

## WERTBERICHTIGT

## Oranje ist jetzt grün

Börsen-Zeitung, 22.5.2019

Oranje ist jetzt grün. Die Niederländer brachten gestern ihre erste grüne Staatsanleihe und konnten damit am Bondmarkt einen enormen Erfolg feiern. Denn mehr als 21 Mrd. Euro kamen für das Papier an Ordervolumen zusammen. 6 Mrd. Euro wurde der 20-jährige Bond schwer, der den Anlegern eine Rendite von gut 0,5% einbringt. Und dazu gesellt sich dann noch das gute Gewissen, dass mit dem Geld etwas Gutes – also etwas „Grünes“ – angestellt wird. Für die Niederländer war es zweifelsohne wichtig, Farbe zu bekennen, also zu signalisieren, dass der Staat das Thema Grün – sprich Klima- und Umweltschutz – als wichtig ansieht und es auf der Finanzierungsseite mit entsprechenden Green Bonds begleitet. Bedeutsam ist die grüne Debüttransaktion noch aus einem anderen Grund. Es ist der erste Green Bond eines Triple-A-Staats. Und das ist eben richtungsweisend, und zwar für den Bund, ebenfalls Triple-A-Emittent. Er hat vor einigen Tagen angekündigt, dass er ebenfalls den Schritt in Richtung grün wagen will. Auf welche Marktresonanz er treffen wird, zeigt das Beispiel Oranje. klj

## Ceconomy – nur bereinigt solide

Börsen-Zeitung, 22.5.2019

Der Elektronikhändler Ceconomy hat ausnahmsweise einmal positiv überrascht. Trotz rückläufiger Umsätze gelang es, das operative Ergebnis im zweiten Quartal auf Vorjahresniveau zu halten. Allerdings ist diese Aussage nur gültig, wenn Kosten für die Restrukturierung, Wertminderungen im Zusammenhang mit der Aufgabe von Venture-Aktivitäten und millionenschwere Abfindungen, die schon im ersten Quartal verbucht wurden, herausgerechnet werden. Auf das Gesamtjahr hochgerechnet wird mit Sonderlasten von 200 bis 220 Mill. Euro kalkuliert. Zwar hatte sich das alte Management im Zuge der Aufspaltung verpflichtet, künftig auf den Ausweis bereinigter Ergebniszahlen zu verzichten. Doch was kümmert die neue Führungsriege das Geschwätz der alten? Keine Frage, Jörn Werner und Karin Sonnenmoser haben bei Ceconomy kein leichtes Erbe angetreten. Am kostspieligen Umbau des Geschäftsmodells der Media-Saturn-Holding, auf die der direkte Zugriff fehlt, führt kein Weg vorbei. Wie viele Sonderlasten die Bilanz verkraften kann, bestimmt aber nicht zuletzt die Eigenkapitalquote. ab

## Lustig ist das Beraterleben

Börsen-Zeitung, 22.5.2019

Berater wie Teneo wenden sich direkt an die CEOs großer Gesellschaften. Sie haben meist reichlich ausgerangierte Politiker und Unternehmenslenker von einst auf der Gehaltsliste und legen großen Wert auf ein exklusives Image. Wenn der Chef dem Fußvolk Benimmregeln zukommen lassen muss, wackelt das Geschäftsmodell. Was der britische Landeschef Gordon Tempest-Hay seinen Mitarbeitern in einer E-Mail schreibt, die von der „Times“ veröffentlicht wurde, erinnert ein wenig an „The Wolf of Wall Street“. Ein freitäglicher Umtrunk sei vollständig eskaliert wie ein Wettstreit unter Teenagern. Jemand habe sich auf den Teppich erbrochen, ein anderer Fäkalien in der Dusche hinterlassen und jemand habe seine schmutzige Unterwäsche für das Reinigungspersonal hinterlassen. Ja, lustig ist das Beraterleben, weniger amüsant dagegen der Umgang mit seinen Hinterlassenschaften. Tempest-Hays Drohung, Bar und Dusche zu schließen, dürfte wohl nicht ausreichen, um bei der Jeunesse dorée nachhaltige Verhaltensänderungen herbeizuführen. hip

## Früh unter Druck

Dieter Zetsche hinterlässt seinem Nachfolger Ola Källenius Daimler in einer Zeit, die richtungsweisende Entscheidungen erfordert. Investitionen in Zukunftstechnologien, Personalaufbau und Rückrufe sowie Software-Updates im Zuge des Abgasskandals haben die Profitabilität in den vergangenen beiden Jahren bei nachlassender konjunktureller Dynamik deutlich belastet. Die operative Rendite im Industriegebiet sank seit 2015 von 8,8% auf 6%.

