

Die Auswirkungen von MiFID II auf die Verfügbarkeit von Research

Informationen für Emittenten

Market Trends

Die Auswirkungen von MiFID II auf die Verfügbarkeit von Research

Informationen für Emittenten

Herausgegeben von der Deutsche Börse AG

in Zusammenarbeit mit dem deutschen Fondsverband BVI, dem Deutschen Aktieninstitut, dem DIRK – Deutscher Investor Relations Verband und der DVFA – Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

Inhalt

Vorwort	5
Umbruch auf dem Markt für Research-Dienstleistungen	6
Was ändert sich durch MiFID II?	6
Herausforderungen für börsennotierte Unternehmen	7
Definitionen und Anwendungsbereich: Analyse und Corporate Access	8
Wer muss künftig für welche Research-Dienste zahlen?	8
Analysen	9
Corporate Access	9
Regeln auch für den Bezug von außereuropäischem Research gültig	10
Umgang mit den neuen Regeln in der Investor Relations-Arbeit: Anregungen	11
Emittentenbezahltes Research und direkte Investorenansprache	12
Auswahl des richtigen Dienstleisters	12
Auswirkungen auf Emittenten unterschiedlicher Größenklassen	14
Fazit	17
Literaturverzeichnis	18

Vorwort

Sehr geehrte Emittenten,
liebe Leserinnen und Leser,

ab 3. Januar 2018 wird die überarbeitete Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II) EU-weit angewendet. Sie zielt u. a. darauf ab, Transparenz und Anlegerschutz zu erhöhen. Davon sind auch börsennotierte Gesellschaften betroffen, denn die Anforderungen an ihre Investor Relations-Arbeit werden deutlich steigen.

Neue Offenlegungsvorschriften gelten künftig nicht nur für bislang nicht erfasste Finanzinstrumente und Handelsplätze, sondern auch für das Erbringen und Vergüten von Dienstleistungen im Bereich der Anlageberatung. Dazu gehören Vorgaben zum Umgang mit Provisionen sowie monetären und nicht-monetären Vorteilen im Kontext von Research-Dienstleistungen wie Analysen und Corporate Access. Im Ergebnis werden die Kosten von Research-Leistungen klar ausgewiesen, die dann den Mechanismen von Angebot und Nachfrage unterliegen. MiFID II setzt damit einen Prozess der Neuordnung der Beziehungen zwischen Research-Anbietern, Emittenten und Investoren in Gang. Eine der Herausforderungen wird sein, kleineren Emittenten, die weniger im Blickpunkt von Analysten und Investoren stehen, auch in Zukunft die Aufmerksamkeit zu verschaffen, die notwendig ist, damit sie sich am Kapitalmarkt finanzieren können.

Mit diesem Papier möchten wir Emittenten helfen, die Vorgaben aus MiFID II mit dem konkreten Informationsbedürfnis ihrer Investoren abzugleichen, und Orientierungspunkte aufzeigen. Denn Transparenz – und damit die generelle Verfügbarkeit von Research – ist eine zentrale Voraussetzung dafür, dass Investoren auf Emittenten aufmerksam werden und informierte Anlageentscheidungen treffen können, um letztlich in Ihr Unternehmen zu investieren.

In diesem Dokument finden Sie Antworten auf folgende Fragen:

- Welche Dienstleistungen werden von den neuen Regelungen erfasst?
- Welche Auswirkungen auf Emittenten sind absehbar?
- Welche Handlungsoptionen lassen sich hieraus ableiten?

Die Anregungen richten sich insbesondere an die CEOs, CFOs und IR-Verantwortlichen der Unternehmen an der Frankfurter Wertpapierbörse, v. a. in den Börsensegmenten Prime Standard, General Standard und Scale. Der Fokus liegt auf Emittenten von Aktien, da in dieser Wertpapierklasse die größten Umbrüche und damit verbunden die größten Herausforderungen für die Emittenten zu erwarten sind. Das Dokument ist das Ergebnis der Zusammenarbeit zwischen der Deutsche Börse AG, dem deutschen Fondsverband BVI, dem Deutschen Aktieninstitut, dem DIRK – Deutscher Investor Relations Verband und der DVFA – Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management. Den Anstoß gab das Issuer Market Advisory Committee (IMAC) der Gruppe Deutsche Börse. Es setzt sich aus Emittenten, Investoren, Beratern, Investmentbanken und Verbänden zusammen und berät die Deutsche Börse AG zu relevanten Themen im Primärmarkt.

Im Namen der Deutschen Börse bedanke ich mich bei allen an der Erstellung dieses Dokuments beteiligten Organisationen und ihren Vertretern für das Wissen, die Erfahrung und die Zeit, die sie eingebracht haben. Wir möchten diesen konstruktiven Austausch fortführen, damit Research-Dienstleistungen auch künftig zu einem liquiden Kapitalmarkt beitragen.

Mit freundlichen Grüßen



Hauke Stars

Mitglied des Vorstands, Deutsche Börse AG

Umbruch auf dem Markt für Research-Dienstleistungen

Mit Geltung der überarbeiteten Finanzmarkttrichtlinie MiFID II Anfang 2018 werden sich die Regeln für die unterschiedlichen Research-Dienstleistungen (Analysen, Corporate Access, Organisation von Roadshows usw.) ändern. Hiervon betroffen sind nicht nur Banken oder Investoren wie Vermögensverwalter¹⁾ und Fondsgesellschaften als Anbieter oder Bezieher der Dienstleistung, sondern auch börsennotierte Gesellschaften. Diese müssen die Auswirkungen der neuen Regeln auf ihre eigene Analysten-Coverage prüfen und entsprechende Maßnahmen ergreifen.

Was ändert sich durch MiFID II?

