen Steuerung, da habe ich  
24 natürlich auch meine Beiträge zu leisten und auch in der Personalführung und Steuerung  
25 entsprechend auch so. Also das ist mal kurz umrissen, wenn das genügt.

26 I: Ja, vielen Dank genau "ähm". Sie haben schon angesprochen kurz die  
27 Vermögensverwaltung. Welche Kriterien ziehen Sie dann heran, wenn Sie  
28 Investitionsentscheidungen treffen?

29 E: Naja, zunächst erstmal müssen Sie sich das generalistisch vorstellen. Ja, also  
30 generalistisch meine ich, dass wir überlegen welche Ziele, was ich eben schon gesagt habe,  
31 verfolgen wir und was für Anlageklassen zunächst erstmal kommen dafür in Frage. Bei uns  
32 sind es im Wesentlichen drei große Klassen, nämlich die bekannten Aktien, Renten und  
33 Immobilien. Und ein kleiner Teil alternativ Investments ist auch noch mit dabei. Aber das  
34 ist wirklich nur ein sehr kleiner Teil der Vermögensanlage. Und jetzt kommt es darauf an,  
35 wie man diese Anlageklassen erst einmal zueinander bringt, in welchem  
36 Mischungsverhältnis, ja. Und da spielt eben genau eine Rolle, wie man die Ziele, von denen  
37 ich sprach, erfüllen möchte. Also wir brauchen verzinst Wertpapiere, weil wir einfach die  
38 ordentlichen Erträge, also Zinsen benötigen für unsere Stiftung. Dadurch, dass die Zinsen  
39 seit vielen Jahren nach unten gehen und ein sehr niedriges Niveau erreicht haben, wie wir  
40 wissen, brauchen wir allerdings auch andere ordentliche Erträge, die ziehen wir aus  
41 Dividenden und Mieteinnahmen von unseren Aktien und Immobilienanlagen, allerdings bei  
42 diesen Anlageformen Aktien und Immobilien geht es auch noch um etwas anderes. Nämlich  
43 die beiden Anlageformen haben keine Endfälligkeit. Im Unterschied zu den verzinsten  
44 Wertpapieren. Ja, so, dass man bei Aktien und Immobilien über eine entsprechend lange  
45 Haltedauer versuchen kann, einen langfristigen Wertzuwachs zu erreichen und dieser  
46 langfristige Wertzuwachs, der auch erzielbar ist. Und dieser Überschuss aus  
47 Vermögensbewirtschaftung, der besteht aus ordentlichen Erträgen wie den Zinsen, Mieten,  
48 Dividenden abzüglich der Kosten für die Vermögensbewirtschaftung. Ja und wenn man jetzt  
49 die Situation hat, dass diese ordentlichen Erträge vor allen Dingen die Zinsen immer weniger  
50 werden, wird es auch immer schwieriger, über so eine Rücklagenbildung den realen  
51 Kapitalerhalt zu schaffen. Und deswegen sind wir über die Jahre und wieder generalistisch  
52 betrachtet von verzinsten Wertpapieren, die vor 20 Jahren noch deutlich in der Überzahl  
53 waren, wenn Sie das gesamte Vermögen anschauen, immer weiter weggekommen und haben  
54 immer mehr Aktien, insbesondere aufgebaut. Der Immobilienanteil ist weitestgehend gleich  
55 geblieben, so dass wir jetzt aber deutlich mehr als 50 % in Aktien und Immobilien und  
56 alternative Investments in dem Bestand haben, weil eben über diese Wertentwicklung das  
57 Kapital erhalten werden soll. Ja, und dadurch haben wir eine Entlastung erreicht. Auch

