

Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft
Hrsg.: Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

Wigbert Böhm

Investor Relations der Emittenten von Unternehmensanleihen



Verlag Wissenschaft & Praxis



Investor Relations der Emittenten von Unternehmensanleihen

**Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft
an der Universität Hohenheim**

Herausgeber:

Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

Band 38

Wigbert Böhm

Investor Relations der Emittenten von Unternehmensanleihen

Notwendigkeit, Nutzen und Konzeption
einer gläubigerorientierten Informationspolitik

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

D100

ISBN 3-89673-197-1

© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2004
D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6
Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

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

Printed in Germany

Geleitwort des Herausgebers

Mit der Studienreihe möchte die Stiftung Kreditwirtschaft Arbeiten, die an der Universität Hohenheim zu bank- und finanzwirtschaftlichen Themen entstanden sind, einem interessierten Fachpublikum zugänglich machen. Die veröffentlichten Schriften sollen den Gedankenaustausch zwischen Universität und Praxis fördern.

Aufgrund einer zunehmend restriktiven Kreditvergabe und deutlich ansteigender Bonitätsrisikoprämien bei Bankkrediten sowie einer deutlichen Verschärfung der Wettbewerbssituation auf den Anleihemärkten, die zunehmende Anstrengungen bei der Begebung solcher Instrumente erfordert, sehen sich kapitalsuchende Unternehmungen einem härteren Wettbewerb um Fremdkapital ausgesetzt.

Parallel dazu erzeugt die wachsende Vielfalt an Anlagemöglichkeiten und der damit notwendige Vergleich der Anlagealternativen einen steigenden Informationsbedarf der Investoren. Begünstigt wird diese Entwicklung ferner durch einen Paradigmenwechsel im Anleihemanagement hin zu Anlagestrategien, die auf das Ausnutzen von bonitätsbedingten Wertveränderungen bei Unternehmungsanleihen abzielen.

Hier setzt der Autor an und weist nach, dass sich Anleiheemittenten durch eine auf Dauer angelegte Bereitstellung gläubigerrelevanter Informationen signifikante Wettbewerbsvorteile bei der Aufnahme von Fremdkapital verschaffen können. Ferner entwickelt er in dem vorliegenden Band beachtliche Gestaltungsempfehlungen für eine gläubigerorientierte Informationspolitik, die sowohl für Anleiheemittenten als auch für andere Kreditnehmer nützlich sind. Damit leistet die vorliegende Arbeit einen wichtigen Beitrag zur Lösung einer bislang im wissenschaftlichen Schrifttum kaum beachteten Aufgabe. Gleichzeitig gibt sie kapitalsuchenden Unternehmungen ein leistungsfähiges Instrumentarium an die Hand, um bei wachsendem Wettbewerb zu bestehen.

Ich wünsche diesem Band der Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft reges Interesse und fruchtbare Wirkung.

Hohenheim, im Juni 2003

Prof. Dr. Joh. Heinr. von Stein

Vorwort des Verfassers

Für einen „reingeschmeckten“ Mitarbeiter einer schwäbischen Universität ist die Fertigstellung der Dissertation gleich zweifach Grund zur Freude. Erstens: Kein Mensaessen mehr. Zweitens: Endlich Umzug. Bevor ich aber diesen Lebensabschnitt mit der Veröffentlichung der Arbeit abschließe, möchte ich noch all denjenigen danken, die mich auf diesem Weg begleitet und unterstützt haben.

An erster Stelle danke ich Herrn Prof. Dr. Joh. Heinr. von Stein für die erfahrungsreiche Zeit am Lehrstuhl für Kreditwirtschaft der Universität Hohenheim sowie die Erstellung des Erstgutachtens. Daneben möchte ich Herrn Prof. Dr. Helmut Kuhnle für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und Frau Prof. Dr. Christina Escher-Weingart für die Übernahme des Prüfungsvorsitzes danken.

Eng verbunden bin ich Holger Köckritz für die kritische Durchsicht des Manuskriptes und Johannes Lentz für die stetige Diskussionsbereitschaft sowie zahlreiche Anregungen. Ausserdem danke ich allen Homburger, Heidelberger und Hohenheimer Freunden. Sie haben mich während der Arbeit an der Dissertation ertragen und mir zur Seite gestanden.