Zetsche kündigte bereits 2017 an, bis 2021 in der Pkw-Sparte 4 Mrd. Euro einsparen zu wollen. Kritikern unter den Aktionären und Analysten kam die ergänzende Ankündigung umfassender „Gegenmaßnahmen“ zur Renditesteigerung in diesem Februar dennoch zu spät. Die Details dieser Maßnahmen werden derzeit ausgearbeitet. Bekannt ist, dass vor allem die Verwaltung betroffen sein wird. Zudem wird der Bau eines zweiten Werks in Ungarn aus Kapazitätsgründen verschoben.

Källenius muss aber an vielen Stellen ansetzen, um die Pkw-Umsatzrendite von zuletzt 6,1% bis 2021 wie geplant auf 8% bis 10% zu bringen, dabei die CO<sub>2</sub>-Grenzwerte nicht zu reißen und die Investitionen in E-Mobilität und autonomes Fahren hochzuhalten. Ein Ansatzpunkt ist die Reduktion der Modell- und Motorenvielfalt im Kerngeschäft. Die Umstellung auf den Prüfzyklus WLTP war für Daimler bereits 2018 ein Anlass, sich wenig beliebter Motorvarianten zu entledigen. In den Zahlen macht sich das bisher nicht bemerkbar, was die Frage aufwirft, ob der Rotstift hier bislang konsequent genug angesetzt wurde.

Der Diesel gilt als nahezu ausentwickelt. Daimlers neueste Motoren haben von Dekra und TÜV Stickoxid-Emissionen von im Schnitt 40 bis 60 Milligramm je Kilometer bestatigt bekommen, der aktuelle Grenzwert liegt bei 168 Milligramm auf der Straße und 80 Milligramm im Labor. Ab 2020 gelten auf der Straße 120 Milligramm. Angesichts dieser Werte und der CO<sub>2</sub>-Gesetzgebung muss Daimlers volle Entwicklungskraft auf E-Mobilität und autonomes Fahren ausgerichtet werden. Das erhöht nicht nur die Chancen auf Erfolg in diesen Zukunftsfeldern, sondern würde den Cash-flow im bisherigen Kerngeschäft stützen, der sich 2018 ohne Sondereffekte nahezu halbierte.

Die zweite grundlegende Entscheidung betrifft die künftige Fertigungstiefe. Investoren wünschen sich, diese im Zuge der E-Mobilität zu senken und E-Antriebe wie bisher konsequent extern zu beziehen. Die Arbeitnehmer würden diesen Wertschöpfungsschritt mit Verweis auf die Arbeitsplätze lieber im Haus behalten. Källenius hat die Arbeitsplatzgarantie in Deutschland bis 2029, die im Zuge der Neuaufstellung in einer Holding-Struktur ausgesprochen wurde, mitgetragen und steht damit vor einer schwierigen Entscheidung. Er sollte sie zügig treffen, um sowohl dem Markt als auch den Beschäftigten schnellstmöglich zu signalisieren, in welche Richtung die Reise unter ihm geht.

Der dritte Punkt ist die Holding-Struktur, der die Aktionäre bei der heutigen Hauptversammlung zustimmen sollen. Die Investoren stehen dem Vorhaben grundsätzlich positiv gegenüber. Allerdings wird befürchtet, dass die Holding zum Machtapparat wird, der das Ziel der Neuaufstellung – mehr unternehmerische Flexibilität und Verantwortung für die Sparten – zu konterkarieren droht. Källenius muss konkreter als bislang aufzeigen, wie die versprochenen Synergieeffekte durch die neue Struktur schnell erreicht werden können.