58 nämlich vormals für die Kapitalerhaltung gebundene Zinserträge, die brauchen wir jetzt  
59 nicht mehr für die Rücklagen, wir legen keine Rücklagen mehr an nach dem Paragraphen 62  
60 und damit haben wir vormals gebundene, für die Kapitalerhaltung gebundene Zinserträge  
61 freigesetzt bekommen, die wir dann wiederum für die Zweckverwirklichung, nämlich für  
62 die Fördermittel einsetzen können. So also das müssen sie erstmal auf ihre Frage zurück  
63 kommt generalistisch betrachten, wieviel Renten brauchen wir, wieviel Aktien, wieviel  
64 Immobilien? Und erst mal, wenn Sie das haben, haben Sie erstmal das Grundgerüst. Dann  
65 geht es weiter was machen wir jetzt oder wie gehen wir jetzt vor, was Einzeltitel betrifft?  
66 Und da ist es so, dass man, dass wir zum Beispiel nach verschiedenen Indizes vorgehen.  
67 Also sie kennen das eben praktisch. Es gibt in der Welt sehr, sehr viele Indizes für Aktien,  
68 für Renten und einen Index ist dadurch gekennzeichnet, dass er praktisch einen Korb  
69 darstellt verschiedenster Aktien, Titel oder verschiedenster Rententitel. Die  
70 zusammengenommen werden mit dem Ziel, dass man eine bestimmte, einen bestimmten  
71 Inhalt ausdrücken möchte. Das kann also die gesamtwirtschaftliche Situation meinen wie  
72 den DAX, wo er verschiedene Branchen der kapitalstarken Unternehmen drin sind. Das  
73 können verschiedene Regionen, damit gemeint sein, dass man also verschiedene  
74 geografische Aspekte abdeckt. Das können aber auch verschiedene Branchen sein,  
75 beispielsweise dass man also nur Finanztitel oder nur Industrietitel oder nur  
76 Dienstleistungstitel hat. Da gibt es unterschiedlichste Formen und im Renten Bereich ist das  
77 auch so. Da können Sie also Staatsanleihen oder in geografische Regionen oder  
78 Unternehmensanleihen oder alles andere investieren. Also da gibt es auch verschiedenste  
79 Zusammensetzungen wie sie wählen können. Und wir gehen danach vor, weil wir versuchen,  
80 unsere Vermögen möglichst diversifiziert anzulegen, weil wir der Meinung sind, je breiter  
81 wir unsere Anlagen streuen, umso besser werden sie sich auch kompensieren. In ihren  
82 unterschiedlichen Wertentwicklungen ja und so suchen wir einzelne Indizes. Meistens nach  
83 geografischen Aspekten, ja weltweit und untersuchen diese dann im Zusammenspiel mit den  
84 schon vorhandenen Anlagen, die wir haben über Korrelationsanalysen und versuchen dabei  
85 herauszufinden, sind diese Indizes eigentlich geeignet, ein weiteres  
86 Diversifikationspotenzial für unsere Anlagen zu entfalten? Und wenn das der Fall ist, dann  
87 kommt das für uns als Anlage infrage, aber dann bilden wir eben den Index ab. Ja und keinen  
88 und suchen dann nicht den Einzeltitel, sondern wir sagen, wir wollen das investieren, was  
89 wir zuvor auch analysiert und untersucht haben ne, und das ist ein typisches Vorgehen eines  
90 sogenannten passiven Investors. Der also Indizes dann abbildet, da gibt es dann verschiedene

91 Wege. Das machen wir zum Beispiel, indem wir die Titel tatsächlich kaufen, die in dem  
92 Index vorhanden sind, andere kaufen ETFs das ist ungefähr das gleiche. Die kaufen dann  
93 aber eben eine zertifizierte Lösung dieser Indizes. Aber wir gehen eben so vor, dass wir die  
94 direkten Titel dann kaufen, und insofern ist das, weil es ja um Informationsquellen geht, über  
95 die Sie sich informieren wollen. Uns geht es da weniger um den Einzeltitel, denn der wird  
96 uns dann bei diesem Vorgehen ja eigentlich schon vorgegeben, nämlich durch denjenigen,  
97 der den Index gebaut hat und das akzeptieren wir dann einfach so. Zu hundert Prozent  
98 kommen dann ganz andere Dinge mit rein, nämlich auch Nachhaltigkeitsaspekte. Dass wir  
99 also verschiedene Aktien und Unternehmen, beispielsweise per Definition ausschließen ja,  
100 auch wenn sie in einem Index drin sind, dann weichen wir von diesem Index ab. Aber wenn,  
101 wenn die Titel, die in diesen Indizes drin sind, unseren Wertvorstellungen entsprechen, im  
102 weitesten Sinne, dann bilden wir die ab, ohne uns mit dem Einzeltitel selbst zu beschäftigen.  
103 Das macht im Zweifel dann höchstens ein Fondsmanager, der sich dann im Detail damit  
104 beschäftigt, wird tun das nicht.

105 I: Okay, ja, das wäre dann nämlich meine Frage gewesen, wenn Sie sagen, dass sie einzelne  
106 Titel zum Beispiel aufgrund von ESG ausschließen, wie Sie sich darüber informieren. Aber  
107 das läuft dann über einen externen Manager, oder?

108 E: Beides richtig also, wir haben also in der Tat einen Teil, den wir nicht und einen nicht  
109 kleinen Teil von Anlagen, die wir selbst in unserem Haus verwalten, ja, dann müssen wir  
110 selber uns diese Informationen besorgen. Ich kann gleich sagen, wie wir das machen. Und  
111 wenn es sich um extern verwaltete Spezialfonds, also wir haben etliche Spezialfonds, wo  
112 wir alleine rein investieren, nur das sind unsere Fonds, aber die extern verwaltet werden.  
113 Und und bei denen ist es in der Tat so, dass uns die Fondsmanager Informationen geben,  
114 dass wir beispielsweise bei den Kriterien, wenn wir also verschiedene Dinge ausschließen,  
115 wie zum Beispiel Herstellung von international geächteten Waffen, dann bekommen wir  
116 das - das ist bei so Großkonzernen der Welt gar so einfach herauszufinden, ob da irgendwo ein  
117 Zulieferer oder Nische bei Großkonzernen so etwas stattfindet. Aber genau das ist es dann,  
118 weil wenn unsere Fondsmanager so etwas herausfinden, dass das der Fall ist, dann geben sie  
119 uns die Information und das führt dann in der Regel dazu, dass wir diesen Titel dann  
120 unmittelbar verkaufen. Ja, wenn das, wenn das jetzt bei unseren eigenen verwalteten  
121 Beständen der Fall ist, da gucken wir eigentlich auch nicht unbedingt jetzt in  
122 Geschäftsberichte, wir kriegen die auch gar nicht zugeschickt. Offen gestanden würde das

123 auch unser Zeitpensum überschreiten, wir würden es gar nicht schaffen, uns mit den ganzen  
124 Einzeltiteln in dem Sinne zu beschäftigen. Aber man bekommt natürlich verschiedene  
125 andere Informationen durch die Medien durch Analyse, Berichte der Banken wir kriegen  
126 also ganz, ganz viele Marktanalysen und da stehen natürlich verschiedene Informationen  
127 auch drin. Ja, wenn also die dann, also wo dann eben drinsteht, hier sind solche Unternehmen  
128 unterwegs mit eben Dingen, die zu unseren Wertvorstellungen nicht passen. Dann überlegen  
129 wir eben, bilden wir dann diese Indizes, also kaufen wir diese trotzdem für unseren Bestand  
130 oder eben nicht. Und das und das diskutieren wir dann Haus intern in der Regel.