Bisher ist es üblich, dass Banken Vermögensverwaltern und Fondsgesellschaften Research-Dienstleistungen in Verbindung mit dem Brokerage der entsprechenden Wertpapiere bereitstellen. Dabei ist die schriftliche Abfassung der Analyse eines Unternehmens meist das Research-Instrument schlechthin. Aber auch Corporate Access spielt eine wichtige Rolle, also die Möglichkeit für Emittenten, Investoren unter Rückgriff auf geeignetes Material – dazu zählen insbesondere Analysen – das eigene Geschäftsmodell zu erläutern. Bezahlt werden diese Research-Dienstleistungen bisher aus dem Kunden- oder Fondsvermögen. Die Kosten für Research-Dienstleistungen sind also in den Kosten für die Ausführung der Wertpapierorder enthalten (sog. Dealing Commissions).

Teilweise haben Banken mit Vermögensverwaltern und Fondsgesellschaften auch sog. Commission Sharing Agreements abgeschlossen. Nach diesen verteilt die Bank, die die Transaktionen ausführt, den auf Research entfallenden Teil der Commissions an die angeschlossenen Research-Anbieter.

Ab 2018 müssen Vermögensverwalter Research-Dienstleistungen entweder aus eigenen Mitteln oder aus einem sog. Analysekonto (Research Payment Account, RPA), das durch Kundengelder gespeist wird, zahlen. Die Entgelte der Banken dürfen dann nur noch die Kosten für die Ausführung von Wertpapiertransaktionen nicht aber für weitere Dienstleistungen umfassen. Research-Dienstleistungen von Banken müssen separat ausgewiesen werden.

Auf Fondsgesellschaften ist die Regelung dagegen nur in bestimmten Bereichen anwendbar, beispielsweise wenn sie für einen Kunden Vermögen ohne Fondshülle verwalten. Durch den separaten Ausweis der Entgelte für Research, der künftig für alle Banken gilt, sind sie jedoch indirekt betroffen. Viele Marktteilnehmer rechnen damit, dass sich die gesamte Investmentbranche in Bezug auf Angebot und Nachfrage von Research anpassen wird. Obwohl noch große Unsicherheit darüber besteht, wie sich die Preise für Research-Dienstleistungen entwickeln werden, gibt es erste Anzeichen dafür,

1) Für detaillierte Informationen zum erwarteten Umgang mit den verschiedenen Zahlungsoptionen für Research siehe CFA Institute (2017).

dass die neuen Regeln die Nachfrage nach Research verändern werden: Investoren werden künftig stärker auswählen, für welche Unternehmen sie weiterhin Research von den Brokern beziehen – und bezahlen – werden. Die Zahl der Analysten, die ein Unternehmen betreuen, wird deshalb voraussichtlich sinken. Aussagen über das exakte Ausmaß dieses Rückgangs sind bislang allerdings nicht möglich.

Grundsätzlich ist zu erwarten, dass die veränderte Nachfrage zu einer höheren Qualität der künftigen Research-Dienstleistungen am Markt führen wird. Voraussichtlich wird sich auch das Angebot von Research, das nicht vom Investor, sondern vom Emittenten bezahlt wird, erhöhen.

Zudem wird die Bereitstellung von Research künftig von den Ertragsmöglichkeiten des Brokers aus den Handelsumsätzen abgekoppelt. Für Unternehmen mit einem attraktiven Geschäftsmodell erhöht dies die Chancen auf eine Analysten-Coverage, selbst wenn das Handelsvolumen der Aktie (noch) gering ist. Schließlich ist der Umbruch auf dem Markt für Research-Dienstleistungen eine sehr gute Gelegenheit für Unternehmen, neue Wege in der Investo-

renansprache zu gehen, z. B. verstärkt den direkten Kontakt zu den Investoren zu suchen.

Herausforderungen für börsennotierte Unternehmen

Börsennotierte Unternehmen sollten sich auf das veränderte regulatorische Umfeld vorbereiten und proaktiv handeln. Gegenwärtig befinden sich Investoren und Broker noch in einer Phase des gegenseitigen „Abtastens“, weil die Produkte zum Bezug von Research noch nicht ausreichend differenziert sind. – Angebot und Nachfrage haben sich noch nicht abschließend unter den neuen Regeln von MiFID II gefunden.

Nach einer Differenzierungsphase werden sich die Effekte der neuen Regelungen voraussichtlich erst in ein bis zwei Jahren vollumfänglich im Markt zeigen. Dennoch sollten Unternehmen bereits jetzt mit ihren Analysten über die Auswirkungen der neuen Regeln für das eigene Unternehmen sprechen. Auf Grundlage dieser Gespräche sind ggf. neue Handlungsoptionen zu prüfen. Dazu zählen die in diesem Papier vorgestellten Anregungen.

Definitionen und Anwendungsbereich: Analyse und Corporate Access

Das von Brokern bisher bereitgestellte Research entspricht i.d.R. der „Research“-Definition gemäß MiFID II. Research in diesem Sinne trägt zur Meinungsbildung über Finanzinstrumente oder Emittenten bei. Es enthält explizit oder implizit eine fundierte Meinung zum aktuellen oder künftigen Wert der entsprechenden Aktien²⁾ oder es werden anderweitig eine Analyse und neuartige Erkenntnisse vermittelt und Schlussfolgerungen gezogen, die für Anlagestrategien oder -entscheidungen von Nutzen sein könnten. Unter den Begriff Research fallen sowohl die Bereitstellung von Analysen – auch im Rahmen von Börsengängen – als auch bestimmte Leistungen im Zusammenhang mit Corporate Access, d.h. dem Arrangieren von Treffen zwischen Investoren und insbesondere der Vorstandsebene der Emittenten.

Nach MiFID II sind Research-Leistungen künftig für Investoren grundsätzlich kostenpflichtig. In den folgenden Abschnitten wird erläutert, welche konkreten Informationen bzw. Dienstleistungen unter welchen Bedingungen kostenpflichtig oder kostenfrei bereitgestellt und abgerufen werden dürfen.

Wer muss künftig für welche Research-Dienste zahlen?

Vermögensverwalter müssen künftig für Research-Dienstleistungen bezahlen. Denn nach MiFID II sind Research-Dienstleistungen, die nicht aus eigenen Mitteln oder dem RPA bezahlt werden, Zuwendungen an den Vermögensverwalter. Ist der

Wert der Informationen lediglich geringfügig³⁾, ist der Bezug dieser Informationen kostenfrei zulässig. Solche sog. geringfügigen nichtmonetären Vorteile müssen vertretbar und verhältnismäßig sein; sie müssen sich in einer Größenordnung bewegen, die es unwahrscheinlich macht, dass sie das Verhalten des Vermögensverwalters in einer Weise beeinflussen, die den Interessen des Kunden abträglich ist.

