

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

DIRK IR-GUIDE BAND VIII

Trends im Corporate Access und die Folgen für das IR-Management

Über den IR-Guide

Der DIRK IR-Guide wird vom DIRK - Deutscher Investor Relations Verband in Zusammenarbeit mit IR-Experten herausgegeben, um den IR-Professionals als Ratgeber bei wichtigen Themen rund um Investor Relations Unterstützung zu bieten. Ziel ist es, aktuelle Aspekte und Entwicklungen aufzugreifen und hierzu Best Practice-Lösungen kurz und prägnant darzustellen. Neuauflagen zu schon erschienenen Bänden werden je nach Aktualitätsbedarf herausgegeben. DIRK-Mitglieder erhalten den IR-Guide jeweils kostenlos bei Erscheinen zugesandt. Nichtmitglieder können sich Exemplare per formloser Mail an info@dirk.org bestellen, solange der Vorrat reicht.

Bisher erschienen:

- Band I: Designated Sponsoring
- Band II: Internationale Rechnungslegung
- Band III: Privataktionäre – Was muss IR beachten?
- Band IV: Börse trifft Einstein: $E=mc^2$ – Liquidität mit Lichtgeschwindigkeit für Small, Mid und Large Caps?
- Band V: Der Geschäftsbericht – zentrales Instrument der Finanzkommunikation
- Band VI: DCGK 2013 – Die Anforderungen der neuen Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex
- Band VII: Investor Relations im Social Web

Über den DIRK

Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband ist der deutsche Berufsverband für Investor Relations (IR) und Vertreter kapitalmarktorientierter Unternehmen. Als Sprachrohr der IR Professionals vertritt der DIRK die Belange seiner Mitglieder aktiv im Dialog mit den Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarkts, der Politik und der Öffentlichkeit. Seinen Mitgliedern bietet der Verband aktive fachliche Unterstützung und fördert den regelmäßigen Austausch untereinander sowie mit IR-Fachleuten aus aller Welt. Darüber hinaus fördert er die Entwicklung des Berufsstandes und setzt mit seinen über 300 Mitgliedern Qualitätsstandards für Finanzkommunikation. Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst nahezu sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Gesellschaften bis hin zu Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung und solchen, die den Gang an die Börse noch vor sich haben oder Fremdkapitalinstrumente emittieren. Zunehmend sind auch an der Kapitalmarktkommunikation interessierte natürliche Personen Mitglied im DIRK.

Weitere Informationen unter www.dirk.org

Inhalt

Vorwort des DIRK-Präsidenten	05
Einleitung	07
1. Derzeitiges Corporate-Access-System	08
2. Anreizprobleme und Interessenkonflikte	10
3. Aktuelle Entwicklungen in Großbritannien	12
4. Mögliche Alternativmodelle des Corporate Access	13
5. Folgen für das IR-Management	15
6. Fazit	17
Über die Autoren	18
Impressum	19

Bibliographische Information:

Kay Bommer und Jörg Hoffmann (2014):

Trends im Corporate Access und die Folgen für das IR-Management.

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband, Frankfurt

Liebe Kolleginnen und Kollegen, liebe DIRK-Mitglieder,

die Änderungen im System des Corporate Access sind ein in der IR-Welt derzeit heiß diskutiertes Thema. Die Regulierungsbehörden in Großbritannien forderten institutionelle Investoren bereits im Herbst 2012 zu mehr Transparenz bei der Verwendung der Gebühren ihrer Kunden (den sogenannten Client Commissions) auf. Dadurch steht dieser Teil des Geschäftsmodells der Broker als Vermittler zwischen Emittent und Investor auf dem Prüfstand. Emittenten müssen sich fragen, wie sie auch ohne vom Broker organisierte Roadshows Kontakte zu Investoren aufbauen und pflegen können.

Deutsche IR-Verantwortliche verfolgen das Geschehen in Großbritannien vielfach mit einem Gefühl der Unsicherheit. Spätestens mit der Reform der EU-Richtlinien für die Markets in Financial Instruments (MiFID II) bis Mitte 2015 ist auch hierzulande mit neuen Rahmenbedingungen zu rechnen. Um dann handlungsfähig zu sein, müssen sich IR-Manager bereits jetzt Gedanken machen, wie sie ihre Investoren künftig erreichen.