131 I: Das heißt Informationen, die Unternehmen selbst zur Verfügung stellen, beispielsweise  
132 auf ihrer Webseite oder eben über Präsentationen, Geschäftsberichte usw. nutzen Sie, dann  
133 nicht primär?

134 E: Ja, also genau Geschäftsbericht in dem Sinne, man kann sie ja in der Regel über das  
135 Internet abrufen, nicht. Das ist also, das bleibt uns ja unbenommen, wenn wir da mal ganz  
136 genau oder ins Detail reinschauen sollen. Dass, das passiert bei uns ist jetzt jedenfalls eher  
137 die Ausnahme, dass wir das mal haben. Stattdessen gibt es ja für, für uns also rein vom  
138 Zeitaufwand sehr viel leichter zu konsumierende Dinge, indem man im Prinzip  
139 Marktberichte liest. Es gibt ja auch diese von den einzelnen Analysten, von den Bankhäuser  
140 gibt es so einzelne Einschätzungen zu einem Unternehmen. Das ist dann nicht mehr als eine  
141 Seite oder so, wo eben praktisch drinsteht, wie sie aufgestellt sind. Wo die Schwerpunkte  
142 der Geschäftstätigkeit liegen, wie die Perspektiven aussehen usw. und das sind meistens  
143 schon ganz, ganz viele Informationen drin, die eben auch solche Fragen umfassen, wo wir  
144 dann eben unter Umständen hellhörig werden und sagen 'aha, guck mal an, das ist jetzt aber  
145 schon ein bisschen problematisch' und dann ist das ja der Auslöser, sich entweder mit dem  
146 Analysten des Bankhauses zusammzusetzen oder den zu kontaktieren halt. Oder eben  
147 selber eben in weitergehende Informationsmaterialien zu schauen, das kann dann am Ende  
148 auch mal ein Geschäftsbericht sein, natürlich. Aber in der Regel findet man so und  
149 bekommen wir so mehr als genug Analysematerial zugeschickt.

150 I: Und Sie haben es jetzt angesprochen. Wie kann ich mir diese Analyse vorstellen?

151 E: Welche Analyse meinen Sie jetzt konkret?

152 I: Sie sagten, dass Sie Informationen sammeln, die Sie dann für Ihre eigene Analyse  
153 verwenden, also beispielsweise die Berichte von Analysten. Dann gehen Sie das durch und

154 diskutieren das dann quasi aus und entscheiden daraufhin dann, ob Sie investieren oder nicht.  
155 Oder steht da zum Beispiel eine KI oder Maschine Learning Programme, oder andere  
156 technische Tools hinter?

157 E: Nein, solche technischen Tools nutzen wir grundsätzlich nicht, denn ich bin ehrlich gesagt  
158 auch kein Freund davon, weil ich denke der gesunde Menschenverstand ist tausendmal mehr  
159 Wert als ein maschinelles Programm was emotionslos eventuelle Daten miteinander  
160 vergleicht, weil ich glaube das, aber das ist meine persönliche Meinung, das gebe ich gerne  
161 zu, das kann man auch anders sehen, aber ich bin schon der Meinung, dass man hier in  
162 solchen Bewertungsdingen ja... Bei Großkonzernen ist das oftmals so facettenreich, dass es  
163 mir zu wenig wäre, eine Maschine das analysieren zu lassen. Dass das aber gut ergänzend  
164 wirken kann, natürlich. Ja, aber ich glaube diese künstliche Intelligenz Tools, die gehen mehr  
165 auf Charttechnik auch über das man eben schaut wo sind eventuelle Einstiegs- oder  
166 Ausstiegspunkte oder Absicherungspunkte dieses Jahr. Das interessiert uns sowieso nicht,  
167 also ganz ehrlich, weil wir als langfristiger Investor auf diese Timing Aspekte nur mit dritter  
168 Priorität schauen, ja und schon gar nicht schnell kaufen oder verkaufen, um eben einen  
169 schnellen Kursgewinn zu realisieren, das ist gar nicht unser Geschäft ja, sondern wir kaufen  
170 Titel und versuchen die langfristig zu halten. Ja, und wie gesagt, wenn es also weggeht von  
171 der Charttechnik von dem rein mathematischen, wo ist vielleicht ein Titel jetzt Einstiegs  
172 geeignet oder nicht, wenn man das mal außen vorlässt und sagt sich dann wir, wir müssen  
173 einzelne Daten bewerten, im Sinne eben auch von SDG-Kriterien da ist es so facettenreich,  
174 dass ich glaube auch da hat man auch unterschiedlichste Meinungen, die man dann  
175 einbringen könnte und sollte auch wie ich finde. Und das erfolgt dann eher in der  
176 hausinternen Abstimmung. Da haben wir also diese Informationsmaterialien, die uns dann  
177 zur Verfügung gestellt werden, das ist es eigentlich dann schon, also schriftliche Analysen  
178 von Analysten, Berichte von den Marktanalysten der Bankenhäuser beispielsweise. Also  
179 oder eben auch mediale Berichte, die man, die man lesen kann. Das genügt eigentlich, um  
180 uns dann ein Bild zu machen und wenn es eben nicht genügt, dann gehen wir, wie gesagt,  
181 dann gehen wir auf unsere externen Berater zu und fragen konkret nach. 'Wir haben die  
182 Informationen zu dem und dem Unternehmen vorliegen, die sehen so und so und so aus. Und  
183 wie ist das? Was ist da genau dran? Wie seht ihr das?' Und dann befragen wir eben die  
184 Personen, die sich dann wirklich auch sehr viel intensiver und gründlicher mit diesen Dingen  
185 beschäftigen, als wir das können, also wir sind quasi dann Konsumenten von Informationen.

