

Investor Relations

IM INTERVIEW: BERNHARD GÜNTHER

„Der Zeitplan war enorm ehrgeizig“

Der Finanzchef von Innogy über Stolpersteine und Überraschungen beim Rekord-Börsengang der RWE-Stromverteilnetztochter

Börsen-Zeitung, 10.6.2017

Herr Dr. Günther, Innogy war der weltweit zweitgrößte Börsengang im Jahr 2016 und die größte Erstnotiz in Deutschland seit dem Börsengang der Deutschen Post im Jahr 2000. Haben Sie das vorausgesehen?

Nein, das war nicht das Ziel, auf das wir zugesteuert sind. Uns ging es darum, für den Mutterkonzern RWE und für Innogy strategische Türen aufzustoßen. Natürlich ist es ein



Bernhard Günther

schöner Nebeneffekt, wenn man sieht, wie groß das ist, was man bekommen hat.

Was waren die wichtigsten Ziele, die Sie mit dem Börsengang verfolgt haben?

Es ging vor allem um die Zukunftsfähigkeit des gesamten RWE-Konzerns. Wir sind aus RWE heraus gestartet und haben einen Teil des Geschäfts in die Innogy gegeben. Es gab zwei Unterziele, die darauf eingezahlt haben. Das eine Ziel war die Zerlegung des Unternehmens in zwei Teile. Wir haben gesehen, dass die Zentrifugalkräfte zwischen den Geschäften, die in der RWE verblieben sind, immer größer werden und die Gemeinsamkeiten immer geringer. Aufgrund der unterschiedlichen Risikoprofile, aber auch kulturell wurde es immer schwieriger, eine Klammer zu bilden zwischen der Erzeugung aus Kernenergie, Braunkohle, Steinkohle und Gas einerseits und dem Netzgeschäft beispielsweise andererseits. Wir haben zudem unser Vertriebsgeschäft, wo Kunden zunehmend von ihrem Versorger verlangen, dass er mit einem neuen Anspruch zum Thema Umwelt daherkommt.

Und nach welchen Kriterien haben Sie die Aufteilung dann vorgenommen?

Damit bin ich beim zweiten Ziel, dem eigentlichen Börsengang. Wir haben über die von uns gewählte Konstruktion die Geschäfte mit erneuerbaren Energien, das Netz und den Vertrieb auf die Innogy übertragen – also nicht den Bereich, aus dem die finanziellen Probleme ursprünglich kamen. Damit war dieser Teil in der Lage, frisches Eigenkapital anzuziehen.

Für den alten RWE-Konzern hatte der Kapitalmarkt darüber schon längst spekuliert, weil es wegen der zu sehr drückenden Schuldenlast notwendig gewesen wäre.

Aber es wäre schwierig vermittelbar gewesen. Denn da hingen die gesamten, damals in der offenen Diskussion befindlichen Kernenergie Risiken drin. Das hat der neue RWE-Konzern jetzt über den Kernenergiefonds für die Endlagerkosten erfreulicherweise politisch über die Ziellinie gebracht. Dadurch, dass wir einen Börsengang gewählt haben – und nicht einen Aktiensplit mit Spin-off –, haben wir ein fungibles Asset für den neuen RWE-Konzern geschaffen. Wann immer es auf Ebene des neuen RWE-Konzerns Finanzierungsbedarf geben sollte, kann man einfach Innogy-Aktien verkaufen.

Gibt es dazu Pläne?

Ob und warum das nötig ist oder nicht, das kann ich jetzt nicht mehr beurteilen. Aber damit ist die Gefahr gebannt, dass man bei einer Verschlechterung der Situation – beispielsweise einem regulatorischen Einschnitt bei der Kohleverstromung oder bei der Kernenergie oder einem weiteren Rückgang der Strompreise – plötzlich zu Notverkäufen von Betriebsvermögen schreiten müsste. Das ist in so einer Situation nicht wertmaximierend. Natürlich waren die werthaltigen Vermögensgegenstände, die wir jetzt in der Innogy finden, auch vorher da. Sie sind nicht dadurch mehr wert geworden, dass man die Eigentümerstruktur verändert hat. Aber sie waren nicht fungibel. Wir konnten mit dieser Herangehensweise all diese Ziele miteinander kombinieren und gegenseitig positiv beeinflussen. Wir haben viel Zuspruch für das Konzept erhalten, offensichtlich war kein Haar in der Suppe.

Gab es aus dem damaligen Kreis der RWE-Aktionäre denn welche, die ein Haar in der Suppe entdeckt hatten?

Als der Aufsichtsrat über das Modell befunden hat, waren die Diskussionen erfreulich konstruktiv und fokussiert. Jedem war der Ernst der Lage

„Jedem war der Ernst der Lage bewusst, in der sich RWE befand.“

bewusst, in der sich RWE befand. Und unser Wettbewerber Eon hat ja zur gleichen Zeit – mit einem Jahr Vorankündigung – mit der gleichen strategischen Intention einen ähnlichen Schritt vollzogen. Die Umsetzung war anders, aber die strategische Grundlogik dahinter war die gleiche: diese Geschäfte zu trennen, allerdings mit dem Unterschied, dass die neue Eon im Gegensatz zu Innogy weiter durch die Kernenergie

belastet ist. Es hat vielleicht den einen oder anderen Aktionär gegeben, vor allem auf der kommunalen Seite, der mit einem weinenden Auge sieht, dass das Netz- und Vertriebsgeschäft in den Regionen vor Ort ein Stückchen weiter weggerutscht ist. Das hängt nur noch mittelbar an RWE, weil wir Innogy ganz bewusst ein sehr hohes Maß an Unabhängigkeit mitgegeben haben, um sie wertmaximierend an der Börse zu platzieren. RWE hat zwar noch eine 77%-Mehrheit, hat sich aber, wie im Börsenprospekt dargelegt, ganz klar auf die Rolle als Finanzinvestor beschränkt. RWE hat gesagt, wir werden Innogy trotz unserer deutlichen Mehrheitsposition wie eine Finanzbeteiligung führen – was untypisch ist. Insgesamt konnten wir viel von anderen Beispielen lernen, wie zum Beispiel die Abspaltungen von Siemens wie Infineon oder Osram oder Bayer mit Lanxess und Covestro. Am Ende ging alles dann doch sehr schnell, und es wurde ein hoher Wert für die Aktionäre erzielt. Und es ging ohne Rosenkrieg – was manchmal passiert, wenn die Teile auseinanderdriften und schon Antagonismen sichtbar werden, die den Prozess des konstruktiven Auseinandergehens nicht befördern.

Haben Sie mit so einem hohen Emissionserlös gerechnet?

Da haben wir sicher profitiert von dem Makroumfeld, von der Niedrigzinsphase. Das Timing war einfach perfekt. Viele Anleger sehen Aktien

„Die Zeitfenster innerhalb eines Jahres schrumpfen relativ schnell auf wenige Wochen zusammen.“

von stark regulierten Unternehmen wie Innogy als eine Art Substitut für Festverzinsliche – insbesondere zu dem Zeitpunkt Ende des dritten Quartals 2016, als wir den Börsengang scharfgeschaltet hatten und am 7. Oktober tatsächlich an die Börse gegangen sind. Da haben wir Glück gehabt, dass genau da der Markt in der Verfassung war, solche Aktien wie Innogy sehr nachzutra-

gen. Ich mache kein Hehl draus: Wäre das fünf Wochen später nach der US-Wahl passiert, hätte man wahrscheinlich zumindest diesen Preis so ohne Weiteres nicht mehr gesehen.

Zumindest war es schwer zu kalkulieren, wie danach die Märkte laufen werden.

Genau, es gab eine ganze Menge Unsicherheit. Wir wussten zum Beispiel, dass wir es nicht vor der Brexit-Entscheidung schaffen. Die meisten von uns waren überrascht, wie schnell die Kapitalmärkte das wegatmet haben. Auch wussten wir alle, dass da eine US-Präsidentenwahl kommt, die je nach Ausgang auch die Kapitalmärkte hätte belasten können – insbesondere solche Titel wie Innogy, die nicht unmittelbar profitieren von Vorhaben, die die Trump-Administration jetzt in Angriff nimmt.

Woran hätte der Börsengang scheitern können aus Ihrer Sicht?

Die Unternehmensumstrukturierung lief nach einem extrem ehrgeizigen Zeitplan. Das war ein unglaublicher Kraftakt von allen – da geht ein großes Dankeschön an alle Mitarbeiter. Wir hatten kalkuliert: Was ist das

Zeitfenster an der Börse, das wir im besten Falle erreichen können? Und das war Ende September, Anfang Oktober. Es gibt wegen der Veröffentlichungstermine für Zahlen nur gewisse Phasen, wo man das überhaupt machen kann. Dann gibt es natürlich die Fristen für die Einreichung des Wertpapierprospekts bei der BaFin. Im Juli, August sind die Kapitalmärkte im Sommerurlaub, also keine ideale Zeit, um so ein Unterfangen durchzuführen. Somit schrumpfen die Zeitfenster innerhalb eines Jahres relativ schnell auf wenige Wochen zusammen. Um Weihnachten macht man es üblicherweise auch nicht. Wir wussten: Das ist ein sehr ehrgeiziger Zeitplan. Uns war auch bewusst, dass wir das Risiko eingehen, diesen Zeitplan nach hinten revidieren zu müssen. Aber wir haben uns gesagt: Wenn wir nicht antreten mit dem Willen, so schnell wie möglich zu sein, wird es sicherlich nicht hinhalten. Einen Zeitplan nach hinten revidieren kann man immer noch, wenn man merkt, dass es nicht reicht. Und der zweite Punkt sind exogene, nicht beeinflussbare Faktoren: Es hätte natürlich eine Situation geben können, dass die Kapitalmärkte

Fortsetzung Seite B2

Die VermögensManager von Munich Re und ERGO

MEAG



Investmentlösungen für herausfordernde Märkte – wir bieten maßgeschneiderte Anlagekonzepte.

Innovative MEAG Strategien

- Short-Term High Yield
Strategie für Hochzinsanleihen mit kurzen Laufzeiten, defensiv mit Fokus auf regelmäßigen Erträgen
- Liquid Alternatives
Kombiniert drei Teilstrategien – europäische Aktien, Rohstoffe und Volatilität –, um marktneutrale Erträge bei überschaubarem Risiko zu erzielen



MEAG ist Ihr Spezialist im Asset Management mit ausgezeichneten Performance und aktivem Risikomanagement. Sprechen Sie uns an!

MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH
Oskar-von-Miller-Ring 18, 80333 München
Telefon 089 | 28 67 - 28 67, E-Mail info@meag.com
www.meag.com

Auszeichnungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen und Auszeichnungen. Die Veröffentlichung dient Werbezwecken und stellt keine Anlageberatung dar. Weitere Informationen erhalten Sie unter oben angegebener Adresse. Alle Daten mit Stand April 2017, soweit nicht anders angegeben.

AUS DEM INHALT

„Der Zeitplan war enorm ehrgeizig“
Interview mit
Dr. Bernhard Günther

Steigendes IR-Budget
verdeutlicht
wichtige Funktion
Von Dr. Martin Steinbach

Scale – Neue Chance
für Wachstumsunternehmen
Von Kay Bommer

Auch Politik und Regulatorik
einbeziehen
Von Carolin Amann

Unter Mifid II nehmen
die Anforderungen an IR zu
Von Christian Bacherl

Legalitätspflicht
nur auf den ersten Blick banal
Von Dr. Christoph Louven
und Marc Schlömer

Verschärfte
Sanktionsmöglichkeiten
im Kapitalmarktrecht
Von Ralf Becker

Strukturiertes und
einheitliches Datenformat
ab 2020
Von Dr. Bodo Kesselmeier

Stakeholder-Engagement
als Schritt zur Risikominimierung
Von Gillian Karran-Cumberlege

Scale – Neue Chance für Wachstumsunternehmen

Anfang März in Frankfurt gestartet – Segment muss dauerhaft gepflegt, optimiert und kontinuierlich angepasst werden

Börsen-Zeitung, 10.6.2017
Die Deutsche Börse hat ein neues Segment für kleine und mittelständische Emittenten geschaffen. Es soll jungen, schnell wachsenden Unternehmen den Zugang zu Eigenkapital



Von
Kay Bommer

Geschäftsführer
des DIRK – Deutscher
Investor Relations
Verband

erleichtern. Der Start ist gelungen. Jetzt gilt es, noch mehr Marktteilnehmer zu überzeugen.

