

---

**Michael Faust  
Rüdiger Mautz  
Jürgen Kädler**

**Wie beobachten und bewerten (Aktien-)Fondsmanager  
und Analysten Innovationen und  
Innovationsfähigkeit von Unternehmen?**

**2. SOFI-Tagung „Work in Progress“  
Finanzmarktkapitalismus – Arbeit – Innovation  
11./12. März 2013 in Göttingen**

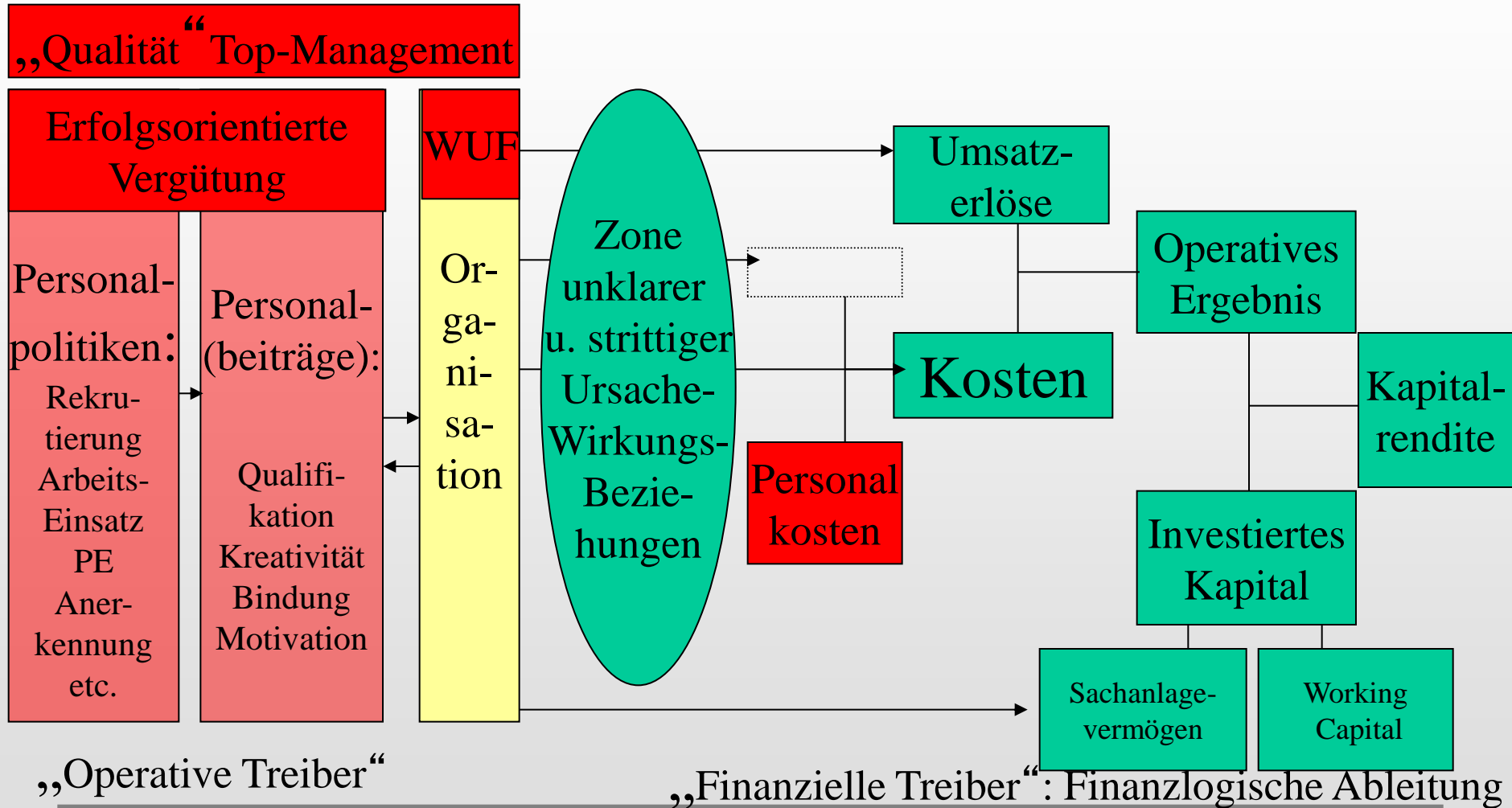
**Panel 2: Unternehmen, Arbeit, Innovation I : Externe  
Beobachtung, Bewertung, Einflussnahme auf  
Unternehmen aus Finanzmarktperspektiven**