186 Denn wir würden es bei der Fülle von Titeln, die wir hier verwalten, im eigenen verwalteten  
187 Bestand und eben auch in unseren Spezialfonds, das sind ja mehrere hundert Titel und wir  
188 sind ja eine Mannschaft. Wir sind relativ klein in der Vermögensanlage. Wir sind gerade zu  
189 sechst, das würden wir zeitlich gar nicht schaffen. Ja, aber dafür gibt es ja wie gesagt, gibt  
190 es externe Dienstleister, die man dann im Zweifel in Anspruch nehmen kann.

191 I: Ja, dann ähm auch zur zu der letzten Frage, quasi eine Abschlussfrage. Gibt es dann  
192 Informationen, die Sie für Ihre Informationsentscheidungen benötigen würden, aber zu  
193 denen Sie dann keinen Zugriff haben oder nur eingeschränkten Zugriff haben?

194 E: Nein, es kommt darauf an, was Sie da konkret mit meinen oder ob Sie da eine, eine ein  
195 konkretes Beispiel oder einen Gedanken im Hintergrund haben.

196 I: Nein, tatsächlich nichts wo ich direkt drauf abziele. Aber ich kann Ihnen ein Beispiel  
197 nennen. Zum Beispiel ging es zuvor schonmal um die Berechnungsmethoden von  
198 Kennzahlen. Also Unternehmen, geben beispielsweise Kennzahlen raus und dann gerade im  
199 Hinblick auf ESG gibt es die Frage, wie sie zum Beispiel den Wasserverbrauch berechnen  
200 oder so, dass es da ein bisschen transparenter ist, auch im historischen Verlauf. Ist die Frage  
201 etwas klarer?

202 E: Nein, so in diese Tiefe gehen wir nicht, das ist unrealistisch. Das korrespondiert ein  
203 bisschen mit dem, was ich vorher schon sagte, es gibt, es gibt, wie gesagt, in den  
204 entsprechenden Analyseberichten... Oder vielleicht mal auch anders gesagt, also wir nutzen  
205 hier bei uns, Sie sehen es hier bei mir - neben mir steht dieser Bildschirm, das ist Thomson  
206 Reuters ja, und dort gibt es also... Wir haben dort den sogenannten Full-Service, also da  
207 haben wir ja schon eine ganze Menge von Informationen, sowohl kurzzeitige Informationen,  
208 aber eben auch analyseseitige Information. Es gibt unter anderem in diesem ein  
209 Nachhaltigkeitstool.

210 Und dieses Tool bedeutet folgendes, da sind also derzeit etwa etwas mehr als 7000  
211 Unternehmen untersucht und in einem Art Raster mit 400 verschiedenen  
212 Nachhaltigkeitskriterien analysiert. Ja, und die gehen dazu wie eine Mathe Matrix dort rein  
213 und werden dort sozusagen bewertet ja, das kommt auch dazu, dass etliche dieser  
214 Nachhaltigkeitskriterien sich durchaus im Ergebnis, was dann herausgefunden wurde von  
215 denen die da hinten diese Dinge dann füllen mit Informationen, dass da durchaus auch  
216 widersprüchliche Informationen vorliegen, auf jeden Fall. Das Ergebnis ist, dass also diese  
217 Unternehmen, die diese Analyse unterworfen sind, einen gewissen Nachhaltigkeitsgrad

218 aufweisen. Und dem Vertrauen wir dann einfach und sagen ‘Jawohl, das ist also rein von der  
219 Zertifizierung, wenn das so gründlich analysiert wurde, ist das ein Nachhaltigkeitsgrad, der  
220 für uns akzeptabel ist’ und deswegen kämen diese Unternehmen dann auch für uns in Frage  
221 in unserem Investment. Mehr ist zeitlich nicht zu schaffen. Wenn wir jetzt praktisch bei, wie  
222 gesagt nochmal, wir haben mehrere hundert Unternehmen und wenn wir dort so weit ins  
223 Detail gehen würden, Ihr Beispiel aufgreifen, dass wir schauen würden, stimmt denn das,  
224 was die uns am Wasserverbrauch gemeldet haben? Haben Sie das eigentlich richtig  
225 gerechnet? Also ganz ehrlich das ist nicht darstellbar und ich hätte auch Zweifel, dass das  
226 andere, die das von sich behaupten, dass die das wirklich so darstellen können. Das klingt  
227 gut, ich glaube aber in der Praxis, da braucht man einen gehörigen Mitarbeiterstamm, wenn  
228 man das so umsetzen möchte, aber vielleicht gibt es das, ich weiß es nicht. Ich will es nicht  
229 ausschließen.

