

Sonderbeilage: Investor Relations

Aktionärs-Aktivismus steckt noch in den Kinderschuhen

Langfristig engagierte Anteilseigner fördern nachhaltige Unternehmensentwicklung –
Katalysatoren für eine gute Unternehmensführung

Börsen-Zeitung, 2.6.2012

Die institutionellen Investoren verhalten sich in Deutschland mehrheitlich passiv. Der Hedgefonds-Aktivismus ist seit der Attacke auf die Deutsche Börse im Frühjahr 2005 in die öffentliche Wahrnehmung gerückt. Christopher Hohn von The

eigenmotivierte und kurzfristig orientierte Anleger gelten –, sondern auch Pensionskassen, Versicherun-

ship Code und von den von den UN initiierten Principles for Responsible Investment – kurz: PRI – gefordert.

Wesentliche Punkte des Engagement-Researchs

- Kompensation der Organe (Vorstand, Aufsichtsrat)
- Unabhängigkeit der Organe
- Organisationsstruktur
- Rolle von Minderheitsaktionären
- Nachhaltigkeits-Reporting
- Steuerung nach nachhaltigen Kriterien
- Selbstregulierung
- Quelle: Engagement-Jahresbericht 2010 der Union Investment

Children's Investment Fund Management (TCI) verhinderte, dass die Deutsche Börse die London Stock Exchange übernahm. TCI setzte durch, dass die gefüllte „Kriegskasse“ der Deutschen Börse in Form von Aktienrückkäufen und Dividendenausschüttungen an die Aktionäre ausgezahlt wurde. Entscheidend war, dass es TCI gelang, weitere institutionelle Investoren für die Durchsetzung seiner Ziele zu gewinnen. Aufsichtsrat und Vorstand der Deutschen Börse wurden zum Rücktritt gezwungen. Das Auftreten eines solchen Aktivisten – der in der Regel kurzfristig ein ganz konkretes Ziel verfolgt und auf Konfrontation ausgerichtet ist – wird häufig durch bereits länger bestehende Interessenkonflikte zwischen Anteilseignern und Management ausgelöst, die durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle entstehen.

Engagement bringt Rendite

Zu den institutionellen Investoren zählen jedoch nicht nur Hedgefonds – die in der öffentlichen Wahrnehmung häufig als opportunistische,

gen, Banken, Anlagefonds und Private-Equity-Investoren, die einen mittel- bis langfristigen Zeithorizont verfolgen. Abgesehen von wenigen Angriffen auf Firmen und Proteststimmen auf Aktionärsversammlungen – wie beispielsweise die schlechten Ergebnisse bei der Abstimmung der Hauptversammlung von Merck im Jahr 2010, hier haben institutionelle Investoren das Vergütungssystem nicht goutiert – sind aktivistische Investoren in Deutschland noch eher selten zu finden. Und das, obwohl Studien gezeigt haben, dass Unternehmen, deren Investoren sich engagieren, höhere Renditen erzielen.

Klare Position beziehen

Eine Entwicklung, die möglicherweise von einer breiteren Basis verfolgt wird und daher als nachhaltiger einzustufen ist als der Hedgefonds-Aktivismus, ist ein aktives Aktionärstum. Ein besseres und verantwortungsvolleres Aktionärsengagement wird im Grünbuch der EU vom April 2011, dem Steward-

Die Rolle institutioneller Investoren in der Corporate Governance



© Börsen-Zeitung

Quelle: Petra Nix (2010)

Einige institutionelle Investoren – wie beispielsweise die Union Investment – arbeiten bereits an deren Umsetzung. Bei diesem Aktionärsengagement geht es nicht um eine kurzfristig motivierte aktivistische Aktion eines Einzelinvestors, sondern vielmehr darum, dass auch eine breite Masse von institutionellen Investoren ihre Rolle als Eigentümer eines Unternehmens wahrnimmt. Neben der Renditeorientierung werden institutionelle Investoren von ihren wirtschaftlichen Nutznießern – den „Beneficial Owners“ – vermehrt in die Pflicht genommen, sich an einer langfristig positiven Entwicklung ihrer Investments zu beteiligen. Börsennotierte Unternehmen und institutionelle Investoren stehen somit gleichermaßen vor neuen Herausforderungen: Sie müssen ihre Position klar darlegen.

Neues Rollenverständnis

In der Beziehung von börsennotierten Unternehmen zu ihren Aktionären geht es darum, diese effektiv und effizient zu gestalten, um die so-

nannten Agency-Kosten zu reduzieren. Entsprechende Instrumente sind beispielsweise die regelmäßige, transparente Berichterstattung sowie die direkte und persönliche Kommunikation zwischen Investor und Unternehmen. Die rasch zunehmende Menge an verfügbaren Informationen, die Transparenz der Berichterstattung sowie der persönliche Kontakt zum Unternehmen ermöglichen es Investoren, sich detailliert über die Strategie und die aktuelle Geschäftsentwicklung der Unternehmen zu informieren. Eine erfolgs- und zielorientierte Managementkompensation soll zudem die Interessen des Managements und der Eigentümer in Einklang bringen. Ein aktives Aktionärsengagement geht jedoch deutlich weiter als diese Maßnahmen, die sich in fast allen börsennotierten Unternehmen etabliert haben.