Ein zentrales Kriterium bei der Bewertung der Frage, ob Research kostenpflichtig ist, ist also seine „Werthaltigkeit“. Research wird werthaltig aufgrund der enthaltenen Information oder der für die Erstellung genutzten Ressourcen.

Grundsätzlich gilt: Das Format, in dem Research-Informationen bereitgestellt werden, spielt bei der Beurteilung, ob sie kostenpflichtig sind oder nicht, keine Rolle: Es kann sich um schriftliches Research wie sog. Morning Letters handeln, aber auch um den telefonischen bzw. allgemeiner: mündlichen Austausch. Der von einem Broker erhobene Preis darf jedoch nicht von der Höhe der Preise für die Ausführung von Transaktionen abhängig gemacht werden.

Inwieweit die neuen Regeln neben der Bereitstellung von Analysen auch für Corporate Access-Dienstleistungen von Banken/Brokern gelten, hängt maßgeblich davon ab, ob die Dienstleistung als eine Research-Leistung zu qualifizieren ist.⁴⁾

2) Vgl. MiFID II Durchführungsrichtlinie Nr. 2017/593, Erwägungsgrund 28

3) Geringfügige nichtmonetäre Vorteile sind gesetzlich nicht explizit definiert; § 6 Abs. 1 Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für

Wertpapierdienstleistungsunternehmen (WpDVerOV) gibt Beispiele an.

4) Vgl. ESMA (2017a)

Analysen

Kostenfreie Analysen

Beauftragt ein Emittent einen Broker mit Research und bezahlt ihn dafür („issuer sponsored“), so können Investoren dieses weiterhin kostenlos beziehen. In diesem Fall sollten Emittent und Broker ihre kommerzielle Beziehung zueinander im Analyse-Dokument offenlegen. Zudem müssen Emittent oder Broker das Informationsmaterial, das der Emittent dem Broker für die Erarbeitung der Analyse zur Verfügung stellt, allen interessierten Investoren zugänglich machen bzw. es veröffentlichen unter Berücksichtigung der rechtlichen Möglichkeiten bzw. Rahmenbedingungen des Emittenten). Sobald die Informationen veröffentlicht wurden, können die Broker diese den Vermögensverwaltern im Vorfeld von Kapitalmaßnahmen, etwa einem Börsengang, bereitstellen.⁵⁾ Beispiele für weitere kostenfreie Analysen sind:

- Öffentlich verfügbares Research
- Kurzfristige Marktkommentare zu ökonomischen Statistiken oder Unternehmenszahlen
- Kurze Markt-Updates mit kleineren Anteilen an Kommentaren oder Meinungsäußerungen
- Material, das öffentliche Informationen wiederholt oder zusammenfasst
- Marktinformationen im unmittelbaren Orderzusammenhang

Kostenpflichtige Analysen

Kostenpflichtig sind künftig alle Research-Informationen, die nicht als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil gelten. Darunter fallen:

- Makroökonomisches Research
- Aktien-Research
- Fixed-Income Research
- Währungs- und Rohstoff-Research

Corporate Access

Corporate Access ohne Research-Leistung

Wenn ein Broker ein Treffen zwischen Emittentenvertretern und Investoren arrangiert, ohne eigenes inhaltliches Research wie Analysematerial oder eine inhaltliche Beurteilung des Treffens bereitzustellen, stellt dies einen sog. Concierge Service dar. Für diesen gelten nicht die besonderen Research-Regeln, sondern die allgemeinen Regeln für Zuwendungen. Vermögensverwalter dürfen solche Dienstleistungen nur dann ausnahmsweise kostenfrei annehmen, wenn sie als geringfügige nichtmonetäre Vorteile einzuordnen sind. Hierunter können nach der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA (European Securities and Markets Authority) beispielsweise Roadshows fallen, die von Emittenten gezahlt und für Analysten und Investoren frei zugänglich sind.

Hingegen wäre der Umkehrschluss unzutreffend, dass das Organisieren eines Treffens, für das der Emittent nicht zahlt oder zu dem kein öffentlicher Zugang besteht, automatisch als nicht geringfügige Zuwendung zu werten ist. Nicht jedes Treffen, das ein Broker zwischen einem Emittenten und einem Vermögensverwalter organisiert, rechtfertigt es, die gegenüber dem Vermögensverwalter erbrachte Leistung des Brokers als nicht geringfügigen Concierge Service zu qualifizieren. Auch wenn der Nutzen des Service für den Emittenten in diesem Zusammenhang durchaus größer einzuschätzen sein mag.

Es bleibt festzuhalten, dass die Beurteilung der Frage, ob eine Dienstleistung als ein geringfügiger nichtmonetärer Vorteil anzusehen ist, grundsätzlich dem Vermögensverwalter obliegt. Concierge Services des Brokers, die nicht zweifelsfrei als

5) Vgl. ESMA (2017)

geringfügige nichtmonetäre Vorteile einzuordnen sind, darf der Vermögensverwalter nicht kostenfrei annehmen. Das kann etwa bei exklusiven Veranstaltungen oder Unternehmensbesuchen („field trips“) der Fall sein.⁶⁾

Corporate Access als Research-Leistung

Inhaltliche Dienstleistungen des Brokers, die im Zusammenhang mit dem Arrangement eines Treffens zwischen Emittenten und Investoren erbracht werden, stellen Research dar, wenn der Broker eine Anlagestrategie empfiehlt oder eine Meinung zur Beurteilung von Vermögenswerten oder Emittenten verfasst. Diese Leistungen bieten den Empfängern werthaltige Informationen und müssen daher bezahlt werden. Das gilt auch, wenn der Anbieter solcher Treffen wertvolle Ressourcen aufwendet.

