



Aktivistische Aktionäre auf dem Vormarsch

Mit offener Kommunikation und guter Vorbereitung lässt sich Shareholder Activism am besten nutzen bzw. ihm begegnen

Die Deutsche Börse, CEWE Color, IWKA oder zuletzt Balda. Immer wieder sehen sich Vorstände und Aufsichtsräte mit zum Teil sehr aggressiven Aktionären konfrontiert, die ihre Rechte aktiv ausüben und massiven Einfluss auf strategische Unternehmensentscheidungen, die Besetzung der Organe oder die Geschäftspolitik zu nehmen versuchen. Dieses als Shareholder Activism bezeichnete Verhalten dient naturgemäß eigenen Interessen, muss deshalb aber keineswegs zum Schaden der Gesellschaft sein. Um das Heft des Handelns allerdings jederzeit in der Hand zu behalten, sollten Vorstände und Aufsichtsräte offen kommunizieren sowie frühzeitig und entschlossen reagieren.

Deutsche Unternehmen verstärkt im Fokus

Auch wenn die ganz spektakulären Fälle schon einige Zeit zurückliegen, hat das Engagement aktiver Aktionäre auf deutschen Hauptversammlungen in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Immer öfter werden Anträge auf Erweiterung der Tagesordnung gestellt oder sogar außerordentliche Hauptversammlungen mit dem Ziel einberufen, Aufsichtsräte auszutauschen oder strategische Unternehmensentscheidungen zu beschleunigen. „Rund zwei Dutzend aktive Aktionärsgruppen wird es in Deutschland derzeit wohl geben“, sagt Thomas Licharz, Geschäftsführer bei registrar services. Ihre genaue Anzahl sei allerdings insofern



Thomas Licharz

schwer zu quantifizieren, als sie oft im Hintergrund agieren würden. „In jedem Fall haben die Governance-orientierten Investoren deutlich zugenommen und sie befinden sich weiter auf dem Vormarsch.“ Hinzu kommt die wirtschaftlich herausragende Stellung Deutschlands, die die hiesigen Gesellschaften zusätzlich in den Blickpunkt international ausgerichteter aktiver Investoren rückt. Zu ihnen zählen einzelne oft sehr laut und medienwirksam auftretende Hedgefonds genauso wie herkömmliche Publikumsfonds, Pensionsfonds und klassische Finanzinvestoren.

Hohe Wahrscheinlichkeit

Für aktivistische Aktionäre besonders interessant sind unterbewertete Firmen, bei denen sich Effizienzlücken schließen lassen, sowie Gesellschaften, die über hohe überflüssige Barmittel verfügen oder einen massiven tatsächlichen oder

vermeintlichen Konglomeratsabschlag aufweisen. Auch eine deutliche Underperformance gegenüber der Peergroup kann der Auslöser für gesteigerten Shareholder Activism sein. „Gleiches gilt bei jeglichem Verhalten, welches einer guten Corporate Governance zuwiderläuft“, wie Licharz ergänzt. „Dies kann beispielsweise die Zahl der unabhängigen Aufsichtsräte oder die Besetzung der verschiedenen Komitees betreffen. Auch die Anzahl der Mandate, die die jeweiligen Aufsichtsräte insgesamt und insbesondere als Aufsichtsratsvorsitzende innehaben, ist hier immer wieder ein wichtiges Thema.“

Beschaffung von Mehrheiten

Die Beteiligung einzelner aktivistischer Shareholder an einem Unternehmen liegt meist unter 10% des stimmberechtigten Kapitals. Zwar hat sich die durchschnittliche Hauptversammlungspräsenz während des vergangenen Jahrzehnts kontinuierlich reduziert, eine signifikante Einflussnahme ist ihnen damit in aller Regel aber dennoch nur bei Überzeugung anderer Anteilseigner möglich. Dies kann durch persönliche Ansprache genauso geschehen wie durch eine breit angelegte Pressearbeit, bei der die Medien durch die gut aufbereitete Darstellung der eigenen Ideen sowie tatsächlicher oder behaupteter Fehler der Unternehmens-

leitung als Multiplikatoren genutzt werden. Eine immer wichtigere Rolle spielt auch das Internet. So versuchte etwa der amerikanische Hedgefonds Octavian Advisors im Vorfeld der von ihm beantragten außerordentlichen Hauptversammlung der Balda AG am 8. Februar 2012, bei der es insbesondere um den Austausch des Aufsichtsrates ging, über die Internetseite www.shareholdersforbalda.com gleichgesinnte Anteilseigner zu mobilisieren (siehe HV Magazin 1/2012, S. 36–38). Dabei sind bei derartigen Bemühungen natürlich stets die engen Grenzen des Wertpapierhandelsgesetzes zu beachten.