Von ganzem Herzen möchte ich meiner Mutter, meinem Bruder Klemens und Günther Stern danken, die mich während der gesamten Ausbildung stark gefördert haben (wenngleich Deutschland hierdurch ein großer Fliesenleger verloren gegangen ist). Ohne ihren Beistand wäre auch die Verwirklichung dieses Vorhabens nicht möglich gewesen. Ihnen widme ich in tiefer Dankbarkeit diese Arbeit.

München, im Juni 2003

Wigbert Böhm

INHALTSVERZEICHNIS

A	PROBLEMSTELLUNG, ZIELSETZUNG UND GANG DER UNTERSUCHUNG.....	1
B	GRUNDLAGEN FÜR EINE GLÄUBIGERORIENTIERTE INFORMATIONSPOLITIK.....	5
1	INVESTOR RELATIONS ALS BEZUGSRAHMEN FÜR EINE GLÄUBIGERORIENTIERTE INFORMATIONSPOLITIK	5
1.1	<i>Charakteristika der Investor Relations.....</i>	5
1.1.1	Begriff und Gegenstand der Investor Relations	5
1.1.2	Teilgebiete der Investor Relations	7
1.1.3	Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes	12
1.2	<i>Zielgruppen für Investor Relations der Emittenten von Unternehmensanleihen.....</i>	13
1.2.1	Private Kapitalgeber.....	14
1.2.2	Institutionelle Kapitalgeber.....	14
1.2.3	Multiplikatoren	16
1.3	<i>Anforderungen der Kapitalgeber an die in Investor Relations offenzulegenden Informationen</i>	17
2	PUBLIZITÄTSVERHALTEN DEUTSCHER AKTIENGESELLSCHAFTEN MIT INVESTOR RELATIONS-AKTIVITÄTEN	20
2.1	<i>Pflichtpublizität.....</i>	20
2.1.1	Prospektpflicht	20
2.1.2	Jahresabschluß und Lagebericht.....	21
2.1.3	Zwischenberichterstattung	24
2.1.4	Ad hoc-Publizität	25
2.2	<i>Freiwillige Berichterstattung</i>	25
2.2.1	Quantitative Berichterstattung	26
2.2.2	Qualitative Berichterstattung	27
3	UNTERNEHMENSANLEIHEN ALS OBJEKT DER GLÄUBIGERORIENTIERTEN INFORMATIONSPOLITIK	29
3.1	<i>Anleihen als Instrument der Kreditfinanzierung für Unternehmen.....</i>	29
3.1.1	Spezifische Charakteristika von Anleihen	29
3.1.2	Abgrenzung der einzubeziehenden Anleiheobjekte.....	32

3.2	<i>Bestimmungsfaktoren für die Markttrendite von Unternehmensanleihen</i>	34
3.2.1	Marktbezogene Faktoren.....	35
3.2.2	Emittenten- und emissionspezifische Faktoren.....	37
3.3	<i>Credit Ratings als alternative Institution zur Bereitstellung von Bonitätsinformationen</i>	40
C	BEGRÜNDUNG FÜR EINE GLÄUBIGERORIENTIERTE INFORMATIONSPOLITIK	45
1	UNVOLLKOMMENHEITEN IN DER INFORMATIONSVERARBEITUNG	46
1.1	<i>Theorie und Empirie der Informationsverarbeitung auf den Anleihemärkten</i>	46
1.2	<i>Begründungsansätze für eine Informationspolitik bei unvollkommener Informationsverarbeitung</i>	48
1.2.1	Kosten für die Informationsbeschaffung und -auswertung	48
1.2.2	Asymmetrische Informationsverteilung.....	52
1.3	<i>Bedeutung des Credit Ratings für eine Informationspolitik bei unvollkommener Informationsverarbeitung</i>	55
1.3.1	Einfluß auf die Kosten der Informationsbeschaffung und -auswertung	56
1.3.2	Einfluß auf die asymmetrische Informationsverteilung.....	58
1.4	<i>Empirische Studien zum Zusammenhang zwischen Informationsbereitstellung und Fremdkapitalkosten</i>	60
2	FREMDKAPITALGEBERSPEZIFISCHE INFORMATIONSBEDÜRFNISSE	62
2.1	<i>Nachweis auf Basis der Optionspreistheorie</i>	63
2.1.1	Optionspreistheoretisches Grundmodell.....	63
2.1.2	Fremdkapitalgeberspezifische Informationsbedürfnisse als Folge einer ungeeigneten Abbildung der Realität durch das Grundmodell.....	67
2.1.2.1	Markunvollkommenheiten	68
2.1.2.2	Mehrere Kreditbeziehungen und Kreditsicherheiten.....	69
2.2	<i>Nachweis auf Basis der Prinzipal-Agenten-Theorie</i>	71
2.2.1	Struktur und Grundtypen von Prinzipal-Agenten-Problemen	71
2.2.2	Ausprägung von Prinzipal-Agenten-Problemen bei Finanzierungsbeziehungen	74
2.2.2.1	Eigenfinanzierung	75
2.2.2.2	Fremdfinanzierung	76