Der vorliegende – und mittlerweile achte – IR-Guide präsentiert einen Überblick über die derzeitige Organisation des Corporate Access und verdeutlicht die dem System immanenten Interessenskonflikte. Er erklärt die aktuellen Neuerungen in Großbritannien und entwirft mögliche Szenarien für den deutschen Markt. Zudem widmet sich der Guide der für IR-Manager derzeit wohl drängendsten Frage: Was kann das IR-Management heute tun, um sich auf die anstehenden Reformen vorzubereiten? Hier ist der IR-Guide im besten Sinne als praktischer Ratgeber zu verstehen.

Ich wünsche Ihnen, liebe Leser, eine interessante Lektüre, die Ihnen bei ihrer täglichen IR-Arbeit weiterhilft.

Frankfurt am Main, im Mai 2014

Dr. Stephan Lowis

Präsident des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

You don't always see who you want

Trends im Corporate Access und die Folgen für das IR-Management

Das derzeitige Corporate-Access-System befindet sich im Umbruch. Veränderungsdruck entsteht zum einen durch neue Forderungen der Regulierungsbehörden – bislang vor allem in Großbritannien. Zum anderen wächst in immer mehr Unternehmen die Überzeugung, dass die Kontaktaufnahme und -pflege zu Investoren nicht unbedingt über einen Intermediär mit eigenen Interessen laufen müssen.

Historisch gesehen ist das Corporate-Access-System der Organisation von Börsengängen entwachsen. Es orientiert sich an in Großbritannien noch immer verbreiteten Hausbroker-System und besteht heute aus einem Beziehungsgeflecht von vier Akteuren bzw. Akteursgruppen: Unternehmen, Broker, institutionelle Investoren und Einzelanleger. Die Regulierungsbehörden in Großbritannien problematisierten bereits im Jahr 2012 die Intransparenz der zwischen diesen Akteuren fließenden Zahlungsströme. Im November 2013 veröffentlichte die Financial Conduct Authority (FCA) das Consultation Paper CP 13/17 mit dem Titel „Consultation on the use of dealing commission rules“^{*1}.

Das Paper schlägt Regeln zur künftigen Verwendung der sogenannten Client Commissions vor – der Zahlungen, die private Anleger an institutionelle Investoren für deren Dienste leisten. Im Kern wendet sich die FCA gegen die bislang gängige Praxis, Corporate-Access-Dienstleistungen aus den Client Commissions zu bezahlen. Diese Dienstleistungen seien grundsätzlich nicht als „Research“ zu klassifizieren, meint die FCA. Die entstehenden Kosten seien daher den vom institutionellen Investor selbst zu tragenden Betriebskosten zuzurechnen. Mit ihren Forderungen verlangt die FCA letztlich eine Neustrukturierung des gesamten Corporate-Access-Systems.

In den kontinentaleuropäischen EU-Staaten werden die Entwicklungen in Großbritannien mit großem Interesse verfolgt. Die EU hat zwar noch keine klaren Vorschläge erarbeitet, unterstützt aber grundsätzlich die Ideen der FCA. Mit der Neuformulierung der EU-Richtlinien für die Markets in Financial Instruments (MiFID II) ist bis Mitte 2015 mit gesetzlichen Veränderungen zu rechnen.

^{*1} Financial Conduct Authority (FCA) [Hrsg.] (2013): Consultation Paper CP 13/17 „Consultation on the use of dealing commission rules“ London.

Es mag mit diesen regulatorischen Unsicherheiten zusammenhängen, dass Unternehmen in Deutschland schon jetzt immer häufiger auf die Dienste von Brokern verzichten. Eine bundesweite Befragung von IR-Managern aus dem Jahr 2013 zeigt, dass fast die Hälfte der Unternehmen eigenständig nach potenziellen Investoren sucht*². Annähernd drei Viertel der im Auftrag des Beratungsunternehmens Cometis befragten IR-Manager erwarten, dass das Investor Targeting in Zukunft an Relevanz gewinnen wird. Eine wichtige Motivation der Unternehmen für die selbständige Investorensuche ist, dass sie sich unabhängiger von den Einschätzungen der Banken und Broker machen möchten. Technische Entwicklungen wie die zunehmende Leistungsfähigkeit von Investorendatenbanken und die Möglichkeit, Roadshows ins Internet zu verlegen, erleichtern es den Unternehmen, zumindest einen Teil der Broker-Dienste zu ersetzen.

Die folgende Betrachtung widmet sich den Umwälzungen bei sogenannten Non-Deal-Roadshows, also dem organisierten Aufeinandertreffen von Investoren und Emittenten von Wertpapieren ohne konkret vorliegende Kapitalmaßnahmen.