230 I: Ja, das Beispiel bezog er sich, bezog sich eher auf Zeitreihen, also dass man beispielsweise  
231 dann jetzt letztes Jahr die Berechnungsart geändert hat und dementsprechend ja die letzte  
232 Zeitreihe der letzten 10 Jahre dann nur noch bedingt vergleichbar ist. Also daher der  
233 Transparenz-Gedanke aber...

234 E: Da haben sie aber dann recht, wenn so etwas ist, dann kann man dann schon aufmerksam  
235 werden, also das ist natürlich schon ein Indiz mal genauer nochmal zu schauen. Wenn also  
236 jemand sagt, also vielleicht insbesondere Unternehmen, die vielleicht vorher nicht besonders  
237 gut abgeschnitten haben und dann auf einmal sehr viel besser dastehen und dann geschrieben  
238 wird oder man irgendwo rausfindet, man hatte eine Berechnungsgrundlage verändert, das  
239 wäre natürlich schon ein Anlass, den Analysten zu fragen, schau mal, wir haben das und das  
240 gelesen, habt ihr dazu Informationen? Ne, wenn solche Sachen sind, damit man eben nicht  
241 irgendeiner Schönrechnerei auf den Leim geht, das ist klar. Aber trotzdem im Großen und  
242 Ganzen ist es eben so, dass wir diese Indizes und wenn wir eben einen Index, wir suchen  
243 eben auch nach Indizes, die von sich aus eben auch sagen, sie gelten als nachhaltige Indizes,  
244 also die beinhalten Unternehmen, die als ‘nachhaltig zertifiziert wirtschaften’ gelten. Dann  
245 muss man diesen Dingen irgendwann auch vertrauen, natürlich auch ein Stück weit und kann  
246 ja reagieren, wenn darüber hinaus dann doch mal was Sie vorhin als Beispiel nannten  
247 mitbekommt, wenn dann eben doch Einzelinformationen kommen. Wir haben aber doch in  
248 einem Teil ihrer Geschäftssparte plötzlich Sachen, die vorher nicht bekannt waren oder so  
249 weiter, dann kann man reagieren, aber ansonsten muss man dann im Prinzip das, was externe

- 250 professionelle Prüfer und Analysten herausfinden, muss man dann irgendwie auch ein Stück  
251 weit Vertrauen schenken und das dann so nehmen, wie es ist.
- 252 I: Ja versteh ich ok, dann war das auch die letzte Frage möchten Sie zu dem Thema noch  
253 etwas ergänzen?
- 254 E: Nein, also wüsste ich jetzt nicht, nein.

## Transkript Interview 8

Interviewte Person (E): Leiter\*in der Vermögensverwaltung einer Stiftung in Deutschland

Interviewer\*in (I): Annika Henschel

Datum: 15.03.2022

Ort: MS-Teams

1 I: Sehr schön, dann würde ich Sie zu Beginn einmal darum bitten, sich kurz einmal  
2 vorzustellen und was Ihre Funktion ist.

3 E: Sehr gerne. Mein Name ist [anonymisiert], ich bin Leiter der Verwaltung und somit auch  
4 der Vermögensverwaltung der [anonymisiert] Stiftung verantwortlich, somit nicht nur die  
5 Vermögensanlage, sondern auch die ganzen Bereiche Finanzen, Buchhaltung, Verwaltung,  
6 Einkaufen etc.

7 I: Und für Ihre Investitionsentscheidungen welche Kriterien ziehen Sie da heran?

8 E: Wir sind sehr langfristig orientiert als gemeinnützige Stiftung legen somit Wert auf “ähm”  
9 zuverlässige Geldströme. Was die Ertragsseite angeht, weil wir eine operative Stiftung sind  
10 und dadurch auch eine sehr hohe Zuverlässigkeit unseres Haushalts und Haushalts-  
11 Finanzierung benötigen. Insofern legen wir großen Wert auf regelmäßigen Cash Flow. Sind  
12 aber auch bereit, dafür höhere Risiken einzugehen. Kommt man wahrscheinlich drauf, wenn  
13 wir auf einzelne Anlagen eingehen, also “ähm” wir tummeln uns hauptsächlich im  
14 Immobilienbereich, aber nicht nur im Bestandhalter Immobilien Bereich, sondern wir sind  
15 dort auch Risiko adjustierter unterwegs. Das Thema Nachhaltigkeit, um das vielleicht schon  
16 vorwegzunehmen, spielt bei uns natürlich zunehmend auch eine Rolle. Ist im Immobilien  
17 Bereich nicht so leicht umzusetzen. Für “ähm” aus unserer Sicht zumindest spielt aber  
18 natürlich zunehmend eine Rolle. Dadurch, dass unsere Hauptinvestment aber die Beteiligung  
19 an der [anonymisiert] ist, das ist ein weltweiter Technologiekonzern, ist es schwierig, mit  
20 unserem kleineren liquiden Vermögen, das beträgt ungefähr 270 Millionen Euro gegenüber  
21 einem, ich sag mal, Milliarden Konzernen zu sagen, wir versuchen jetzt das Thema  
22 Nachhaltigkeit auf Gesamtvermögenssicht nach vorne zu treiben, aber nichtsdestotrotz spielt  
23 das bei uns natürlich auch eine, eine große Rolle.