Regeln auch für den Bezug von außereuropäischem Research gültig

Vermögensverwalter müssen die neuen Vorgaben auch beachten, wenn sie Research von Anbietern außerhalb der EU nutzen wollen. Das gilt insbesondere für die in der EU tätigen relevanten Wertpapierhandelsfirmen (sog. Broker/Dealer) aus den USA. Die von MiFID II geforderte Trennung der Kosten stößt hier auf rechtliche Hürden beim Bezug von Research- und Handelsdienstleistungen: Broker/Dealer sind nach dem US-amerikanischen Investment Advisers Act von 1940 grundsätzlich verpflichtet, Handel und Research gebündelt abzurechnen. Dies widerspricht den neuen europäischen Regeln, die genau diese Bündelung verbieten.

Will der US-Broker/Dealer für EU-Anleger die Dienstleistungen Handel und Research getrennt anbieten und abrechnen, benötigt er nach US-Recht eine Zulassung als Anlageberater (Investment Adviser). Die US-Broker/Dealer scheuen den Aufwand einer weiteren Zulassung, da diese Kosten verursacht und zusätzliche Treuhandanforderungen an das Handelsgeschäft nach sich zieht. Um den Bezug von US-Research für EU-Investoren sicherzustellen, hat die Securities Exchange Commission (SEC, US-Wertpapieraufsichtsbehörde) mit ihren Auslegungsentscheidungen ermöglicht, dass US-Broker/Dealer unter bestimmten Voraussetzungen für einen Zeitraum von 30 Monaten Zahlungen erhalten dürfen, ohne sich als Investment Adviser registrieren lassen zu müssen.

In Abstimmung mit der SEC hat die EU-Kommission etwa zeitgleich in kurzen Fragen und Antworten festgehalten, dass Wertpapierdienstleister Research und Transaktionen in einer Summe begleichen können, solange der Gebührenanteil für Research identifizierbar ist.

Erstellt ein Broker aus einem Drittstaat keine separate Rechnung für Analysedienstleistungen, muss der Wertpapierdienstleister (bzw. dessen Berater im jeweiligen Drittstaat) diesen Gebührenanteil selbst ermitteln. Hierfür kann er den Broker aus dem Drittstaat konsultieren. Dabei darf die Gebühr für Research jedoch nicht von der Höhe der Zahlungen für Ausführungsdienstleistungen beeinflusst werden oder von diesen abhängen. Nach Wirksamwerden des Brexit wird auch Großbritannien aus der Sicht deutscher Unternehmen zu einem Drittstaat, für den die entsprechenden Regeln gelten.

6) Vgl. ESMA (2017b)

Umgang mit den neuen Regeln in der Investor Relations-Arbeit: Anregungen

Auch wenn sich die Auswirkungen von MiFID II auf die Kapitalmarktteilnehmer bislang noch nicht in ihrem ganzen Ausmaß erfassen lassen, werden sich die Emittenten mit folgenden Veränderungen bzw. Effekten beschäftigen müssen:

1. Geringere Research-Coverage:

Die bislang bestehende Coverage mit Research-Dienstleistungen wird sich verringern. Dies hat unterschiedliche Auswirkungen, die von der Größe des Unternehmens abhängen (siehe den [Abschnitt „Auswirkungen auf Emittenten unterschiedlicher Größenklassen“](#)).

2. Selektion der Broker-Liste bei Investoren:

Bestehende Broker-Kontakte könnten künftig über eine geringere Anzahl von Investorenkontakten verfügen.

3. Selektivere Nachfrage nach Corporate Access:

Roadshow-Möglichkeiten könnten für Emittenten eingeschränkt sein, da Investoren voraussichtlich stärker selektieren werden, zu welchen Unternehmen sie Kontakt aufnehmen.

4. Passivierung der verwalteten Vermögen:

Unabhängig von den MiFID-Regelungen ergibt sich noch folgender Effekt, der in der IR-Arbeit

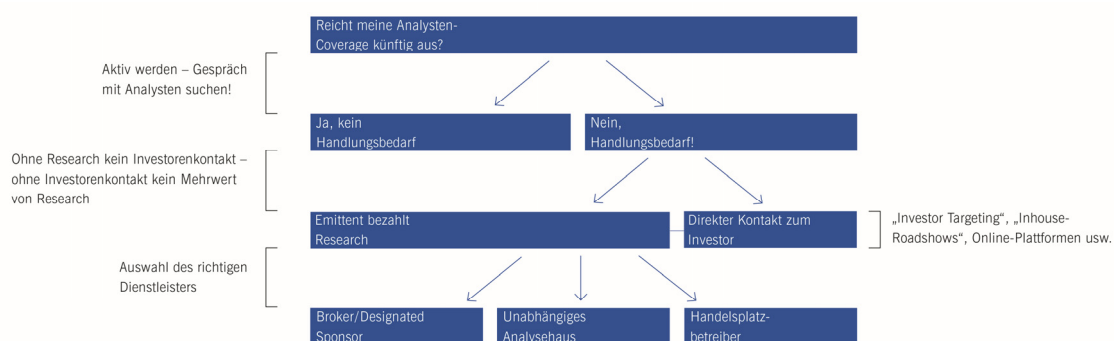
künftig Berücksichtigung finden sollte: Mehr Anlagen werden vermutlich passiv verwaltet und auf weniger Anlageziele konzentriert werden. Weitere Informationen hierzu finden sich bei Oliver Wyman (2017).

Insgesamt bedeutet dies: Weniger Coverage führt zu weniger Liquidität, die wiederum zu weniger Coverage führt. Es empfiehlt sich daher für börsennotierte Unternehmen, im Gespräch mit ihren jeweiligen Analysten/Brokern die Auswirkungen der neuen Regeln auf die eigene Research-Coverage zu ermitteln (siehe hierzu die Grafik „Orientierungsfragen zur individuellen Situationsanalyse“).

Aus diesen Gesprächen können börsennotierte Unternehmen ihren Handlungsbedarf ableiten. Ergeben diese Gespräche, dass die Research-Coverage weiterhin als ausreichend erachtet wird, gibt es keinen Grund, aktiv zu werden. Dies dürfte i.d.R. der Fall für große Unternehmen (Large Caps) sein.

