



## Prolog: Zur neuen Streitkultur der Aktionäre

*Von Ralf Kolbe* - Diskussionen und Streit zwischen Aktionären und dem Management von Aktiengesellschaften werden auch in Deutschland häufiger und intensiver werden. Das liegt nicht zuletzt an den beachtlichen Renditen, die einige aktivistische Hedgefonds und Beteiligungsgesellschaften in den vergangenen Jahren erzielt haben. Dass es diesen Investoren vor allem um kurzfristige Gewinne geht, ist nicht zu bestreiten. Allerdings interessieren sich auch die Manager betroffener Unternehmen bisweilen mehr für ihr Ego, Macht und Millionengehälter als für die Zukunft der Unternehmen und das Wohlergehen der Stakeholder. Seit ihre Erfolge von Quartal zu Quartal neu bewertet werden, fehlen ihnen zudem oft langfristige Pläne und Strategien, die eine Mehrheit der Aktionäre überzeugen.

Auch die Verwalter von Publikumsfonds mutierten in den vergangenen Jahrzehnten mehr und mehr zu Spekulanten mit recht kurzfristigen Anlagehorizonten. Immerhin bringen einige auch langfristige Aspekte in die Diskussionen mit Unternehmensvorständen ein, zum Beispiel wenn sie sich –

oft auf Druck von Kunden und Regulatoren – mit nachhaltigen Investmentansätzen befassen. Weil Aktienindizes nicht nur erfolgreiche Unternehmen enthalten, müssen Verwalter von Indexfonds zudem immer auch in Unternehmen investieren, die sich im Vergleich mit Konkurrenten schlecht entwickeln. Sie betrachten es zunehmend als ihre treuhänderische Pflicht, gegen Mängel im Management solcher Unternehmen vorzugehen. Daher achten viele Fondsgesellschaften mittlerweile darauf, dass Unternehmen, in die sie investieren, zumindest wichtige Regeln einer guten Corporate Governance einhalten.

In der Praxis zeigt sich immer wieder, dass die teilweise sehr aggressiven Strategien aktivistischer Hedgefonds zu schnelleren und stärkeren Veränderungen im Management einzelner Unternehmen führen als die meist eher homöopathischen Engagement-Ansätze großer Publikumsfondsgesellschaften. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass betroffene Unternehmen und all ihre Stakeholder von diesen Änderungen nachhaltig profitieren werden, solange sich die Aktivisten darauf konzentrieren, kurzfristig möglichst hohe Renditen für ihre Kunden zu erwirtschaften. Das könnte sich ändern, falls auch aktive und engagierte Aktionäre mehrheitlich dem Plädoyer für geduldiges Investieren folgen würden, das Warren Buffett seit Jahrzehnten hält: „Manche Dinge benötigen einfach Zeit, egal wie groß das Talent und die Bemühungen sein mögen. Man kann ein Baby nicht in einem Monat bekommen, indem man neun Frauen schwängert.“●

### Inhalt:

Aktivist ist nicht gleich Aktivist	Seite 2
Impressum	Seite 3
Aktionäre in Aktion	Seite 4
Indexfonds mutieren zu aktiven Aktionären	Seite 10
Aus Forschung und Wissenschaft	Seite 12



## Aktivist ist nicht gleich Aktivist

*Von Ralf Kolbe* - Wenn ein Streit zwischen kritischen Aktionären und dem Management einer Aktiengesellschaft öffentlich ausgetragen wird, fällt es bisweilen schwer, sich ein verlässliches Bild über den Zustand und die Perspektiven des betreffenden Unternehmens zu machen. Investoren können nicht sicher sein, dass die zahlreichen Berichte in den Wirtschaftsmedien nur neutrale Informationen liefern, weil der Kampf um die Stimmen der Aktionäre auch und vor allem über die Medien ausgetragen wird. Dabei scheuen beide Seiten keine Kosten und Mühen und bedienen sich regelmäßig der Unterstützung teurer Berater, Juristen und Kommunikationsagenturen. Ein öffentlicher Kampf um die Stimmen der Aktionäre ähnelt daher oft einem politischen Wahlkampf: Taktische Winkelzüge und Stimmungsmache können schnell wichtiger werden als Sachfragen und inhaltliche Diskussionen. Den Kontrahenten geht es vor allem darum, die Mehrheit der Aktionäre auf ihre Seite zu ziehen.

Ein Beispiel liefert die vorläufig letzte Phase des Streits bei Thyssenkrupp: In einem Mitte Juli 2018 veröffentlichten Interview unterstellte Ulrich Lehner, der damalige Aufsichtsratsvorsitzende des Unternehmens, einigen aktivistischen Aktionären, dass ihre Methoden „teilweise schon als Psychoterror bezeichnet werden könnten“. Seine Kritik richtete sich vor allem gegen den Finanzinvestor und Großaktionär Cevian sowie den US-Hedgefonds Elliott. Beide hatten Heinrich Hiesinger, den Vorstandsvorsitzenden von Thyssenkrupp, in der Presse heftig kritisiert. Dabei seien Lehner zufolge auch Unwahrheiten verbreitet und „unberechtigte Rücktrittsforderungen“ gestellt worden. Während Hiesinger Anfang Juli tatsächlich zurückgetreten war, holte der Auf-

sichtsratschef zu einem öffentlichen Gegenschlag aus: Einige Manager, die Zielscheibe bestimmter aktivistischer Investoren gewesen seien, hätten später in psychiatrische Behandlung gemusst. „Und wenn ich dann höre, dass auf Hauptversammlungen auch Stimmen gekauft werden, dann sind solche Aktionäre für Unternehmen kein Gewinn“, schimpfte Lehner. Ende Juli trat auch er von seinem Amt bei Thyssenkrupp zurück.