Politisch war Scale gewollt. Zuletzt hatte sich der damalige Wirtschaftsminister Sigmar Gabriel für ein neues Segment an der Deutschen Börse starkgemacht. Auch der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband fordert seit längerem, geeigneten kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU) den Zugang zu Eigenkapital zu erleichtern. Am 1. März fiel in Frankfurt jetzt der Startschuss: 46 Aktien und Unternehmensanleihen notierten am ersten Handelstag in Scale. Die Börse hat ihr „Ökosystem für Wachstum“ damit um einen wichtigen Baustein ergänzt: Bis zum Initial Public Offering (IPO) unterstützt sie Wachstumsunternehmen bereits durch Maßnahmen wie den Fintech Hub oder das Venture Network. Die Schaffung eines attraktiven Einstiegssegments ist nun der nächste logische Schritt.

Für den Finanzplatz Frankfurt ist das neue Segment wichtig, denn der Wettbewerb um Neu-Listings nimmt international immer weiter zu. Jeder neue Scale-IPO stärkt daher auch den Markt. Gleichzeitig wird ein Börsengang für KMU zu einer immer bedeutenderen Finanzierungsal-

ternative. Insbesondere Wachstumsunternehmen, die wenig materielle Sicherheiten vorzuweisen haben, leiden unter den durch Basel III gestiegenen Anforderungen der Banken. Ein Börsengang bietet ihnen eine attraktive Möglichkeit, frisches Kapital einzusammeln.

Leicht ist dieser Weg allerdings nicht. Die Börse hat aus Fehlern der Vergangenheit gelernt und das neue KMU-Segment angesichts der Erfahrungen mit dem Neuen Markt, dem Segment für Mittelstandsanleihen und dem Entry Standard mit hohen Eintrittsbarrieren gesichert. Scale-Kandidaten müssen unter anderem seit mindestens zwei Jahren bestehen und zum Handelsstart eine voraussichtliche Marktkapitalisierung von mindestens 30 Mill. Euro aufweisen. Zudem müssen sie mit einem der aktuell 53 Capital-Market-Partner der Börse zusammenarbeiten. Diese stellen die Kapitalmarktfähigkeit des Emittenten sicher und betreuen ihn auch nach dem IPO weiter. Ebenfalls verpflichtend sind die von der Börse beauftragten und bezahlten unabhängigen Research-Reports. Gegenwärtig werden diese von Edison Investment Research und Morningstar erstellt.

Positive Resonanz

Die Konzeption des neuen Segments ist durchdacht und geeignet, die genannten Ziele zu erreichen. Viele Marktteilnehmer äußern sich positiv. Investor Marius Hoerner von der Hinkel & Cie. Vermögensverwaltung aus Düsseldorf etwa bezeichnet die „Abwägung zwischen ausreichenden Vorgaben und überbordender Regulierung“ als „gut gelungen“. Auch Analysten wie Heinz Steffen, Partner beim Research-Haus Fairsteich aus Kronberg, begrüßen die hohen Eintrittshürden. Steffen geht davon aus, dass es der Börse bei Scale gelingt, „die Spreu vom Weizen

zu trennen“. Ein Blick auf die bislang gelisteten Unternehmen belegt diese Annahme: Von den zuletzt rund 150 Emittenten aus dem Entry Standard hat weniger als ein Drittel den Wechsel in das neue Segment vollzogen.

Einer dieser Emittenten ist die FinLab AG aus Frankfurt – ein Finanzdienstleister, der auf die Förderung von Start-ups aus dem Technologiebereich spezialisiert ist. FinLab-Vorstand Kai Panitzki berichtet, dass die Anforderungen für den Wechsel in Scale für sein Unternehmen passend gewesen seien. Dennoch bezeichnet er die Eintrittsbedingungen als „hart“. Der Aufwand für die Emittenten sei hoch und Scale mache es jungen Unternehmen nicht leicht, an die Börse zu gehen, gibt er zu bedenken. Das gilt auch mit Blick auf die Kosten für das Listing: Während diese im Entry Standard bei rund 5000 Euro lagen, werden für Scale nun rund 20000 Euro fällig.

Eine wichtige Qualitätskontrolle hat die Deutsche Börse durch die Verpflichtung zum unabhängigen Research geschaffen. Die qualitativen Reports von Edison Investment Research und die quantitativen Analy-

sen von Morningstar sollen fortlaufende Transparenz und Visibilität schaffen. So sollen sie die Kapitalmarktfähigkeit der Scale-Emittenten sicherstellen und dafür sorgen, dass ihre Wertpapiere auch gehandelt werden. Die qualitativen Berichte liefern eine Einschätzung des Geschäftsmodells und der Positionierung im Wettbewerb, erläutert Edison-Director Klaus Schinkel. Sie werden zweimal im Jahr aktualisiert. In anderen Ländern wie zum Beispiel in Israel oder Australien wird der Research-Ansatz der Deutschen Börse ebenso praktiziert.

Nicht unumstritten

Unumstritten ist das Modell allerdings nicht. Es erleichtert zwar die Vergleichbarkeit, wird den individuellen Eigenschaften der Unternehmen aber wenig gerecht. So verpflichtet es beispielsweise auch die Unternehmen, die bereits von anderen Analysehäusern gecovert werden, dazu, das Edison- und Morningstar-Research in Anspruch zu nehmen. Dabei sind die Analysen branchenspezifischer Häuser in vie-

len Fällen wertvoller. Zudem ist das Research ausschließlich retrospektiv und formuliert weder ein Forecast noch ein Kursziel oder eine Empfehlung, wie sie zum Beispiel die Finanzanalyseverordnung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) fordert.

Einige Unternehmer kritisieren die Reports daher auch als „Schlicht-Research“ und bleiben unsicher, ob diese potenzielle Investoren überzeugen können. Eine Verbesserungsmöglichkeit liegt sicher darin, den Pool der durch die Börse beauftragten Research-Häuser nicht auf zwei zu beschränken. Emittenten könnten dann unter mehreren unabhängigen Anbietern die Analysehäuser aussuchen, die zu ihrem Unternehmen passen.

An die Börse heranzuführen

Auf Emittentenseite ist Scale gut geeignet, um Unternehmen vorsichtig an die Börse heranzuführen. Während einige Marktteilnehmer erwarten, dass das Segment insbesondere Tech-Start-ups anzieht, glauben andere, dass es vor allem Unternehmen anspricht, die bereits eine hohe Transparenz und Solidität bieten können. Tatsächlich liegen die Anforderungen an Scale-Emittenten deutlich näher an denen des Prime Standard als an denen des bisherigen Entry Standard. Somit richtet sich das Segment vor allem an Unternehmen, die über erprobte Geschäftsmodelle verfügen und sich auch bei Investoren bereits bewährt haben. Sie werden voraussichtlich am meisten von Scale profitieren. Welche Investoren Scale letztlich anzieht, bleibt abzuwarten. Die Investierbarkeit wurde durch den Scale All Share Index auf jeden Fall deutlich verbessert.

Große Hoffnungen

Scale ist mit großen Hoffnungen verbunden: Das Segment bietet Emittenten eine erhöhte Visibilität durch Research und stärkere Aufmerksamkeit seitens potenzieller Investoren.

Im optimalen Fall verbessert sich so die Liquidität der Emissionen, die Bewertungen steigen und Platzierungen können leichter durchgeführt werden. Diese Rechnung wird allerdings nur aufgehen, wenn es gelingt, Scale langfristig als echtes Qualitätssegment zu etablieren.

Mit Leben füllen

Nach dem gelungenen Start muss Scale daher jetzt schnell mit Leben gefüllt werden. Im Interesse aller Marktteilnehmer muss die Deutsche Börse das Segment dauerhaft pflegen, optimieren und kontinuierlich

„Alle Beteiligten müssen aktiv daran arbeiten, Scale zu einem Erfolg zu machen. Denn eines ist klar: Stillstand bedeutet Rückschritt.“

an sich ändernde Marktbedingungen anpassen. Dazu gehört neben einer Fortentwicklung des Research-Konzepts auch ein aktives Marketing, das viele Emittenten fordern. Von der Börse initiierte Round Tables oder Kapitalmarktkonferenzen im In- und Ausland könnten ihnen helfen, neue Investoren zu gewinnen. Aber auch die Unternehmen sind gefragt: Ohne echte Kapitalmarktfähigkeit, ohne eine gute Kapitalmarktstory und ohne professionelle Investor-Relations-Arbeit werden sie Investoren nicht überzeugen können. Darüber hinaus könnte die Politik Aktieninvestments durch steuerliche Erleichterungen auch für private Anleger attraktiver machen. In diesem Sinne müssen alle Beteiligten aktiv daran arbeiten, Scale zu einem Erfolg zu machen. Denn eines ist klar: Stillstand bedeutet Rückschritt.

Wesentliche Einbeziehungsvoraussetzungen für Scale:

- Einbeziehungsdokument oder bei öffentlichem Angebot gültiger und gebilligter Wertpapierprospekt
- Vertrag mit einem betreuenden Deutsche-Börse-Capital-Market-Partner
- Unternehmenshistorie von mindestens zwei Jahren
- Voraussichtliche Mindestmarktkapitalisierung von 30 Mill. Euro zum Zeitpunkt der Einbeziehung in den Handel
- Nennbetrag von mindestens 1 Euro
- Mindestens 20 % Streubesitz oder mindestens 1 Million Aktien im Streubesitz
- Research Report (vorgelegt vom Research Provider)
- Ferner müssen mindestens drei der nachfolgenden Kriterien erfüllt sein:
 - Umsatz von mindestens 10 Mill. Euro
 - Jahresüberschuss (positiv)
 - Bilanzielles Eigenkapital (positiv)
 - Mitarbeiterzahl des Emittenten von mindestens 20 Personen
 - Kumuliertes, eingesammeltes Eigenkapital von mindestens 5 Mill. Euro

Quelle: Deutsche Börse 2017, <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/scale/>

„Der Zeitplan war enorm ehrgeizig“

Fortsetzung von Seite B1

te insgesamt in einer solch labilen Verfassung gewesen wären, zum Beispiel wegen geopolitischer Themen, größerer ökonomischer Störungen in China oder in einem der südlichen Euro-Länder, dass es einfach nicht gegangen wäre. Das ist bei anderen Börsengängen passiert. Schon einige Wochen später waren die Kapitalmärkte schließlich in einer wackligen Verfassung.

■ Die Aktie war ja mehrfach überzeichnet. Das bietet die Chance, sich die Aktionäre aussuchen zu können im Rahmen eines solchen Börsengangs. Hatten Sie Kriterien, was die Struktur des neuen Aktionariats anbelangt?

Ein möglichst guter und breiter Mix war unser Ziel – sowohl was Regionen anbelangt als auch was Investorenprofile anbelangt. Einerseits wollten wir den sogenannten Long-only-Investor, der mit einem langen Zeithorizont einsteigt, wie zum Beispiel unser Ankerinvestor BlackRock, den wir schon am Anfang des Börsengangs an Bord geholt haben und der sicherlich für den Schwung des IPO hilfreich war. Das war ein enorm wichtiges Signal – wenn einer der größten in Privathand befindlichen Investoren der Welt da knapp 1 Mrd. Euro reinigt. Aber es geht auch darum, dass die Aktie eine gewisse Liquidität hat. Wenn Sie nur Aktionäre wählen, die das Ganze die nächsten fünf bis zehn Jahre ins Depot legen, dann haben Sie kein Handelsvolumen. Auch das ist nicht gut für eine Aktie. Das würde es selbst denjenigen Aktionären, die langfristig orientiert sind, schwermachen, die Aktie zu kaufen, weil viele von den Fonds die Anforderung haben, dass ihre Position im Notfall in einer gewissen Zeit marktschonend liquidiert werden kann – und dafür ist natürlich das Handelsvolumen entscheidend. Sie brauchen eine gewisse Beimischung von Investoren, von denen Sie annehmen, dass sie für die nötige Liquidität sorgen. Wir wussten, dass wir maximal 25 % an Free Float erreichen können. Damit war ja auch schon das Handelsvolu-

men gedeckelt durch die Größe der Emission.

■ Haben sich die 25 % aus dem Finanzierungsbedarf ergeben oder daraus, was Sie meinten, am Markt unterbringen zu können?

Ein bisschen von beidem. Es gab eine Hausnummer, die wir haben wollten, um das Finanzierungsthema wirksam zu adressieren. Dann war der Rest die Frage, in welcher Fassung die Märkte zu dem Zeitpunkt sein würden, wenn wir rausgehen. Wir haben kein Hehl daraus gemacht, dass das Volumen, was wir am Ende erzielt haben, höher war, als das, was wir neun Monate vorher angenommen hatten.

■ Was hat Sie abgesehen davon am meisten überrascht im Verlauf des Börsengangs? War das für Sie als CFO der erste Börsengang?

