

Offen gesprochen

Activist Shareholders – Fluch oder Segen?

Die Hologic, Inc. ist ein Unternehmen der Medizintechnik mit einem Umsatz von USD 2,5 Mrd. p.a. und einer Marktkapitalisierung von etwa USD 6 Mrd. Am 21. November 2013 gab der Investor Carl Icahn bekannt, dass er 13% der Anteile von Hologic erworben hat. Am 25. November erklärt er, dass er über die Unternehmenszerschlagung nachdenkt. Am 9. Dezember wird der CEO der Gesellschaft durch einen Kandidaten von Carl Icahn ersetzt. Neben Carl Icahn selbst ziehen zwei weitere, ihm nahe stehende Personen in das Board of Directors ein. 19 Tage – so schnell geht das in den USA – und ein Activist Shareholder übernimmt das Regime. Wie sollten wir derartige Entwicklungen einschätzen? Sind sie auch in Deutschland vorstellbar oder gar erstrebenswert?

Der Kapitalmarkt ist noch nicht sicher, wie er diese Aktion bewerten soll, der Börsenkurs von Hologic zeigt seit dem 21. November keinen klaren Trend. Abwarten ist angesagt, aber überwiegend wird das Vorgehen von Herrn Icahn positiv gesehen. Das Argument der Befürworter: insbesondere bei Unternehmen mit hohem Streubesitz (und solche Unternehmen werden von den Kapitalmarktinvestoren aufgrund der damit verbundenen Liquidität besonders geschätzt) kann nur durch aktive Gesellschafter ein notwendiges Korrektiv zu Führungsschwächen und Selbstoptimierungstendenzen des Vorstands und Aufsichtsrats gewährleistet werden. Der Activist Shareholder stellt sicher, dass M&A-Planungen hinterfragt und im Anschluss ggf. forciert bzw. verhindert werden, dass hohe Cash-Reserven als Sonderdividende ausgeschüttet werden und dass die strategische Ausrichtung des Unternehmens korrigiert wird.

Dabei ist Carl Icahn in diesem Fall nicht einmal der klassische Activist Shareholder. Als solche

werden nämlich Investoren bezeichnet, die auf informellem Wege Einfluss auf börsennotierte Aktiengesellschaften nehmen. Nach dem Austausch des CEO und der Mitglieder des Boards muss die Form seiner Einflussnahme wohl als äußerst direkt angesehen werden. Allein die Tatsache, dass ihm dieses mit einer Beteiligung von nur 13% und innerhalb von nur 19 Tagen gelang, zeigt deutliche Züge des klassischen Activist Shareholders.

Warum gewinnt das Thema zurzeit an Bedeutung? Seit der Finanzkrise der Jahre 2008 und 2009 sind die meisten Unternehmen wesentlich konservativer aufgestellt als in den Jahren zuvor. Investitionen wurden reduziert, Eigenkapital und Finanzreserven erheblich gestärkt. Gleichzeitig suchen kapitalstarke Hedgefonds und andere Kapitalsammelstellen nach rentablen Investments. Was ist da naheliegender für Investoren, als schläfrig und übervorsichtig gewordene Vorstände wachzurütteln und dafür zu sorgen, dass Finanzreserven entweder für Akquisitionen Verwendung finden oder ausgeschüttet werden? Beides erhöht potentiell den Shareholder Value. Auch die Zerschlagung eines Unternehmens kann zu einem erhöhten Unternehmenswert führen und wird sicher nur in seltenen Fällen vom Vorstand eines Unternehmens initiiert werden.

Aber nicht nur der Shareholder Value-Ansatz führt zu einem verstärkten Tätigwerden von Activist Shareholdern, sondern auch die allgemeine Stimmungslage unterstützt diesen Trend. Nach der Finanzkrise besteht weitgehender Konsens in Politik und Gesellschaft, dass nicht nur Banken immer umfassender kontrolliert werden müssen, sondern auch das Handeln von Vorständen börsennotierter

Gesellschaften. Nach weitverbreiteter Meinung ist deren Walten maßgeblich durch hohe Gehälter und Bonuszahlungen motiviert und sollte stärker beaufsichtigt werden. Die Etablierung von Corporate Governance-Anforderungen und die Erleichterungen beim Acting-in-Concert durch Änderungen des Wertpapierhandels- und Wertpapierübernahmegesetzes sind Maßnahmen des Gesetzgebers, die in diese Richtung gehen.

Nun wird niemand bezweifeln, dass neben dem Aufsichtsrat auch den Aktionären eine Kontrollfunktion im Hinblick auf ihr Unternehmen zufällt, die über die Teilnahme an der Hauptversammlung hinausgeht. Fraglich erscheint aber, ob sich diese Kontrollfunktion auf das Kriterium des Shareholder Value konzentrieren sollte. Risikotragfähigkeit und Nachhaltigkeit der Unternehmensführung haben sich schließlich nicht erst in der Finanzkrise als wichtige Nebenbedingungen einer Shareholder Value-Optimierung herausgestellt.