### **Aktivisten suchen nach Fehlern**

Es sei dahingestellt, ob das Klima in den Vorstandsetagen deutscher Aktiengesellschaften durch aktivistische Aktionäre tatsächlich rauer geworden ist. Offenbar sind Vorstände und Aufsichtsräte es aber noch nicht gewohnt, dass auch relativ kleine Investoren derart selbstbewusst und offensiv weitreichende Forderungen stellen. Die Aktivisten setzen dabei meist an kritischen Punkten an, für die sie das Management der Unternehmen verantwortlich machen – beispielsweise eine schlechte Entwicklung der Geschäftszahlen oder des Aktienkurses, unübersichtliche und zu komplexe Unternehmensstrukturen, vermeintliche strategische Fehler oder eine unzureichende Corporate Governance. Diese Kritik verbinden sie teilweise aggressiv mit Forderungen, die von personellen Veränderungen im Management bis zur Aufspaltung und zum Verkauf der betroffenen Unternehmen oder einzelner Unternehmensteile reichen können. Doch so ähnlich oder gar identisch die Kritikpunkte verschiedener aktivistischer Aktionäre sein mögen, so unterschiedlich können ihre Strategien sein.

So gibt es eine immer größere Anzahl aktivistischer Hedgefonds, die häufig vor allem auf kurzfristige Renditen aus sind. Die Investmentbank J.P. Morgan hat im



Januar 2015 eine Studie veröffentlicht, der zufolge die „typische Kampagne“ eines solchen Fonds etwa sechs Monate dauert. In 47 Prozent der Fälle hielten die Fonds ihre Anteile an den Unternehmen weniger als sechs Monate lang. Dass die Haltedauer in 16 Prozent der Fälle mehr als zwei Jahre betrug, deutet allerdings darauf hin, dass auch die als aktivistisch eingestuften Hedgefonds unterschiedliche Strategien verfolgen.

Außerdem gibt es Investoren, die mit Minderheitsbeteiligungen an Aktiengesellschaften Strategien umzusetzen versuchen, die denen von Private-Equity-Gesellschaften ähneln. Ihr Ziel ist es, eigene Spezialisten

in den Aufsichtsräten oder Boards der Unternehmen unterzubringen und mit deren Hilfe das Management und die Strategie der Unternehmen so zu beeinflussen und zu verändern, dass der Wert ihrer Aktienanteile mittelfristig steigt. Ihr Anlagehorizont entspricht dem von Private-Equity-Gesellschaften und liegt in der Regel irgendwo zwischen fünf und zehn Jahren. Anders als manche kurzfristig agierenden Hedgefonds haben diese Investoren meist kein Interesse an öffentlichen Disputen, sondern versuchen, ihre Ideen und Strategien möglichst in enger Kooperation mit dem Management der betroffenen Unternehmen umzusetzen.

Für langfristig engagierte Aktionäre betroffener Aktiengesellschaften sind solche Differenzierungen wichtig und hilfreich, weil manche Veränderungen, die aktivistische Investoren fordern, auch in ihrem Sinne sein können. Es kann sich daher lohnen, sich am Beispiel einiger großer Anbieter von Indexfonds, wie Blackrock, Vanguard oder State Street, zu orientieren: Diese haben in den vergangenen Jahren immer wieder erklärt, dass sie mit Engagement-Ansätzen auf das Management von Aktiengesellschaften einwirken wollen, die sich ihrer Meinung nach schlecht entwickelt haben. Dabei seien sie unter Umständen bereit, mit aktivistischen Investoren an einem Strang zu ziehen. So hat Blackrock-Chef Laurence Fink mehrfach betont, dass seine Gesellschaft in solchen Fällen Forderungen langfristig orientierter Aktivisten unterstützen werde, falls die Manager der betroffenen Aktiengesellschaften sich nicht einsichtig zeigten. Andererseits hat er Managern kriselnder Unternehmen die Unterstützung von Blackrock gegen Angriffe kurzfristiger Aktivisten zugesagt, sofern sie eine langfristig ausgerichtete, Erfolg versprechende Strategie vorweisen können. ●

## IMPRESSUM

### Herausgeber

Ralf Kolbe  
Unabhängiger Finanz- und Wirtschaftsjournalist  
Mainstr. 21  
D-63571 Gelnhausen  
E-Mail: ralf.kolbe@vermoegengestalten.de  
Telefon: 0049-(0)6051-915361  
Fax: 0049-(0)6051-915367

### Verantwortlicher Redakteur (V.i.S.d.P.):

Ralf Kolbe

### Erscheinungsweise:

**Denk!Anstoß** erscheint voraussichtlich quartalsweise jeweils Mitte Oktober, Januar, April und Juli.

### Titelfoto:

Matthew Henry (Foto ist nicht urheberrechtlich geschützt)

Die in **Denk!Anstoß** verwendeten Informationen und Meinungen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Genauigkeit und Vollständigkeit wir aber nicht garantieren können. Trotz sorgfältiger Bearbeitung können wir keine Gewähr für die Richtigkeit der Inhalte übernehmen.