1. Derzeitiges Corporate-Access-System

Die Verflechtungen zwischen Unternehmen, Brokern, Investoren und Privatanlegern im derzeitigen Corporate-Access-System sind auf den ersten Blick unübersichtlich. Im Folgenden werden einige Grundzüge erklärt, die es erleichtern zu verstehen, warum eine vergleichsweise kleine Regeländerung auf der einen Seite des Systems große Veränderungen für den Alltag der Akteure auf der anderen Seite bewirken könnte – sprich: Warum die Forderung nach mehr Transparenz bei der Verwendung der Client Commissions die Interaktion eines IR-Managers mit Kapitalanlegern nachhaltig verändern kann.

Vier Parteien bilden derzeit das Corporate-Access-System: Der Privatanleger, der institutionelle Investor, der Broker und das emittierende Unternehmen.

1. Der **Privatanleger** stellt dem institutionellen Investor sein Geld zur Verfügung mit dem Ziel, dieses zu einem bestimmten Zeitpunkt mit einem möglichst hohen Zinsgewinn zurückzuerhalten. Er bezahlt den Investor für seine Dienstleistung mit einer Management-Gebühr, der sogenannten Client Commission. Üblicherweise liegt die gegenüber dem Privatanleger ausgewiesene Gebühr bei rund 1,5 bis 2 Prozent vom Anlagevolumen. Auf diese Gebühr wird beim Kauf der Anteile ebenso hingewiesen wie auf die Differenzen zwischen Ausgabe- und Rückgabepreisen.

2. Der **institutionelle Investor** verwaltet das Vermögen der Privatanleger und versucht es in seinem Auftrag zu mehren. Dazu investiert er in Unternehmen, von denen er Wachstum erwartet. Um diese Unternehmen zu identifizieren, erstellt er eigene (Buy-Side-) Analysen und/oder greift auf die Dienstleistungen von Dritten zurück. Ein wichtiger Intermediär an dieser Stelle ist der Broker.

Die durch seine Tätigkeit entstehenden Kosten kann der institutionelle Investor zum Teil durch Gebühreneinzahlungen der Kunden decken. Allerdings darf er ihnen lediglich die direkt auf den Anlageprozess bezogenen Kosten in Rechnung stellen. Andere Kosten des Betriebs wie etwa Büromieten müssen institutionelle Investoren aus ihren Erträgen begleichen.

3. Der **Broker** fungiert als Mittler zwischen dem institutionellen Investor und dem Unternehmen. Er ist vom Investor engagiert, um in seinem Namen Wertpapiertransaktionen durchzuführen. Broker differenzieren sich gegenüber den institutionellen Investoren über Qualität, Geschwindigkeit und Marktauswirkungen in der Umsetzung von Handelsaufträgen sowie über zusätzliche Dienstleistungen. Solche Dienstleistungen sind z.B. der Transaktion vorausgehende Services. Dazu gehören sowohl die Beratung des Investors und Research, etwa die Erstellung von (Sell-Side-) Analysen und Marktberichten, als auch das Zusammenbringen von Investoren und deren Anlagezielen (den Unternehmen) – der eigentliche Corporate Access.

Für die Abwicklung von Transaktionen zahlt der Investor dem Broker eine Dealing Commission, die in der Regel prozentual vom gehandelten Volumen bestimmt wird. Daneben bezahlt der Investor den Broker für einzelne Dienstleistungen wie etwa Research oder die Organisation von Roadshows, auf denen sich Investor und Unternehmen treffen. Grundsätzlich wird die Bezahlung der Dienstleistungen durch den Broker bisher über Handelskommissionen dargestellt. Das führt dazu, dass institutionellen Investoren mit höherem Handelsvolumen mehr Dienstleistungen angeboten werden können.

Da der Broker ein Intermediär ist, handelt er nicht nur im Auftrag des Investors, sondern auch im Auftrag einer zweiten Seite: des Unternehmens.

4. Das **Unternehmen**, also der Emittent, möchte eine möglichst optimale Streuung seiner Aktien erreichen. Die Organisation des Corporate Access haben die meisten Unternehmen dazu an einen Experten ausgelagert, der mit den Bewegungen des Kapitalmarktes vertraut ist, die Investorenlandschaft kennt und über gute Kontakte zu einzelnen Investoren verfügt – den Broker. Beim Zusammentreffen von Investor und Unternehmen im Rahmen von Roadshows übernimmt der Broker die Transportkosten und die Organisation. Das Unternehmen zahlt meist nur für eigene Anreise und Unterbringung.