Ob diese Nebenbedingungen auch in die Beurteilung von Activist Shareholdern einbezogen werden, erscheint mehr als fraglich. Der Activist Shareholder ist kein langfristig orientierter Investor. Sein Ziel ist vielmehr die kurzfristige Renditeoptimierung. Wird durch Ausschüttung von Cash-Reserven die Summe aus Ausschüttungswert und verbleibendem Börsenwert gegenüber der bestehenden Marktkapitalisierung des Unternehmens erhöht, so wird der Activist Shareholder nach Möglichkeit die Ausschüttung durchsetzen, auch wenn die Vorstände die Reserven für die Absicherung des Unternehmens für erforderlich halten.

Gegen dieses Vorgehen des Activist Shareholders wäre nichts einzuwenden, sofern er damit die Interessen der Mehrheit der Gesellschafter vertritt. Aber wie ist das feststellbar?

Nur 5% der Stimmrechte genügen, um seitens eines Activist Shareholders eine Hauptversammlung

einzuuberufen, eigene Tagesordnungspunkte einzubringen, die gerichtliche Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern zu fordern oder einen Squeeze-out zu verhindern. 5% der Stimmrechte führen zwar nicht automatisch zu einer entsprechenden Beschlussfassung, aber gerade in Zeiten sinkender Hauptversammlungspräsenzen können Mehrheitsbeschlüsse häufig bereits auf Basis eines überschaubaren Anteilsbesitzes herbeigeführt werden. Deshalb ist keinesfalls sichergestellt, dass die Mehrheit der Aktionäre hinter den Handlungen des Activist Shareholders steht.

Eine Bündelung von Stimmen seitens Activist Shareholdern, teils verbunden mit dem Ausüben von öffentlichem Druck auf das Unternehmensmanagement, kann am Ende zu einem massiven Einfluss auf die Besetzung der Organe, die Ausschüttung der Dividende, das Investitionsverhalten u.ä. führen. Entscheidungen, die eine sehr geringe Zustimmung seitens der übrigen Aktionäre erfahren, können kaum ausgeschlossen werden. Investoren wie Carl Icahn sind das beste Beispiel dafür. Ihr Vorgehen ist bekannt und bei den betreffenden Unternehmen gefürchtet. Der Activist Shareholder löst gezielt eine mediale Aufmerksamkeit und den damit verbundenen Druck aus, um das Management nach seinen Vorstellungen zu besetzen.

Nun muss eine Übernahme, ein Strategiewechsel oder der Austausch des Managements nicht grundsätzlich negativ bewertet werden, nur weil die zugrundeliegende Entscheidung mit geringer Mehrheit getroffen wurde. Es stellt sich hier aber die elementare Frage, ob ein Hedgefonds-Manager prinzipiell die strategischen und operativen Anforderungen an ein Unternehmen besser einschätzen kann als der Vorstand des Unternehmens. Bei allem Respekt vor den analytischen Fähigkeiten einzelner Investoren muss in der Regel davon ausgegangen werden, dass der Vorstand, der über vollständige Informationen verfügt und sich über mehrere Jahre auf unterschiedlichen Positionen in einer Branche und innerhalb eines Unternehmens bewährt hat, zu einer besseren

Einschätzung der zukünftigen Anforderungen an das Unternehmen kommen wird, als der externe Analytiker. Bewertungsmaßstab hierbei muss das nachhaltige profitable Wachstum eines Unternehmens sein. Dieses entspricht dem Ziel des klassischen Aktionärs, welcher dem Unternehmen Kapital zur Verfügung stellt, um nachhaltig am Erfolg und Wertzuwachs teilhaben zu können.

Durch die zunehmende wirtschaftliche und rechtliche Stärkung von Activist Shareholdern in Deutschland wird das ohnehin geringe Interesse deutscher Unternehmen, an den Kapitalmarkt zu gehen, weiter gesenkt. Es sind gerade die Sorgen vor dem Einfluss externer Gesellschafter, die insbesondere Familienunternehmen veranlassen, den Kapitalmarkt zu meiden. Auch die Kosten und die Zeit, die mittlerweile innerhalb verschiedenster Gesellschaften zur Abwehr von Activist Shareholdern aufgewendet werden müssen, sind sicher nicht im Interesse der klassischen Aktionäre.

Es bleibt damit festzuhalten, dass in Deutschland ein gestiegener Shareholder Activism zu beobachten ist und dieser voraussichtlich auch weiterhin ansteigen wird. Hiervor können sich börsennotierte Gesellschaften nur durch die langfristige Wertsteigerung des Unternehmens schützen. Es liegt dabei in der Hand des Vorstandes, den Aktionären und dem Kapitalmarkt seine Strategie zu vermitteln und eine hohe Transparenz an den Tag zu legen. Der kontinuierliche aktive Kontakt zu den Aktionären, das Einholen positiver Akzeptanz für strategische Entscheidungen und ein hoher Aktienkurs können für die Abwehr von aggressiven Minderheitsaktionären ausschlaggebend sein.

Insgesamt scheinen die volkswirtschaftlichen Risiken, die das Auftreten von Activist Shareholdern mit sich bringt, deren Nutzen regelmäßig zu übersteigen. Die Verabschiedung weiterer gesetzlicher Bestimmungen, die Activist Shareholdern ein Tätigwerden erleichtern, ist deshalb nicht erstrebenswert.

Dr. Jens Kruse, Corporate Finance
Januar 2014

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:
www.mmwarburg.com/de/firmenkunden

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
jkruse@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798