Unterschiede beim Vorgehen

Die weltweite Bedeutungszunahme der institutionellen Investoren wird künftig in der Corporate Governance eine stärkere Rolle spielen. Institutionelle Investoren tragen als Eigentümer einen Teil des Risikos und übernehmen Verantwortung. Mit ihren großen Positionen sind sie in der Lage, den Aktienmarkt und die Unternehmen, in die sie investiert sind, aktiv zu beeinflussen. Diese Rolle können sie in unterschiedlichster Art und Weise wahrnehmen und ausüben. So veröffentlicht beispielsweise die Union Investment, als Unterzeichner der PRI, in ihrem Engagement-Jahresbericht, auf welchen Hauptversammlungen sie ihr Stimmrecht ausübt, mit wie vielen Unternehmen persönliche Gespräche geführt wurden, welche Themen im Rahmen des aktiven Aktionärsstums besonders beachtet werden (vgl. Kasten) und welche Erfolge bei den Engagement-Aktivitäten erzielt wurden.

Ziele differieren

Dass engagierte Aktionäre durchaus auch unterschiedliche Zielsetzungen vertreten, zeigt das Beispiel Infineon. Während die Union Investment den vom Nomination Committee

vorgeschlagenen Kandidaten für den Aufsichtsratsvorsitz Klaus Wucherer unterstützt hat, ist der vom britischen Fonds Hermes, der DWS und der Vereinigung Institutioneller Privatanleger (VIP) favorisierte Gegenkandidat Willi Berchtold bei der Kampfabstimmung gescheitert. Das Beispiel zeigt aber noch etwas anderes: Institutionelle Investoren sind bereit, ihre Interessen gemeinsam vis-à-vis den Unternehmen zu vertreten und sich für ein Ziel zu engagieren. Dies stärkt ihre Macht und erhöht die Chancen, ihre Ziele durchzusetzen.

Die Grafik zeigt die Verantwortlichkeiten institutioneller Investoren. Zur Funktion der Aufsicht zählen die Überwachung des Aufsichtsrats, die Nominierung und Entsendung von Mitgliedern in den Aufsichtsrat sowie die Identifikation von Ineffizienzen bei Unternehmen durch umfassende Analysen und Unternehmensbewertungen. Die länderübergreifenden Branchenanalysen der institutionellen Investoren helfen, frühzeitig strategisch wichtige Entwicklungen zu erkennen. Diese können in konkrete Empfehlungen für strategische Veränderungen münden oder auch wichtige Personalien durchsetzen. Solche Einflussnahme erfolgt entweder hinter den Kulissen oder wird – falls sie nicht die gewünschten Resultate liefert – durch Ausübung der institutionellen Macht im Rahmen der Stimmrechtsausübung und/oder Medienkampagnen durchgesetzt.

Steten Dialog pflegen

Eine transparente Berichterstattung und die regelmäßigen persönlichen Kontakte bilden eine wichtige Ausgangsbasis für den kontinuierlichen Dialog. Seit etwa fünf Jahren gewinnen die sogenannten ESG-Themen immer stärkeren Einfluss auf die Investimentscheidung institutioneller Investoren. Im Einzelnen geht es dabei um die Berücksichtigung von ökologischen (Environment) und sozialen Themen (Social) sowie um eine verantwortungsvolle Unternehmensführung (Governance). Diese drei Säulen sind nicht isoliert zu betrachten. Sie greifen ineinander und flankieren die finanzwirtschaftliche

Unternehmensanalyse. Für die Unternehmen ist es wichtig, die Anliegen und Bedenken von institutionellen Investoren zu kennen und zu wissen, welche Aspekte sie bewegen. Von Relevanz ist, die Themen zu erkennen, für welche institutionelle Investoren bereit sind, sich aktiv zu engagieren. Eine unabhängig durchgeführte Wahrnehmungsanalyse liefert hier objektive Resultate. Diese gezielte und individuelle Befragung relevanter Zielgruppen eines Unternehmens identifiziert neuralgische Punkte – losgelöst von Meinungen und Ansichten einzelner Investoren. Diese strukturierte Analyse gibt Aufschluss, wo die zentralen Knackpunkte im Einzelfall liegen und welche Issues einen Einfluss auf die Unternehmensbewertung sowie das Aktionärsengagement haben. Notwendige Voraussetzungen seitens der Unternehmen sind drei Aspekte:

- eine offene und objektive Haltung gegenüber den Untersuchungsergebnissen
- die Bereitschaft, Vorstand und Aufsichtsrat von den Analyseergebnissen in Kenntnis zu setzen
- eine konstruktive Diskussion der Ergebnisse in den entscheidenden Gremien

Verantwortung wahrnehmen

Institutionelle Investoren werden in Zukunft mehr zu ihrer Verantwortung als Eigentümer stehen. Wenn sie sich für eine effektive Aufsicht und eine langfristig orientierte Einflussnahme engagieren sowie über die notwendige Expertise verfügen und keine Interessenkonflikte haben, können sie eine Katalysatorfunktion übernehmen. Die Führungsgremien der Unternehmen – Vorstand und Aufsichtsrat – werden sich im Gegenzug vermehrt einer kritisch-konstruktiven Selbstreflexion stellen müssen. Die Wahrnehmungsanalyse ist das ideale Instrument, Knackpunkte und Interessenkonflikte objektiv aufzuzeigen. Sie liefert Handlungsoptionen und ist der Startpunkt für die strategische Diskussion.

.....
 Petra Nix Inhaberin und geschäftsführende Partnerin von Petranix Corporate and Financial Communications