Außerordentliche HV und Ergänzungsanträge

Ein anderer Weg, Einfluss auf die Gesellschaft bzw. ihre Organe zu nehmen, ist die Nutzung der hierzu im Aktiengesetz vorgesehenen Möglichkeiten. Als „schärfste Waffe“ bezeichnet der Gesellschaftsrechtler Dr. Thomas Heidel in diesem Zusammenhang das allgemeine Frage-, Auskunfts- und Informationsrecht der Aktionäre. „Umfassende Information sowie die Verpflichtung der Organe, für hinreichend Transparenz zu sorgen, sind schließlich die Grundvoraussetzung für die sinnvolle Ausübung sämtlicher weiterer Aktio-

närsrechte.“ Während diese Rechte unabhängig vom Stimmenanteil für alle Anteilseigner gelten, sind andere Maßnahmen an bestimmte Quoren gekoppelt. Ab einem Anteil von zusammen mindestens 5% des Grundkapitals können Aktionäre beispielsweise die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung verlangen (§ 122 Abs. 1 AktG). Gleiches gilt für Ergänzungsanträge, mit denen neue Themen auf die Tagesordnung gesetzt werden, wobei hier alternativ auch ein anteiliger Betrag von 500.000 EUR am Grundkapital ausreicht (§ 122 Abs. 2 AktG).

Sonderprüfer und besonderer Vertreter

Da über die Abwahl des Aufsichtsrates sowie die Bestellung eines Sonderprüfers oder eines besonderen Vertreters durch die Hauptversammlung nur dann beschlossen werden kann, wenn die entsprechenden Punkte auf der Tagesordnung stehen, gelten diese Quoren auch hierfür. „Dabei hat der Sonderprüfer einen praktisch ungehinderten Zugang zu allen Papieren der Gesellschaft sowie das Recht, das herrschende und verbundene Unternehmen



Dr. Thomas Heidel

wie auch die Organe zu befragen, um auf diese Weise bestimmte Sachverhalte aufzuklären“, erläutert Heidel. „Ein entsprechender Antrag erübrigt sich natürlich, wenn die Organe von vornherein für hinreichend Transparenz sorgen.“ Bei Ablehnung durch die Hauptversammlung können Aktionäre, die einen Anteil von mindestens 1% am Grundkapital oder den anteiligen Betrag von 100.000 EUR halten, die gerichtliche Bestellung eines Sonderprüfers beantragen (§ 142 Abs. 2 AktG). Bezüglich des besonderen Vertreters weist Heidel übrigens darauf hin, dass dieser keineswegs im Interesse der Aktionäre, sondern allein im Interesse der Gesellschaft tätig wird, was in der Öffentlichkeit häufig missverständlich dargestellt würde. „Der besondere Vertreter ist ein Organ der Gesellschaft und damit auch nur dieser verpflichtet.“ (Zu möglichen aktienrechtlichen Maßnahmen aktiver Aktionäre siehe ausführlich HV Magazin Februar 2012, S. 24–26).