**Sämtliche Daten und Artikel sind nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen zu verstehen. Sie können und sollen lediglich dazu dienen, selbständige Anlageentscheidungen erfahrener Leserinnen und Leser zu unterstützen und zu erleichtern.**

### © Copyright 2018 — Urheberrechtshinweis

Alle Inhalte, insbesondere Texte, Fotografien und Grafiken, sind urheberrechtlich geschützt. Soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, liegen alle Rechte, einschließlich der Vervielfältigung, Veröffentlichung, Bearbeitung und Übersetzung, bei Ralf Kolbe.

Wer gegen das Urheberrecht verstößt (z.B. Bilder oder Texte unerlaubt kopiert), macht sich gemäß §§ 106 ff UrhG strafbar, wird zudem kostenpflichtig abgemahnt und muss Schadensersatz leisten (§ 97 UrhG).



## Aktionäre in Aktion

**Von Ralf Kolbe - Wirtschafts- und Finanzexperten diskutieren zurzeit, wie aktive Aktionäre zu einer besseren und nachhaltigeren Unternehmensführung beitragen können. Das Beispiel des Pharmaunternehmens Stada zeigt, was engagierte Anteilseigner erreichen können.**

Christian Strenger hat viele Hauptversammlungen besucht. Das Aktionärstreffen des Arzneimittelherstellers Stada im Juni 2015 gehört sicher zu denen, die er nicht vergessen wird. Der mittlerweile 75-jährige Privataktionär kritisierte damals vor allem die Millionenbezüge des Stada-Vorstandsvorsitzenden Hartmut Retzlaff als sittenwidrig und warf dem Aufsichtsrat vor, dass er nichts gegen diese unhaltbaren Zustände unternommen hatte. Retzlaff hatte den Posten seit 1993 inne, unter seiner Verantwortung war die einstige Apothekergenossenschaft zu einem international tätigen Unternehmen mit einem Jahresumsatz von rund 2,1 Milliarden Euro heran gewachsen. Dafür hatte und wollte er sich fürstlich entlohnen lassen: Für das Geschäftsjahr 2014 erhielt er eine Vergütung von rund 3,4 Millionen Euro, die Auslagerung seiner Pensionszusagen mit einem Barwert von fast 34 Millionen Euro an einen unabhängigen Pensionsfonds hatte laut Geschäftsbericht weitere 1,7 Millionen Euro gekostet.

### David gegen Goliath

„Bei der Hauptversammlung ging es hoch her“, erinnert sich Strenger. Retzlaff habe sich unter Verweis auf vergangene Großtaten vehement gegen die Kritik an seinen Bezügen gewehrt. Einige Aktionäre hätten Strenger „als ganz miesen Kerl“ dargestellt, weil Stada ein tolles Unternehmen und Retzlaff ein fabelhafter Mann seien.

Solche Wortgefechte sind auf Hauptversammlungen nicht außergewöhnlich und haben selten ernste Folgen: So wurden Vorstand und Aufsichtsrat der Stada 2015

mit relativ wenigen Gegenstimmen entlastet. Doch dem Antrag auf eine Sonderprüfung, den Strenger überraschend gestellt hatte, weil das Stada-Management nicht auf seine Kritik eingehen wollte, stimmten immerhin 42 Prozent der anwesenden Aktionäre zu. „Das hätte fast geklappt und wäre für ein breit gestreutes Börsenunternehmen ein echtes Novum gewesen“, betont Strenger. Und obwohl es damals nicht ganz gereicht hat, merkt man ihm heute noch an, dass er solche Momente genießt.

Strenger ist nicht irgendein Kleinaktionär: Der Wirtschaftswissenschaftler hat eine lange Karriere im Management der Deutschen Bank hinter sich. Von 1991 bis 1999 war er Sprecher der Geschäftsführung der zur Deutschen Bank gehörenden Fondsgesellschaft DWS, in deren Aufsichtsrat er noch immer sitzt. Schon vor Jahrzehnten hat er eine Leidenschaft für Corporate Governance entwickelt, die ihn zu einem der führenden Experten für gute Unternehmensführung in Deutschland werden ließ. Er ist wissenschaftlicher Leiter des Center for Corporate Governance an der HHL – Leipzig Graduate School of Management.

Dabei hat Strenger das Thema niemals nur in Fachgremien vorangetrieben oder an Hochschulen theoretisch aufgearbeitet, sondern es stets auch praktisch umzusetzen versucht – sei es über die Mitgliedschaft in verschiedenen Aufsichtsräten oder als kritischer Aktionär wie bei Stada. „Ich bitte zuerst immer um ein Gespräch oder schicke einen detaillierten Brief zu meinen Governance-Anliegen. Wenn dann keine positive Antwort kommt, frage ich in der Regel zunächst noch einmal nach“,



beschreibt er seine Strategie als Privataktionär. Sollte darauf keine sachdienliche Reaktion erfolgen, stelle er oft Gegenanträge zur Hauptversammlung, die allerdings selten Wirkung zeigten. Als weitere Eskalationsstufen nutzt er den Antrag auf eine Sonderprüfung während der Hauptversammlung und auch die mediale Unterstützung. „Da ich meist in der Rolle des Davids gegen Goliath bin, wird das regelmäßig freundlich kommentiert“, sagt Strenger. Schließlich gehe es ihm darum, im Dialog mit den Unternehmen Wege und Lösungen zu finden, um deren Governance zu verbessern.