Ein Börsengang ist auch bei den meisten CFOs kein alltägliches Ereignis. Was hat mich selber am meisten überrascht? Dass wir diesen enorm ehrgeizigen Zeitplan durchgehalten haben, wo uns alle unsere Berater

„Das hat gezeigt, was in einem Unternehmen möglich ist, wenn alle an einem Strang ziehen und alle auf ein gemeinsames Ziel hinarbeiten.“

am Anfang gewarnt haben – also die Investmentbanken und Anwaltskanzleien, die solche Transaktionen schon oft gemacht haben. Dass das alles geklappt hat, war eine tolle Erfahrung. Weil das gezeigt hat, was in einem Unternehmen möglich ist, wenn alle an einem Strang ziehen und alle auf ein gemeinsames Ziel hinarbeiten. Denn es war ja eine Win-win-Situation, die wir kreiert haben – auch auf der RWE-alt-Seite. Es gab keinen Teil, der verliert, der

in eine schwierigere Zukunft entlassen wird als ohne den Börsengang. RWE hat sicherlich Teile eines gewinnbringenden Geschäftes abgegeben, aber damit die finanzielle Autonomie wiedergewonnen. Innogy als das zukunftssträchtigere Geschäft hat strategische Handlungsfreiheit gewonnen, die wir in der Zwangsverbindung mit Kernenergie und Braunkohle nicht gehabt hätten. Das hat allen eingeleuchtet. Und wenn Sie mich am Anfang des Jahres gefragt hätten, für wie wahrscheinlich ich es halte, dass wir diesen Zeitplan einhalten, hätte ich wahrscheinlich nicht mehr als 25 % Wahrscheinlichkeit darauf gesetzt. Nicht aus Berufspessimismus, sondern wissend, dass das sozusagen ein Best Case war. Wir waren über die ganzen gut zehn Monate der heißen Phase zwischen Beschluss des Aufsichtsrates und tatsächlichem Listing permanent auf dem kritischen Pfad.

■ Gab es auch aus dem eigenen Haus im Aufsichtsrat jemand, mit dem Sie eng in diesen Themen zusammengearbeitet haben?

Vor allem der Aufsichtsratsvorsitzende Werner Brandt, der jetzt in beiden Unternehmen den Aufsichtsratsvorsitz innehat, stand aufgrund seiner eigenen Corporate-Governance- und Kapitalmarkterfahrungen für wichtige Diskussionen zur Verfügung. Natürlich gab es einen Sonderausschuss in beiden Aufsichtsräten, der in der heißen Phase teilweise im Abstand von wenigen Tagen immer wieder zusammengelassen ist, um die großen Weichenstellungen zu begleiten. Das sind die sogenannten Pricing- und Sizing-Entscheidungen. Also: Wie viel gebe ich wirklich heraus und was ist die Preisspanne? Herr Brandt war aber auch bei einigen wesentlichen internen Weichenstellungen, die die Konzernaufteilung und das Verhältnis der beiden Teile zueinander und diese bewusste, selbst auferlegte Beschränkung von RWE auf die Rolle des Finanzinvestors betreffen, sehr aktiv eingebunden, auch wenn diese Weichenstellungen natürlich letztlich einer gesamtthaften Aufsichtsratszustimmung bedurften. Das sind Dinge, die

ein Vorstand nicht allein entscheiden kann. Da waren wir in der guten Situation, einen Vorsitzenden zu haben, der selber über sehr viel Erfahrung in solchen Situationen verfügt.

■ Gab es etwas, das beinahe schiefgegangen wäre?

Es gab glücklicherweise keine Situation, wo etwas auf des Messers Schneide stand. Es gibt im Rückblick nur Situationen, die es bei anderem Verlauf schwierig gemacht hätten, den Zeitplan einzuhalten.

■ Haben Sie ein Beispiel?

Ein Klassiker ist die gesellschaftsrechtliche Umstrukturierung. Das ganze Auseinanderziehen des Konzerns bedeutete, dass enorm viele operative Einheiten, die oft gesellschaftsrechtlich in irgendeiner spezifischen Hülle steckten, hin- und hergeschoben werden mussten. Das kann mitbestimmungstechnische Fragen und steuerrechtliche Fragen auslösen, die teilweise Zeit brauchen. Sie müssen sicherstellen, dass jedwede Umwandlungsmaßnahme rechtzeitig im Handelsregister eingetragen wird – im In- und Ausland. Da hätte es sein können, dass etwas länger dauert als gedacht. In dem Zeitplan waren keine drei oder vier Wochen Luft. Geholfen hat dabei der Kulturwandel, den wir bei RWE begonnen hatten mit dem Amtsantritt von Peter Terium als CEO 2012. Wir haben versucht, ein neues Denken und Handeln zu etablieren: Nicht nur was wir tun, ist relevant, sondern auch wie wir es tun, macht einen großen Unterschied. Das hat sich ausgezahlt. Es war allen klar, wir brauchen schnelle kurze Entscheidungswege, unpolitisch, funktionsübergreifend – also nicht: Jeder sitzt in seinem funktionalen Silo. Der Rechnungswesenmann denkt nur an seine Bilanz, die Steuerfrau nur an Finanzamt, der Personaler nur an die Mitbestimmung und oben passt nichts mehr zusammen. Es war uns klar als Vorstand, dass wir Entscheidungsvorbereitungsvollmachten nach unten delegieren mussten. Mit einem Micro-Management-Ansatz alter Schule – alles wird zweimal, dreimal geprüft, und am Ende

dreht der Vorstand noch mal jeden Stein persönlich um – wäre das nie zu machen gewesen.

■ Wenn Sie es noch mal machten: Würden Sie etwas anders machen?

Nein, nichts. Mir fällt da nicht viel ein. Vielleicht war der Börsengang aus Sicht der Neuinvestoren kein vollkommen ungetrübter Erfolg, weil die sich natürlich erhofft hat-

„Es war allen klar, wir brauchen schnelle kurze Entscheidungswege, unpolitisch, funktionsübergreifend – also nicht: Jeder sitzt in seinem funktionalen Silo.“

ten, dass der Kurs von den 36 Euro Emissionspreis direkt kontinuierlich weiter wächst. Stattdessen stagniert der Kurs. Das ist ein kleiner Wermutstropfen. Wenn man im Vorhinein genau wüsste, wo die Börse hinläuft, dann hätte sich der eine oder andere Investor mit einem Preis von 35 Euro besser bedient gefühlt. Aber da spricht der Innogy-Finanzier. Für RWE bedeutete natürlich jeder Euro mehr in der Preisspanne für die Bestandsaktien einige Millionen Euro zusätzlich in der Kasse.

■ Und wenn Sie zu tief liegen, dann kriegen Sie anschließend die Diskussion, dass Sie Ihre Spielräume nicht genutzt und Geld verschwenkt haben.

Genau. Ich kenne nur wenige Börsengänge, wo man im Nachhinein sagt: Das war genau der Sweet Spot – besser wäre es nicht möglich gewesen. Wo sich dann der Aktienkurs nachher sehr schön entwickelt, aber auch nicht sprunghaft. Wenn er nach dem Börsengang um 25 % nach oben geht, kriegen Sie von Ihren Altaktionären unangenehme Fragen.

■ Was haben Sie besser gemacht als andere, weniger erfolgreiche IPO?

Zum einen hatten wir Glück, weil die externen Faktoren stimmten. Der Markt war da. Und diese Art von Asset wurde just zu dem Zeitpunkt auch vom Markt gesucht. Außerdem hatten wir schon zuvor die Kultur bei RWE so gewandelt, dass wir das in der Rekordzeit von knapp zehn Monaten nach dem Aufsichtsratsbeschluss durchziehen konnten. Nachher sind viele gekommen und haben gesagt: Das hätten wir euch nie zugeutraut. Wir als Versorger sind ja nicht die Branche, die traditionell mit der maximalen Dynamik assoziiert wird. Dass das ein Versorger so durchzieht, hätten viele nicht gedacht.

■ Wie wichtig war die Auswahl der Investmentbanken, bei Ihnen also Deutsche Bank und Goldman Sachs?

Das ist eine Auswahl, bei der das persönliche Vertrauensverhältnis zu einigen der Akteure und zu dem jeweiligen Haus insgesamt eine mindestens ebenso große Rolle spielen wie technische Fertigkeiten. Bei den technischen Fertigkeiten sehe ich nicht, dass das nicht auch andere renommierte Banken hätten machen können. In der Endphase war es ja auch ein wesentlich größeres Konsortium, das die tatsächliche Vermarktung der Aktie gemacht hat.

■ Warum ist der Kurs unter Ausgabepreis?

Das ist die Kehrseite dessen, dass wir den perfekten Zeitpunkt erwischt haben. Danach begannen einige der Makrofaktoren gegen Aktien mit so einer Equity-Story wie Innogy zu drehen. Es waren zumindest in den USA erste Anzeichen erkennbar, dass die Zinswende bevorsteht. Mit jedem Gerücht, dass eventuell die Fed oder die EZB die Zinsen anheben, konnte man sehen, dass unser Kurs unter Druck geriet – und auch der von anderen stark regulierten Versorgern in Europa. Dann wird Geld wieder umgeschichtet aus unseren Aktien raus.

Das Interview führten Claus Döring und Christoph Ruhkamp.

Unter Mifid II nehmen die Anforderungen an IR zu

Investor Relations werden anspruchsvoller, kostspieliger und komplizierter – Mitarbeitern kommt verstärkt die Rolle des Analysten und der Vertriebsperson zu

Börsen-Zeitung, 10.6.2017
Im Zuge der Einführung der Mifid-II-Richtlinie werden institutionelle Investoren verpflichtet, die Aufwendungen für Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Handel von

Side-Research um ca. 25%. Auf der Seite der institutionellen Anleger gewinnen Größenvorteile bei der Internalisierung von Kosten an Bedeutung. Mittelfristig wird sich deshalb die Konsolidierung in der Assetmanagement-Industrie beschleunigen, während die Selektion von Einzeltiteln auf Basis der individuellen Analyse von Unternehmen zu Gunsten weniger researchintensiver passiver Anlagestrategien an relativer Bedeutung weiter abnehmen wird.

Von
Christian Bacherl

Vorstandsmitglied
der Baader Bank AG,
zuständig für die
Bereiche Equity Capital
Markets und Research



Wertpapieren von den Aufwendungen für sonstige wertpapierbezogene Leistungen zu trennen. Diese sonstigen Leistungen betreffen insbesondere Angebote der Banken im Zusammenhang mit der Zurverfügungstellung von Aktien-Research und der Organisation und Moderation der direkten Interaktion zwischen Emittent und Investor in Form sogenannter Roadshows und Konferenzen.

Institutionelle Investoren sind zukünftig angehalten, für die sonstigen Leistungen spezielle Budgets zu erstellen sowie bestimmte Dienstleistungen auf Ebene der Managementgesellschaft zu vergüten oder zu erbringen. Während diese Regelungen grundsätzlich die Transparenz für Anleger erhöhen sollen, bieten deren Auswirkungen erhebliches Veränderungspotenzial für die Struktur der Buy- und Sell-Side, das sich stark auf die Arbeit der Investor-Relations- (IR-)Abteilungen auswirken wird. Brancheninsider rechnen mit einer Kapazitätsanpassung im Sell-

gang der Zahl der Research-Analysten, lässt sich für die Investor-Relations-Arbeit von Unternehmen außerhalb der großen Benchmarks leicht eine Abwärtsspirale absehen. Auf der einen Seite steigen die Anforderungen der Anleger an die Streubesitzmarktkapitalisierung und Liquidität der Aktien mit zunehmender Portfoliogröße auf der anderen Seite wird die Research-Betreuung weniger breit verfolgter Titel für die Sell-Side zu einem wirtschaftlichen Abenteuer. Der Bewertungsunterschied zwischen stark und weniger stark marktkapitalisierten Unternehmen wird zunehmen und die Kosten des Eigenkapitals kleinerer Unternehmen überproportional steigen.

Steigende Ausgaben

Sowohl bei großen als auch bei kleineren Unternehmen sind steigende Ausgaben für Investor Relations eine zwingende Folge der regulatorischen Rahmenbedingungen unter Mifid II. Während die Analystenge-

meinde für ausreichend liquide und kapitalisierte Unternehmen in der Vergangenheit als Multiplikator eingesetzt werden konnte, wird die Zahl der zu betreuenden Ansprechpartner für den IR-Manager durch die stärker individualisierte Betreuung der Buy-Side (Analysten) zulegen. Die Identifikation von Zielinvestoren und die Organisation von Investorenbesuchen werden vermehrt auf die Investor-Relations-Einheit verlagert oder durch eigenständige Dienstleister gegen Vergütung übernommen.

Im Bereich der sogenannten Nebenwerte werden die Herausforderungen um ein Vielfaches größer. Sinkt die Bereitschaft der institutionellen Investoren, ein breites Research-Angebot weniger stark kapitalisierter Titel nachzufragen, wird der Investor-Relations-Manager zusätzlich entscheiden müssen, ob und in welchem Umfang eine Abdeckung durch Sell-Side-Analysten gewünscht und angestrebt wird. Die Frage nach durch den Emittenten beauftragtes Research stellt sich somit für kleinere Unternehmen schneller

„Die partnerschaftliche Zusammenarbeit mit leistungsfähigen Beratern gewinnt für alle Marktteilnehmer an Bedeutung.“

als für Börsenschwergewichte. Das muss grundsätzlich keine schlechte Entwicklung sein, sofern das „Be-

zahlresearch“ den Ruf des „Gefälligkeitsresearch“ ablegen kann.