---

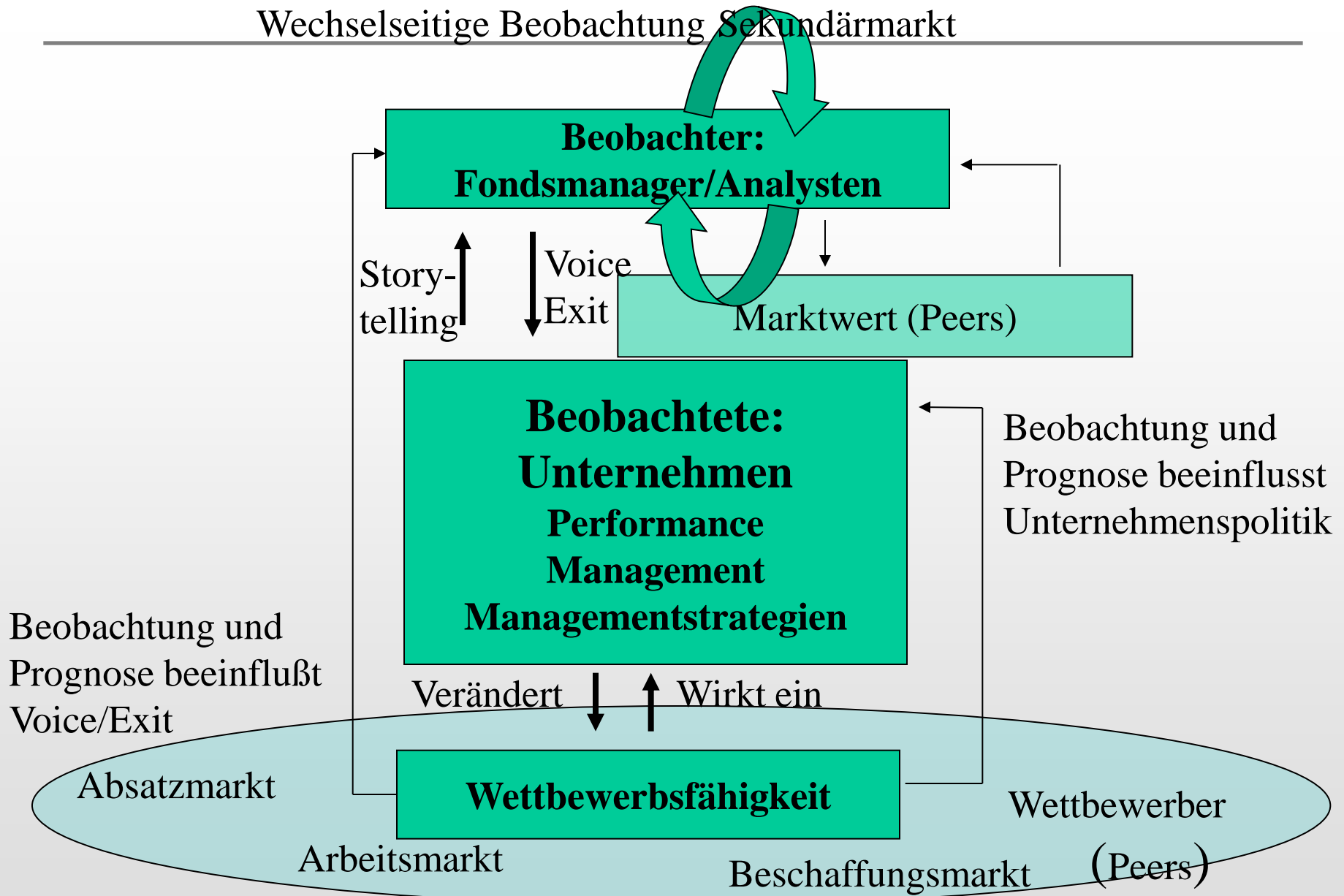
# ■ **Analysten und Analysteneinfluss auf Unternehmen**