**„Ich bin nicht streitlustig,  
aber streitfähig.  
Wenn grundsätzliche Probleme  
bestehen, dann müssen die  
auf den Tisch.“  
Christian Strenger**

Doch was treibt ihn an? Warum führt er immer wieder nervenaufreibende Diskussionen und Streitereien mit offenbar selbstzufriedenen Managern? Hat er Freude am Streit? „Ich bin nicht streitlustig, aber streitfähig“, entgegnet Strenger. „Wenn grundsätzliche Probleme bestehen, dann müssen die auch auf den Tisch.“ Dabei sind ihm ahnungslose, arrogante und bornierte Managerinnen und Manager offenbar ein Graus und stacheln seinen „Jagdinstinkt“ zusätzlich an. Sein Grundsatz: Wer sich nicht an die Regeln guter Unternehmensführung hält, wird von ihm „ins Gebet genommen“. Dabei werde er nie ohne Grund aktiv und habe stets klare Vorstellungen davon, was zu verbessern sei. Das sei kein Hobby, sondern eine Berufung. „Ich bin davon überzeugt und habe

inzwischen die gedankliche und finanzielle Freiheit, schwere Fehler zu verfolgen.“

Beim Stada-Management hinterließ Strengers Kritik offenbar keinen nachhaltigen Eindruck: Obwohl die Forderung nach einer Sonderprüfung weiter im Raum stand, verlängerte der Aufsichtsrat den Vertrag mit Retzlaff im Herbst 2015 vorzeitig um weitere fünf Jahre bis Ende August 2021. In einer Pressemitteilung ließ sich der Vorstandsvorsitzende wie folgt zitieren: „In meinen fast 30 Jahren im Stada-Konzern, mehr als 20 davon als Vorstandsvorsitzender, habe ich das ein oder andere Mal vor wegweisenden Entscheidungen gestanden. Stada nun die nächsten Jahre weiterzuentwickeln und für die kommenden Herausforderungen zu wappnen, ist für mich von besonderer Bedeutung, da ich dem Konzern aufgrund meiner langen Historie sehr verbunden bin.“ Schon der nächsten Herausforderung sollte Retzlaff trotz seiner „langen Historie“ nicht mehr gewachsen sein.

### Showdown im Proxy-Fight

Florian Schuhbauer ist Journalisten gegenüber meist sehr zurückhaltend. Aus gutem Grund: Die von Schuhbauer gemeinsam mit Klaus Röhrig gegründete Beteiligungsgesellschaft Active Ownership Capital (AOC) verwaltet vor allem Gelder europäischer Unternehmerfamilien und einiger institutioneller Investoren. „Wir investieren langfristig und verantwortungsvoll“, heißt es auf der Website der Gesellschaft. Nach dem Kauf größerer Unternehmensanteile übernehme AOC „die Rolle der aktiven Unternehmerfamilie in börsennotierten Unternehmen“ und arbeite konstruktiv mit deren Management zusammen. Erklärtes Ziel ist es, „gemeinsam den Unternehmenswert zum Vorteil aller zu steigern“. Diskretion ist dabei ein wichtiger Erfolgsfaktor.



Tatsächlich war AOC Anfang 2016 in der deutschen Finanzbranche noch nahezu unbekannt. Das änderte sich, als Schuhbauer und Röhrig im Frühjahr über den Kauf von Aktien und einige Optionen einen Stimmrechtsanteil von rund sieben Prozent an Stada erworben hatten. Aus dieser Position heraus wollten sie zunächst im direkten Dialog mit dem Stada-Management weit reichende Änderungen im Aufsichtsrat durchsetzen. Als es darüber zum Streit kam, standen die Zeichen auf Sturm: Der Weg zum ersten „Proxy-Fight“ in einem M-Dax-Unternehmen war frei.

Da ein solcher Kampf um die Stimmen der Aktionäre in einer Hauptversammlung immer auch über die Medien geführt wird, war es für Schuhbauer mit der selbst auferlegten Zurückhaltung erst einmal vorbei. Die Wirtschaftspresse präsentierte den Machtkampf um den Stada-Aufsichtsrat als Krimi, Drama, Revolution, Putsch, Schlacht, Aktionärsaufstand und historisches Ereignis, dessen Höhepunkt die Hauptversammlung am 26. August 2016 werden sollte.

Ende September 2016 lag diese epische Schlacht bereits einen Monat zurück. Dennoch wollte Schuhbauer während unseres damaligen Gesprächs zunächst das Bild des Krawallmachers entkräften, das manche Medien von AOC gezeichnet hatten: „Tatsächlich glaubt fast jeder, dass wir diesen Presse-Rummel veranstaltet haben.

Wer uns kennt, weiß, dass das nicht stimmt.“ AOC sei keiner jener kurzfristig orientierten Investoren, die ohne Rücksicht auf die nachhaltige Entwicklung der Beteiligungsunternehmen hohe Renditeziele anstreben. „Wir sehen uns als aktive Eigentümer, nicht als aktivistischen Investor“, betonte Schuhbauer. „Wir traden

nicht, wir investieren langfristig.“ Dabei konzentrierte man sich normalerweise auf kleinere börsengehandelte Aktiengesellschaften.

Stada habe die Aufmerksamkeit von AOC erregt, weil das Unternehmen sich trotz einer unterdurchschnittlichen Entwicklung der Geschäftszahlen und des Aktienkurses einen der bestbezahlten Vorstandsvorsitzenden und einen der teuersten Aufsichtsräte in Deutschland geleistet habe. Obwohl die Aktien sich zu 100 Prozent in Streubesitz befanden, habe sich offenbar

kein Anteilseigner wirklich für diese Missstände interessiert. Das habe sich erst geändert, nachdem Christian Strenger während der Hauptversammlung 2015 wegen der Bezüge von Retzlaff eine Sonderprüfung beantragt hatte. „Aus unserer Perspektive bestand der wichtigste Grund für die schlechte Performance des Unternehmens und der Stada-Aktien in der unzureichenden Governance“, sagte Schuhbauer. Die habe zwar auch Strenger bemängelt, aber Kritik alleine bringe ein Unternehmen nicht weiter.