Nutzen für das Unternehmen

Auch wenn sie durch aktive Wahrnehmung ihrer Rechte Aufwand verursachen und für die Gesellschaftsorgane durchaus unangenehm werden können, dürfen aktive Aktionäre keineswegs als notwendiges Übel betrachtet werden. Vielmehr sind sie regelmäßig Dialogpartner und Impulsgeber für die Unternehmensleitung. Entsprechend gaben in einer Studie, die das Deutsche Aktieninstitut in Zusammenarbeit mit McKinsey erstellt hat, auch 85% der Befragten an, aus dem Dialog mit ihren aktiven Aktionären wertvolle Anregungen zur Entwicklung des Unternehmens zu schöpfen.¹ Dabei bekommen sie ein gutes Unternehmensverständnis bescheinigt, das bei ihnen höher ausfällt als bei Investmentbanken, Wirtschaftsprüfern und den sonstigen Aktionären. Besonders geschätzt würden zudem ihre Kapitalmarktkenntnisse und

IWKA: Nach dreieinhalb Jahren durchgesetzt

Einer der spektakulärsten und weitreichendsten Fälle von Shareholder Activism in Deutschland war sicherlich der Umbau der IWKA. Ende 2003 stieg der amerikanische Investor und Multimillionär Guy Wyser-Pratte über die Börse anonym beim Karlsruher Maschinen- und Anlagenhersteller ein. Dank der Mitwirkung verschiedener Hedgefonds, die ebenfalls IWKA-Aktien hielten, reichte bereits ein Aktienanteil von 6,6% aus, um in der Hauptversammlung der AG als bestimmende Aktionärsmehrheit aufzutreten und eine Neuausrichtung der Geschäftspolitik durchzusetzen. Wyser-Pratte hielt das Unternehmen für massiv unterbewertet und forderte die Konzentration auf die Kernkompetenz im Roboterbusiness. In aller Öffentlichkeit attackierte er den damaligen Firmenchef Hans Fahr und kritisierte die Zusammensetzung des Aufsichtsrats. Es folgten jahrelange Querelen und kontinuierliche Auseinandersetzungen zwischen verschiedenen Aktionärsgruppen und der Verwaltung. Insgesamt fünf Vorstände wurden verschlissen, sieben Aufsichtsräte von Wyser-Pratte aus dem Amt gedrängt, bis die Verpackungssparte – wie von ihm von Anfang an gefordert – im Frühjahr 2007 schließlich verkauft wurde. Während dieser Zeit konnte der Aktienkurs unter hohen Schwankungen um zwei Drittel zulegen. Der MDAX, in dem die ehemalige IWKA und heutige KUKA enthalten war bzw. ist, stieg im selben Zeitraum aber um über 130% an. Richtig zur Ruhe gekommen ist der Roboterhersteller, an dem der Investor noch immer einen Anteil von 4,7% hält, bis heute nicht.

¹ Deutsches Aktieninstitut, McKinsey&Company (2009): Investorendialog im Umbruch – Zum Umgang börsennotierter Unternehmen mit aktiven Aktionären.

ihre methodisch-analytischen Fähigkeiten, durch die sie gut beurteilen könnten, wie sich unternehmerische Entscheidungen auf die langfristige Bewertung am Kapitalmarkt auswirken. „Das macht sie zu geeigneten Gesprächspartnern des Managements bei grundlegenden Richtungsentscheidungen, die naturgemäß mit großer Unsicherheit behaftet sind“, wie es in der Studie weiter heißt. Insgesamt bezeichnen die befragten Unternehmen das Verhältnis zwischen ihnen und den aktiven Aktionären jedenfalls als weitgehend konstruktiv und konsensorientiert. Insofern ist es sicherlich die beste Strategie, pro-aktiv und offen zu kommunizieren und nicht erst bei aufkommendem Shareholder Activism für zusätzliche Transparenz zu sorgen. In jedem Fall sollten öffentliche Auseinandersetzungen und eskalierende Hauptversammlungen vermieden werden.

Gute Vorbereitung ist alles

Sollten kommunikative Bemühungen im Vorfeld nicht fruchten, beispielsweise weil die Interessen des aktivistischen Shareholders nicht mit denen der Gesellschaft oder anderer Aktionärsgruppen in Einklang zu bringen sind, muss es deshalb darum gehen, bei der Hauptversammlung auf alle Eventualitäten vorbereitet zu sein, wie Dr. Achim Biedermann



Dr. Achim Biedermann

von PR im Turm HV-Services sagt. „Aufgrund der Vorlaufzeit, die mit Ergänzungsanträgen oder der Einberufung eines außerordentlichen Aktionärstreffens verbunden ist, besteht hierfür zumindest ein gewisser zeitlicher Rahmen. Dieser ist allerdings auch konsequent und sinnvoll zu nutzen, sofern Vorstand und Aufsichtsrat das Heft des Handelns möglichst voll umfänglich in der Hand behalten wollen.“

Shareholder Identification ...