- **Analysten und Fondsmanager sind zentrale Vermittler von Finanzmarkteinfluss auf Unternehmen**
- **Einflussnahme auf Anleger erfolgt**
  - nicht vorrangig über buy-, sell- oder hold-Empfehlungen,
  - sondern über die Nachvollziehbarkeit und Überzeugungskraft der Beurteilungskriterien (Beunza/Garud: „calculative frames“)
- **Einflussnahme auf Unternehmen erfolgt Kommunikation von Beurteilungs-/Bewertungskriterien**
  - Beiträge zum Common sense der financial community
  - direkte Kommunikation mit Unternehmen (fokussiertes Nachfragen etc.)
- **Analysten liefern nicht definitive Vorgaben, sondern Deutungsangebote für den Umgang mit Ungewissheit**

# Selektive Füllung der Lücken im DCF-Bewertungsmodell



# Wechselseitige Beobachtung Sekundärmarkt



---

## ■ **Analysten im Bewertungsdilemma**

**Analysten stehen bei der Wahl Bestimmung ihrer Bewertungsgrundlagen im Zielkonflikt zwischen**

- **dem Erfassen von Mehrheitseinschätzungen, nach denen sich Aktienkurse schließlich richten (Orléan: mimetische Rationalität; Keynes: Schönheitskonkurrenz)**
  - ➔ **Verstärkung gegebener Überzeugungen und Trends**
- **dem Ziel sich von allgemein geteilten Einschätzungen zu unterscheiden**
  - ➔ **Variation durch Zusatzinformationen etc.**
  - ➔ **neue Ideen, Leibbilder, Börsengeschichten („grand narratives“, „charismatische Ideen“, „reframing“)**
- **Analysten sind angewiesen auf Input aus Unternehmen**

---

## ■ Vom Besonderen zu Allgemeinen – am Beispiel der „Life-Sciences“ als Geschäftsmodell

### Fusion von Sandoz und CibaGeigy unter Abspaltung der Chemiegeschäfte

- neues Unternehmen mit Pharma-, Agrochemie-, Saatgut- und Ernährungsmittelgeschäft
- neue Rahmung unter Rückgriff auf Biotech- und New Economy-Erzählungen
  - Bio-und Gentechnologie als Querschnittstechnologie für „Life-Sciences-Branchen“
  - „Novartis als Prototyp des Life-Sciences Unternehmens
- **Aufnahme der Life-Sciences-Story in der Analystencommunity**
  - „Life Sciences“ als Marketingformel für Mehrbereichsgeschäfte
  - „Life Sciences“ als Legitimationsbasis für reale Restrukturierungen (Bsp. Hoechst AG)

- 
- **Analysten und die Varianz zeitlicher Perspektiven – am Beispiel der „Life Sciences“ als Geschäftsmodell**
  - **Bsp. Hoechst: „Life-Sciences-Strategie“ eröffnet längerfristige Perspektiven, wo kurzfristige Zahlen nur Fehlschlag ergeben würden.**
  - **New Economy allgemein: Konventionelle Bewertungsstandards kommen nicht zur Anwendung, solange der verbreitete Glaube an sie hält**
  - **Bedingungen und Grenzen der Haltbarkeit**
    - Fokussierung und Transparenz der innovativen Geschichte
    - geglaubte Absehbarkeit des wirtschaftlichen Erfolgs in einem überschaubaren Zeitraum

- 
- **Rolle des Kapitalmarkts beim Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland**
  - Die *Energiewende* geht ursprünglich *nicht* auf staatliche Politik oder Entscheidungen der traditionellen Energiewirtschaft zurück → wichtige Rolle von Technikpionieren und den neuen sozialen Bewegungen der 1970er und 1980er Jahre.
  - In der *Pionierphase* der späten 1980er / frühen 1990er Jahre: große Probleme, Fremdkapital zur Finanzierung von Firmengründungen oder von Windenergie- oder Solaranlagen zu akquirieren → Geburtsstunde des umlagefinanzierten Bürgerkraftwerks.
  - Mit Beginn und Ausbau der *staatlichen Förderung* erneuerbarer Energien: Kredit gebende Banken und Sparkassen entwickeln ein zunehmendes Interesse an Ökostromprojekten und -firmen:
    - war eine der Voraussetzungen dafür, dass die Nische der Ökostromerzeuger expandieren und Spielräume für technologische Lernkurven entstehen konnten.