*² Cometis [Hrsg.] (2013): Investor Targeting: Selbst ist der IR-Manager. Investor Relations Panel II/2013. Eine Befragung von IR-Managern in Deutschland, Wiesbaden.

2. Anreizprobleme und Interessenkonflikte

Das Corporate-Access-System ist nicht nur kompliziert und an vielen Stellen undurchsichtig. Es birgt auch unterschiedliche Interessenkonflikte bzw. Prinzipal-Agent-Problematiken. Dafür im Folgenden einige Beispiele:

Beispiel 1:

Abwicklung von Wertpapiertransaktionen (Broker – Investor bzw. Unternehmen)

Der Broker wird vom institutionellen Investor für die Abwicklung von Transaktionen mit einer sogenannten „Dealing Commission“ bezahlt, die pro Transaktion anfällt und sich nach der Höhe des gehandelten Volumens richtet. Somit ist es für ihn attraktiv, erstens besonders hohe Transaktionen und zweitens besonders viele Transaktionen durchzuführen. Beides ist nicht immer im Sinne des institutionellen Investors bzw. des Unternehmens. Handelt der Broker hier nicht im Interesse seines Kunden und versucht sich durch unnötige Transaktionen Provisionen zu verschaffen, so spricht man von „Churning“.

Es gibt Versuche, diesen Interessenkonflikt durch die Vereinbarung einer festen, nicht an die Zahl und das Volumen der Transaktionen gebundenen Servicegebühr, einer sogenannten „Flat-Fee“, zu lindern. Das Anreizsystem kann sich allerdings auch in diesem Fall negativ für den Kunden auswirken: Da jede Transaktion mit Arbeit für den Broker verbunden ist, er jedoch nicht direkt eine Bezahlung für sein Aktivwerden erhält, schmälert jede Transaktion, die er für seinen Kunden durchführt quasi seinen Gewinn.

Beispiel 2:

Non-Deal Roadshows (Broker – Unternehmen)

Bei einer Roadshow organisiert der Broker eine Reihe von Zusammentreffen von Unternehmensvertretern und potenziellen Investoren. Hier wird er für seine Vermittlung und die praktische Organisation des Zusammentreffens bezahlt. Der Investor orientiert seine Bezahlung allgemein mit einem Punktesystem daran, wie hochrangig die Person ist, mit der er zusammentrifft, bzw. wie gefragt das Unternehmen ist, das diese Person vertritt.

Dem Broker geht es daher darum, eine möglichst hohe Zahl von Roadshows zu organisieren und dem Investor dabei einen möglichst großen Anteil an hochrangigen Unternehmensvertretern und an gemeinhin als attraktiv eingestuften Unternehmen anzubieten. In der Praxis bedeutet dies eine Bevorzugung solcher institutioneller Anleger, die über hohe Handelsvolumina verfügen, da hier die größten Umsätze zu erzielen sind. Anleger mit hohem Wertpapierumschlag sind aber nicht notwendigerweise die von den Unternehmen bevorzugte

Zielgruppe. In den meisten Fällen ist ein Ziel von IR-Aktivitäten die Volatilität der Aktien zu senken, um insgesamt die Finanzierungskosten des Unternehmens zu reduzieren.

Das führt aus Unternehmenssicht regelmäßig zu dem Wunsch, längerfristig orientierte Investoren gewinnen zu wollen. Der Broker dagegen verdient an der Volatilität über die sich daraus ergebenden Handelsvolumen in den Wertpapieren und bedient folglich bevorzugt solche Marktteilnehmer, die volatilitätsbasierte Handelsstrategien nutzen, wie z.B. Hedge Funds, bzw. Anleger mit großen Kommissionsaufkommen.

Das Unternehmen nimmt hohe (Opportunitäts-) Kosten auf sich, wenn es etwa den CEO für eine solche Roadshow einplant und hat daher ein Interesse daran, vor allem solche Investoren zu sehen, die ihrem Zielschema entsprechen. Naturgemäß ist der Broker über die Motivationen der Anleger besser informiert, da er im täglichen Umgang mit den Anlegern, deren Handelsstrategien und Wertpapierumsätzen weiß, wer potenzielle Käufer/Verkäufer der Aktien sind. Diese Informationen hat das Unternehmen allerdings nicht und verlässt sich daher auf den Broker. Allgemein wird der Broker dann bei der Vorstellung von Roadshowoptionen die Wünsche des Unternehmens berücksichtigen, jedoch auch auf seinen Vorteil in der Struktur der Roadshow achten. In vielen Fällen führt das dazu, dass Unternehmen nicht unbedingt solche Investoren sehen, die Ihren Wünschen für eine optimierte Eignerstruktur entsprechen, sondern vor allem solche Investoren, die dem Broker hohe Umsätze versprechen.