Wer allerdings feststellt, dass künftig die Research-Coverage nicht mehr ausreichend sein wird, um eine Finanzierung über die Börse zu gewährleisten, sollte unbedingt tätig werden. Dies dürfte v. a. auf mittlere und kleinere Unternehmen (Mid und Small Caps) zutreffen. Für viele kleinere Emittenten

Orientierungsfragen zur individuellen Situationsanalyse – für Emittenten relevante Handlungsfelder



stellt sich dann die Frage, woher sie künftig ihr Research beziehen sollen, wenn der Markt nur in einzelnen Fällen Analysen ohne ihr eigenes Zutun bereitstellen wird.

Emittentenbezahltes Research und direkte Investorenansprache

In bestimmten Fällen ist es möglich, dass eine ausreichende Research-Coverage nur dann gelingt, wenn Emittenten die Bereitstellung von Analysen selbst in Auftrag geben. Dieses emittentenbezahlte Research ist bereits jetzt bei vielen kleineren börsennotierten Unternehmen üblich. Generell steht das Auftrags-Research heutzutage häufig in dem Ruf, nicht ausreichend objektiv zu sein. Es ist jedoch davon auszugehen, dass sich das Thema „bezahltes Research“ aufgrund der veränderten rechtlichen Situation weiterentwickeln wird.

Bereits heute werden (z.B. bei der Emission von Unternehmensanleihen) Ratingleistungen von Emittenten beauftragt und vergütet, ohne dass deren Qualität oder Bedeutung von Investoren in Frage gestellt würde. Dies kann sich auch bei der Bereitstellung von Analysen im Aktienbereich entwickeln.

Wer als Research-Dienstleister langfristig am Markt bestehen möchte und dementsprechend die eigene Reputation als seriöser Anbieter von Analysen festigen will, sollte daran interessiert sein, objektives Research zur Verfügung zu stellen, das frei von Interessenkonflikten ist.

In Bezug auf Corporate Access ist zu befürchten, dass die durch Broker vermittelte Investorenbetreuung gerade für Mid und Small Caps weiter sinken wird. Auch werden nicht alle Research-Dienstleister bezahltes Research für Emittenten anbieten. Eine Alternative ist deshalb der direkte Investorenkontakt: Emittenten sprechen (potenzielle) Investoren direkt an, um diese von den Vorteilen des eigenen Geschäftsmodells zu überzeugen.

Beide Optionen, d.h. der Erwerb von Analysen durch den Emittenten und die direkte Investorenansprache, ergänzen einander. Die Analyse bildet die Basis des Dialogs mit bereits bestehenden oder potenziellen Investoren. Sie ist Voraussetzung dafür, dass die Investoren überhaupt das Gespräch aufnehmen. Allerdings ist die Analyse nutzlos, wenn sie nicht verbreitet und den Investoren im Dialog erläutert wird.

Auswahl des richtigen Dienstleisters

Zahlt der Emittent das Research künftig selbst, muss er darauf achten, die hierfür benötigten finanziellen Mittel effizient einzusetzen: Neben der Frage, welche Dienstleister adäquates Finanz-Research anbieten, sollten folgende Aspekte bei der Research-Beauftragung beachtet werden.

Mögliche Bezugsquellen sind Investmentbanken, Designated Sponsors, unabhängige Analysehäuser oder der Handelsplatzbetreiber, unter bestimmten Umständen auch ein Broker. Unternehmen, die Research-Dienstleistungen zukaufen, sind gut beraten, eine Coverage durch den Research-Dienstleister anzustreben und nicht nur eine Unternehmensbewertung einzukaufen.

Dabei gibt es Research heute schon in vielen verschiedenen Darreichungsformen. Einige Investoren halten beispielsweise eine Entkopplung von Inhalt und Kaufempfehlung in Research-Paketen für sinnvoll. Insbesondere Basisbeschreibungen des Unternehmens, seines Geschäftsmodells, der Kennzahlen sowie ggf. von Szenarien und Kurszielen könnten Akzeptanz bei den Investoren finden.

Es ist davon auszugehen, dass sich durch MiFID II und die damit einhergehende Kosten- und Nutzen-Sensibilisierung der Käufer (d.h. der Investoren) für Research noch weitere Spielarten und Formen am Markt etablieren werden. Die Deutschen Grundsätze für Finanzresearch (DGFR) bieten hierzu einen guten Überblick. Sie bilden den herkömm-

lichen Umfang von Research-Dienstleistungen ab und spezifizieren Qualitätsmerkmale. Die DGFR werden im Zuge von MiFID II aktualisiert und um Varianten von Research ergänzt, die am Markt zunehmend eine größere Rolle spielen, wie die Bereitstellung von Daten oder reduzierte Formen von Unternehmensanalysen (z.B. die Research Reports im Freiverkehrssegment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse).

Unabhängig davon sollten sich Unternehmen vor der Beauftragung selbst bezahlter Analysen folgende Fragen hinsichtlich der Qualität und des Services des Dienstleisters stellen:

- Über welche Qualifikation und Erfahrung (z.B. in Jahren Berufstätigkeit) verfügen die Finanzanalysten bzw. der die entsprechende Branche beobachtende Finanzanalyst?
- Welche Wettbewerber des beauftragenden Unternehmens beobachtet der Research-Dienstleister aktiv bzw. welche Unternehmen hat der Analyst in den vergangenen Jahren gecouvert?
- Über welche einschlägigen Kontakte zu Anlegergruppen verfügt der Dienstleister bzw. der Analyst? Kann der Dienstleister für das beauftragende Unternehmen potenzielle Anleger ansprechen bzw. akquirieren? Wer sind die zehn größten Abnehmer des Research des Dienstleisters? Verfügt der Dienstleister über Kundenkontakte (Abnehmer) in unterschiedlichen Zielgruppen wie institutionellen Anlegern, Family Offices und Vermögensverwaltern? Oder ist die Klientel des Dienstleisters beschränkt auf einige wenige Zielgruppen?
- Ist der Dienstleister bei Brokern gelistet, die sein Research im Rahmen eines Commission Sharing Agreement zukaufen und abrechnen können?
- Kann der Dienstleister bzw. der Finanzanalyst das Unternehmen gegenüber Presse, Telemedien oder Anlegermedien vertreten, z. B. mit Kurz-Statements oder Interviews?
- Kann der Dienstleister bzw. der Finanzanalyst die Eckdaten des Unternehmens und der Finanzanalyse in gängige Medien wie Bloomberg, Thomson Reuters einspeisen bzw. dem Unternehmen die Eckdaten in elektronisch lesbaren Formaten zur Verfügung stellen?