2.2.3 Fremdkapitalgeberspezifische Informationsbedürfnisse als Folge spezifischer Prinzipal-Agenten-Probleme der Fremdkapitalgeber	78
2.2.3.1 Unsicherheit über die Bonität des Kreditnehmers	78
2.2.3.2 Fehlanreize bei Investitionsentscheidungen	79
2.2.3.3 Fehlanreize bei Finanzierungs- und Konsumententscheidungen	81
3 SYNTHESE: BEGRÜNDUNG FÜR EINE GLÄUBIGERORIENTIERTE INFORMATIONSPOLITIK	82

D KONZEPTIONELLER BEZUGSRAHMEN FÜR EINE GLÄUBIGERORIENTIERTE INFORMATIONSPOLITIK 83

1 ZIELSYSTEM EINER GLÄUBIGERORIENTIERTEN INFORMATIONSPOLITIK	83
1.1 <i>Shareholder Value als Erfolgsmaßstab für eine gläubigerorientierte Informationspolitik</i>	83
1.2 <i>Einfluß einer gläubigerorientierten Informationspolitik auf den Shareholder Value</i>	86
1.2.1 Reduktion der Kapitalkosten	86
1.2.1.1 Reduktion des Fremdkapitalkostensatzes	86
1.2.1.2 Erhöhung des Verschuldungsgrades	87
1.2.2 Steigerung der Cash Flows	89
1.2.2.1 Durchführung zusätzlicher und profitablerer Investitionsprojekte	89
1.2.2.2 Reduktion der Kosten für die Aufrechterhaltung der Liquidität	90
1.3 <i>Shareholder Value-orientiertes Zielsystem einer gläubigerorientierten Informationspolitik</i>	90
2 BEURTEILUNG DES PUBLIZITÄTSVERHALTENS DER ANLEIHEEMITTENTEN	92
2.1 <i>Vorüberlegung</i>	92
2.2 <i>Beurteilung des Publizitätsverhaltens auf Basis optionspreistheoretischer Ansätze</i>	95
2.2.1 Unternehmenswert	96
2.2.2 Volatilität	96
2.2.3 Verschuldung	98
2.2.4 Mehrere Kredite und Stellung von Sicherheiten	99
2.2.5 Weitere Faktoren	101

<i>2.3 Beurteilung des Publizitätsverhaltens auf Basis von Rating-Verfahren</i>	103
2.3.1 Emittentenspezifische Faktoren	105
2.3.1.1 Verschuldung des Anleiheemittenten	106
2.3.1.2 Fälligkeitsstruktur der Verbindlichkeiten	109
2.3.1.3 Bestand an Zahlungsmitteln.....	110
2.3.1.4 Zukünftige Zahlungsbewegungen.....	111
2.3.1.5 Geschäftsrisiko	112
2.3.1.6 Managementqualität	113
2.3.2 Emissionsspezifische Faktoren	114
2.3.2.1 Vertragliche Nachrangigkeit	116
2.3.2.2 Strukturelle Nachrangigkeit.....	117
2.3.2.3 Kreditvertragliche Vereinbarungen.....	119
<i>2.4 Zwischenfazit: Defizite im Publizitätsverhalten der Anleiheemittenten</i>	119