24 I: “Mhm” Und welche Informationsquellen nutzen Sie dann, um sich über ein Investment zu  
25 informieren?

26 E: Jetzt ist es im ich beziehe jetzt nur auf den Immobilien Bereich, weil wir tatsächlich nicht  
27 im Wertpapiermarkt unterwegs sind. Dort greifen wir regelmäßig natürlich auch auf dritt  
28 Produkte zurück, die von Fondsanbietern etc. angeboten werden. Das sind dann schon  
29 Jahresberichte natürlich auch Empfehlungen, auf die man dann zurückgreift und eigene  
30 Recherchen über Internet, aber natürlich auch Statistiken, Auswertung. Jetzt sind wir nur in  
31 Deutschland investiert, so dass sich der Fokus, der ich sag mal Geschäftsberichte schon  
32 weiter eingrenzt. Wir greifen aber sehr wohl auch auf Consultant Berichte zurück, die uns  
33 regelmäßig unaufgefordert zugeschickt werden und natürlich nehmen wir den auch gern zum  
34 Anlass zu studieren.

35 I: Achso, Sie gehen aber dann nicht auf, auf die Analysten beispielsweise zu und sagen  
36 ‘Okay, gib mir doch mal Informationen’?

37 E: Nein, also wir sind in einem Netzwerk, “ähm” ich sag mal fest eingebunden sind auch an  
38 einem Dienstleistungen Immobilien Bereich direkt beteiligt und über den bekommen wir,  
39 haben wir sozusagen den Marktzugang und haben auch eigene Kontakte zu, zu größeren  
40 Häusern. Was allerdings, dann wieder bei unseren 270 Million Euro darf man sich auch nicht  
41 vormachen, dass man jetzt hier der, einer der größten Anleger ist “ähm” im, im Kapitalmarkt  
42 aber halt ein Besonderer. So muss man es wahrscheinlich sagen.

43 I: Ja zum Thema Digitalisierung. Ich habe es vorhin schon angesprochen, dass es auch ein  
44 Thema in meiner Thesis ist. Welche “ähm” Technologien nutzen Sie dann, um sich zu  
45 informieren?

46 E: Da sind wir noch sehr, wie soll ich sagen 80er unterwegs “äh”. Das ist “eh” am liebsten  
47 die Papierform, das liegt aber an mir als Person, “Ähm”,wWeil ich immer gerne in diesen  
48 Berichten, drin rum male oder was rausreiß, das soll man ja den, den Versendern nie sagen,  
49 aber so ist es, in der “äh” der Tat. Und natürlich das Internet. Und am Ende des Tages  
50 Telefonate, persönlicher Kontakt ist augenblicklich ja schwer möglich, aber das wären dann  
51 auch Besuche, dass man sagt kommt, dann setzt man sich in den Flieger und trifft sich mal  
52 Vormittag, um sich weiter auszutauschen. Also ich glaube, dieses Digitale, ja hat aber seine  
53 Grenzen, denn am Ende ist es mehr als nur die Investitionsentscheidung, man kauft ja ein  
54 Paket zumindest bei der Immobilie.

55 I: “Mhm” Und hat sich das denn in den letzten zwei Jahren verändert? Also jetzt durch die  
56 Pandemie hat sich ja vieles digitalisieren müssen, haben sie da dann Veränderungen gemerkt  
57 und inwiefern?

58 E: Völlig klar, denn die persönlichen Kontakte sind quasi auf null zurückgefahren, auch aus  
59 eigenem Interesse. Aber auch die, die, die Angänge der Dienstleister sind natürlich deutlich  
60 digitaler geworden, als dies in der Vergangenheit waren also. Man wird mit Mails und  
61 Einladungen zu digital Konferenzen überschwemmt. Das, was früher die großen  
62 Veranstaltungen Hotels waren, sind heute eben die stündlichen, ich weiß nicht,  
63 Mittagsformate etc. Also das ist schon zu spüren, die Auswahl ist da, aber es ist, es fehlt  
64 eben dieser persönliche Austausch, dass man sagt ‘wunderbare Aussagen’ mit denen  
65 möchtest du dich gern nochmal auf ein Glas Apfelsaft oder wie auch immer treffen.

66 I: “Mhm” ja, dann auch die letzte Frage quasi dieses Katalogs. Gibt es Informationen, die  
67 Sie für die Entscheidung benötigen würden, zu denen Sie aber keinen oder nur einen  
68 geringen Zugriff haben und wo Sie sich dann mehr Zugriff wünschen würden.

69 E: Nee also, uns liegen alle Informationen vor. Wie kommen an die Informationen ran. Und  
70 wie gesagt, da wir keine Consultants einschalten, wäre das noch ein weiteres Feld, das wir  
71 nutzen könnten, aber da sind wir zumindest für unseren Anlagebedarf ausreichend  
72 informiert.