Voraussichtliche Auswirkungen auf unterschiedliche Unternehmensgrößen

	Large Caps	Mid Caps	Small Caps
Analysen			
Pre MiFID II	> 20 Analysten; indirekt vergütet aus Dealing Commission	> 10 Analysten; indirekt vergütet aus Dealing Commission	< 10 Analysten; indirekt vergütet aus Dealing Commission
Post MiFID II	< 15 Analysten; bezahlt von Buy Side (teilweise auf eigene Gewinn- u. Verlustrechnung (GuV), teilweise Weiterbelastung an Endkunden)	< 5 Analysten; bezahlt von Buy Side (teilweise auf eigene GuV, teilweise Weiterbelastung an Endkunden)	Voraussichtlich – wenn überhaupt – sehr geringe Sell Side-Coverage
Corporate Access			
Pre MiFID II	Sehr viele Roadshows und One-on-Ones (von Brokern vermittelt); indirekt vergütet aus Dealing Commission	Viele Roadshows und One-on-Ones (von Brokern vermittelt); indirekt vergütet aus Dealing Commission	Wenige Roadshows und One-on-Ones (von Brokern vermittelt); indirekt vergütet aus Dealing Commission
Post MiFID II	Viele Roadshows und One-on-Ones, bezahlt von Buy Side (teilweise auf eigene GuV, teilweise Weiterbelastung an Endkunden)	Wenige Roadshows und One-on-Ones, bezahlt von Buy Side (teilweise auf eigene GuV, teilweise Weiterbelastung an Endkunden)	Keine Sell Side-Roadshows und One-on-Ones

Quelle: DIRK (2017)

Zu ist beachten schließlich auch, dass einige Zielgruppen wie große Vermögensverwalter und Fondsgesellschaften nicht unbedingt eine Analyse zu einem Unternehmen fordern, da sie über Datenbanken verfügen, die Eckdaten von Emittenten abbilden. Dies bringt zwei Konsequenzen für Emittenten mit sich:

Allein ein Research-Bericht (z. B. als PDF) reicht möglicherweise bei großen Vermögensverwaltern und Fondsgesellschaften nicht aus. Hier sollte der Emittent als Auftraggeber von Research darauf achten, dass die Daten der Analyse auch vom Finanzanalysten in die einschlägigen Datenbanken eingestellt werden.

Corporate Access wird in diesem Fall noch bedeutender, denn Teil des Investmentprozesses bei großen Vermögensverwaltern und Fondsgesellschaften ist das persönliche Gespräch mit dem Vorstand des Emittenten. Falls Corporate Access nicht Bestandteil der Dienstleistung ist, die der Emittent zukaft, sollte es von entsprechenden Dienstleistern erworben werden oder durch die Teilnahme an unabhängigen Investorenkonferenzen wie dem Deutschen Eigenkapitalforum, organisiert von Deutscher Börse und KfW, oder der Frühjahrskonferenz der DVFA sichergestellt werden.

Auswirkungen auf Emittenten unterschiedlicher Größenklassen

Large Caps

Analysen

Unternehmen mit hohem (Börsen-)Umsatz und Marktwert werden heute von einer sehr großen Zahl von (Sell Side-)Analysten beobachtet. DAX®-Unternehmen werden derzeit in der Regel von 20 bis 40 Analysten gecouvert.⁷⁾ Mit der Anwendung von MiFID II ab Anfang 2018 ist davon auszugehen, dass die Zahl der von den Brokern zur Verfügung gestellten Analysen deutlich sinken wird.

Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband geht von teilweise unter 15 je Unternehmen aus. Diese Anzahl ist aber immer noch ausreichend, um detaillierte und aussagefähige Bewertungen dieser Unternehmen zu ermöglichen. Zudem ist zu erwarten, dass die Investoren aufgrund der reduzierten Bereitstellung von Research durch die Broker ihre eigenen Research-Aktivitäten weiter ausbauen werden. Des Weiteren kann angenommen werden, dass durch den künftigen Verkauf von Research der Wettbewerb unter den Brokern steigen wird. Investoren werden nur noch selektiv und für „gutes“ Research bezahlen. Daher ist davon auszugehen, dass sich die Qualität der Analysen verbessern wird („less is more“).

Im Ergebnis ist ein Bedarf an weiterem Research zu Large Caps nicht zu erwarten. Veränderungen in der Investor Relations-Arbeit dieser Unternehmen werden wahrscheinlich nicht erforderlich sein.

Corporate Access

Ähnlich sieht es beim Corporate Access in Form von Roadshows und Gesprächen zwischen Investoren und wichtigen Entscheidungsträgern der Emittenten („One-on-Ones“) aus. Es ist zu erwarten, dass die Nachfrage nach dieser Dienstleistung seitens der Investoren – wenngleich in abnehmenden Maße – weiterhin ausreichend groß sein wird und von ihnen (direkt) vergütet wird. Denkbar ist zudem, dass sich im Zuge der Umsetzung der neuen Regeln zum Research die Zahl der direkten Kontakte zwischen Investoren und Emittenten noch erhöhen wird. Bereits jetzt sind zunehmend sog. Reversed Roadshows zu beobachten, im Rahmen derer die Investoren die für sie interessanten Unternehmen besuchen.

Auch im Bereich „Corporate Access“ ist eine Erhöhung des Drucks auf Investor Relations-Abteilungen von großen Unternehmen nicht zu erwarten.