Gute Broker kommunizieren mit den Unternehmen über die vorgeschlagenen Ziele, berichten offen über das Feedback der Investoren (auch wenn es mal unangenehm ist), sind für Investorenziele, die nicht aus dem eigenen Kundenkreis stammen, offen und schlagen dem Unternehmensinteresse komplementäre Ziele aus dem eigenen Kundenkreis vor. Nicht bei allen Roadshows läuft dieser Prozess allerdings glatt.

Beispiel 3:

Verwendung der Client Commissions (Privatanleger – Investor)

Auch zwischen Privatanleger und Investor besteht in dem aktuellen System ein klassisches Prinzipal-Agent-Problem. Der Privatanleger verlässt sich darauf, dass der Investor treuhänderisch und in bestem Sinne mit seinem Geld umgeht und anfallende Managementkosten transparent macht.

Das ist jedoch nicht unbedingt der Fall: So liegen die offiziellen Client Commissions zwar nur bei ca. 1,5 bis 2 Prozent. Addiert man aber die versteckten Kosten, so zahlt der Prinzipal (der Privatanleger) seinem Agenten (dem Investor) nicht selten 4 Prozent, 5 Prozent oder noch mehr Verwaltungsgebühren, ohne dass dies für ihn ersichtlich ist³. Ein Grund dafür ist die fehlende Transparenz der abgerechneten Aufwendungen, die es erleichtern, Aufwand aus der Betriebssphäre des institutionellen Investors mit der Brokerage des Anlegers zu verrechnen.

3. Aktuelle Entwicklungen in Großbritannien

Gerade der zuletzt beschriebene Konflikt – die Nutzung von Client Commissions und weiteren Kundengeldern für die Vergütung von Broker-Dienstleistungen – wurde in Großbritannien bereits Mitte 2012 problematisiert. Die Regulierungsbehörden befragten damals unterschiedliche Investoren zu ihrem Umgang mit Client Commissions. Das Ergebnis war, dass die meisten Asset Manager die Managementgebühren ohne dezidiertes Reporting und externe Kontrolle ausgeben. Zwar wurde ihnen nicht direkt Missbrauch vorgeworfen. Dennoch ließ die Befragung Zweifel aufkommen, ob die Investoren das Geld ihrer Kunden wirklich in deren Interesse verwalten oder ob hier ein treuhänderisches Problem besteht.

In dem eingangs genannten Consultation Paper 13/17 fasste die Regulierungsbehörde FCA 2013 daher Empfehlungen zur Verbesserung des Corporate-Access-Systems (hier „Dealing Regime“ genannt) zusammen. Den Nutzen des Dealing Regimes erläutert die FCA in Artikel 1.11. Hier heißt es: „The use of dealing commission regime is based on the investment manager’s duty to act in the best interest of their customers. It is designed to ensure that firms make efficient decisions, in the interests of their clients, about trade execution and the purchase of ancillary services such as research, and are accountable and transparent in the costs charged to their customers’ funds.“

Auf Basis dieses Grundverständnisses lehnt die FCA es ab, dass Investoren die Client Commissions zur Finanzierung von Corporate-Access-Diensten nutzen. Lediglich Research-Dienste und direkte Ausgaben zur Abwicklung von Transaktionen seien Ausgaben, die so unverzichtbar im Interesse des Privatanlegers seien, dass sie von der Client Commission bezahlt werden dürften (also nicht zu den Betriebskosten des institutionellen Investors gehören). Die aktuell kritische Frage ist daher, welche Dienstleistungen genau als „Research“ zu verstehen sind. Die FCA fordert in Artikel 2.10, dass „Research“ alle vier folgenden Charakteristika erfüllen muss⁴:

- „is capable of adding value to the investment or trading decisions by providing new insights that inform the investment manager when making such decisions about its customers’ portfolios
- whatever form its output takes, represents original thought [...] and [...] does not merely repeat [...] what has been presented before [...]
- has intellectual rigour [...]
- involves analysis or manipulation of data to reach meaningful conclusions.“

Die UK Investment Management Association (IMA) hat auf die Veröffentlichung und die Forderungen der Regulierungsbehörde im Februar 2014 reagiert und empfiehlt ihren Mitgliedern aktuell zu prüfen, ob die eigenen Prozesse die Anforderungen der FCA erfüllen. Die Forderungen der FCA sind in Großbritannien damit praktisch umgesetzt. Es ist davon auszugehen, dass es noch in diesem Jahr zu einer neuen Gesetzgebung kommen wird, die es verbietet, Client Commissions für Corporate-Access-Services zu nutzen. Welche Ausnahmen formuliert werden und welche Dienste dann noch unter „Research“ fallen, ist noch unklar.