Auch unter einem Mifid-II-Regime wird die Kapitalmarktanalyse eines Unternehmens durch dem Grunde nach unabhängige Dritte weiter eine tragende Rolle im Zusammenspiel zwischen Emittent und Investor spielen. Dabei bietet die Separierung von Handel und sonstigen Dienstleistungen neuen Geschäftsmodellen die Chance, sich am Markt zu etablieren.

Auf bestimmte Marktsegmente spezialisierte Research-Anbieter und Dienstleister, die sich auf die Organisation von Investor-Relations-Maßnahmen wie Roadshows fokussieren, erhalten unter dem getrennten Bezahlsystem eine bessere Möglichkeit, ihre Leistungen zu positionieren. Es ist allerdings davon auszugehen, dass sich die meisten dieser Modelle auf eine Vergütung durch den Emittenten konzentrieren werden und im Budget der IR-Abteilung berücksichtigt werden müssten.

Allerdings ist ein geschriebener Research-Bericht noch lange kein gelesen. Die Frage nach der Distributionsplattform und der aktiven Vermarktung der Research-Produkte muss ein unabhängiger Anbieter genauso beantworten können, wie ein integrierter Anbieter von Handels- und Research-Dienstleistungen.

Steigen die Kosten für das einzeltorientierte Investieren für institutionelle Anbieter, erhöht sich die Attraktivität, passive Produkte aufzulegen. Der Trend zu rein benchmarkbasierten Produkten ist ebenso ungebrochen wie quantitative Anlagemodelle, bei denen der Algorithmus die Investitionsentscheidung übernimmt. Auch hier sind weniger stark marktkapitalisierte Unternehmen im Nachteil und höhere Kapitalkosten die Folge. Eine genaue Analyse wesentlicher quantitativer Anlageme-

thoden wird notwendig, um sicherzustellen, dass die Berichterstattung der Gesellschaft die Bedürfnisse der sogenannten Quants aufgreift und die investorenorientierte Unternehmensführung möglicherweise in Teilen auf diese Zielgruppe zuschneidet.

Zentrale Konferenzen

Die Möglichkeit, Broker für die Organisation von Unternehmensbesuchen zu vergüten, wird unter Mifid II von einzelnen europäischen Staaten unterschiedlich ausgelegt werden. In Summe wird es jedoch für die Sell-Side weniger attraktiv und bisweilen unmöglich, die Organisation von Unternehmens-Roadshows als für den Emittent kostenfreie Dienstleistung anzubieten. Diese wichtige Funktion der IR-Arbeit wird unter Mifid II verstärkt durch die IR-Abteilung selbst, unabhängig agierende Spezialisten oder als eigenständiger und damit kostenpflichtiger Service eines integrierten Brokers unterstützt. Eine Reduktion möglicher Roadshows könnte die Folge sein. Damit einhergehend wird die Bedeutung zentraler Konferenzen, durch integrierte Broker oder unabhängige Dritte organisiert, signifikant steigen. Die Möglichkeit, mit neuen potenziellen Investoren in einen Dialog zu treten, wird somit stärker zentralisiert.

Umverteilung der Kosten

Die Entflechtung der Kompensation der Leistungen eines Brokers wird die Industrie verändern. Ausschließlich davon auszugehen, dass die Zahl der Sell-Side-Arbeitsplätze ebenso wie die Marge der institutionellen Anleger durch den Aufbau von Arbeitsplätzen auf der Buy-Side sinkt und sich traditionelle Anbieter teilweise vom Markt verabschieden,

während neue Geschäftsmodelle eine neue Grundlage finden, ohne dass diese Veränderungen weitreichende Auswirkungen auf börsennotierte Unternehmen haben, ist also deutlich zu kurz gesprungen.

Investor Relations wird anspruchsvoller, komplizierter und kostspieliger. Dem IR-Personal kommt verstärkt die Rolle des Analysten und der Vertriebsperson zu. Aufwendungen, die in der Vergangenheit Teil eines Angebotsbündels an die Emitten-

„Eine adäquate Wahrnehmung am Kapitalmarkt, die eine faire Bewertung des Unternehmenswerts ermöglicht, wird auch in Zukunft die Basis für die Aktie als Währung und der beste Schutz vor einer feindlichen Übernahme sein.“

ten waren, werden möglicherweise von der Unternehmensseite übernommen werden. Die partnerschaftliche Zusammenarbeit mit leistungsfähigen Beratern gewinnt für alle Marktteilnehmer an Bedeutung. Eine adäquate Wahrnehmung am Kapitalmarkt, die eine faire Bewertung des Unternehmenswerts ermöglicht, wird auch in Zukunft die Basis für die Aktie als Währung und der beste Schutz vor einer feindlichen Übernahme sein.

SIEMENS
Ingenuity for life

Der digitale Zwilling lebt

Mindestens 30 % Effizienz im Maschinenbau.
Dank durchgängiger Digitalisierung.

Individualisierte Medikamente verlangen hochleistungsfähige Abfüll- und Verpackungsmaschinen. Nur mit einem durchgängig integrierten digitalen Zwilling der Maschine können im Vorfeld alle Abläufe von der Inbetriebnahme bis zur Umrüstung optimiert werden – ohne aufwendige Testaufbauten aus Holz. Das angestrebte Ziel der Zusammenarbeit zwischen Bausch + Ströbel Maschinenfabrik Ilshofen GmbH & Co. KG und Siemens: die Engineering-Zeit um mindestens 30 % zu reduzieren.

siemens.de/digitalisierung-maschinenbau

Verschärfte Sanktionsmöglichkeiten im Kapitalmarktrecht

WpHG-Bußgeldleitlinien II konkretisieren Zumessungspraxis der BaFin – Größerer Spielraum für die Wertpapieraufsicht

Börsen-Zeitung, 10.6.2017
Am 22. Februar 2017 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) eine ergänzende Fassung ihrer Bußgeldleitlinien zum Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) – die WpHG-Bußgeldleitlinien II – veröffentlicht. Die Leitlinien beziehen



Von
Ralf Becker

Regierungsdirektor
bei der BaFin, Bereich
Wertpapieraufsicht

sich auf Zuwiderhandlungen gegen die rechtlichen Vorgaben im Zusammenhang mit der Ad-hoc-Publizität, bedeutenden Stimmrechtsbeteiligungen und der Finanzberichterstattung. Diesen Pflichten ist gemein, dass sie für das Vertrauen der Kapitalmarktteilnehmer und die Integrität des Wertpapiermarkts von erheblicher Bedeutung sind und daher eine ausgeprägte sanktionsrechtliche Flankierung gerechtfertigt ist.

Sanktionen wirken sowohl abschreckend als auch präventiv und tragen dazu bei, dass gesetzgeberische Vorgaben eingehalten werden. Das gilt ganz besonders für die wertpapierhandelsrechtliche Marktauf- sicht: Anders als im Bereich der laufenden Aufsicht zum Beispiel über Banken, Finanzdienstleistungsinstitute und Versicherungsunterneh-

men ist die BaFin insoweit nicht in vergleichbarem Umfang ermächtigt, anderweitige Maßnahmen wie etwa die Abberufung eines Geschäftsleiters oder die Nichterteilung beziehungsweise den Entzug einer Lizenz zu ergreifen.

Im Zuge der Implementierung bedeutender europäischer Kapitalmarktsrechtsakte zu den Themenkreisen Transparenzanforderungen und Marktmissbrauch wurde der sanktionsrechtliche Spielraum der BaFin jüngst signifikant ausgeweitet. Die bisherige Beschränkung auf Geldbußen von im Regelfall maximal 1 Mill. Euro besteht nicht mehr; stattdessen kommen inzwischen zweistellige Millionenbeträge, bei umsatzstarken Unternehmen auch deutlich höhere Beträge in Betracht, die im Anwendungsbereich der Leitlinien bis zu 5 % des Gesamtjahresumsatzes ausmachen können. Alle Emittenten, insbesondere aber umsatzstarke, sind daher gut beraten, den Vorgaben des WpHG möglichst umfänglich zu entsprechen und nicht zuletzt durch organisatorische Vorkehrungen das bestehende Sanktionsrisiko auch im Interesse ihrer Eigentümer zu minimieren.

Thematisch behandelt die Zumessungsleitlinie zentrale Transparenzpflichten des Wertpapierhandelsgesetzes. Bei ad-hoc-pflichtigen Sachverhalten handelt es sich um solche, denen potenziell kursbeeinflussende Wirkung zuzusprechen ist und die häufig im Wirtschaftsteil, manchmal auch auf den Titelseiten der Fach-

presse, Niederschlag finden. Unterlassene oder nicht normkonforme Ad-hoc-Mitteilungen begründen die Sorge vor verbotenen Insidergeschäften, nicht selten steht auch marktmantipulatives Verhalten im Raum. Die Bedeutung von Stimmrechtsmitteilungen und deren Veröffentlichungen haben unlängst Veil/Ruckes/Limbach/Doumet (ZGR 2015, 709 ff.) eindrücklich herausgearbeitet; nach den dortigen Untersuchungen bringen Stimmrechtsmitteilungen regelmäßig abnormale Renditen und damit eine Anfälligkeit für verbotenen Insiderhandel mit sich.

Dass schließlich der sachgerechte Umgang von Emittenten und deren Leitungspersonal mit der regelmäßigen Finanzberichterstattung erwartet werden darf, kann angesichts der insoweit teils sogar bei einfach fahrlässiger Verwirklichung bestehenden Sanktionsandrohung nicht überraschen. Wem es nicht gelingt, seine Eigentümer und alle anderen Kapitalmarktakteure zeit- und sachgerecht über den Zustand und die Finanzanstellung des Emittenten zu informieren, sollte jedenfalls nicht zu sehr auf eine besonders nachsichtige Beurteilung des Sachverhalts durch die BaFin hoffen.

Sechs Großengruppen

Die WpHG-Bußgeldleitlinien II beschreiben den Anwendungsbereich der Verlautbarung, die allgemeinen Grundsätze der Zumessung und das nunmehr erforderliche zweistufige Vorgehen. Anders als bisher ist zunächst der einschlägige Höchstbetrag, der sich insbesondere bei sehr großen Unternehmen an deren Ge-

samtumsatz orientiert, zu ermitteln. Erst im Anschluss werden – wie bisher – insbesondere die konkreten tat- und taterbezogenen Umstände berücksichtigt. Eine Neuerung gegenüber der für Verstöße aus früherer Zeit fortgeltenden Version aus dem Jahr 2013 ist die Aufnahme von zwei zusätzlichen Emittentengruppen, so dass jetzt insgesamt sechs Großengruppen bestehen. Sie deckt dem Zweck der besseren Differenzierung zwischen in Betracht kommenden Betroffenen innerhalb des deutlich ausgeweiteten Bußgeldrahmens.

Darüber hinaus erfassen die Leitlinien nunmehr auch atypische Sachverhalte, die sich durch einen wesentlichen erhöhten Unrechtsgehalt auszeichnen und einer besonderen Abschreckung bedürfen. Die bisherigen Schweregrade „leicht“, „mittel“ und „schwer“ wurden daher um die Kategorien „sehr schwer“ und „au-

„Sanktionen wirken sowohl abschreckend als auch präventiv und tragen dazu bei, dass gesetzgeberische Vorgaben eingehalten werden.“

ßerordentlich schwer“ erweitert. Nicht zuletzt mussten schließlich die einschlägigen Grundbeträge angehoben werden; stand zum Beispiel – bezogen auf einen Emittenten mit ei-

ner Marktkapitalisierung von 200 Mill. Euro für eine mittelschwere Zuwiderhandlung gegen ad-hoc-rechtliche Vorgaben bisher ein Grundbetrag von 250 000 Euro im Raum, so sind es nunmehr 425 000 Euro. In Kontinuität zu der bisherigen Ahndungspraxis kann der Grundbetrag noch angepasst werden, wenn mildernde oder verschärfende Umstände gegeben sind. Insbesondere wirkt es sich regelmäßig deutlich bußgeldmindernd aus, wenn der einschlägige Tatbestand nicht vorsätzlich verwirklicht wurde.

Aufsicht wird nicht zögern

Dem deutschen Recht ist der große sanktionsrechtliche Spielraum der BaFin eher fremd. Eine Ausnahme bildet die Bußgeldpraxis des Bundeskartellamts, die sich stark an den wettbewerbsverzerrenden und unlauter herbeigeführten Umsätzen und Gewinnen von vorsätzlich handelnden Kartellanten orientiert. Doch sind die Bußgeldbescheide der Wertpapieraufsicht uneingeschränkt justiziabel, so dass sich Betroffene gegen eine vermeintlich nicht gebotene oder zu hohe Festsetzung vor dem zuständigen Gericht zur Wehr setzen können. Allerdings sollten Betroffene im Blick behalten, dass wegen des strengen Bekanntmachungsregimes die Verbreitung bereits nicht rechtskräftiger Entscheidungen vorgesehen ist.