7) DIRK (Hrsg). (2017a)

Mid Caps

Analysen

Mid Caps werden bereits heute von spürbar weniger Analysten beobachtet als Large Caps (ab ca. zehn Analysten⁸⁾). Nach Einführung der neuen Regeln werden die Investoren voraussichtlich noch deutlich selektiver im Hinblick auf den Bezug von bislang kostenfreiem Research vorgehen. Dementsprechend schätzt der DIRK, dass die Anzahl der Analysten im Regelfall auf unter fünf sinken wird.

Eine Antwort auf diese Entwicklung kann darin liegen, die Coverage des Unternehmens durch die Beauftragung von selbst bezahlten Research zu steigern. Dabei sollten Unternehmen sorgsam abwägen, ob und wenn ja, von wem sie derartigen Research beziehen sollten (siehe den [Abschnitt „Auswahl des richtigen Dienstleisters“](#)).

Neben den Fragen zum Inhalt des Research ist auch die Distribution des Research zu beachten: Research ist immer nur so gut, wie es aktiv vertrieben werden kann. Ein vom Emittenten bezahltes Research fällt nicht unter die Zuwendungsthematik von MiFID II und kann grundsätzlich unentgeltlich an Investoren verteilt werden (siehe hierzu den [Abschnitt „Kostenfreie Analysen“](#)). Das hat den Vorteil, dass alle Investoren auf das Informationsmaterial zugreifen können, ohne mit dem Emittenten eine Kundenbeziehung gemäß MiFID II haben zu müssen. Die Herausforderung für Emittenten besteht darin, eine möglichst hohe Reichweite bei der Verteilung zu erzielen. Daher ist es wichtig, bei der Wahl des Dienstleisters darauf zu achten, dass dieser über ein ausreichendes Netzwerk und freien Zugang zu Investoren verfügt, zu denen er eine Kundenbeziehung aufweist. Die bislang von Brokern erbrachte Leistung – viele institutionelle Investoren über das Ausweiten ihres Angebots an Ausführ-Services zu erreichen – dürfte nicht einfach zu ersetzen sein.

Corporate Access

Ebenso ist davon auszugehen, dass die Bereitschaft der Banken, Corporate Access-Dienstleistungen anzubieten, mit abnehmender Unternehmensgröße teilweise weiter sinken wird. Eine denkbare Handlungsalternative für Emittenten mittlerer Größe ist daher, mit Brokern darüber zu verhandeln, ob sie ihre Dienste gegen Zahlung einer angemessenen Vergütung weiterhin erbringen.

Eine Alternative zur Vermittlung durch den Intermediär ist für die Investor Relations-Abteilung eines Unternehmens der direkte Investorenkontakt über die Inhouse-Organisation von Roadshows. Der damit verbundene personelle und finanzielle Mehraufwand wird dabei durch eine zielgenauere Ansprache von (potenziellen) Investoren ausgeglichen. Im optimalen Fall führt dies sogar zu einer höheren Effizienz der Roadshows.⁹⁾

In jedem Fall werden Unternehmen mittlerer Größe nicht umhinkommen, ihre IR-Aktivitäten weiter auszubauen und besonders solche Leistungen, die bislang von Brokern kostenlos erbracht wurden, selbst zu erbringen. Sie sollten überlegen, ihr Investor Targeting intern auszubauen oder sich vermehrt Dritter zu bedienen. Dabei können sie ihre „härteste“ Währung, nämlich die verfügbare „C-Level-Zeit“ (d.h. die Verfügbarkeit von CEO und CFO), als Verhandlungsmasse einsetzen.

Small Caps¹⁰⁾

Am stärksten von den Änderungen durch MiFID II werden kleinere börsennotierte Unternehmen betroffen sein, wobei „klein“ hier in einem weiten Sinne zu verstehen ist. Wurden diese Unternehmen bereits in der Vergangenheit nur sehr spärlich von Brokern abgedeckt, so ist zu befürchten, dass diese Coverage künftig mangels Investoreninteresse gänzlich ausfallen kann.

8) DIRK (Hrsg.). (2017a)

9) Vgl. Bommer, Hoffmann (2014)

10) Die Angaben in diesem Abschnitt können auch für Mid Caps Gültigkeit haben.

Analysen

Kleine Unternehmen werden nicht umhinkommen, Research selbst zu bezahlen – wenn sie das nicht bereits tun. Die Frage, wen (nicht: ob) sie beauftragen, wird im Mittelpunkt der Überlegungen stehen (müssen), da diese Unternehmen sonst Gefahr laufen, von Investoren nicht mehr wahrgenommen zu werden. Siehe hierzu den [Abschnitt „Auswahl des richtigen Dienstleisters“](#).

Corporate Access

Wie für die Analysen gilt auch im Bereich Corporate Access für kleine Unternehmen, dass mit einer sehr geringen Nachfrage seitens der Investoren zu rechnen ist. Gerade hier müssen Emittenten selbst aktiv werden und direkt Investoren ansprechen. Übliche Kanäle zur Verbreitung des Research sind:

- Etablierte Anbieter zur Verbreitung von Corporate News
- Versenden von Zusammenfassungen an die Presseverteiler der Unternehmen
- Einstellen von Zusammenfassungen auf der eigenen Website
- Nutzung aller anderen Investorenverteiler

Neben diesen klassischen Kanälen positioniert sich seit einiger Zeit eine Reihe von Anbietern neuer Dienstleistungen. Dazu gehören Online-Plattformen, die Investoren und Emittenten ohne Zwischenschaltung von Brokern zusammenbringen. Zudem wird sich voraussichtlich das Angebot speziell auf Small Caps zugeschnittener Konferenzen ausweiten.

Darüber hinaus sollten kleinere Emittenten ihre IR-Aktivitäten in den maßgeblichen Bereichen wie Investor Identification, Investor Targeting, Roadshow-Organisation u. a. verstärken – ggf. auch unter Zuhilfenahme Dritter. Die Zahl der Anbieter, von klassischen IR-Agenturen bis hin zu spezialisierten Dienstleistern, wächst stetig.