Dazu gehört unter anderem die möglichst breite und intensive Ansprache der Aktionäre, um auf diese Weise die eigenen Standpunkte zu vermitteln, gleichzeitig aber auch für eine hohe Hauptversammlungspresenz zu sorgen. Neben einer verstärkten Medienarbeit wird hierzu in der Regel ein Proxy-Solicitation-Spezialist eingeschaltet. „Seine Aufgabe besteht zunächst darin, den Aktionärskreis zu identifizieren“,



Matthias Nau

wie Matthias Nau, zuständig für den deutschsprachigen Raum bei Georgeason, sagt. „Dazu werten wir öffentlich zugängliche Informationen aus und schreiben die einschlägigen Depotbanken sowie uns bekannte Investoren an. Selbst bei Inhaberaktien gelingt es uns auf diese Weise, meist 80 bis 90% der Anteile ihren tatsächlichen Besitzern zuzuordnen, während die Aktivisten aufgrund der schlechteren Ausgangslage in der Regel auf maximal 60% kommen werden.“ Anschließend erfolgt die persönliche Ansprache der größeren Aktionäre, wobei dies laut Nau durchaus bis zu 150 sein können.

... und Shareholder Mobilization

Dabei weist der Spezialist darauf hin, dass die relevanten Ansprechpartner meist nicht die Fondsmanager sind, zu denen die Gesellschaft möglicherweise intensive Kontakte pflegt. Vielmehr gibt es in allen größeren Investmentgesellschaften spezielle Verantwortliche, die für sämtliche Corporate-Governance-Themen und damit auch für das Abstimmungsverhalten in den Hauptversammlungen zuständig seien. „Diese Personen sind der Gesellschaft teilweise unbekannt“, sagt Nau. Sehr wichtig sei auch die Einbindung sogenannter Proxy Advisors wie ISS (Institutional Shareholder Service), Glass Lewis oder IVOX. Sie erstellen Analyseberichte, auf deren Basis institutionelle Anleger oftmals ihre Abstimmungsentscheidung stützen. Für die Mitglieder des BVI werden diese Analysen beispielsweise von IVOX angefertigt. Genauso wie der Aktivist an die Proxy Advisor herantreten wird, um ihnen seine Sichtweise zu erläutern, sollte diese Möglichkeit laut Nau unbedingt auch von der Gesellschaft wahrgenommen werden.

HV-Vorbereitung

Bezüglich der eigentlichen Hauptversammlungsvorbereitung ist eine sehr enge Taktung bei der Zusammenarbeit mit dem HV-Dienstleister erforderlich. Nur so ist die Gesellschaft jederzeit über



Ein pro-aktiver Umgang mit aktivistischen Aktionären kann in vielen Fällen eskalierende Hauptversammlungen vermeiden.
Foto: PantherMedia/Dmitriy Shironosov

den aktuellen Stand der eingegangenen Anmeldungen, Weisungen und Vollmachten informiert. „Hinzu kommen umfangreiche Vorgespräche, die Erstellung diverser zusätzlicher Dokumente im Bereich der Sonderleitfäden sowie spezielle Schulungen, in denen auf alle Eventualitäten, die während der Hauptversammlung auftreten können, eingegangen wird“, sagt Biedermann. Dies beinhaltet auch Gedankenspiele hinsichtlich einer möglichen Ausweichstrategie der „Angreifer“, sollte ihnen die benötigte Stimmenmehrheit auf der Hauptversammlung fehlen. Auch taktische Überlegungen, wie beispielsweise in Bezug auf den Auslagezeitpunkt des Teilnehmerverzeichnisses, lassen sich bereits im Vorfeld der Versammlung anstellen. „Mit Bekanntheit der Präsenz sind die Kräfteverhältnisse schließlich weitestgehend klar, und jeder weiß, wo er steht“, so Biedermann weiter. Bei Abstimmungen über sich widersprechende Anträge kann zudem die Reihenfolge der Durchführung von entscheidender Bedeutung sein.