Zweifellos entfaltet das neue Sanktionsregime die seitens des Gesetzgebers erwünschte abschreckende und generalpräventive Wirkung, die sich nicht zuletzt an der Ahndungsempfindlichkeit von Delinquenten orientiert; dafür sprechen bereits die vor-

liegenden Reaktionen von Marktteilnehmern und Verbänden. Die WpHG-Bußgeldleitlinien II zeigen in diesem Zusammenhang zweierlei deutlich auf: In außergewöhnlich

„Zweifellos entfaltet das neue Sanktionsregime die seitens des Gesetzgebers erwünschte abschreckende und generalpräventive Wirkung, die sich nicht zuletzt an der Ahndungsempfindlichkeit von Delinquenten orientiert; dafür sprechen bereits die vorliegenden Reaktionen von Marktteilnehmern und Verbänden.“

schwerwiegenden Fällen wird die Aufsicht nicht zögern, den nunmehr bestehenden Spielraum auszuschnüffeln und gegebenenfalls Geldbußen in bisher kaum vorstellbarer Höhe zu verhängen. Zugleich aber sieht sich die BaFin in der Verantwortung, bei weniger schweren Verstößen mit Augenmaß vorzugehen und in diesen Fällen gegebenenfalls deutlich niedrigere Beträge festzusetzen.

Stakeholder-Engagement als Schritt zur Risikominimierung

Deutschland und Großbritannien im Vergleich – Unterschiedliche Ausgangspunkte bei der Betreuung – Verlockende Karriereziele für heutige IR-Direktoren

Börsen-Zeitung, 10.6.2017
Warum ein Artikel zum Thema Stakeholder-Engagement in einer Investor-Relations-(IR-)Beilage? Zudem: Bestehen in diesem Zusammenhang überhaupt Unterschiede zwischen deutschen und britischen Unternehmen? Wenn ja, spielt das eine Rolle für die Kommunikation mit Shareholdern?

Als Board-Development-&Executive-Search-Berater identifiziert Fidelio Leader mit Kapitalmarkterfahrung auf Board- und Geschäftsführer-Ebene und auf internationaler Basis. Fidelio berät auch Unternehmen in ihrem Bemühen, Stakeholder- und Shareholder-Engagement zu optimieren. In diesem Artikel analysieren wir Unterschiede zum Thema Stakeholder-/Shareholder-Engagement zwischen zwei kerneuropäischen Märkten, Deutschland und Großbritannien, und haben auch die Meinung erfahrener IR-Direktoren in beiden Ländern berücksichtigt.

Auf dieser Basis behaupten wir, dass Deutschland und Großbritannien unterschiedliche Ausgangspunkte bei der Betreuung ihrer Kern-Stakeholder haben, aber auch dass die sich schnell verändernde Landschaft für Stakeholder-Engagement in beiden Ländern eine nicht zu unterschätzende Gelegenheit für IR-Direktoren bietet.

Meine Beschäftigung mit dieser Thematik – Shareholder-Engage-

ment und ihrer jeweiligen Beziehung zu den Kapitalmärkten spürbar. Teilweise beruhte dieses Phänomen auf dem Timing. Der Begriff Investor Relations war in Amerika schon seit Jahrzehnten geläufig, in Großbritannien hatte sich die Rolle und Funktion von IR in den 70er und 80er Jahren stark entwickelt, während in Deutschland diese Entwicklung tatsächlich erst nach der Wiedervereinigung stattfand.

Shareholder Value

Trotz enormen Kapitalbedarfs, verursacht durch die Wiedervereinigung Deutschlands, standen deutsche Unternehmen den kurzfristigen Absichten angelsächsischer Investoren misstrauisch gegenüber. Meines Erachtens basierte dieses Misstrauen nicht nur auf der damaligen Neuheit „Investor Relations“. Für angelsächsische Unternehmen war in den 90er Jahren bis ca. 2005 Shareholder Value ein breit akzeptierter Managementbegriff, und unter einigen Managern und Investoren gab es einige fast fanatische Anhänger dieses Prinzips. Laut den Shareholder-Value-Modellen waren die Aktionäre die wichtigsten Stakeholder eines Unternehmens, auch wenn diese Aktionäre

Der Primat von institutionellen Investoren spiegelte sich auch in der Tatsache wider, dass viele IR-Teams in Großbritannien exklusiv institutionelle Investoren und natürlich auch Analysten, aber keine Kleinak-



Von
Gillian Karan-Cumberlege

Leiterin des Bereichs
Board Practice
(Vorstandspraxis),
Fidelio Partners, Board
Development and Executive
Search, London

tionäre und oft auch keine Bondholder betreuten. Das heißt, dass die IR-Funktion in Großbritannien sehr viel enger definiert war als in Deutschland, was teilweise noch heutzutage gilt.

Jedes börsennotierte Unternehmen in Großbritannien ist verpflichtet, mit einem Corporate Broker zusammenzuarbeiten, um Beziehungen mit den Investoren zu unterstützen. Im Prinzip tragen diese Broker zu den IR-Aktivitäten bei, was wohl zu kleineren IR-Teams und niedrigeren Investitionen in Großbritannien geführt hat. Ohne Broker haben in Deutschland börsennotierte Werte größere IR-Teams aufgebaut, die die meisten Kern-IR-Aktivitäten innerbetrieblich getätigt haben. Langsam haben höhere IR-Budgets und größere Teams zum Erfolg geführt. Schon um den Zeitpunkt, als die Finanzkrise die Kapitalmärkte traf, begannen deutsche Firmen, internationale Preise für „Best in Class IR“ zu gewinnen, und seitdem gab es auch Jahre, in denen es eher eine Überraschung war, wenn der „Grand Prix“ europaweit nicht von einer deutschen Firma gewonnen wurde.

Stakeholder Value

Diese größeren Teams in Deutschland haben auch gleichzeitig eine breitere Spanne von Stakeholdern betreut. Es war nicht ungewöhnlich für eine Dax-IR-Funktion, institutionelle Equity-Investoren zu betreuen, sowohl Kleinaktionäre als auch Bondholder. Häufig hatte IR auch eine Zuständigkeit für SRI (Socially Responsible Investment) und Finanzkommunikation mit den Finanzmedien. Zu-

sätzlich gehört zu den Kleinaktionären auch eine steigende Anzahl von Mitarbeitern, und natürlich sind das eigene Management und der Aufsichtsrat Stakeholder.

Diese breitere Stakeholder-Betreuung spiegelt eine Akzeptanz von Stakeholder Value wider. Der Zweck des Unternehmens ist Wertbeschaffung für Stakeholder sowie auch Shareholder. Unseres Erachtens ist diese breitere Definition von IR auch Ausdruck von unterschiedlichen industriellen und wirtschaftlichen Ansätzen den Stakeholdern gegenüber.

Mittlerweile ist jedoch auch in Großbritannien die Akzeptanz von Shareholder Value komplexer geworden und wird teilweise in Frage gestellt. Als Auswirkung der Finanzkrise in den Jahren 2006 und 2007 hat das öffentliche Vertrauen in die Kapitalmärkte deutlich gelitten, da Kleinaktionäre und Sparer dramatische Einbußen hinnehmen mussten.

Die Entstehung des UK Companies Act 2006 spiegelt diese Spannung zwischen dem Interesse der Shareholder und Stakeholder wider. Es wurde heftig über die Rechenschaftspflicht des Board und insbesondere darüber, ob Shareholder oder Stakeholder den Vorrang hätten, debattiert. Das Endergebnis lag dazwischen. UK-Direktoren haben eine Zuständigkeit, das Interesse und den Erfolg des Unternehmens zu fördern. Schon 2006 hat der Gesetzgeber eine einfache Vorrangstellung von Shareholdern in Frage gestellt.

Der Mittelweg

Als Ergebnis der Finanzkrise haben Wirtschaftswissenschaftler und Regulatoren in Frage gestellt, ob eine fragmentierte Art von Besitzum für eine langfristige Wertschaffung effektiv ist. In Großbritannien bleibt man eher bei offenen Märkten, und Vorschläge zu zwei Klassen von Aktien für lang- und kurzfristige Investoren haben bis dato wenig Unterstützung gefunden. Professor John Kay hat jedoch verlangt, dass institutionelle Investoren mehr Verantwortung für den Erfolg des Unternehmens, in das sie investieren, übernehmen. Daher entstand „Stewardship“, was mittlerweile zunehmend politische und gesellschaftliche Akzeptanz gewonnen hat.

Jetzt üben in der Hauptversammlungssaison von 2017 Aktionäre zunehmend Druck auf Unternehmen

und Management dahingehend aus, bessere Governance vorzuweisen. Ein Hauptthema ist hierbei Vergütung: Warum sollte das Management viel verdienen, wenn Aktionäre, inklusive Rentner, keine Vorteile sehen? Hinzu kommt das Thema Diversität, und auf internationaler Basis werden von Vorsitzenden nachhaltige Pläne und Strategien verlangt, um Diversität im breitesten Sinne zu gewährleisten, egal ob informelle Ziele (Großbritannien) oder eine gesetzlich vorgeschriebene Quote (Deutschland) in situ sind.

Es gibt auch einen einflussreichen Stakeholder, der in Großbritannien und den USA seine Präsenz gezeigt hat, nämlich der Populismus. In Großbritannien hat diese Bewegung unter anderem zu dem überraschenden Ergebnis des Brexit-Referen-

steigt jedoch das Board-Interesse an Stakeholder-Engagement, und zwar als Schritt zur Risikominimierung.

Stakeholder üben enormen Einfluss aus, und die Rolle von Technologie und Social Media hat zur Folge, dass die Kommunikation zwischen unterschiedlichen Stakeholder-Gruppen jetzt eine Sache von Sekunden ist. Koordinierte und regelmäßige Stakeholder-Kommunikation, auch seitens Aufsichtsrat, Vorstand und IR, ist unentbehrlich.

Interessen wahrnehmen

Stakeholder-Engagement ist Chefsache. Traditionell hat der Vorstand eine anerkannte Zuständigkeit für diese Kommunikation. Jetzt kommt eine steigende Erwartung dazu, dass auch Aufsichtsrat (AR) und Non-Exe-

„Es hängt vom Unternehmenstyp ab. Manchmal ist IR dem CFO verantwortlich und sorgt ausschließlich für die Interessen der Shareholder. Ein fortschrittlicheres Unternehmen wird jedoch beginnen, IR als das Team zu sehen, das die weitere Stakeholder-Kommunikation entweder leitet oder eine bedeutende Rolle darin spielt.“

Fay Dodds, ehemalige IR-Direktorin bei Burberry

dums geführt. Das Votum war sicherlich zum Teil gegen Brüssel und Westminster gerichtet, aber auch gegen die Banken und „Big Business“. Großes Erstaunen herrschte in Großbritannien, als Theresa May, die neue Premierministerin, als einen ihrer ersten Schritte im Amt Mitbestimmung und Mitarbeitervertretung im Aufsichtsrat/Board zur Diskussion vorschlug – ein Konzept, das in Deutschland verstanden wird, aber in Großbritannien eher fremd ist.

Kulturell spezifische Modelle

Es ist unwahrscheinlich, dass in Großbritannien Mitbestimmung eingeführt wird, und wir halten es für gesund, dass unterschiedliche und kulturell spezifische Modelle und Ansätze, auch Shareholdern und Stakeholdern gegenüber, in Großbritannien und Deutschland vorliegen sind. In beiden Ländern

cutive-Direktoren eine Rechenschaftspflicht gegenüber Aktionären und Stakeholdern ausüben und nachweisen müssen. Für IR-Direktoren liegt hierin eine Karrierechance. Stakeholder-Engagement ist ein Aspekt der Aufgaben von Führungskräften.

Fidelio ermutigt IR-Direktoren, die Interessen von Aktionären gut zu pflegen, aber auch die Bedürfnisse von anderen Stakeholder-Gruppen gut zu verstehen, besonders wenn Governance eine Komponente ist. Fidelio ist bei Board Search aktiv – erfolgreiche Kandidaten benötigen mehr als eine enge Spezialisierung, wie zum Beispiel IR. Die Aufsichtsräte der Zukunft werden aber zweifellos effektiver sein, wenn Stakeholder- sowie Shareholder-Engagement zu einer anerkannten Board-Kompetenz wird. Genau darin liegt ein verlockendes Karriereziel für heutige IR-Direktoren.