Mit dem Wunsch einiger Investoren, die Truck-Sparte an die Börse zu bringen, wird sich Källenius ebenfalls befassen müssen. Zetsche und der bisherige CFO Bodo Uebber schlossen aus, sich von ganzen Sparten zu trennen, und sahen auch für ein Teil-IPO keinen strategischen Grund. Wie Källenius und der neue CFO Harald Wilhelm einen solchen Schritt strategisch bewerten, wird sich zeigen. Mit Blick nach vorn sind nicht die Trucks, sondern die mit dem BMW-Portfolio fusionierten Mobilitätsdienste die beste Wachstumsstory des Konzerns. Um die Risiken und den enormen Investitionsbedarf in diesem Bereich zu teilen, sind BMW und Daimler grundsätzlich offen für Partner. Die Kooperationen mit BMW oder auch Geely in Feldern wie autonomem Fahren oder Fahrdiensten zeigen, dass Källenius – der die Entscheidungen federführend mittrug – sich im Zweifel gegen das dogmatische Festhalten an Bewährtem entscheidet. Ihm wird auch nichts anderes übrig bleiben, wenn er den Trend umkehren und wieder steigende Renditen und dann auch wieder einen höheren Aktienkurs erreichen will. (Börsen-Zeitung, 22.5.2019)



VON ISABEL GOMEZ

Ola Källenius muss die Effizienz konzernweit steigern und zeigen, dass die Holding-Struktur die versprochenen Effekte bringt. Und das möglichst schnell.

## King of Oil – King of Disaster

VON EDUARD STEINER

Es läuft relativ geschmiert innerhalb der Organisation Erdöl exportierender Länder (Opec) und ihrer verbündeten Förderstaaten, allen voran Russland. Das Treffen ihrer Vertreter, mittlerweile Opec+ genannt, hat dieser Tage abermals dem Markt das Signal geliefert, dass der Kurs der eingeschränkten Produktion auch im zweiten Halbjahr

– das ist ein Novum in der russischen Geschichte. Und es ist eine Genugtuung für den Kreml, der ansonsten eher für geopolitisches Anecken bekannt und damit ein Außenseiter ist.

Mit dem erarbeiteten Einfluss im Ölgeschäft hat er sich nicht nur Achtung im Nahen Osten verschafft. Er hat auch einen gewissen Hebel, um Russland höhere Einnahmen durch einen koordiniert gestiegenen Ölpreis zu sichern. Kein Wunder, dass die Russen ihre Verbündeten drängen, die neue Allianz mit der Opec mit einer sogenannten „Charta“ schriftlich abzusichern.

Ist Putin auf dieser Ebene also ein King of Oil, so wird er in der inner-russischen Wirtschaft immer mehr zum King of Disaster. Das BIP-Wachstum im ersten Quartal brach auf 0,5% ein. Selbst die schlimmste Prognose hatte bei 0,8% gelegen. Für eine Transitionsökonomie kommt das einer Rezession nahe. Erklärt wird der Rückgang mit einer schwachen Inlandsnachfrage, die wiederum mit der Erhöhung der Mehrwertsteuer und dem Rückgang bei den Realeinkommen das fünfte Jahr am Stück zusammenhängt. Negativ überrascht hat nun auch der Kapitalabfluss, der sich in den ersten vier Monaten des Jahres gegenüber dem Vergleichszeitraum 2018 fast verdoppelt hat. Die Ölfelderschwierigkeiten in den Westen aufgrund des verschmutzt eingespeisten Rohöls sind schon für sich ein Fiasko. Und nun muss man sich auch noch darauf einstellen, dass das Hauptprojekt des Jahres – die Inbetriebnahme von Nord Stream 2 – in Frage steht.

Es läuft relativ geschmiert innerhalb der Organisation Erdöl exportierender Länder (Opec) und ihrer verbündeten Förderstaaten, allen voran Russland. Das Treffen ihrer Vertreter, mittlerweile Opec+ genannt, hat dieser Tage abermals dem Markt das Signal geliefert, dass der Kurs der eingeschränkten Produktion auch im zweiten Halbjahr

beibehalten werden sollte. Zum Teil ist das selbst den Amerikanern recht, sind doch viele der dortigen Ölproduzenten aus Schiefergestein hoch verschuldet und brauchen daher ebenso einen hohen Ölpreis. US-Präsident Donald Trump freilich hat oftmals signalisiert, dass er von den künstlichen Beschränkungen nichts hält, weil der so getriebene Ölpreis die Wirtschaft bremse. Dazu kommt, dass er gerade angesichts der von ihm betriebenen Zuspitzung in der Iran-Frage eine Förderausweitung der Opec+ bräuchte, um den Preis, der seit Beginn des Jahres bereits um etwa 40% zugelegt hat und durch die Iran-Sanktionen befeuert wird, zu dämpfen.