Formalien beachten

Darüber hinaus müssen in der Vorbereitung aber auch formale Aspekte berücksichtigt werden. „Beispielsweise



Sorgfältige Vorbereitung der HV, enge Abstimmung mit dem Dienstleister und taktische Überlegungen sind von entscheidender Bedeutung. Foto: PantherMedia/Boris Franz

sind andere Vollmachten und Weisungen als bei standardmäßig ablaufenden Hauptversammlungen erforderlich“, erklärt Biedermann. „So besteht bei den Standardformularen das Problem, dass die Vollmachten nur für vorab festgelegte Abstimmungspunkte genutzt werden können. Entsprechend fallen diese Stimmen bei Anträgen von Aktionären während der Hauptversammlung, wie etwa auf die Auswechslung des Versammlungsleiters, unter den Tisch. Hier muss deshalb mit Weisungen und Vollmachten

gearbeitet werden, die es ermöglichen, die eingesammelten Stimmrechte auch über die mit der Tagesordnung bekannt gemachten Abstimmungspunkte hinaus zu nutzen.“

Fazit

Die Bemühungen aktivistischer Aktionäre, auf die Geschäftspolitik deutscher börsennotierter Gesellschaften sowie die Besetzung ihrer Organe mittelbaren oder unmittelbaren Einfluss auszuüben, um auf diese Weise die eigenen Vorstellungen einer richtigen Unternehmensführung durchzusetzen, hat in den vergangenen zehn Jahren deutlich zugenommen. Diese Entwicklung zu ignorieren oder sich ihr bewusst entziehen zu wollen, kann für Vorstände und Aufsichtsräte schwerwiegende Folgen haben. Gleichzeitig verschenkt das Unternehmen womöglich wertvolles Know-how, welches ihnen durch den konstruktiven Dialog mit den Aktivisten zufließen könnte. Lässt sich keine gemeinsame Linie finden, liegt es schließlich am Management, durch aktive Kommunikation, ein hohes Maß an Transparenz und nicht zuletzt eine gute Hauptversammlungsvorbereitung für die Mehrheiten zu sorgen, die der Vorstand zur Durchsetzung seiner Geschäftspolitik benötigt.

Ehlebracht: Anträge bei sehr hoher Präsenz abgelehnt

Im Zuge einer Kapitalerhöhung über 12 Mio. EUR war das Private-Equity-Unternehmen TFG Capital Ende 2007 beim angeschlagenen Möbelzulieferer Ehlebracht als neuer Großaktionär mit einem Anteil von 29,8% eingestiegen. Im Rahmen eines Übernahmeangebots und weiterer Zukäufe wurde die Beteiligung 2009 auf knapp 40% ausgebaut. Ende des Jahres schien das Verhältnis zum Vorstand und Aufsichtsrat der Ehlebracht derart eingetrübt zu sein, dass der inzwischen in Vestcorp umbenannte Großaktionär die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung verlangte. Wesentliche Punkte des Aktionärstreffens, das im Februar 2010 stattfand, waren die Abberufung zweier Aufsichtsratsmitglieder sowie die Bestellung eines Sonderprüfers und eines besonderen Vertreters.

Die Präsenz auf der Hauptversammlung fiel mit 91% des Grundkapitals extrem hoch aus. Bemerkenswert auch, dass der weisungsgebundene Stimmrechtsvertreter 48% des anwesenden Kapitals vertrat. Die Gesellschaft und ihre Berater scheinen bei der Stimmenmobilisierung somit ganze Arbeit geleistet zu haben. Dabei waren die Vollmachten so ausgestaltet, dass sie auch für Abstimmungspunkte verwendet werden konnten, die nicht mit der Tagesordnung angekündigt worden waren, wie etwa die Abwahl des Versammlungsleiters. Entsprechend den Mehrheitsverhältnissen lehnte die Hauptversammlung sämtliche Beschlussvorschläge der Vestcorp ab. Die Auseinandersetzungen zwischen dem Großaktionär und dem Möbelzulieferer setzten sich vor Gericht sowie auf den folgenden Hauptversammlungen fort, bis sich die ehemalige TFG Capital Anfang 2011 schließlich von ihren Anteilen trennte.