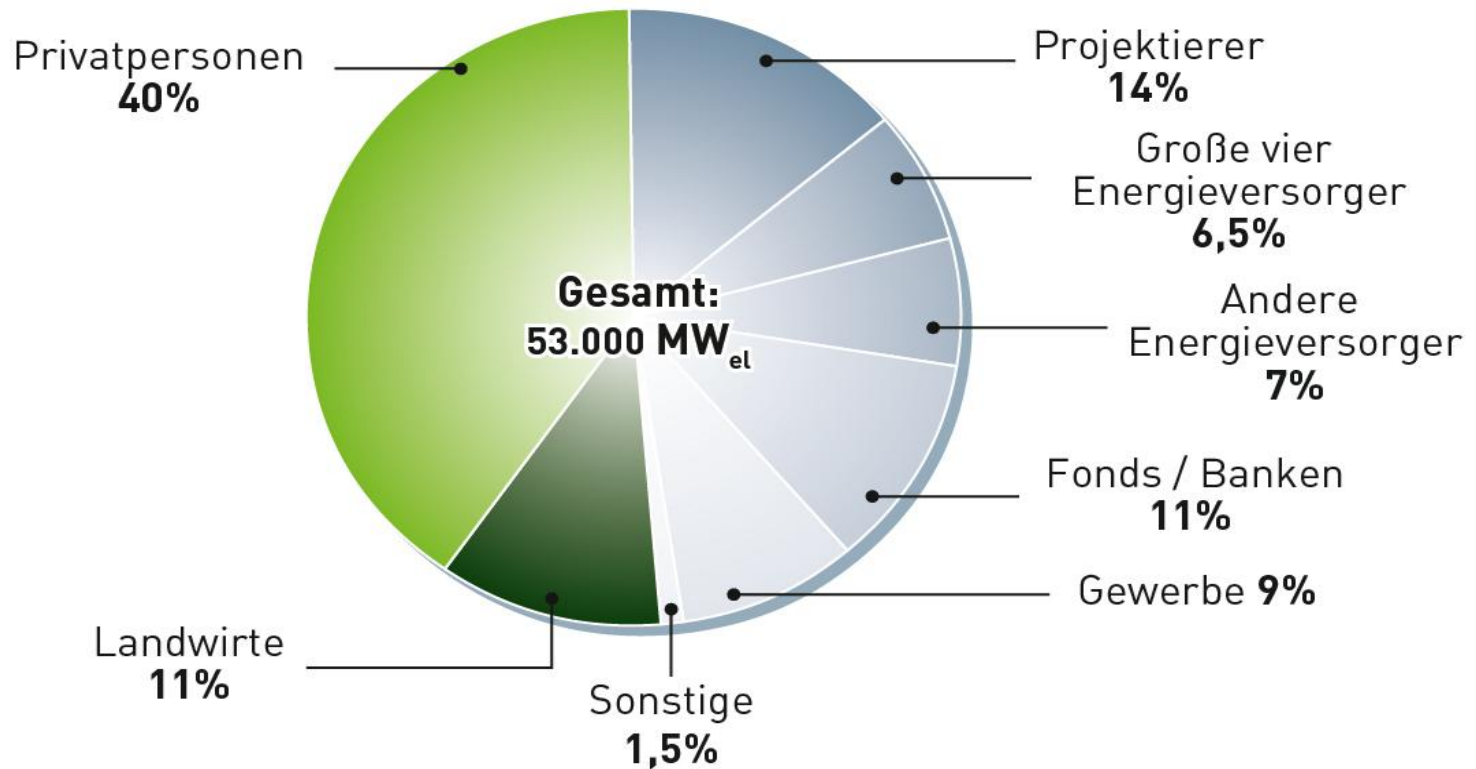
---

## ■ Rolle des Kapitalmarkts beim Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland

- Zunehmende Bedeutung *institutioneller Anleger* im Bereich erneuerbarer Energien, z.B. deutsche wie ausländische Pensionskassen, Lebensversicherungen, z.T. auch Private-Equity-Firmen.
- Investiert wird auf vielen Wegen: in Aktien und Aktienfonds, in direkte Firmenbeteiligungen, aber vor allem in geschlossene Fonds, z.B. für Windkraft- oder Solarprojekte, oder in sonstige spezialisierte Infrastrukturfonds.
- Interesse der institutionellen Anleger an *relativ risikoarmen Anlagemöglichkeiten*, die auf längere Sicht – wegen der langfristig berechenbaren Einspeisevergütung für Ökostrom – angemessene Renditen versprechen.