4. Mögliche Alternativmodelle des Corporate Access

Obwohl sich an der gesetzlichen Lage hierzulande bislang nichts verändert hat, stellen sich viele Unternehmen bereits auf eine Neuregelung des Corporate Access ein. In der Tat ist davon auszugehen, dass sich die EU an den Entwicklungen in Großbritannien orientieren und ähnliche Forderungen formulieren wird.

Wenn Investoren künftig eigene Gelder, sogenannte „Hard Dollars“, in die Hand nehmen müssen, um für Corporate-Access-Dienste zu bezahlen, so werden sie diese voraussichtlich ausgewählter in Anspruch nehmen. Das für den Broker bislang sehr lukrative Geschäftsmodell der Roadshows etwa würde sich verändern: Denn ein Investor, der dafür zahlen muss, ein bestimmtes Unternehmen zu sehen, wird nur noch die Unternehmen sehen wollen, für deren Aktien er ein echtes Kaufinteresse hat. Die Zahl der Roadshows dürfte daher deutlich abnehmen. Wie also kommen Unternehmen und Investoren künftig zusammen? Die folgenden Möglichkeiten sind denkbar:

³ Michael Hufton 2014: Ingage. Bringing investors and listed companies together in a transparent, compliant way. = Vortrag auf der Konferenz IR 2014 am 29. Januar 2014 in Frankfurt am Main.

⁴ Financial Conduct Authority (FCA) [Hrsg.] (2013): Consultation Paper CP 13/17 „Consultation on the use of dealing commission rules“ London.

1. Die Broker handeln weiterhin, als hätte sich nichts verändert. Sie erbringen ihre Dienstleistungen z.T. kostenlos, um dann Folgegeschäft zu generieren. Lohnenswert wäre das für sie allerdings nur bei Unternehmen mit hohen Handelsvolumina, also z.B. den DAX-Unternehmen.
2. Anstelle der Broker etablieren sich neue Intermediäre, die Unternehmen und Investoren auf der Basis anderer Geschäftsmodelle kostengünstiger zusammenbringen. Der Unternehmer Michael Hufton etwa hat mit Ingage eine Online-Plattform entwickelt, die den Broker überflüssig machen soll. Vorstellbar wäre, dass auch andere Mittler an den Markt treten.
3. Denkbar wäre auch, dass institutionelle Investoren die Broker künftig umgehen und für sie interessante Unternehmen direkt kontaktieren. Investoren könnten Broker-Dienstleistungen internalisieren, etwa ihre Buy-Side-Analysen ausweiten und eigene Roadshows organisieren. Einige Riesen der Branche wie z.B. der norwegische Pensionsfonds Norges oder Fidelity und Aberdeen leisten typische Broker-Services bereits In-House. Viele Unternehmen in Deutschland sehen schon jetzt einen Anstieg der sogenannten Reverse Roadshows, bei denen die Anleger die Unternehmen besuchen und nicht umgekehrt.
4. Vermutlich werden auch Unternehmen ihr Investor Targeting stärken, sich also selbst auf die Suche nach geeigneten Investoren machen und versuchen, diese für sich gewinnen. Das setzt allerdings nicht nur eine gute Marktkenntnis und Kontakte voraus, sondern erfordert auch einen laufenden, hohen personellen und finanziellen Aufwand.

Ob sich eines dieser Alternativmodelle durchsetzen wird, sich Kombinationen aller Möglichkeiten entwickeln oder ob sich ganz neue Lösungen finden werden, wird sich in den kommenden Jahren zeigen.

5. Folgen für das IR-Management

Die Auflösung des derzeitigen Corporate-Access-Systems hätte für Unternehmen in Deutschland sowohl positive als auch negative Folgen. Auf was sich der einzelne IR-Manager einstellen sollte, hängt unter anderem von der Größe, Bekanntheit und Attraktivität seines Unternehmens für den Kapitalmarkt ab. Grundsätzlich ist damit zu rechnen, dass...

