Aktionärsaktivismus

Prof. Dr. Klaus Spremann,
Universität St. Gallen
klaus.spremann@unisg.ch

An den geregelten Organen wie Verwaltungsrat und GV vorbei finden sich immer mehr "Aktivisten", die an den Finanzmärkten strategisch agieren und hier und da Unterstützung erhalten. Diese Gruppen profitieren von der weitgehenden Passivität des Privaten und auch des institutionellen Investors sowie der mangelhaften Transparenz mancher Unternehmung gegenüber den Eigenkapitalgebern.

+++++

Mit zunehmender Grösse einer Unternehmung wird die "Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht" unausweichlich. Die Aktionäre müssen mit der Geschäftsführung angestellte Manager betrauen. Bei dieser Delegation entsteht die als Prinzipal-Agenten-Beziehung bekannte Problematik, dass die Manager als Agenten eigene Interessen haben, die nicht immer mit denen der Aktionäre als Prinzipale harmonieren. Überall, wo das Thema der "Corporate Governance" angeschnitten wird, geht es darum, diese Delegation effektiver und effizienter zu gestalten. Traditionelle Massnahmen sind "Kontrollen" wie sie durch die Jahresabschlüsse und Prüfungen etabliert sind. Zweifellos reduziert eine darüber hinaus gehende Kommunikation die Agency-Kosten noch weiter, doch ist auch Kommunikation teuer. In den angelsächsischen Ländern wird daher verstärkt auf die "Motivation" gesetzt. Die Manager erhalten ein Kompensation mit einer starken Erfolgskomponente, meist in Form ihnen zugeteilter Stock Options.

Die Beziehung zwischen Aktionären und Managern der Grossunternehmung wird zusätzlich durch weitere Einflüsse komplexer. Zum einen erkennen Banken, dass die Kreditrisiken noch vom Verhalten des Managements abhängen, so zum Beispiel davon, mit welchem Risiko die aufgenommenen Mittel tatsächlich investiert werden. Fremdkapitalgeber versuchen daher, sich durch Credit Convenants, Zusatzklauseln im Kreditvertrag, gegen einen Wertverfall ihrer Forderungen zu schützen. Diese Credit Covenants wirken bei einer Verschlechterung der finanziellen Situation und geben dann den Kreditgebern mehr Macht und Einfluss — oft gegen die Aktionäre und vielfach von diesen nicht erkannt. Ausserdem werden die Ansprüche aller Menschen den Grossunternehmen gegenüber höher. Die Unternehmung soll als "Good Citizen" in allen gesellschaftlichen Belangen (Arbeitswelt, Ökologie) Vorbild sein. Schliesslich prüft auch der Staat laufend, wo etwas zu holen ist.

In dieser zugegeben komplexen Situation hat sich vermehrt das politische Modell der indirekten Demokratie in die Grossunternehmung eingeschlichen. Die Manager werden zu medienwirksamen Schauspielern, denen ein Stab von Souffleuren ein publikumswirksames Zitat zustecken. Äusserungen erfolgen dosiert im Hinblick auf ihre Wirkung im Publikum und vor Wahlen. Gleichzeitig wird ihr Gegenüber, der Aktionär, immer passiver. Er legt sich weit in den Sessel zurück und erwartet, wie vom Fernsehen gewohnt, unterhaltsame Überraschungseffekte. Notfalls gibt es immer den Ausgang des Verkaufs der Aktie, wofür er nicht einmal einen Grund formulieren muss. Bei allem möchte das Management eine von aussen nicht gesehene "Manövriermasse" behalten, die sie von Zeit zu Zeit und ungeachtet des tatsächlichen Geschäftsgangs, der draussen ohnehin unverstanden bleibt, als Erfolg präsentieren kann. "Direkte" Verbindungen zwischen Aktionär und Geschäftsführung werden spärlicher.

I. Die Aktivisten sind dort, wo andere in ihren Rollen zu schwach sind

In einem wirklich gut funktionierenden Markt oder System ist es für jeden Einzelnen das Beste, sich als "Preisnehmer und Mengenanpasser" zu verhalten. Niemand handelt in einem solchen Markt mit dem Kalkül, durch "strategisches" Auftreten die Bedingungen ändern zu können und so einen besonderen persönlichen Vorteil erhalten zu können. Doch die Beziehung zwischen Managern und Aktionären kann aufgrund der skizzierten Einflüsse nicht als "gut funktionierender Markt" angesehen werden. Informationsunterschiede sind zu gross, die Motivationen der Beteiligten zu verschieden. Daraus erwächst Raum für jene, welche diese Situation durchbrechen. Ähnlich wie im bei der indirekten Demokratie in der Politik, stossen in diesen Raum Aktivisten. Aktionärsaktivismus ist daher die Folge der zu schwachen direkten Verbindung zwischen Management und Aktionär — weil die Kommunikation zu spärlich ist und die Aktionäre zu passiv bleiben.