# Fragebogen

## Fragebogen

### 1 Standardseite

---

Liebe Teilnehmerin, lieber Teilnehmer,

Vielen Dank für Ihr Interesse und dass Sie sich die Zeit für diese Umfrage nehmen.  
Im Rahmen meiner Masterthesis an der Fachhochschule St. Pölten im Studiengang Wirtschafts- und Finanzkommunikation (neue Digital Business Communication) erforsche ich das Informationsbedürfnis und Informationsverhalten von institutionellen Investoren in Deutschland, Österreich und Schweiz.

Das Interesse liegt darauf, wie Sie sich über Investitionen informieren. Dabei gibt es keine richtigen und falschen Antworten.

Die Beantwortung dieses Fragebogens dauert etwa 10 Minuten.

Die Umfrage ist anonym und die Daten werden ausschließlich für den oben genannten Forschungszweck verwendet.  
In dem Sie auf den "Weiter"-Button klicken gelangen Sie zur Umfrage und stimmen der Verwendung der Daten zu.

---

### 2 Allgemeine Fragen

---

#### In welchem Land sind Sie tätig?

Nur eine Antwort möglich.

- Deutschland
  - Österreich
  - Schweiz
  - Anderes
- 

### 3 Subgruppen

---

#### Welche Institution vertreten Sie?

Nur eine Antwort möglich.

- Versicherung (Lebens-, Kranken-, Unfall-, Rückversicherung)
- Versorgungswerk
- Pensionsfond
- Pensionskasse
- Stiftungen
- Kirche, Bistum
- Vorsorgekasse
- Depot-A Investor
- Corporate
- Anderes:

#### Welche Institution vertreten Sie?

Nur eine Antwort möglich.

- Versicherung
  - Pensionskasse
  - Vorsorgekasse
  - Corporate
-

Anderes:

**Welche Institution vertreten Sie?**

Nur eine Antwort möglich.

- Öffentliche Pensionskasse
- Unternehmens Pensionskasse
- Branchen Pensionskasse
- (Sammel-) Stiftung
- Versicherung
- Corporate
- Anderes:

---

**4 Investmentstrategie**

**Wie beschreiben Sie Ihre Anlagestrategie?**

Bitte Zutreffendes auswählen.

- aktiv     passiv
- kurzfristig (weniger als 6 Monate)     langfristig (über 5 Jahre)
- risikoaffin     risikoavers

**Wer verwaltet Ihr Anlagevermögen?**

Nur eine Antwort möglich.

- Wir verwalten 100% des Vermögens selbst.
- Das Vermögen wird zum Teil durch externe Vermögensverwalter/ Fondsmanager verwaltet.
- Das Vermögen wird zu 100% von externen Vermögensverwaltern/ Fondmanagern verwaltet.

**Wie hoch ist der Aktienanteil in Ihrem Portfolio?**

Bitte geben Sie den Anteil in % über den Schieberegler an.

---

**5 Informationsquellen**

**Haben Sie ein internes Research-Team für die Informationsbeschaffung und Analyse?**

Nur eine Antwort möglich.

- Ja, wir haben ein eigenes Research-Team.
- Ja, aber wir arbeiten auch mit externen Analysten zusammen.
- Nein, aber wir haben vor in Zukunft eines aufzubauen.
- Nein, wir verlassen uns auf externe Analysten.
- Anderes:

**Wie Relevant sind die folgenden Kriterien für Ihre Investitionsentscheidungen als institutioneller Investor?**

Bitte bewerten Sie die Wichtigkeit der Kriterien von 1 (irrelevant) bis 4 (sehr relevant).

- |                                | irrelevant            | wenig relevant        | eher relevant         | sehr relevant         |
|--------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Performance des Unternehmens   | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Performance und Aussichten der |                       |                       |                       |                       |

.....	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Branche	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Makroökonomische Daten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Risiko für das Unternehmen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fundamentaldaten/ finanzielle Kennzahlen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Nachhaltigkeit, ESG-Kriterien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
SDG-Kriterien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
strategische Ausrichtung des Unternehmens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Managementqualität	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**Verwenden Sie Geschäftsberichte als Informationsquelle?**

Nur eine Antwort möglich.

 Nein Ja**6 Filter Filter**

v_12 Verwendung von GBs	Verwenden Sie Geschäftsberichte als Informationsquelle? - Verwendung von GBs (von Seite 5: Informationsquellen)	ungleich 1
-------------------------	---	------------

**6.1 GB Format****Wie häufig verwenden Sie folgende Formate des Geschäftsberichts?**

Bitte geben Sie die Häufigkeit anhand der Skala 1 (gar nicht) bis 4 (häufig) an.

	gar nicht	selten	gelegentlich	häufig
Online- oder HTML-Geschäftsberichte	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
PDF-Format	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
gedruckte Geschäftsberichte	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
XBRL-Format	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**Wie relevant sind die folgenden Teile des Geschäftsberichtes für Sie?**

Bitte schätzen Sie die Wichtigkeit auf der Skala von 1 (irrelevant) bis 4 (sehr relevant) ein.

	irrelevant	wenig relevant	eher relevant	sehr relevant
Überblick über die Kennzahlen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Brief des Vorstands	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Informationen zu Unternehmensstrategie und -zielen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Corporate Governance Bericht	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Segmentberichterstattung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bericht zur Branchen- und Marktentwicklung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Anhang	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Chancen- und Risikoberichterstattung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Gewinn- und Verlustrechnung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bilanz	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Informationen zur Nachhaltigkeit/ ESG	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bericht des Aufsichtsrates	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ergebnis und Bilanzanalyse	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**Welche der Informationen entnehmen Sie dem Geschäftsbericht?**

Mehrere Antworten möglich.