E VERBESSERUNG DER BERICHTERSTATTUNG ÜBER DAS AUSFALLRISIKO..... 121

1 INFORMATIONEN ÜBER DIE WAHRSCHEINLICHKEIT EINER ZAHLUNGSSTÖRUNG.....	121
<i>1.1 Berichterstattung über die finanzielle Lage des Anleiheemittenten</i>	121
1.1.1 Liquidität des Anleiheemittenten	121
1.1.2 Verschuldung des Anleiheemittenten.....	124
1.1.2.1 Hybride Finanzinstrumente.....	125
1.1.2.2 Verbriefte und veräußerte Forderungen des Anleiheemittenten.....	125
1.1.2.3 Verbindlichkeiten nicht konsolidierter Tochtergesellschaften und Joint Ventures	127
1.1.2.4 Verpflichtungen aus Miet- und Leasingverträgen.....	129
1.1.3 Aufgliederung der bilanziellen Verbindlichkeiten	130
<i>1.2 Risikoberichterstattung</i>	133
1.2.1 Ausgestaltung des Risikomanagementsystems	134
1.2.1.1 Aufbau des Risikomanagementsystems.....	135
1.2.1.2 Ablauf des Risikomanagementprozesses	135
1.2.2 Darstellung der Risikolage.....	141

1.3 Bonitätssignale und Berichterstattung über die Reputation des Anleiheemittenten	145
1.3.1 Bonitätssignale	145
1.3.2 Reputation des Anleiheemittenten	146
2 INFORMATIONEN ÜBER DAS MÖGLICHE AUSMAß EINER ZAHLUNGSSTÖRUNG	148
2.1 Berichterstattung über die Struktur des Aktivvermögens des Anleiheemittenten	148
2.2 Berichterstattung über die Ausprägung der vertraglichen und strukturellen Nachrangigkeit	151
2.2.1 Vertragliche Nachrangigkeit	151
2.2.2 Strukturelle Nachrangigkeit	153
F AUFBAU EINER BERICHTERSTATTUNG ÜBER DAS EREIGNISRISIKO.....	157
1 MÖGLICHKEITEN ZUR INTEGRATION DES EREIGNISRISIKOS IN DIE BERICHTERSTATTUNG.....	157
2 INFORMATIONEN ÜBER VERÄNDERUNGEN DER GESCHÄFTSAKTIVITÄTEN DES ANLEIHEEMITTENTEN	159
2.1 Berichterstattung über die Auswirkungen der Veränderungen auf das Geschäftsrisiko.....	160
2.2 Berichterstattung über die vorgesehenen Realisierungsalternativen	163
2.2.1 Auf- und Ausbau von Geschäftseinheiten.....	164
2.2.2 Aufgabe von Geschäftseinheiten.....	170
3 INFORMATIONEN ÜBER VERÄNDERUNGEN DER KAPITALSTRUKTUR	172
3.1 Berichterstattung über Veränderungen aufgrund der Finanzierungsstrategie.....	172
3.2 Berichterstattung über Veränderungen aufgrund der Aufnahme von Fremdkapital im Rahmen von Unternehmensakquisitionen	174
3.3 Berichterstattung über die Gefahr einer feindlichen Übernahme	176
G ERGEBNISSE UND AUSBLICK.....	179

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

<i>Abb. B.1: Teilgebiete der Investor Relations</i>	7
<i>Abb. B.2: Marktbezogene Bestimmungsfaktoren für die Rendite von Unternehmensanleihen</i>	35
<i>Abb. B.3: Ratingsymbole für Unternehmensanleihen</i>	41
<i>Abb. C.1: Grundgedanke der Bewertung von Eigen- und Fremdkapital auf Basis der Optionspreistheorie</i>	63
<i>Abb. D.1: Wertsteigerungsnetzwerk</i>	85
<i>Abb. D.2: Zielsystem einer gläubigerorientierten Informationspolitik</i>	91
<i>Abb. D.3: Vorgehensweise der Rating-Agenturen bei der Beurteilung emittentenspezifischer Faktoren</i>	105
<i>Abb. E.1: Berücksichtigung der Verschuldung nicht konsolidierter Tochtergesellschaften und Joint Ventures</i>	128
<i>Abb. E.2: Aufgliederung der bilanziellen Verbindlichkeiten nach Fälligkeiten</i>	132
<i>Abb. E.3: Risikomanagementprozeß</i>	137
<i>Abb. E.4: Darstellung der Unternehmensrisiken im Risikoportfolio</i>	143
<i>Abb. E.5: Aufgliederung der Verbindlichkeiten nach Hierarchie und Fristigkeiten</i>	152
<i>Abb. E.6: Darstellung der Konzernstruktur des Anleiheemittenten</i>	154
<i>Abb. F.1: Darstellung der geplanten Veränderungen der Geschäftsaktivitäten</i>	161
<i>Abb. F.2: Optionen zur Entwicklung von Geschäftseinheiten und Auswirkungen auf das Geschäftsrisiko</i>	163
<i>Abb. F.3: Realisierungsalternativen für den Auf- und Ausbau von Geschäftseinheiten</i>	164
<i>Abb. F.4: Dimensionen des strategischen Aktionsradius</i>	167
<i>Abb. F.5: Realisierungsalternativen für die Aufgabe von Geschäftseinheiten</i> .	170