1. ... die Markttransparenz steigt

Zwei Entwicklungen würden die Markttransparenz erhöhen: Erstens müssten Investoren für das Zusammentreffen mit Unternehmensvertretern aus eigener Tasche (mit „Hard Dollars“) zahlen. Um keine unnötigen Kosten zu verursachen, würden sie sich bei Roadshows daher von vornherein auf die Unternehmen konzentrieren, bei denen sie ein echtes Kaufinteresse haben. IR-Manager könnten daher schneller als derzeit erkennen, wie es um die Marktnachfrage nach Anteilen an ihrem Unternehmen bestellt ist.

Zweitens würden sich IR-Manager stärker als bisher selbst auf die Suche nach geeigneten Investoren machen. So könnten auch völlig neue Investoren interessant werden. Denn bislang hat häufig nur der Broker entschieden, welche Investoren das Unternehmen auf der Roadshow besuchen sollte. Dabei konnte das IR-Management nicht unbedingt einschätzen, ob der Broker gewissenhaft nach Investoren sucht, die sich speziell für das Unternehmen eignen, oder ob er nur sein Netzwerk bedient (vgl. Darstellung Beispiel 2).

2. ... Roadshows seltener, aber effizienter werden

Positiv in diesem Zusammenhang wäre auch die schon angesprochene höhere Effizienz der Roadshows. IR-Manager sollten es zudem leichter haben, auch Buy-and-Hold-Investoren zu sehen – eine Investorengruppe, die im derzeitigen System für den Broker eher uninteressant ist, da er selbst an der Transaktion verdient (vgl. Darstellung Beispiel 1). Die Opportunitätskosten für das Unternehmen dürften angesichts einer geringeren Zahl von Fehlllokationen der Vorstandszeit sinken.

Für kleine Unternehmen allerdings könnte es schwieriger werden, den Investorenkontakt aufzubauen und pflegen. Zum einen sind sie bei Investoren nicht unbedingt bekannt genug, um von diesen als Anlagemöglichkeit wahrgenommen zu werden. Zum anderen haben sie in der Regel nicht die personellen Ressourcen in der IR-Abteilung, um eine größere Zahl von potenziellen Investoren zu identifizieren und den Kontakt zu diesen dauerhaft zu pflegen.

Nach einer professionell durchgeführten Targeting-Analyse sollte hier die Auseinandersetzung mit dem Broker Einsichten in die Nachfrage schaffen und helfen, Roadshowziele eindeutig zu identifizieren. Allerdings kann das Marketing kleiner Unternehmen für Broker angesichts geringer Handelsvolumen unattraktiv sein. Folglich würden Broker ihre Ressourcen hier nur noch spärlich zur Verfügung stellen oder eine direkte Vergütung vom Unternehmen verlangen. Daneben stellt die Organisation von persönlichen Zusammentreffen mit Investoren kleine Unternehmen oft vor große Herausforderungen: Eine Roadshow zu planen, ohne die Gegebenheiten vor Ort zu kennen, ist recht schwierig und zeitaufwändig. Für kleine Unternehmen wird es daher wichtig sein, dass sie ergänzend neue Dienstleister finden, die sie sowohl bei der Identifikation von Investoren und der Kontaktpflege als auch bei der Organisation von Roadshows unterstützen.

3. ... der Kontakt zum Investor direkter wird

Eine weitere Folge könnte sein, dass der Kontakt zwischen Unternehmen und Investoren direkter und damit eventuell auch vertrauter und zuverlässiger wird. Ob dies eintrifft, hängt aber auch davon ab, ob das Unternehmen die notwendige IR-Kapazität hat, um diese Investorenkontakte aufbauen und pflegen zu können (s.o.).

Neue technische Unterstützungsmöglichkeiten können Unternehmen dabei helfen, das Investor Targeting selbst in die Hand zu nehmen. Die Cometic-Befragung zeigt, dass die Unternehmen, die sich selbst auf die Suche nach geeigneten Investoren machen, bereits systematisch Investor-Targeting-Datenbanken zur Unterstützung einsetzen^{*5}. Auch wenn diese Datenbanken nie so aktuell sein können wie der Markt, können sie die Beratungsleistung des Brokers ein Stück weit kompensieren.