„IR und das Unternehmen im Allgemeinen konzentriert sich nicht nur primär auf Shareholder, sondern auch auf andere Stakeholder: mit Kunden, Mitarbeitern, Geschäftspartnern und auf einer breiteren Ebene mit der Gesellschaft und der Öffentlichkeit, ebenso mit Nichtregierungsorganisationen als Vertreter der breiten Gesellschaft.“

Gundolf Moritz, ehemaliger IR-Direktor bei ThyssenKrupp

ment im Vergleich zu Stakeholder-Engagement – führt zurück zu den frühen 90er Jahren, als ich als Engländerin das Privileg genoss, fast eine Vorreiterin für den IR-Beruf in Deutschland zu sein. Von Anfang an waren Differenzen zwischen deutschen und britischen Unternehmen

weit verstreut und fragmentiert waren. Wenn Hedgefonds und Aktivisten in der Szene auftauchten, war das nicht begrüßenswert für IR und das Management, aber ihre Rolle wurde als Teil des normalen Wettbewerbs auf einem freien und effektiven Kapitalmarkt akzeptiert.

Steigendes IR-Budget verdeutlicht wichtige Funktion

Nicht nur ein Muss zur Erfüllung internationaler Standards, sondern auch ein Investment in die Optimierung der Kapitalkosten

Börsen-Zeitung, 10.6.2017
Im Kapitalmarkt erfordern gesetzliche Veröffentlichungspflichten der jeweiligen nationalen und internationalen Regularien sowie die kontinuierliche Kommunikation zu Investoren, Analysten und weiteren Stakeholdern nicht nur zuverlässige Pro-

der IR-Strategie. Zu den goldenen Regeln zählen insbesondere die Grundsätze der „One Voice Policy“ und der Gleichbehandlung aller Aktionäre. Den Dialog pflegen, Informationsbedürfnissen nachkommen und damit Vertrauen schaffen, diese Aspekte zählen zwingend zum Modus Vivendi der Investor Relations.

Pflicht und Kür in der IR verzahnen sich idealerweise im jährlichen Finanzkalender. Hier werden die wichtigen wiederkehrenden Veröffentlichungen und Events an die Investoren kommuniziert. Pflichtveröffentlichungen wie Jahresabschlüsse und Halbjahres- und Quartalsinformationen, aber auch Investorenkonferenzen und Analystenveranstaltungen, also die Kür der IR, sorgen für einen vollen IR-Kommunikationskalender. Er ist eng mit den gesetzlichen Vorgaben verknüpft, insbesondere im Hinblick auf alle internen Prozesse, die eine Einbeziehung des Vorstands und Aufsichtsrats beinhalten. Unter anderem auch deshalb ist bei der Mehrheit der Befragten der Vorstand für die Planung des externen IR-Budgets verantwortlich.

Berichte an CFO oder CEO

Rund 90% der für die genannte Studie befragten Unternehmen berichten direkt an den Vorstand, entweder an den Chief Financial Officer (CFO) oder an den Chief Executive Officer (CEO). Direkte Berichtslinien an die Unternehmenskommunikation oder die Finanzabteilung gibt es hier und da auch, sie sind jedoch in der Minderheit. Die Steuerung und Verantwortung für das IR-Budget obliegt bei über 90% der Unternehmen der IR-Abteilung allein. Bei kleineren Unternehmen verantwortet die Unternehmenskommunikation das IR-Budget.

Die Bedeutung einer effektiven Finanzkommunikation von Unternehmen mit ihren Investoren nimmt weltweit zu. Damit einhergehend steigt auch der Bedarf an das IR-Budget. So berichten 96% der Unternehmen von einer steigenden oder zumindest gleichbleibenden Zahl von Aufgaben und Positionen, die vom IR-Budget abgedeckt werden. Mehr als die Hälfte der Befragten gibt dabei an, dass das IR-Budget heute mehr Aufgaben und Positionen als noch vor fünf Jahren umfasst. Der Umfang des IR-Budgets und die Zahl der Aufgaben sei in den letzten Jahren damit deutlich gestiegen. Dabei deckt das für die IR-Abteilung zur Verfügung stehende Budget insbesondere IR-Marketinginstrumente (wie zum Beispiel Roadshows, Investor Days, die Jahrespresskonferenz und Webcasts), die Pflichtberichterstattung (Erstellung, Organisation und Disclosure von Finanzberichten und kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten), Kosten für Service Provider und für die Hauptversammlung ab.

Auch die Höhe des IR-Budgets hat sich innerhalb der letzten fünf Jahre verändert. So geben knapp 50% der

Befragten an, dass das IR-Budget expandiert ist. Die Höhe ist dabei abhängig von der Unternehmensgröße. 41% der Unternehmen können auf ein externes IR-Budget (ohne Personalkosten) von bis zu 250.000 Euro bauen, 42% der Befragten auf ein darüber hinausgehendes Budget von bis zu 750.000 Euro. Große Auswahlindexunternehmen können auch auf deutlich größere Budgets zurückgreifen.

Einsparmöglichkeiten

Das Internet macht Finanzinformationen so umfassend und so schnell verfügbar wie noch nie, stellt durch Meinungen und Analysen in Echtzeit eine weltweite Öffentlichkeit her und macht dadurch besonders börsennotierte Unternehmen quasi auf Mausklick vergleichbar. Investoren können auf vernetzten Plattformen weltweit in Hochgeschwindigkeit fast rund um die Uhr handeln. Diese durch die neuen Technologien getriebene Entwicklung wirkt sich auf die Finanzkommunikation und die Organisation in Unternehmen und deren Organe aus. Zudem sind neue Medien und eine veränderte Kommunikation internationaler Investoren eine Heraus-

forderung für etablierte Governancestrukturen und nationale gesetzliche Grundlagen.

Gerade diese Entwicklungen und die Digitalisierung ermöglichen nach Meinung der befragten Unternehmen in Zukunft Einsparmöglichkeiten im IR-Budget. So sieht die überwiegende Mehrheit insbesondere in interaktiven Online-Formaten für den Geschäftsbericht (Non-Print) und im Bereich der digitalen Hauptversammlung Einspar- und Effizienzsteigerungspotenziale für die Zukunft. Zudem erkennen einige Unternehmen etwa in IR-Chatbots und Avataren Möglichkeiten, IR-Budget zu sparen.

In- und Outsourcing

Viele IR-Abteilungen kapitalmarktorientierter Unternehmen machen sich die Unterstützung durch externe Dienstleister zunutze. Neben Kosten spielen hierbei auch organisatorische Gründe eine entscheidende Rolle. Insbesondere Webcasts und Conference Call Services werden von den meisten Unternehmen ausgelagert. Aber auch die Hauptversammlungslogistik, die Wertpapierabwicklung, die Technik und das Catering werden häufig von externen Dienst-

leistern übernommen. Dagegen verbleiben vor allem die Offenlegung beziehungsweise Veröffentlichung und Erstellung beziehungsweise Organisation von Finanzberichten, die kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten und sonstigen Pflichtdokumente, die IR-Hotline, die IR-App und das interne Training rund um IR und die Financial Disclosures im Unternehmen.

Ein großer Kostenblock im IR-Budget ist die Hauptversammlung. Hier müssen vielfältige Vorbereitungen getroffen werden. Für 45% der befragten Unternehmen liegen die externen Kosten unter 100.000 Euro; 32% kalkulieren darüber hinaus mit Kosten bis zu 200.000 Euro. Die höchsten Kosten stellen für 41% die Hauptversammlungsdienstleister und für 34% die Veranstaltungsräume bei der Hauptversammlung dar. Ebenfalls nennenswerte Anteile der Kosten entfallen auf das Catering sowie die Rechtsberatung.

Die IR-Abteilung hat sich in den letzten Jahren zu einer wichtigen Funktion in der Unternehmensorganisation von börsennotierten Unternehmen entwickelt. Dies zeigt sich am steigenden Budget, das der IR zur Verfügung steht, an der zunehmenden Zahl an Positionen, für die

das Budget verwendet wird, und nicht zuletzt an der direkten Berichtslinie der IR-Abteilung an den Vorstand. Die aktuelle Befragung verdeutlicht überdies, welch hohen Anteil alleine das Pflichtenheft der

„Ein großer Kostenblock im IR-Budget ist die Hauptversammlung. Hier müssen vielfältige Vorbereitungen getroffen werden.“

Kapitalmarktregularien im IR-Finanzkalender und IR-Budget abbildet und welcher Teil für die Kür im Kapitalmarkt bei vielen Unternehmen übrig bleibt. Mit zunehmender weltweiter Vernetzung der Kapitalquellen und steigender Internationalität der Investoren ist das IR-Budget nicht nur ein Muss zur Erfüllung internationaler Standards, sondern auch ein unternehmensindividuelles Investment in die Optimierung der Kapitalkosten.



Von
Martin Steinbach

Head of IPO
and Listing Services
bei EY

zesse und eine Infrastruktur im Unternehmen, sondern auch ein externes Budget zur Finanzierung der Aufgabenfelder. Für die meisten Unternehmen sind die initialen Kosten eines Börsengangs noch absehbar und kalkulierbar. Wie verhält es sich aber mit den fortlaufenden Kosten und dem für den Kapitalmarkt zur Verfügung stehenden Budget nach dem Börsengang?

Für Investor-Relations-(IR)-Verantwortliche stellen sich Fragen wie: Welchen Umfang hat dieses Budget bezogen auf die Pflichten, zum Beispiel der Veröffentlichung von Finanzberichten, der Durchführung der Hauptversammlung und der Ad-hoc-Publizität? Wie hoch ist das Budget auch für die Kür in der Investoren- und Analystenkommunikation? Wer plant das Budget und welche Positionen werden von der IR-Abteilung verantwortet? Eine aktuelle Marktstudie von DIRK und EY beschäftigt sich deshalb mit Fragen und Einblicken rund um die Budgetplanung und die Kosten der IR bei gelisteten Unternehmen im DACH-Raum.

Umfassendes Pflichtenheft

Die Pflichten für börsennotierte Unternehmen werden sowohl durch Regularien in der EU als auch durch nationale Gesetze definiert. Dazu gehören etwa die ESMA-Leitlinien, IFRS-Standards, Richtlinien zu Märkten für Finanzinstrumente (Mifid I und II), die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie (2013/50/EU) sowie Verordnungen wie etwa die Marktmissbrauchsverordnung. Fortlaufende Transparenzpflichten spiegeln sich zudem in den Anforderungen der verschiedenen Börsensegmente wider, zwischen denen die Emittenten wählen können. Sie sind der Ausgangspunkt und bestimmen den Rahmen für die Budgetplanung in der IR.

Neben den gesetzlichen Pflichten als Mindestanforderungen bestimmt die „Kür“ am Kapitalmarkt den Umfang des gesamten Budgets der Investor-Relations-Abteilung. Sie ist wichtig für den langfristigen Erfolg eines Unternehmens an der Börse. Die Finanzkommunikation erfolgt über mehrere Kanäle nach klaren unternehmensspezifischen Regeln

Auch Politik und Regulatorik einbeziehen

Erfolgreiche M & A-Vorhaben basieren auf einem stakeholderübergreifenden Ansatz

Börsen-Zeitung, 10.6.2017
Die Zahl grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen, die von Seiten der Politik öffentlich hinterfragt wird, nimmt zu. Gleiches gilt für Fusionen und Übernahmen, die von



Von
Carolin Amann

Managing Director,
Strategic Communications,
FTI Consulting

Regulatoren teils nur unter strengen Auflagen oder gar nicht genehmigt werden. In jüngster Vergangenheit gab es hierfür sowohl in Deutschland als auch im Ausland eine Reihe von Beispielen. Jeder einzelne Fall wurde individuell begründet, allen gemeinsam war jedoch ein tiefer liegendes Phänomen: ein zunehmender Trend hin zu nationalem Protektionismus beziehungsweise verschärften regulatorischen Anforderungen.

Bei den betroffenen Transaktionen handelte es sich mehrheitlich nicht um solche, die nationale Sicherheitsinteressen verletzen, wodurch hierzulande ein förmliches Prüfverfahren nach dem Außenwirtschaftsrecht eingeleitet werden

kann. Vielmehr spielten Aspekte wie etwa der Schutz vor einem Technologietransfer und der Erhalt heimischer Standorte und Arbeitsplätze eine große Rolle. Vorstöße mit dem Ziel, deutsche Hightech-Unternehmen durch zusätzliche Eingriffsmöglichkeiten der Politik vor ungebundenen ausländischen Übernahmen zu schützen oder gar ein europäisches Außenwirtschaftsgesetz zu schaffen, wurden erwogen, aber bislang nicht weiter forciert.

Doch zeigen solche Äußerungen, dass die erfolgreiche Realisierung einer Mergers & Acquisitions-(M & A)-Transaktion längst nicht mehr nur von der Einigung zwischen Käufer und Verkäufer oder – im Fall einer öffentlichen Übernahme – von der Zustimmung der Aktionäre abhängt. Vielmehr sind es, neben unmittelbaren Stakeholdern wie Mitarbeitern, Arbeitnehmervertretern, Kunden oder Geschäftspartnern, in zunehmendem Maße auch Politiker, Regulatorien und Nichtregierungsorganisationen, die aktiv angesprochen und überzeugt werden müssen, um deren Unterstützung zu sichern.