- Performance des Unternehmens
- Performance und Aussicht der Branche
- Makroökonomische Daten
- Risiko für das Unternehmen
- Fundamentaldaten/ finanzielle Kennzahlen
- Nachhaltigkeit, ESG-Kriterien
- SDG-Kriterien
- strategische Ausrichtung des Unternehmens
- Managementqualität

**6.2 (Fehlende) Inhalte im GB**

**Wie Zufrieden sind Sie mit den folgenden Aspekten des Geschäftsberichts?**

Bitte bewerten Sie die Zufriedenheit auf der Skala von 1 (unzufrieden) bis 4 (sehr zufrieden).

	unzufrieden	eher unzufrieden	eher zufrieden	sehr zufrieden
Transparenz der Informationen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Standardisierung und Vergleichbarkeit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Risikoeinschätzung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Wachstumschancen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Berichterstattung über die Branche	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Nachvollziehbarkeit der Kennzahlen und Datenreihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Erklärung zur Strategie, Vision und Mission	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

## 7 Informationsverhalten

### Wie wichtig sind Ihnen die folgenden Quellen für Ihr Informationsverhalten?

Bitte geben Sie die Wichtigkeit auf der Skala von 1 (irrelevant) bis 4 (sehr relevant) an.

	irrelevant	wenig relevant	eher relevant	sehr relevant
Aufzeichnung der Hauptversammlung/ Pressekonferenzen/ Vorträge	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Quartalsberichte	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Nachhaltigkeitsberichte	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Research Reports von Sell-Side-Analysten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
News und Medienberichte	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Social Media	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Berichte unabhängiger Organisationen/ Vereine (z.B. NGOs, Schutzverbände)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Webseite des Unternehmens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Datenbanken/ Datenprovider (z.B. Bloomberg, Reuters)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
direkter Kontakt zum Management oder zur Investor Relations	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Factsheets/ Präsentationen/ Broschüren des Unternehmens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Geschäftsbericht des Unternehmens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

## 8 Datenverarbeitung ohne GB

### Mit welchen Methoden werten Sie Daten aus?

Mehrere Antworten möglich.

- quantitativ, maschinell (z.B. statistische Auswertung mit KI, Machine-Learning)
- qualitativ, maschinell (z.B. sentiment Analysen mit natural language processing)
- qualitativ, manuell (z.B. "händisches" lesen von Berichten)
- quantitativ, manuell (z.B. "händisches" Sichten und Auswerten von Kennzahlen)
- quantitativ, automatisiert (z.B. Importieren von Daten in Excel)
- Anderes:

## 9 Filter Filter

v\_38 quantitativ, maschinell (z.B. statistische Auswertung mit KI)

Mit welchen Methoden werten Sie Daten aus? - quantitativ, maschinell (z.B. statistische Auswertung mit KI, Machine-Learning) (von Seite 8)

unendlich 1

	Stausuche Auswertung mit KI, Machine-Learning)	(z.B. Stausuche Auswertung mit KI, Machine-Learning) (von Seite 8: Datenverarbeitung ohne GB)	ungleich 1
and	v_39 qualitativ, maschinell (z.B. sentiment Analysen mit natural language processing)	Mit welchen Methoden werten Sie Daten aus? - qualitativ, maschinell (z.B. sentiment Analysen mit natural language processing) (von Seite 8: Datenverarbeitung ohne GB)	

### 9.1 KI ohne GB

#### Haben Sie in Zukunft vor Künstliche Intelligenz (KI) zur Datenverarbeitung zu verwenden?

Nur eine Antwort möglich.

- Ja
- Indifferent
- Nein

### 10 Auswirkung Digitalisierung

#### Die Corona-Pandemie wirkte in den letzten 2 Jahren als Treiber für die Digitalisierung. Welche der folgenden Aussagen treffen für Sie zu?

Mehrere Antworten möglich.

- Die Transparenz hat zugenommen.
- Das Informationsangebot ist vielfältiger geworden.
- Das Informationsangebot und die Kommunikation ist zielgruppenspezifischer.
- Es gibt zu viele Informationen und Kommunikationskanäle.
- Ich erhalte Informationen schneller als vor zwei Jahren.
- Ich begrüße die digitalen Kommunikationskanäle (z.B. digitale Konferenzen und Meetings).
- Die Entwicklungen werden sich nicht langfristig durchsetzen.
- Mein Informationsverhalten hat sich in den letzten zwei Jahren nicht verändert.

### 11 Interesse an Ergebnissen

#### Sie haben Interesse an den Ergebnissen dieser Forschung?

Dann geben Sie gerne Ihre E-Mail-Adresse an.

Die Daten der Umfrage werden getrennt und unabhängig zu Ihren Kontaktdaten ausgewertet. Die angegebene Adresse wird ausschließlich zur Versendung der Ergebnisse verwendet.

### 12 Endseite

**Vielen Dank für Ihre Teilnahme!**

**Bei Fragen stehe ich Ihnen gerne zur Verfügung.**

**Kontakt:**  
**Annika Henschel**  
**wf201501@fhstp.ac.at**