**Florian Schuhbauer**

Und genau hier habe die eigene Strategie angesetzt.

Mit Unterstützung externer Branchenexperten habe AOC das Pharmaunternehmen gründlich analysiert und sei zu der Überzeugung gelangt, dass Stada ohne gravierende Veränderungen nicht mehr lange konkurrenzfähig bleiben würde. Man habe daher einen eigenen Businessplan für Stada entwickelt, über den man zwischen November 2015 und Februar 2016 mehrmals konstruktiv mit dem Finanzvorstand der Stada diskutiert habe. „Was immer wir unternommen haben, war mit dem Management abgesprochen“, betonte Schuhbauer. „Es hat sich noch nie ein Investor Stada so genau angeschaut wie wir.“

**„Wir sehen uns als aktive  
Eigentümer, nicht als  
aktivistischen Investor.  
Wir traden nicht,  
wir investieren langfristig.“  
Florian Schuhbauer**

Diese Aktivitäten zeigten unerwartete Wirkungen: So trat der Vorstandsvorsitzende Retzlaff trotz seiner Verbundenheit mit dem Unternehmen schon vor der Hauptversammlung 2016 zurück. Er hatte sein Amt Anfang Juni wegen einer „schweren, voraussichtlich länger andauernden Krankheit“ ruhen lassen und legte es Mitte August offiziell „aus persönlichen Gründen“ nieder. Einschließlich Gehaltsfortzahlungen und einer Abfindung erhielt er für 2016 insgesamt 10,2 Millionen Euro.

Auch der mit Spannung erwartete Proxy-Fight während der Hauptversammlung führte zu erheblichen Veränderungen: Die Aktionäre wählten fünf der sechs Aktio-

närsvertreter im neunköpfigen Aufsichtsrat der Stada neu. Allerdings zog nur einer der von AOC vorgeschlagenen Kandidaten in das Gremium ein, und das nicht wie gewünscht als Aufsichtsratsvorsitzender, sondern als einfaches Mitglied.

Obwohl AOC während der Hauptversammlung also keinesfalls alle selbst gesteckten Ziele erreicht hatte, gab Schuhbauer sich Ende September 2016 optimistisch: „Wir haben sehr konkrete Ideen, die wir mit dem neuen Aufsichtsrat und dem Vorstand besprechen werden.“ Ein wichtiges Ziel sei es, die Unternehmenskultur bei Stada zu ändern. Ein solcher Prozess dauere etwa fünf Jahre. Grundsätzlich könne man aber auch darüber hinaus investiert bleiben. „Wir halten unsere Beteiligungen so lange, wie wir die gewünschten Wertsteigerungen erzielen können“, ergänzte Schuhbauer. Doch AOC sollte keine Gelegenheit erhalten, diese Pläne umzusetzen.

### Übernahme mit Hindernissen

Bereits die nächste ordentliche Hauptversammlung Ende August 2017 stand nicht mehr im Zeichen der Kritik unzufriedener Aktionäre am Stada-Management. Das lag vor allem daran, dass die Beteiligungsgesellschaften Bain Capital Investors und Cinven kurz vor der Hauptversammlung knapp 64 Prozent der Unternehmensanteile für einen Preis von 66,25 Euro je Aktie erworben hatten. Vorausgegangen war ein monatelanger Bieterwettkampf, der immer wieder für Schlagzeilen gesorgt hatte.

Das lag zum einen an den Streitereien zwischen dem damaligen Vorstand und Aufsichtsrat der Stada, die zunehmend den Charakter einer Seifenoper annahmen und teilweise öffentlich ausgefochten wurden. Im Juli 2017 setzte der Aufsichtsrat den Vorstandsvorsitzenden und den Finanzvorstand vor die Tür und löste damit ein



munteres Stühlerücken im Top-Management des Unternehmens aus.

Auch die Übernahme durch die Private-Equity-Gesellschaften war nicht nach Plan verlaufen: Nachdem Bain und Cinven sich gegen konkurrierende Bieter durchgesetzt und mit dem Stada-Management geeinigt hatten, setzten sie ihren ersten Übernahmeveruch in den Sand. Mit ihrem Gebot verfehlten sie die Mindestannahmeschwelle, obwohl sie diese kurz vor Toresschluss noch von 75 Prozent auf 67,5 Prozent gesenkt hatten. Beim zweiten, erfolgreichen Versuch gingen die Beteiligungsgesellschaften mit einer Schwelle von 63 Prozent an den Start.

**„Wenn ich meine Zielrendite sofort und ohne Risiko erreichen kann, ist es schwer, darauf zu verzichten.“  
Florian Schuhbauer**

Doch im August 2017 waren Bain und Cinven noch nicht am Ziel: Im Dezember schlossen sie mit Stada einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, der am 2. Februar 2018 von einer außerordentlichen Hauptversammlung abgesegnet werden sollte. Ihr Problem bestand darin, dass der von ihnen gehaltene Aktienanteil nicht ausreichte, um die erforderliche Zustimmung von mindestens 75 Prozent des gezeichneten Kapitals zu erhalten. Diese Zustimmung mussten sich die Private-Equity-Gesellschaften teuer erkaufen – von aktivistischen Investoren, die sich bei Stada in Stellung gebracht hatten.