A Problemstellung, Zielsetzung und Gang der Untersuchung

Betrachtet man die Quellen für die Fremdfinanzierung deutscher Unternehmen, ist zu beobachten, daß Kreditinstitute als bislang bedeutendste Fremdkapitalgeber deutscher Unternehmen zunehmend **restriktiv Kredite vergeben** und im Firmenkundengeschäft deutlich **höhere Bonitätsrisikoprämien** durchsetzen. Der wesentliche Grund hierfür ist ein wachsendes Risikobewußtsein der Geschäftsbanken und der zunehmende Ertragsdruck. Weiter begünstigt wird diese Tendenz auch durch die aktuellen Reformvorschläge des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht zur Neuregelung der Eigenkapitalausstattung von Kreditinstituten. Kapitalsuchende Unternehmen sind deshalb auf andere Quellen als Bankkredite zur Deckung ihres Fremdkapitalbedarfes verwiesen.

Sie wenden sich verstärkt **Unternehmensanleihen** zu, die aufgrund ihrer spezifischen Vorteile, wie hohe Flexibilität und Überwindung der bei anderen Fremdfinanzierungsquellen bestehenden Mengenrestriktionen, in den letzten Jahren bereits **stark an Bedeutung gewonnen** haben. Das Volumen ausstehender Anleihen, die von deutschen Unternehmen und ihren ausländischen Finanzierungstöchtern begeben wurden, hat sich allein im Zeitraum Dezember 1997 bis Juni 2001 von 36 Mrd. USD¹ auf 172 Mrd. USD² fast verfünffacht. Dabei wird mit weiter steigenden Emissionsvolumina gerechnet. Wenngleich dies die wachsende Bedeutung dieses Finanzierungsinstrumentes zeigt, kommt es parallel zu dieser Entwicklung zu einer deutlichen **Verschärfung der Wettbewerbssituation** auf den Anleihemärkten, die zunehmende Anstrengungen bei der Begebung von Unternehmensanleihen erfordert.

Für **anleihebegebende Unternehmen** wird es schwieriger, die Aufmerksamkeit potentieller Investoren zu gewinnen, Anleihen zu günstigen Konditionen abzusetzen und die Vorteile der Anleihefinanzierung zu nutzen. Zusätzlich wird der Wettbewerb auch durch zahlreiche neue Kapitalmarktprodukte, die ebenfalls um die Anlagegelder konkurrieren, weiter verschärft.

¹ Eigene Berechnung. Quelle: Bank for International Settlements, *June*, 2000, S. 69ff.

² Eigene Berechnung. Quellen: Bank for International Settlements, *September*, 2001, S. 75; Bank for International Settlements, *December*, 2001, S. 83.

Aus **Sicht der Anleiheinvestoren** führt der notwendige Vergleich der zunehmenden Anlagemöglichkeiten zu steigenden Informationsanforderungen. Ferner bewirkt der Paradigmenwechsel im Anleihemanagement, von Buy and Hold-Strategien hin zu aktiven, auf ein Ausnutzen von bonitätsbedingten Wertveränderungen gerichteten Anlagestrategien eine stark **anwachsende Nachfrage nach bonitätsrelevanten Informationen**.

Anleiheinvestoren können zwar auf die bestehenden, an den Informationswünschen der Aktionäre ausgerichteten Investor Relations-Aktivitäten zurückgreifen. Wegen teilweise sehr unterschiedlicher Informationsbedürfnisse beider Gruppen wird die steigende **Nachfrage der Anleihegläubiger nach bonitätsrelevanten Informationen** hierdurch jedoch **nicht ausreichend befriedigt**. Dies gilt selbst dann, wenn Credit Ratings zur Verfügung stehen. Diese Bonitätseinstufungen berücksichtigen nicht alle bonitätsrelevanten Faktoren. Sie werden zudem von den Marktteilnehmern zunehmend kritisch hinterfragt und weisen außerdem nur einen sehr geringen Informationswert für Anleger mit aktiven, handelsorientierten Strategien auf. Darüber hinaus bestehen keine Möglichkeiten zur Differenzierung gegenüber anderen Anleiheemissionen mit identischen Credit Ratings.