## Erneuerbare Energien in Bürgerhand

Verteilung der Eigentümer an der bundesweit installierten Leistung zur Stromerzeugung aus Erneuerbaren-Energien-Anlagen 2010 (53.000 MW).



Quelle: trend research; Stand: 10/2011

[www.unendlich-viel-energie.de](http://www.unendlich-viel-energie.de)



- 
- **Rolle des Kapitalmarkts beim Ausbau der erneuerbaren Energien Deutschland**
  - **Steuernde Wirkung institutioneller Anleger auf den Ausbau erneuerbarer Energien?**
    - **Anlegerentscheidungen sind abhängig von technologiespezifischen Risiko-Rendite-Abwägungen.**
    - **Beispiel „Münchner Rück“: großes Interesse an Investitionen in Photovoltaik und Windenergie an Land; skeptisch bei Offshore-Windenergie und Geothermie.**
  - **Offshore-Windenergie als Achillesferse der Energiewende:**
    - **Bisher starke Zurückhaltung bei institutionellen Anlegern, da das Rendite-Risiko-Profil nach wie vor schwer kalkulierbar ist.**
    - **Auch Zurückhaltung bei den Banken als notwendige Kreditgeber: gegenwärtige „Kreditklemme“ belastet auch die Fremdfinanzierung von Offshore-Projekten.**
-

---

## ■ Fazit

- **Der Kapitalmarkt ist zur wichtigen Finanzierungsressource für den Ausbau der erneuerbaren Energien geworden.**
- **Finanzmarktakteure entscheiden sich in Deutschland zurzeit eher gegen die zentralisierte Großtechnologie Offshore-Windenergie und für die Finanzierung dezentraler Varianten der Energiewende.**
- **Die Investitionsentscheidungen der Finanzmarktakteure werden im hohen Maß von den staatlichen Rahmenbedingungen beeinflusst, insbesondere von Höhe und Dauer der Einspeisevergütung für Ökostrom.**
- **Das Zusammenspiel von staatlichen Anreizen und den Renditeerwartungen institutioneller Anleger entwickelt sich im Idealfall zu einer treibenden Kraft der Energiewende.**
- **Druckpotential des Kapitalmarkts:**
  - **Auf die Ausgestaltung staatlicher Förderbedingungen.**
  - **Auf die Übernahme von Investitionsrisiken durch den Staat oder deren Abwälzung auf die Verbraucher (Beispiel: Haftungsumlage bei Offshore-Projekten).**
  - **Zum Teil auch auf die Stromkonzerne: Forderung nach stärkerer Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten und Investitionen in erneuerbare Energien.**

---

## ■ Fazit

- **Finanzmärkte sind kein reines Blockadeinstrument auf dem Weg zu einer kohlenstoffärmeren Gesellschaft: Unter bestimmten Bedingungen nehmen Finanzmarktakteure Abschied von eingefahrenen Anlagestrategien und setzen auf Zukunftstechnologien, die – im Fall der erneuerbaren Energien – von ihren Protagonisten einst als fundamentaler Gegenentwurf zur fossilen und atomaren Energiebasis des entwickelten Kapitalismus verstanden wurden.**
- **Innovationsnarrative sind keine Erfindungen von Analysten und Fondsmanager. Vielmehr entstehen sie in der Kommunikation mit den Unternehmen sowie dem weiteren wirtschaftlichen, technisch-wissenschaftlichen und soziopolitischen Umfeld (u.U. einschließlich öffentlicher Diskurse).**
- **Analysten und Fondsmanager sind in der Regel keine „Früherkener“ von Innovationen. Daher besteht immer auch die Gefahr, dass Kapitalmarktakteure Erwartungen kommunizieren bzw. Forderungen stellen, die die Innovationsfähigkeit unterminieren können.**
- **Weiterer Forschungsbedarf: im Sinnen einer empirischen Suchperspektive, die diesen Zusammenhängen auf Unternehmens- bzw. Branchenebene genauer nachgehen müsste.**