Unter der Führung des von US-Milliardär Paul Singer gegründeten Hedgefonds Elliott kontrollierten die Aktivisten mehr als 15 Prozent der Stada-Anteile und setzten

die neuen Mehrheitseigner damit gehörig unter Druck. Bain und Cinven mussten den außenstehenden Aktionären für ihre Zustimmung zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag je Aktie eine jährliche Ausgleichszahlung von 3,82 Euro und einen als „Barabfindung“ deklarierten garantierten Kaufpreis von 74,40 Euro anbieten.

## Nachlese

Für Schuhbauer und Strenger ist Stada mittlerweile Schnee von gestern. AOC hat auf „die Rolle der aktiven Unternehmerfamilie“ verzichtet und die Stada-Anteile im Juni 2017 verkauft, noch bevor die Übernahme in trockenen Tüchern war. „Es geschehen bisweilen Dinge, die außerhalb unserer Kontrolle liegen“, begründet Schuhbauer diesen Schritt. „Wir hätten nicht verkaufen müssen, aber es ist nicht unser Geschäftsmodell, Minderheitsbeteiligungen an Unternehmen zu halten, die von einem oder mehreren Großaktionären kontrolliert werden.“ Er und sein Partner Röhrig seien davon ausgegangen, dass es auf jeden Fall zu einer Übernahme kommen werde. Falls Bain und Cinven mit ihrem Versuch gescheitert wären, hätten weitere Interessenten bereitgestanden.

Außerdem hätten die Private-Equity-Gesellschaften einen attraktiven Preis geboten. „Als wir zu etwa 30 Euro bei Stada eingestiegen sind und dabei erklärt haben, dass die Aktie in wenigen Jahren mehr als 60 Euro kosten werde, haben uns alle für verrückt erklärt“, erinnert sich Schuhbauer. Die optimistischsten Analysten hätten damals Kurse von etwas über 40 Euro vorhergesagt. Niemand habe eine solche Kursentwicklung für möglich gehalten. Das Angebot von Bain und Cinven habe in etwa dem Aktienkurs entsprochen, den AOC im eigenen Stada-Businessplan für das vierte Jahr prognostiziert hatte. „Wenn

ich diese Zielrendite sofort und ohne Risiko erreichen kann, ist es schwer, darauf zu verzichten“, sagt Schuhbauer.

Christian Strenger hält noch ein paar wenige Stada-Aktien. Er hat weder an der außerordentlichen Hauptversammlung im Februar 2018 teilgenommen noch hat er sich an einer im Juni eingereichten Klage einiger verbliebener Minderheitsaktionäre beteiligt, die vor Gericht eine höhere Barabfindung durchsetzen wollen. „Das sind nur noch interessante Nachgefechte“, sagt Strenger. Er halte seine Aktien nur für den Fall, dass noch einmal eine Governance-Frage aufkommen sollte. Da die neuen Mehrheitseigner mittlerweile die vollständige Kontrolle über das Unternehmen haben, sei dies jedoch sehr unwahrscheinlich. „Letztlich ist die Messe da gesungen“, glaubt Strenger.

Seine Rolle in dieser „Messe“ ist vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Diskussionen über Aktionärsaktivismus und Engagement nicht leicht zu beschreiben. Das Wall Street Journal hatte Strenger vor mehr als 15 Jahren als „Aktivisten für Aktionärsrechte“ bezeichnet, doch damit fühlt er sich nicht wohl: „Diese Bezeichnung passt nicht richtig, es geht mir um aktiven Einsatz für gute Corporate Governance.“ Aktivisten seien dagegen meist kurzfristig denkende und handelnde Aktionäre, in der Regel Hedgefonds, manchmal auch Private-Equity-Gesellschaften. „Sie

behaupten zwar, dass sie an das langfristige Wohl der Gesellschaften denken, das ist in den meisten Fällen aber nur vorge-schoben“, kritisiert Strenger. Insofern bezeichnet er seine Strategie eher als „Engagement mit Fokus auf Governance“.

Strenger räumt ein, dass aktivistische Investoren ihre Forderungen aggressiver vortragen und dadurch offenbar auch schneller Veränderungen im Management von Unternehmen herbeiführen können. „Aktivisten mit vielen Prozent des Aktienkapitals wirken natürlich stärker als ein Privataktionär“, gibt er zu Bedenken. Insofern könnten große Fondsgesellschaften mit ihren Aktienanteilen über Engagement-Ansätze durchaus etwas erreichen, sofern sie weniger zögerlich agierten als in der Vergangenheit. Es reiche nicht, berechnete Kritik vorzutragen, sondern man müsse gegebenenfalls auch entsprechende

Konsequenzen ziehen, beispielsweise durch eine Verweigerung der Entlastung von Vorständen und Aufsichtsräten während einer Hauptversammlung. „Wer berechnete Kritik hat, sollte auch entsprechend abstimmen“, mahnt Strenger. Fondsgesellschaften sollten klarmachen, dass sie für die Interessen ihrer Kunden eintreten und dabei „keinen Schmusekurs fahren“.



**Christian Strenger**



# Indexfonds mutieren zu aktiven Aktionären

*Von Ralf Kolbe* - Seit einiger Zeit schreibt Laurence D. Fink alljährlich einen Serienbrief. Fink, den die meisten Zeitgenossen kurz „Larry“ nennen, ist Gründer und Chef von Blackrock, der weltweit größten unabhängigen Vermögensverwaltungsgesellschaft. Die rund 1.500 Adressaten seines Briefes sind die Vorstandsvorsitzenden der größten Aktiengesellschaften der Welt. Blackrock hält Beteiligungen an all diesen Unternehmen, und da die Gesellschaft in ihren Fonds insgesamt mehr als sechs Billionen US-Dollar verwaltet, gehört sie oft zu deren größten Einzelaktionären.