Die hohen Kosten für Roadshows könnten sich durch die erhöhte Akzeptanz von Online-Targeting in Zukunft reduzieren lassen. In den USA zeigt sich derzeit, dass sich ein neuer Marktstandard für Videokonferenzen etablieren könnte. Diese Videokonferenzen haben den Vorteil, dass sich das Top-Management des Unternehmens relativ leicht integrieren lässt. Terminprobleme werden gemindert, lange Reisezeiten entfallen. Die gefürchtete „Meilen pro Meeting“-Ratio sinkt dramatisch. Online-Targeting ersetzt sicher nicht die persönliche Begegnung, hilft aber den Erstkontakt herzustellen und auch den Kontakt zu pflegen.

*5 Cometic (Hrsg.) (2013): Investor Targeting: Selbst ist der IR-Manager. Investor Relations Panel II/2013. Eine Befragung von IR-Managern in Deutschland. Wiesbaden.

6. Fazit

Noch ist nicht abzusehen, wie sich das Corporate-Access-System in Deutschland bzw. in Kontinentaleuropa in naher Zukunft verändern wird und welche Folgen diese Veränderungen für die Emittenten und die Beziehungen der Akteure untereinander haben werden. IR-Manager sollten sich dennoch schon heute auf Veränderungen einstellen und auf neue Rahmenbedingungen vorbereitet sein.

Corporate Access ohne Broker ist aus Unternehmenssicht nicht unbedingt erstrebenswert. Allerdings sollte eine zunehmende Transparenz über die Kosten des Prozesses einerseits den Zugang zu den Unternehmen für alle Investoren unabhängig vom Handelsvolumen gleichermaßen öffnen und andererseits den Unternehmen mehr Hoheit über Struktur und Inhalt von Roadshows bringen.

IR-Manager sollten sich aktiv in den Veränderungsprozess einbringen, um ihre künftige Rolle zu stärken. Der IR-Manager muss die Auswahl der Investoren steuern und verantworten. Hier gilt es in Einklang mit möglichst schriftlich formulierten Roadshowzielen eine optimale Reichweite mit vertretbarem Ressourceneinsatz (Vorstandszeit) zu erreichen. Das bedeutet: Nicht nur die „üblichen Verdächtigen“ bedienen, sondern aktiv die Eignerstruktur festigen und diversifizieren. Die „Relations“-Arbeit, also der persönliche Beziehungsaufbau und die Beziehungspflege werden für IR-Manager in Zukunft an Bedeutung gewinnen.

Über die Autoren



Kay Bommer

Kay Bommer (Rechtsanwalt, MBA) ist – mit einer Unterbrechung von 2011 bis 2012 – seit 2001 Geschäftsführer des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband. Nach seinem Studium in Göttingen, Passau und Sydney (Australien) arbeitete er erfolgreich für eine große internationale Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, bevor er zwei Jahre lang die Investor Relations-Abteilung eines am Neuen Markt notierten Unternehmens leitete. Als geschäftsführender Gesellschafter der Pictum Consult GmbH berät und unterstützt er seit 2011 wachstumsorientierte, mittelständische Unternehmen. Kay Bommer ist im Aufsichtsrat innovativer Aktiengesellschaften vertreten und nimmt Lehraufträge für Kapitalmarktrecht und Unternehmenskommunikation an renommierten Universitäten wahr. Im Januar 2011 wurde er zum Ehrenmitglied des DIRK gewählt.



Jörg Hoffmann

Jörg Hoffmann studierte Betriebswirtschaft in Mannheim und Toronto. Nach Positionen in der Bankwirtschaft kam er zur Konzernentwicklung der Hoechst AG und leitete die Investor Relations Aktivitäten der abgespaltenen Celanese AG von 1999 bis 2002. Ab 2003 arbeitete er dann in diversen Funktionen im Verkauf in der Chemieindustrie in USA und Deutschland. Seit 2006 leitet er die Investor Relations Abteilung der Wacker Chemie AG, mit Standort in München. Jörg Hoffmann ist zertifizierter Six Sigma Black Belt und hält die CFA Charter seit 2013.

Impressum

Herausgeber:
DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.
Reuterweg 81, 60323 Frankfurt
Tel.: +49 (0)69.95909490
Fax: +49 (0)69.959094999
E-Mail: info@dirk.org
www.dirk.org

Titel, Layout, Satz: Floor Seven GmbH, Stuttgart

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Fotokopie, Mikrofilm, CD, Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Herausgebers reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.
Reuterweg 81, 60323 Frankfurt
Tel.: +49 (0)69.95909490
Fax: +49 (0)69.959094999
E-Mail: info@dirk.org
www.dirk.org