Dies hat Folgen für die Kommunikation und insbesondere für das Zusammenspiel zwischen Investor Relations, Finanz- und Unternehmenskommunikation. Sie müssen tradierte Arbeitsweisen hinterfragen und

Rollen beziehungsweise Aufgaben anpassen. Inhaltlich gilt es in erster Linie, das Transaktionsnarrativ, also die Gesamtargumentation zur strategischen Logik einer Transaktion, auszuweiten. Während früher vor allem auf die strategische Weiterentwicklung und das künftige Wachstumspotenzial des erweiterten Unternehmens fokussiert wurde, müssen heute in weitaus stärkerem Maße auch die Vorzüge aus gesellschaftlicher oder wirtschaftspolitischer Sicht erläutert werden.

Was es anzusprechen gilt

Mit anderen Worten: Es genügt nicht, wenn Investor Relations finanzielle Aspekte wie etwa die Stärkung von Umsatz- und Ergebnisentwicklung beziehungsweise Profitabilität betont und die Unternehmenskommunikation die künftige Vorreiterposition innerhalb der Branche oder das erweiterte Produkt-beziehungsweise Serviceportfolio hervorhebt. Vielmehr geht es auch darum, aktiv anzusprechen, welche Bedeutung einzelne Standorte nach einer Fusion beziehungsweise Übernahme haben werden, mit welchen Kompetenzen einzelne Unternehmensbereiche ausgestattet werden und wie die Arbeitsbedingungen für Arbeitnehmer künftig aussehen werden.

Public Affairs wird damit nicht nur zum integralen Bestandteil, sondern zu einer wesentlichen Voraussetzung einer erfolgreichen und überzeugenden M & A-Kommunikation.

Für Konzerne, die über eine bereits etablierte Public-Affairs-Funktion verfügen, ist die Integration in das M & A-Projektteam vergleichsweise einfach zu realisieren. Für Gesellschaften, die nicht über eine eigenständige Abteilung verfügen, kann dies eine Herausforderung sein. Selbst wenn aber Größe oder Historie es nicht rechtfertigen lassen, eine eigenständige Public-Affairs-Abteilung zu schaffen, so sollten dennoch für den politischen Dialog gezielt Verantwortliche benannt werden. Denn der Austausch mit Vertretern aus Lokalpolitik oder auf Bundes- und Länderebene sollte im Idealfall nicht erst in der konkreten M & A-Situation beginnen. Oft ist dies vor

„Die Zahl grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen, die von Seiten der Politik öffentlich hinterfragt wird, nimmt zu.“

dem Hintergrund von Insiderregeln oder Vertraulichkeitsvereinbarungen nicht möglich, zudem ist es häufig schwierig, Gesprächstermine in Ministerien oder Ausschüssen sehr kurzfristig zu realisieren.

Fortsetzung Seite B 6

SAP – Führend bei der digitalen Transformation der Wirtschaft

Seit 45 Jahren trägt SAP dazu bei, die Abläufe der globalen Wirtschaft und das Leben von Menschen zu verbessern. Im Zeitalter des Internet der Dinge und der vierten industriellen Revolution nimmt die Vernetzung über Unternehmensgrenzen hinweg strategische Bedeutung ein und ermöglicht vollkommen neue Formen der Wertschöpfung. Über 85.000 Menschen bei SAP arbeiten jeden Tag daran, unsere Erfolgsgeschichte der Innovation fortzuschreiben und durch Lösungen wie SAP S/4HANA® und SAP Leonardo® Mehrwert für unsere Kunden und deren Kunden zu schaffen.

Mit einer Marktkapitalisierung von rund 116 Mrd. Euro ist SAP das wertvollste Unternehmen im DAX. Auch an der NYSE gehören wir zu den umsatzstärksten Unternehmen. Über die ausgezeichnete Entwicklung am Kapitalmarkt hinaus hat unsere ökologische und soziale Verantwortung einen hohen Stellenwert. Im Dow Jones Sustainability Index (DJSI) belegt SAP seit vielen Jahren den Spitzenplatz in der Software-Branche und gilt als Musterbeispiel für Vielfalt und Mitarbeiterzufriedenheit.

Möchten Sie Teil dieser Erfolgsgeschichte werden?

Informieren Sie sich auf sap.de/investor oder wenden Sie sich direkt an uns: investor@sap.com

SAP Run Simple

Legalitätspflicht nur auf den ersten Blick banal

Enorme Wirkung auf das Vorstandshandeln – Abhilfe kann der Gesetzgeber durch eine Reduzierung der Vorschriften schaffen

Börsen-Zeitung, 10.6.2017
Primäre Aufgabe jedes Vorstands ist es, das Wohlergehen des Unternehmens zu sichern beziehungsweise zu fördern. Soll der Vorstand aber, wenn er mit seinen Maßnahmen die-

Risiken ist integraler Bestandteil unternehmerischen Handelns. Müsste der Vorstand bei jedem Risiko damit rechnen, für den Verlustfall zu haften, könnte das strategische Weichenstellungen verhindern und sich damit geschäftsschädlich auswirken. Eine angemessene Balance zwischen unternehmerischer Freiheit und dem gebotenen Schutz des Unternehmens vor rechtswidrigem Handeln des Vorstands ist daher unerlässlich. Dennoch erscheint diese Balance durch steigende rechtliche Anforderungen an das Handeln des Vorstands zunehmend gestört.

Wesentlicher Grund ist zunächst eine besondere Komponente der Legalitätspflicht, der von Seiten der Rechtsprechung in neuerer Zeit ein besonderer Stellenwert zugesprochen wurde: das aktive Entwickeln einer Organisation, mit der die Einhaltung der Rechtsordnung durch das gesamte Unternehmen beziehungsweise seine Mitarbeiter gewährleistet wird (sogenannte Legalitätskontrollpflicht). Prominentestes Beispiel dafür ist die Neubürger-Entscheidung: Das Landgericht München I sieht die Einrichtung eines funktionierenden Compliance-Systems als zentralen Bestandteil der Legalitätspflicht.

Höhere Anforderungen

Es werden also höhere Anforderungen an die Legalitätspflicht gestellt. Zugleich müssen Unternehmen einer steigenden Zahl von Regelungen entsprechen. Nach dem gegenwärtigen Diskussionsstand kommt außerdem die Einhaltung anwendbaren ausländischen Rechts hinzu. Dabei hat der Vorstand nur in sehr engen Grenzen die Möglichkeit, sich auf fehlende Rechtskenntnisse und einen daraus resultierenden Irrtum zu berufen. Je-

denfalls ist er gehalten, die für seine unternehmerischen Entscheidungen relevanten rechtlichen Grundlagen im Vorfeld zu klären. Gelingt ihm dies nicht allein, muss er sich laut dem Bundesgerichtshof Rechtsrat bei einer Person einholen, die fachlich qualifiziert ist, die jeweilige Frage auf der Grundlage aller erforderlichen Informationen und Unterlagen zu beurteilen.

Besonders deutlich lassen sich die verstärkte Beachtung der Legalitätskontrollpflicht sowie die zunehmende Regelungsdichte im Banken- und Versicherungssektor beobachten. Die bereits vor der Finanzkrise spezifische Regulierung beider Sektoren wurde noch weiter verschärft und ausgedehnt. Dabei ist die Einrichtung eines funktionsfähigen Compliance-Systems nur ein Teilaspekt, sodass die organisatorischen Anforderungen weit über diejenigen der allgemeinen Legalitätskontrollpflicht hinausgehen. Zweifellosermaßen sind die sektorspezifischen Regelungen unmittelbar nur an die Unternehmen als solche. Für die Einhaltung dieser Regelungen ist allerdings der Vorstand aufgrund seiner Legalitätspflicht gegenüber der Gesellschaft verantwortlich. Er steht insoweit bereits vor der Herausforderung, den Überblick über den jeweils geltenden Normenkosmos zu behalten.

Noch schwieriger wird es aber bei der Klärung und Umsetzung der ganz konkreten rechtlichen Anforderungen für den Einzelfall. Denn die

besonderen Regelungssysteme verfolgen einen sogenannten prinzipienbasierten Ansatz. Den Unternehmen werden nur noch gewisse Zielrichtungen vorgegeben, die sich in der Verwendung zahlreicher unbestimm-

ter Rechtsbegriffe äußern. Zum Beispiel müssen Versicherungsunternehmen über eine Geschäftsorganisation verfügen, die „wirksam und ordnungsgemäß“ sowie „der Art, dem Umfang und der Komplexität ihrer Tätigkeiten angemessen ist“. Die Ausfüllung von derartigen Formulierungen wird in großem Umfang den Unternehmen und damit ihren Vorständen überlassen. Man mag dies als eine Stärkung der unternehmerischen Eigenverantwortung sehen. Im Ergebnis lässt sich gleichwohl nicht bestreiten, dass den Unternehmen beziehungsweise den Vorständen auch das Risiko aufgebürdet wird, den rechtlichen Anforderungen nicht zu genügen.

Selbst wenn man von den regulierten Sektoren absteht, stellt sich Vorständen vielfach die Frage, wie sie ihrer Legalitätspflicht, insbesondere

Präzisierung erforderlich

So banal die Legalitätspflicht auf den ersten Blick auch erscheint, ist ihre Wirkung auf das gesamte Vorstandshandeln zuweilen enorm. Aus Sicht der Aktionäre erscheint es jedenfalls nicht erstrebenswert, wenn der Vorstand zuletzt so damit beschäftigt ist, seine Haftungsrisiken zu minimieren, dass er sich auf seine Hauptaufgabe, die unternehmerische Leitung, nicht mehr hinreichend konzentrieren kann. Hierin liegt der Kern dessen, was dem Aktionärskreis vor Augen geführt werden kann, um auch sein Verständnis für die Sicherung eines Raums unternehmerischer Freiheit zu fördern. Abhilfe kann letztlich nur der Gesetzgeber schaffen, indem er etwa die Zahl der (insbesondere prinzipienbasierten, unbestimmten) Vorschriften wieder reduziert und ihren Anwendungsbe- reich präzisiert.



Von
Christoph Louven ...

Partner, Head
Corporate/M & A Conti-
nental Europe, bei
Hogan Lovells
International LLP

ses Ziel verfehlt und dem Unternehmen ein Schaden entsteht, dafür auch umfassend haften? Aus Sicht des Unternehmens beziehungsweise seiner Anteilseigner ist es sicher von großer Bedeutung, dass dem Vorstand insoweit Grenzen gesetzt sind, als er für rechtswidrige Handlungen in seinem Unternehmen haften kann.

Balance unerlässlich

Die entscheidende Frage in diesem Zusammenhang ist jedoch, wann konkret von einer rechtswidrigen Handlung die Rede sein kann, für die der Vorstand haftet. Denn es liegt auf der Hand, dass der Vorstand sich nicht mit jeder Entscheidung oder Maßnahme, die im Ergebnis zu einem Schaden für das Unternehmen führt, außerhalb des Rechtsrahmens bewegt. Das Eingehen von

Wo der Bereich des haftungsauslösenden Verhaltens des Vorstands beginnt, bemisst sich im Ausgangspunkt danach, ob er seiner „Legalitätspflicht“ nicht mehr genügt. Diese Pflicht verlangt, die für die Gesellschaft im Innen- und Außenverhältnis geltenden Vorschriften zu beachten. Soweit keine spezifischen Rechtsregeln bestehen, ist der Raum unternehmerischer Freiheit eröffnet. Hier unterliegt der Vorstand lediglich der sogenannten Business Judgment Rule. Danach kommt eine Haftung erst dann in Betracht, wenn das handelnde Vorstandsmitglied nicht mehr vernünftigerweise annehmen dürfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.

Noch bis zu Beginn des neuen Jahrtausends hatten Gesetzgeber und Rechtsprechung bei der juristi-



... und
Marc Schlömer

Wissenschaftlicher
Mitarbeiter bei
Hogan Lovells
International LLP

Strukturiertes und einheitliches Datenformat ab 2020

IFRS-Konzernabschluss schon bald mit iXBRL – Digitale Transformation der Finanzberichterstattung mit Hindernissen

Börsen-Zeitung, 10.6.2017
Die digitale Transformation steht den traditionellen Prozessen, beginnend mit der Erstellung des Konzernabschlusses, der Prüfung, der Publikation bis hin zur Nutzung durch die Investment Professionals bevor. Sicher, es gibt Konzernabschlüsse im PDF-Format zum Download, in Tabellenkalkulationen aufbereitete Bilanzen für Investoren, kostenpflichtige Datenbanken für Investment Professionals doch durchgängige, effiziente Prozessketten sehen anders aus.