Wollen deutsche Unternehmen weiterhin Fremdkapital zu günstigen Konditionen aufnehmen und über ein ausreichendes Fremdfinanzierungsvolumen zur Nutzung sich bietender Chancen verfügen, ist die **Durchführung einer gläubigerorientierten Informationspolitik zwingend notwendig**. Nur bei einer Erweiterung der Investor Relations um die Informationswünsche der Anleiheinvestoren ist es möglich, dem Wettbewerbsdruck auf Anleihemärkten zu begegnen und signifikante Finanzierungsvorteile zu generieren. Trotz dieser vielversprechenden Möglichkeiten werden solche Aktivitäten bisher nur ansatzweise durchgeführt. Auch eine wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dieser Thematik fehlt bislang.

Aus diesem Grund ist es Ziel der vorliegenden Untersuchung, die **Wirksamkeit einer gläubigerorientierten Informationspolitik zu begründen** und **praktische Gestaltungsempfehlungen** für eine an den Informationsbedürfnissen der Anleiheinvestoren ausgerichtete Berichterstattung zu formulieren. Der vorliegenden Arbeit liegt dabei ein **analytisch-deduktiver Ansatz** zugrunde, der sich auch im Gang der Untersuchung niederschlägt:

Kapitel B untersucht zunächst die **Grundlagen der gläubigerorientierten Informationspolitik**. Es spannt mit einer Behandlung der Investor Relations den hierfür erforderlichen Rahmen auf (Kap. B.1), bevor das Publizitätsverhalten deutscher Aktiengesellschaften beleuchtet (Kap. B.2) und Unternehmensanleihen als Objekt der gläubigerorientierten Informationspolitik charakterisiert werden (Kap. B.3).

Kapitel C **begründet die Durchführung einer gläubigerorientierten Informationspolitik**. Hierfür werden ausgewählte informationsökonomische Modellansätze auf die Anleihemärkte übertragen und die Wirkungen einer von den Anleiheemittenten initiierten Informationspolitik diskutiert. Vor dem Hintergrund des Credit Ratings als Alternative zur Bereitstellung von Bonitätsinformationen werden diese Ansätze kritisch hinterfragt und der diesbezügliche Stand der empirischen Forschung aufgezeigt (Kap. C.1). Durch eine finanzierungstheoretische Analyse wird anschließend auf Basis der neoklassischen und neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie erstmals die Existenz fremdkapitalgeberspezifischer Informationsbedürfnisse nachgewiesen (Kap. C.2), bevor die Ergebnisse in Kapitel C.3 zu einer Begründung für eine gläubigerorientierte Informationspolitik zusammengeführt werden.

Zur Formulierung von Gestaltungsempfehlungen wird in Kapitel D zunächst der **konzeptionelle Bezugsrahmen** für eine gläubigerorientierte Informationspolitik geschaffen. Durch Überführung der nachgewiesenen Wirkungen der Informationsbereitstellung in Shareholder Value-relevante Zielsetzungen wird hierbei das Zielsystem einer gläubigerorientierten Informationspolitik entwickelt (Kap. D.1), bevor dann das Publizitätsverhalten der Anleiheemittenten auf Basis der von institutionellen Anleiheinvestoren genutzten Bewertungsverfahren für Unternehmensanleihen untersucht wird (Kap. D.2).

Aufbauend auf den identifizierten Publizitätsdefiziten werden in Kapitel E systematisch Vorschläge zur **Verbesserung der Berichterstattung über das Ausfallrisiko** formuliert. Eine umfassende Anleitung zur Verbesserung der Berichterstattung über die Wahrscheinlichkeit einer Zahlungsstörung enthält Kapitel E.1. Sie wird ergänzt durch Empfehlungen für den Ausbau der Berichterstattung über das Ausmaß einer möglichen Zahlungsstörung (Kap. E.2).

Kapitel F entwickelt Gestaltungsempfehlungen für den **Aufbau einer Berichterstattung über das Ereignisrisiko** (Risiko bonitätsverändernder Ereignisse). Diese Risikokomponente gilt bisher mangels geeigneter Informationen als unvorhersehbar und bleibt deshalb – trotz ihrer hohen Relevanz für den Wert von