Der Präsident eines Landes, das selbst gar nicht Opec-Mitglied ist, als einer der einflussreichsten Männer im Kartell und damit Ölgeschäft

Russland dümpelt so dahin. Aus der außenpolitischen und außenwirtschaftlichen Isolation kommt man nicht so leicht heraus. Und in der Isolation lebt es sich immer ungemütlicher. Die Menschen überbrücken die mageren Jahre übrigens auf ihre Art – und zwar, indem sie sich in Verbraucher kredite stürzen, was das Zeug hält. Die Leute hätten vermutlich die „asketische Lebensweise“ satt, sagte dieser Tage niemand Geringerer als der Zentralbank-Vize Dmitri Tulin. Die Ausgabe von unbesicherten Krediten ist im ersten Quartal um ganze 25% gestiegen. Die Schuldenlast ist derzeit bereits höher als beim letzten Kreditboom 2012/2013, der in der folgenden Rezession viele Banken an den Rand des Ruins getrieben hat. Nicht nur die Zentralbank wirkt machtlos – der Kreml tut es auch. (Börsen-Zeitung, 22.5.2019)

## IM BLICKFELD

## Union will Aktionären mehr Rechte einräumen als die SPD

Von Angela Wefers, Berlin

Börsen-Zeitung, 22.5.2019

Die Zeit drängt. Bis zum 10. Juni müssen die EU-Länder die Zweite Aktionärsrechterichtlinie in nationales Recht umgesetzt haben. Sicher ist jetzt schon, dass Deutschland diesen Termin verfehlen wird. Vor knapp zwei Wochen hat der Bundestag in erster Lesung das deutsche Umsetzungsgesetz – ARUG II – beraten, nachdem das Kabinett die Vorlage von Bundesjustizministerin Katarina Barley (SPD) am 20. März gebilligt hatte. Im Bundestag wurde deutlich, dass es bei Union und SPD sehr unterschiedliche Vorstellungen gibt, wie das deutsche Aktienrecht künftig aussehen soll. Der Hauptstreitpunkt ist nicht neu und heißt: Vorstandsvergütung. Es geht um den Grad des Mitspracherechts der Hauptversammlung. Zudem ist die Union über den knappen Zeitplan verstimmmt. „Das Bundesjustizministerium hat den Entwurf so spät vorgelegt, dass Deutschland die Umsetzungsfrist in der EU verpasst“, sagte der Berichtserstatter der Unionsfraktion, der Gesellschaftsrechtler Heribert Hirte (CDU), der Börsen-Zeitung. „Damit wird das Parlament unter unseriösen Druck gesetzt.“

Die EU-Richtlinie war bereits im Mai vor zwei Jahren verabschiedet worden. Innerhalb von Europa wird damit sichergestellt, dass Informationen über nationale Grenzen hinweg fließen und Aktionäre ihre Rechte in börsennotierten Gesellschaften

leichter ausüben können. Dazu wird die Mitsprache der Eigentümer bei der Vergütung von Aufsichtsrat und Vorstand – das sogenannte „say on pay“ – und bei Geschäften mit der Gesellschaft nahestehenden Unternehmen und Personen – also „related party transactions“ – verbessert. Aktionäre sind nach der Reform zu identifizieren, getreu dem Standard „know your shareholder“. Institutionelle Investoren wie Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater müssen ihr Verhalten offenlegen. Damit soll der Anreiz sinken, möglicherweise Interessen langfristiger Anleger entgegen zu handeln.

## Ohne Entscheidungsmacht

Mit Blick auf die Vorstandsvergütung nutzt der Regierungsentwurf von Barley ein Wahlrecht der Richtlinie – und zwar die milde Sorte. Die Hauptversammlung wird über das Vergütungssystem und damit über einen Rahmen für die konkrete Vergütung des Vorstands abstimmen. Der Regierungsentwurf sieht aber nur ein beratendes Votum der Hauptversammlung vor, kein bindendes. Sprich: Die Aktionäre können sich zwar äußern, aber nichts bewegen. Zum Vergütungssystem gehört auch ein Bericht, der die Entwicklung der Managementbezüge und die Lohnentwicklung in der Belegschaft aufzeigen muss. Nach einer Untersuchung der gewerkschaftsnahen Böckler-Stiftung beziehen Vorstände inzwischen das 71-Fache des Durch-

schnittsverdienstes der Beschäftigten. In den vergangenen Jahren habe sich der Wert deutlich vergrößert.