Finks jüngsten Brief hat das Handelsblatt im Januar 2018 als „Brandbrief“ und „Weckruf an die Dax-Chefs“ bezeichnet. Er forderte die Vorstände dazu auf, im langfristigen Interesse ihrer Unternehmen nicht nur auf die finanzielle Performance zu achten, sondern auch auf deren positiven Beitrag zur Gesellschaft: „Unternehmen müssen all ihren Stakeholdern nützen, einschließlich Aktionären, Mitarbeitern, Kunden und den Gemeinwesen, in denen sie agieren.“ Ohne klare gesellschaftliche Ziele könne kein Unternehmen sein volles Potenzial entfalten. Fehlen solche Ziele, liege der Fokus meist auf der kurzfristigen Gewinnmaximierung. Die Entwicklung der Mitarbeiter, Innovationen und Investitionen würden vernachlässigt, obwohl sie für ein langfristiges Wachstum notwendig seien.

Bereits in seinen vorherigen Schreiben hatte Fink die CEOs dazu aufgefordert, langfristiger zu denken und zu handeln – beispielsweise durch den Verzicht auf übertriebene Aktienrückkaufprogramme und überhöhte Dividendenausschüttungen, die lediglich die kurzfristige Rendite der Aktionäre erhöhen.

Seine Begründung für diese Aktivitäten ist ebenso einfach wie überzeugend:

Blackrock verwaltet mittlerweile rund vier Billionen US-Dollar in Indexfonds. Verwalter von Indexfonds sind Fink zufolge sehr langfristig ausgerichtet, weil sie die Aktien von Unternehmen stets so lange halten, wie diese in den jeweiligen Indizes vertreten sind. Außerdem enthalten die Portfolios der Indexfonds immer auch Aktiengesellschaften, die schlechter wirtschaften als ihre Konkurrenten und daher von aktiven Managern gemieden oder verkauft würden. Um der treuhänderischen Verantwortung gegenüber den eigenen Kunden gerecht zu werden, müsse sich ein Manager von Indexfonds darum bemühen, dass schlechte Portfoliounternehmen in Zukunft besser wirtschaften.

**„Wir können die Aktien schlechter Unternehmen nicht verkaufen und müssen deshalb aktiver sein als aktive Manager.“  
Laurence Fink**

Ein Indexfondsmanager habe im Grunde genommen nur ein wirksames Mittel, um die Politik schlechter Unternehmen positiv zu beeinflussen: seine Stimmrechte auf Hauptversammlungen. Genau diese will Blackrock in Zukunft viel stärker und gezielter nutzen. Das zu diesem Zweck eingerichtete „Corporate Stewardship Team“ soll von derzeit etwa 35 Mitarbeitern auf die doppelte Größe wachsen. „Wir können die Aktien schlechter Unternehmen nicht verkaufen und müssen deshalb aktiver sein als aktive Manager“, erklärte Fink in einem Pressegespräch. Seine Überzeugung, dass ein aktiveres Engagement in einzelnen Unternehmen notwendig ist, sei auch der Katalysator für seinen jährlichen Brief

an die Vorstände großer Aktiengesellschaften.

Allerdings will Blackrock in künftigen Hauptversammlungen nicht selbst als aktivistischer Investor auftreten: „Wir werden ein aktiverer, integrativerer Aktionär. Wir sind kein Aktivist und wollen auch keiner werden“, betonte Fink im Februar 2018 während eines Interviews. Dennoch habe Blackrock im vergangenen Jahr in 38 Prozent der Fälle, in denen aktivistische Investoren Anträge auf Hauptversammlungen gestellt hatten, für deren Anträge gestimmt. „Einige dieser Investoren treiben unserer Meinung nach Unternehmen an, die angetrieben werden müssen“, begründete er dieses Abstimmungsverhalten.

**„Wir werden ein aktiverer,  
integrativerer Aktionär.  
Wir sind kein Aktivist und  
wollen auch keiner werden.“  
Laurence Fink**

„Wir sind uns völlig darüber im Klaren, dass sich das Business-Ökosystem stark verändert hat und eine abschreckende Herausforderung für Unternehmen darstellt, die dem kurzfristigen Druck der Märkte widerstehen wollen“, hatte Fink bereits 2015 geschrieben. Dieser Druck habe ganz unterschiedliche Ursachen: Immer mehr aktivistische Investoren seien nur noch auf schnelle Gewinne aus, die Geschwindigkeit an den Kapitalmärkten sei erheblich gestiegen, die Medien produzierten ihre Nachrichten in immer kürzeren Zyklen, die Aufmerksamkeitsspanne der Mediennutzer und Investoren nehme ab und die Politik sei daran gescheitert, langfristige Investitionen zu fördern. Insofern sei die weit verbreitete Kurzsichtigkeit in den

Chefetagen der Aktiengesellschaften ein Symptom eines größeren gesellschaftlichen Problems.