Volkswirtschaftlich ist das ineffizient. Die Transparenz von Finanzinformationen und ihre effiziente Nutzbarkeit ist eine zentrale Voraussetzung, um alle Emittenten von Wertpapieren gleichberechtigt und kostengünstig mit Kapital zu versorgen. Zu den betroffenen etwa 7500 Unternehmen in Europa zählen auch Small- und Mid-Cap-Unternehmen, deren Daten in den einschlägigen Datenbanken eher weniger umfassend und weniger aktuell enthalten sind. Das Europäische Parlament hat die Ineffizienzen am Kapitalmarkt im Jahr 2013 erkannt und mit der neuen Transparenz-Richtlinie die Grundlagen gelegt, so dass Jahresfinanzberichte ab dem 1. Januar 2020 in einem strukturierten Format, wie XBRL, zu erfolgen haben.

Die European Securities and Markets Authority (ESMA), die europäische Aufsichtsbehörde für die Kapitalmärkte, hat am 21. Dezember 2016 erklärt, dass Inline XBRL die am besten geeignete Technologie ist, um die EU-Anforderungen an ein strukturiertes, einheitliches Datenformat zu erfüllen. Die ESMA evaluiert derzeit die zahlreichen Details, von denen abhängt, ob die volkswirtschaftlichen Ziele erreicht werden können, oder ob nur eine zusätzliche Berichtsbürokratie geschaffen wird, zusätzlich zu den bisherigen gesetzlichen Verpflichtungen der Emittenten, versteht sich. Die Chancen und Risiken sowie der volkswirtschaftliche Erfolg hängen entscheidend auch von den übrigen Beteiligten und einigen weiteren Faktoren ab, wie dieser Beitrag zeigen wird.

Was bedeutet „Inline XBRL“?

Doch worum geht es überhaupt? Was ist Inline XBRL, das – voraussichtlich – ab dem 1. Januar 2020 zu verwenden ist? Zur Erläuterung des Begriffes „Inline XBRL“ kann sich der Leser ein Dokument, ähnlich wie in einer Textverarbeitung, vorstel-

len, das relativ frei gestaltbar und mit menschlichen Augen lesbar ist. Zusätzlich werden manche Daten (numerische Werte oder Texte) mit XBRL-Strukturinformationen unsichtbar im Hintergrund „ausgezeichnet“ (Fachleute sprechen vom „Taggen“ von Daten), genau hierzu wird



Von
Bodo Kesselmeier

Geschäftsführender
Gesellschafter
der anuboxBRL
GmbH & Co. KG

die Inline-XBRL-Technologie angewendet.

Beispielsweise können die Umsatzerlöse in der Gewinn-und-Verlustrechnung in Höhe von 100.000 Euro mit XBRL-Strukturinformationen ausgezeichnet sein, verbunden mit Angaben über den Namen des Unternehmens, Datum des Abschlusses usw. Sofern, laut der Pressemitteilung der ESMA vom 21. Dezember 2016, ein Jahresfinanzbericht einen IFRS-Konzernabschluss enthält, muss Letzterer zukünftig mit Inline XBRL ausgezeichnet werden. Damit ist es möglich, IFRS-Konzernjahresabschlüsse in doppelter Weise zu nutzen: Finanzberichte können im Internet-Browser angezeigt werden, gleichzeitig sind die darin ausgezeichneten Daten, zum Beispiel die Berichtspositionen in der Konzernbilanz, einzeln automatisiert identifizierbar, auswertbar und nutzbar.

Für die Auszeichnung hat die IFRS-Foundation Strukturinformationen im XBRL-Format, ähnlich einem Standardkontenrahmen (nachfolgend IFRS-Taxonomie genannt), erstellt. Derzeit evaluiert die ESMA insbesondere die folgenden zwei Regelungsbereiche: erstens, welche Daten des IFRS-Konzernabschlusses einzeln, oder als Textblock mit XBRL auszuzeichnen sind, und zweitens, wie mit Berichtspositionen eines Unternehmens umgegangen wird, die von der IFRS-Taxonomie abweichen und die somit unternehmensindividuell sind.

Zum ersten Regelungsbereich, welche Daten des IFRS-Konzernabschlusses einzeln automatisiert identifizierbar sein sollen, evaluiert

ESMA unterschiedliche Optionen, wie aus einer veröffentlichten Präsentation vor der Technical Expert Group der European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) vom 10. Mai 2017 hervorgeht. Die ESMA schlägt hier – zu Diskussionszwecken – vor, dass während einer Einführungsphase von zwei Jahren die verpflichtende Auszeichnung mit XBRL auf die primären Abschlussbestandteile wie Konzernbilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung usw. beschränkt wird. Die Unternehmen würden dabei beispielsweise sämtliche einzelnen Bilanzpositionen den jeweiligen Positionen in der IFRS-Taxonomie zuordnen und – mit geeigneter Software – auszeichnen.

Nach Ablauf der zweijährigen Einführungsphase würde – so der Diskussionsvorschlag – die verpflichtende Auszeichnung auf den Konzernanhang erweitert werden, wobei man sich im Grundsatz auf die Auszeichnung von Textblöcken beschränken könnte. Zwar würde damit die ESMA der Forderung des CFA Institute, einer weltweiten Vereinigung von Investment Professionals, nach Auszeichnung des Anhangs teilweise nachkommen. Doch eigentlich fordert das CFA Institute eine noch tiefer gehende, nämlich die separate, Auszeichnung von allen numerischen Werten im Anhang sowie die umfassende Auszeichnung von Texten, insbesondere zu den Angaben zu den Rechnungslegungs- und Bilanzierungsgrundsätzen.

Individuelle Positionen

Der zweite Regelungsbereich betrifft solche Berichtspositionen, beispielsweise in der Gliederung der Bilanz oder der Gewinn-und-Verlust-Rechnung, die von der IFRS-Taxonomie abweichen. Zahlreiche Fälle sind denkbar, beispielsweise, dass das Unternehmen in der Bilanz Berichtspositionen differenzierter darstellt, als es in der IFRS-Taxonomie vorgegeben ist, oder umgekehrt, dass das Unternehmen Berichtspositionen in der Bilanz zusammenfasst, die in der IFRS-Taxonomie nur einzeln enthalten sind. Vor diesem Hintergrund ist es unumgänglich, dass die IFRS-Taxonomie entsprechend um zusätzliche individuelle Berichtspositionen erweitert werden kann. Nur so kann

sichergestellt werden, dass die primären Abschlussbestandteile im XBRL-Format den von den Wirtschaftsprüfern testierten primären Abschlussbestandteilen entsprechen. Diese Einschätzung deckt sich auch mit der Mehrheit der Antworten auf das Konsultationspapier der ESMA.

Nach der Einführung der XBRL-Pflicht auf dem amerikanischen Kapitalmarkt ab dem Jahr 2009 hatte man die leidige Erfahrung gemacht, dass solche Erweiterungen zu erheblichen Einschränkungen hinsichtlich der Vergleichbarkeit von XBRL-Berichten führen können. Wir in Europa können auf diesen Erfahrungen aufsetzen. Richtigerweise erachtet ESMA ein „robustes Rahmenkonzept“ für eine solche Taxonomie-Erweiterung als erforderlich.

Technische Empfehlungen für Aufsichtsbehörden, die auch in das genannte Rahmenkonzept der ESMA eingehen könnten, werden zurzeit in einer international besetzten Arbeitsgruppe der Not-for-Profit-Organisation XBRL International, in der sogenannten „Entity Specific Disclosures Task Force“ (nachfolgend ESDTF), der auch ich als Beobachter angehöre, erarbeitet. Die Arbeitsgruppe stellt technische Regeln für Erweiterungen auf, so dass – trotz unternehmensspezifischer Erweiterungen – die Vergleichbarkeit weitestgehend gewährleistet ist.

Die gewünschten volkswirtschaft-

„Die gewünschten volkswirtschaftlichen Effekte werden sich nur insoweit einstellen, als dass die digitale Transformation die Datennutzer, die Investment Professionals und Investoren tatsächlich erreicht.“

lichen Effekte werden sich nur insoweit einstellen, als dass die digitale Transformation die Datennutzer, die Investment Professionals und Investoren tatsächlich erreicht. Zudem muss die Versorgung mit Finanzinformationen, die anschließende Informationsanalyse und Nutzung der Daten, eine Eigendynamik bekommen, die daraus resultiert, dass die

einzelnen Transformationseffekte der Beteiligten sich gegenseitig verstärken. Folgende Erfolgsfaktoren sind dabei wesentlich:

- XBRL-Daten mit unternehmensindividuellen Positionen müssen automatisch vergleichbar und somit effizient nutzbar sein. Dazu muss sichergestellt werden, dass die Regeln für die Auszeichnung mit XBRL sowie für unternehmensindividuelle Positionen durch Emittenten und Softwareanbieter umfassend und in der EU einheitlich angewendet werden.
- Die gesetzlichen Pflichtberichte mit XBRL-Daten müssen für alle Beteiligten gleichberechtigt, kostenlos und auch für automatisierte Abrufe aus dem Internet zur Verfügung stehen.

Die XBRL-Daten der Emittenten müssen verlässlich sein, von Wirtschaftsprüfern geprüft und von beiden elektronisch signiert sein.

Nur bei Erreichen dieser Erfolgsfaktoren werden hohe Investitionen in die Entwicklung neuer Software & Prozesse wirtschaftlich Sinn machen, ein Innovationsschub wird ausgelöst, die digitale Transformation greift, ineffiziente Prozesse werden nach und nach aufgelöst. Sämtliche Beteiligte beziehungsweise ihre Verbände sollten daher den Gesamtprozess der Finanzberichterstattung vom Beginn bis zum Ende (den Nutzern) adressieren – im eigenen Interesse und im gesamtwirtschaftlichen Interesse einer erfolgreichen digitalen Transformation der Finanzberichterstattung von morgen.

Politik und Regulatorik

Fortsetzung von Seite B 5

Wirksame Public-Affairs-Arbeit ist vielmehr langfristig angelegt und kartiert frühzeitig das politische und regulatorische Umfeld des Unternehmens. Konkret bedeutet dies, Public Affairs ermittelt relevante Akteure, erfasst Standpunkte und etabliert einen offenen Dialog. Ziel dabei ist es, einerseits die eigenen Positionen und Zielsetzungen des Unternehmens zu vermitteln und andererseits zuzuhören, um Interessen und mögliche Vorbehalte politischer Entscheidungsträger zu erfassen.

Im Fall eines konkreten M & A-Ereignisses können Unternehmen so vergleichsweise schnell und direkt an den bereits etablierten Dialog anknüpfen. Vor allem aber wird mit einer erweiterten, das heißt vollständigen Transaktionsnarrative argumentiert, die von Anfang an auch Aspekte aufgreift, die aus Sicht der Politik von Bedeutung oder aber mit Blick auf eine mögliche Kartellfreigabe hervorzuheben sind. Denn jüngere Entwicklungen zeigen, dass auch Aufsichtsbehörden längst nicht nur auf Fakten und das Vermeiden von zu viel Marktmacht fokussieren.

Gerade grenzüberschreitende Transaktionen sind schließlich häufig sehr komplex und erfordern die Bereitstellung umfangreicher Daten, etwa zu Abnehmermärkten, lokalen Produktvorschriften und spezifischen Wettbewerbsverhältnissen. Kartellfreigabeverfahren werden daher sicherlich auch künftig vor allem von

Kartellrechtsexperten und ökonomischen Gutachtern bearbeitet. In zunehmendem Maße spielen aber auch Faktoren eine Rolle wie etwa Innovationsfähigkeit, technologischer Fortschritt oder Verbraucherschutz. So betonte EU-Wettbewerbskommissarin Margrethe Vestager beispielsweise in Bezug auf Kartellrechtsverfahren mehrfach, „jedermann“ zuzuhören, da diese Prozesse nicht im luftleeren Raum stattfinden („We listen to everyone, of course, because antitrust enforcement does not happen in a vacuum“).

Auch in Bezug auf Fusionskontrollen sind also veränderte Arbeitsansätze notwendig, da auch Stimmen von Kunden, Endverbrauchern und Verbänden an Gewicht gewinnen. Auch hier schafft die Verzahnung aller Kommunikationsdisziplinen inklusive der Public Affairs Mehrwert. So können Informationen über relevante Marktakteure und Meinungsbildner sowie deren Standpunkte ausgetauscht und Gesprächskanäle jenseits der klassischen Wege eröffnet werden. Unternehmen müssen ihre „licence to operate“ täglich aufs Neue unter Beweis stellen und Zustimmung unterschiedlichster Stakeholder sichern. Weit mehr wird dies künftig auch für Ereignisse wie Fusionen und Übernahmen gelten. Erfolgreiche M & A-Vorhaben basieren daher auf einem stakeholderübergreifenden Ansatz, in dem politische und regulatorische Vertreter von Anfang an und in vollem Umfang einbezogen werden.