Letztlich gilt festzuhalten: Die Suche nach geeigneten Investoren setzt neben einer guten Marktkenntnis und verlässlichen Kontakten auch laufende, nicht unerhebliche personelle und finanzielle Ressourcen voraus. Entsprechendes trifft auch auf die logistische Organisation von Roadshows in Eigenregie zu. Diese müssen die Unternehmen bereitstellen, wollen sie im neuen Marktumfeld bei der Investorenansprache erfolgreich sein.

Fazit

Die Funktion von Research besteht darin, die Visibilität des Unternehmens als Investment bei unterschiedlichen Zielgruppen – z. B. institutionellen Investoren, Privatanlegern, Family Offices oder Vermögensverwaltern – zu sichern bzw. zu erhöhen.

Die Regelungen von MiFID II werden Auswirkungen auf die Bereitstellung von Research-Dienstleistungen haben. Vielen Marktteilnehmern ist möglicherweise nicht bewusst, dass neben der Bereitstellung von Analysen auch Corporate Access von den neuen Regeln betroffen ist. Bislang haben Broker hier eine wichtige Rolle als Vermittler zwischen Emittenten und Investoren gespielt, weil sie im Rahmen des Brokerage kostenlos Corporate Access zur Verfügung gestellt haben. Künftig fällt dieser allerdings in bestimmten Fällen unter die MiFID-Regeln und ist für Investoren kostenpflichtig.

Für den Emittenten ergibt sich hieraus, dass er künftig nicht nur sicherstellen muss, dass die Analyse erfolgt, sondern auch der Corporate Access gewährleistet ist. Darüber hinaus muss der Emittent dafür sorgen, dass die Analysen über unter-

schiedliche Medien zum Anleger transportiert werden. Auch muss er Anlegergruppen aktiv auf die Analysen aufmerksam machen. Außerdem haben Unternehmen häufig noch weiter führende Informationen bereitzustellen, z.B. zu ihrem Geschäftsmodell, ihren Alleinstellungsmerkmalen im Vergleich zu Wettbewerbern oder anderen maßgeblichen Einflussfaktoren.

Insgesamt ist festzuhalten, dass die Auswirkungen von MiFID II auf die Emittenten von der Größenklasse abhängen. Für große Unternehmen (Large Caps) wird sich nicht sehr viel ändern. Für Mid und Small Caps ist jedoch damit zu rechnen, dass die „Relations“-Arbeit, also der Aufbau persönlicher Beziehungen und deren Pflege, für IR-Manager in Zukunft deutlich an Bedeutung gewinnen wird. Sie stehen künftig vor der Herausforderung, im Hinblick auf die erforderliche Qualität und ihre Ressourcen abzuwägen und zu entscheiden, welche Research-Dienstleistungen sie Investoren selbst (mit internen Ressourcen) anbieten, welche sie von externen Dienstleistern erbringen lassen und bei wem sie ggf. eigens bezahltes Research zukaufen.

Literaturverzeichnis

- Bommer K.; Hoffmann, J. (2014):** Trends im Corporate Access und die Folgen für das IR-Management. DIRK IR-Guide, Band VIII. https://www.dirks.org/dirk_webseite/static/uploads/DIRK_IR_Guide%20VIII%20Corporate%20Access_WEB.pdf (Stand: 26.10.2017)
- CFA Institute (2017):** MiFID II: A New Paradigm for Investment Research. Investor Perspectives on Research Costs and Procurement. https://www.cfainstitute.org/ethics/Documents/CFA_MiFID_FINAL_LOW_RES_v2.pdf (Stand: 29.11.2017)
- DIRK (2017):** Mögliche Auswirkungen von MiFID II für Emittenten. https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/171006-MV_KS_Praesentation_Bommer_MiFID.pdf, S.2 (Stand: 09.11.2017)
- DIRK (Hrsg.) (2017a):** DIRK-Stimmungsbarometer 2017 – Ergebnisse: Hauptstudie. https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/170608_DIRK-Stimmungsbarometer-2017.pdf (Stand: 26.10.2017)
- ESMA (2017):** Questions and Answers – On MiFID II and MiFIR investor protection topics, Frage 6. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf, S. 18 (Stand: 26.10.2017)
- ESMA (2017a):** Questions and Answers – On MiFID II and MiFIR investor protection topics, Frage 7. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf, S. 19 (Stand: 26.10.2017)
- ESMA (2017b):** Questions and Answers – On MiFID II and MiFIR investor protection topics, Frage 4. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf, S. 17 (Stand: 26.10.2017)
- MiFID II (2017):** Erwägungsgrund 28 der MiFID II Durchführungsrichtlinie Nr. 2017/593. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0593> (Stand: 02.11.2017)
- Oliver Wyman (2017):** Wholesale Banks and Asset Managers – The World Turned Upside Down. <http://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2017/mar/wholesale-banks-and-asset-managers-the-world-turned-upside-down.html> (Stand: 29.11.2017)

Herausgeber

Deutsche Börse AG
60485 Frankfurt am Main

Dezember 2017
Bestellnummer 9100-4757

Markenverzeichnis

DAX® ist eine eingetragene Marke der
Deutsche Börse AG.

Haftungsausschluss

Das vorliegende Papier soll eine unverbindlich Einschätzung seitens des Herausgebers und seiner Mitautoren zu den möglichen Implikationen aus MiFID II auf die Verfügbarkeit von Research zu börsennotierten Gesellschaften geben. Die enthaltenen Einschätzungen und Anregungen sowie der diesen zugrunde liegende Sachverhalt können sich im Laufe der Einführung und Implementierung von MiFID II ändern. Der Herausgeber und seine Mitautoren übernehmen keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der wiedergegebenen Informationen.

Das vorliegende Papier ist nicht dazu geeignet, als unmittelbare Grundlage für Strategieentscheidungen zu dienen. Der Leser ist daher gehalten, eigene unabhängige Untersuchungen und Bewertungen – auch unter Zuhilfenahme entsprechend qualifizierter Berater – anzustellen.

Die rechtlichen Aussagen in diesem Papier werden ohne Gewähr getroffen. Sie sollen und können eine rechtliche Beratung nicht ersetzen und entbinden den Leser insbesondere nicht von der Pflicht einer eigenständigen rechtlichen Prüfung.