Justizstaatssekretär Christian Lange (SPD) begründete das nur beratende Votum der Aktionäre mit dem Bestreben, die Corporate Governance im Unternehmen nicht zu verwässern. Die Vergütungskompetenz liege beim Aufsichtsrat. Dieser hafte auch dafür. „Wir wollen den Aufsichtsrat nicht aus der Verantwortung entlassen“, sagte Lange im Bundestag. Die letzte Entscheidung liege damit im mitbestimmten Kontroll-

gremium aus Eigentümern wie Arbeitnehmern. Dies liegt auf der Linie des Deutschen Gewerkschaftsbunds (DGB), der ein verbindliches Votum der Hauptversammlung ablehnt. Der DGB bezweifelt, dass die Aktionäre die Explosion der Managergehälter bremsen würden. Ursache dafür ist aus Sicht des DGB das „Geschäftsmodell“ von Finanzinvestoren, die Vorstandsvergütungen durch variable Komponenten nach oben zu treiben.

Der Dissens im Bundestag über diesen Punkt ist vorgezeichnet. In der

## Kernpunkte der Aktienrechtsnovelle

- **Verbesserte Identifizierung und Unterrichtung der Aktionäre:** Intermediäre müssen den Gesellschaften die Aktionäre offenlegen. Aktionäre erhalten ein Recht auf Information, das ihre Aktionärsrechte betrifft. Der Informationsfluss muss grenzüberschreitend in der EU sichergestellt sein.
- **Erhöhte Transparenzpflichten:** Institutionelle Anleger wie Pensionsfonds, Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater sollen künftig offenlegen, wie sie sich als Aktionäre engagieren. Dies soll Widersprüche zu langfristigen Interessen der Endbegünstigten mindern (z.B. Lebensversicherungsnehmer).
- **Stärkere Mitspracherechte der Aktionäre bei der Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat:** Die Gesellschaft muss die Vergütungspolitik formulieren. Die Hauptversammlung beschließt mit beratender Wirkung. Zudem ist ein detaillierter Vergütungsbericht zu veröffentlichen.
- **Strengere Vorgaben für Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Personen:** Für diese Geschäfte gilt künftig unter bestimmten Voraussetzungen eine Veröffentlichungspflicht sowie eine Zustimmungspflicht durch den Aufsichtsrat. Dies soll Interessenkonflikte vermeiden.

CDU/CSU-Fraktion versprechen sich die Rechtsexperten nämlich eine durchaus heilsame Wirkung von einem bindenden Votum. „Wir sollten der Hauptversammlung mehr verbindliche Rechte einräumen“, lautet die klare Botschaft der rechtspolitischen Sprecherin der Fraktion, Elisabeth Winkelmeier-Becker (CDU). Mehr Einmischung und mehr Entscheidungsmöglichkeit entsprächen nicht nur der Stoßrichtung der europäischen Aktionärsrechterichtlinie, sondern auch dem neuen Selbstverständnis der Aktionäre. Hirte baut zudem auf Rückendeckung der Wirtschaft. „In mittelständischen Unternehmen gibt es großes Unbehagen gegenüber den sehr hohen Vorstandsvergütungen in börsennotierten Gesellschaften“, sagte er der Börsen-Zeitung. „Das bringt alle Unternehmer in Misskredit.“

Der Union schwebt bereits vor, wie eine Brücke zwischen den Koalitionspartnern geschlagen werden könnte: Wenn schon nicht insgesamt, so könnte das Votum der Aktionäre zumindest dann verbindlich sein, wenn die Hauptversammlung die Vergütung herabsetzt. Vorstände könnten somit das verdienen, was sowohl der Aufsichtsrat samt Arbeitnehmern als auch die Aktionäre für angemessen halten, argumentiert die CDU/CSU. In den kommenden Wochen wird das ARUG II im Rechtsausschuss des Bundestags beraten. Möglichst noch vor der Sommerpause Ende Juni soll das Gesetzgebungsverfahren abgeschlossen sein.