Fink hält es für wichtig, dass sich Investoren auf langfristige Strategien und Ergebnisse konzentrieren. Für den nachhaltigen Erfolg von Unternehmen seien nicht nur eine gute Corporate Governance von Bedeutung, sondern auch ökologische und soziale Aspekte. Wenn Blackrock trotz des eigenen Engagements bei einzelnen Unternehmen keine Bereitschaft erkenne, die Interessen langfristiger Investoren zu wahren, werde die Gesellschaft auf Hauptversammlungen nicht zögern, gegen das Management dieser Unternehmen zu stimmen.

Selbstverständlich kann man hinterfragen, ob Fink solche öffentlichkeitswirksamen Pläne vor allem um der Sache selbst willen vorantreibt oder in erster Linie den Geschäftserfolg seines Unternehmens im Blick hat. Doch Marketing hin oder her: Fink gilt als progressiv und prinzipientreu. Er weiß, dass ihn die Öffentlichkeit und die Kunden von Blackrock an seinen Aussagen messen werden. Und er weiß, dass ein guter CEO seinen Ideen und Ankündigungen auch entsprechende Taten folgen lassen muss. Außerdem steht er mit seinen Ansichten nicht allein: Andere große Anbieter von Indexfonds, wie Vanguard und State Street, haben ähnliche Strategien entwickelt. Die Manager bedeutender Aktiengesellschaften sollten Indexfonds deshalb nicht länger als passive Investoren betrachten, sondern als kritische Großaktionäre wahrnehmen. Schon Anfang 2017 hatte Fink den CEOs dieser Welt eine klare Botschaft gesendet: „Ein langfristiger Ansatz sollte nicht mit einem grenzenlos geduldigen verwechselt werden.“●



## Aus Forschung und Wissenschaft

### „Missing the Forest for the Trees: A New Approach to Shareholder Activism“

Autor: Yaron Nili

Der Autor plädiert für eine systematische Unterscheidung verschiedener Formen des Aktionärsaktivismus. Als Aktivismus gelten dabei alle Versuche von Aktionären, einen direkten Einfluss auf die Angelegenheiten ihrer Aktiengesellschaften zu nehmen. Als wichtige Unterscheidungsmerkmale sollen die Motive der Aktivisten dienen (z.B. kurzfristige Profite oder soziale bzw. ökologische Veränderungen), die Typen oder Profile der Aktivisten (z.B. stark regulierte institutionelle Investoren oder kaum regulierte Hedgefonds) sowie die spezifischen Rahmenbedingungen, in denen sie agieren. Am Beispiel von elf Aktienmärkten zeigt Nili, dass es eine Fülle ganz unterschiedlicher Formen von Aktivismus gibt – und zwar innerhalb einzelner Länder ebenso wie über Ländergrenzen hinweg. Eine differenzierte Betrachtungsweise sei vor allem für Gesetzgeber und Marktregulatoren wichtig, weil deren bisher übliche Konzentration auf spezifische Typen von Aktivisten, wie Hedgefonds, in der Regel nicht zu den erwünschten Ergebnissen führe.

Veröffentlichung: Dezember 2013

Link: <https://ssrn.com/abstract=2369966>

### „Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation“

Autoren: Frank S. Partnoy und Randall S. Thomas

In den USA gilt Aktivismus einflussreicher Investoren als ein zentrales Instrument, um Interessenkonflikte zwischen den Eigentümern und dem Management von Aktiengesellschaften zu lösen. Während der 1990-er Jahre betrachteten viele Kapitalmarktexperten institutionelle Investoren, wie Publikumsfonds, Pensionsfonds und Versicherungen, daher als ideale, quasi natürliche Anwälte aller Aktionäre: Sie waren in den meisten wichtigen US-Aktiengesellschaften zur größten Aktionärsgruppe geworden und hätten ihren Einfluss in Disputen mit dem Management regelmäßig im Sinne aller Aktionäre geltend machen können. In ihrem auch für Nicht-Mathematiker gut verständlichen Aufsatz begründen Partnoy und Thomas, warum sich diese Hoffnungen nicht erfüllt haben und warum Hedgefonds, die um die Jahrtausendwende eine neue Welle von Aktionärsaktivismus losgetreten haben, davon betroffene Unternehmen deutlich öfter und stärker verändern. Sie unterscheiden vier verbreitete Strategien aktivistischer Hedgefonds und erläutern, welche dieser Strategien Änderungen herbeiführen wollen, die auch im Interesse langfristiger engagierter Investoren sein können.

Veröffentlichung: Oktober 2006

Link: <http://ssrn.com/abstract=931254>

### „Passive Investors, Not Passive Owners“

Autoren: Ian R. Appel, Todd A. Gormley und Donald B. Keim

Engagement-Ansätze können offenbar positiv auf Unternehmen wirken: Die Autoren liefern Hinweise dafür, dass passive institutionelle Investoren, wie Indexfonds, über ihre Stimmrechtsanteile einen positiven Einfluss auf die Governance und die langfristige Performance der Aktiengesellschaften ausüben, an denen sie sich beteiligen. So weisen Unternehmen mit einem höheren Anteil passiver Investoren oft mehr unabhängige Mitglieder in ihren Aufsichtsgremien auf; außerdem schaffen sie eher Übernahmehindernisse und ungleiche Stimmrechte ab als Unternehmen, in denen passive Investoren weniger Einfluss haben.

Stichprobe: Rund 500 US-Unternehmen, und zwar die gemessen an der Marktkapitalisierung 250 kleinsten Unternehmen, die im Marktindex Russell 1000 enthalten sind, und die 250 größten Unternehmen aus dem Russell 2000.

Untersuchungszeitraum: 1998 bis 2006

Veröffentlichung: Februar 2016

Link: <https://ssrn.com/abstract=2475150>