In den letzten Monaten und Jahren wurden an der Börse, am Markt für Aktienpakete (Off Trade) und am Markt für Unternehmenskontrolle (Akquisitionen) entsprechende Transaktionen getätigt und plakativ in Szene gesetzt. Sie fallen klar in die "Strategische" Corporate Finance. Die Vorgänge um Saurer sind in guter Erinnerung: Im August 2006 hatte der UK Hedge Fund Laxey Partners mit seiner 25%-igen Beteiligung 5 der 8 Sitze im Verwaltungsrat gefordert. Vor wenigen Monaten, so die SGKB, habe jemand ein Aktienpaket von 4,8% an der Bank CA St. Gallen aufgebaut und ihr ebenso wie konkurrierenden Banken zum Kauf angeboten. Da musste die SGKB handeln um anderen zuvor zu kommen. Im "Fall Sulzer" hat der frühere Konzernchef der Zürcher Kantonalbank (ZKB), offenbar selber mit Sulzer-Optionen gehandelt. Die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) hatte ein Gewährsverfahren eingeleitet und nach seinem Rücktritt eingestellt. Die Ethos-Stiftung fordert Daniel Vasella auf, sein Doppelmandat Präsident und CEO aufzugeben. Weitere Beispiele aus dem In- und Ausland sind die Formierung von Aktionärsgruppen bei den Zusammenschlüssen der Börsengesell-

schaften, der Abschaffung von Doppelsitzen (Royal Dutch / Shell), der Strategien von Telecoms hinsichtlich Festnetz / Mobil und so fort. Ab und zu handeln Aktivisten und Hedge-Funds in scheinbar koordinierter Weise, wenngleich Nachweise bisher fehlschlugen. Angesichts dieser allgemeinen Bewegung greifen mittlerweile Grossaktionäre zur Stimmkarte, so bei ABN Amro.

Lautstark, plakativ, gelegentlich an der Grenze des durch die Gesetze zulässigen Bereichs, nehmen Einzelpersonen, Raider, Hedge Funds an den Finanzmärkten strategische Positionen ein und fordern die müde Aktionärschaft auf, mit ihnen zu stimmen. Wer gibt den Aktivisten ihre Macht? Zwar denken sie nur an sich selbst, doch beim Spektakel fällt immer auch etwas für andere ab, die angesichts ihrer Passivität auf diese Weise akzeptabel gut abschneiden. Die Aktivisten haben inhaltliche Ziele. Anders als bei uns müssten sie diese in den USA auch nennen. Sie wünschen eine Änderung der Strategie der Unternehmung, einen Verkauf von Geschäftsbereichen oder wenigstens eine um Stufen andere Ausschüttungspolitik. In einer Studie sahen 50% der befragten Experten den Aktionärsaktivismus als den heute wichtigsten Katalysator für M&A an. Doch unsere Pensionskassen und private Investoren sehen immer noch passiv zu. Sie fühlen sich durch die Aggressivität der Aktivisten verunsichert, in einigen Ländern wird eine stärkere Regulierung gefordert. Für sie hat ein hinnehmendes Verhalten auf den Aktionärsversammlungen Tradition.. Kritische Fragen, so es welche gab, wurden in freundliche Anfragen gekleidet.

Der heutige Aktionärsaktivismus hat Vorläufer. Mit dem Aufkommen der Studentenbewegung in den 60er Jahren, deren philosophische Wurzeln im Existenzialismus (Jean Paul Sartre, Ernst Bloch, Herbert Marcuse) liegen, wurden bestehende Traditionen kritisiert, teilweise von gewaltsamen Aktionen begleitet. Das Aufbrechen verkrusteter Strukturen blieb nicht auf die politische Ebene beschränkt, sie drang in Hochschulen ein und führte, erst über die "ausserparlamentarische Opposition" und dann von der "grünen Bewegung" unterstützt, ab den siebziger Jahren zum Aufkommen von Nichtregierungsorganisationen (NGO) wie Amnesty International und Greenpeace. Wir schätzen es sogar gelegentlich in der selbst gewählten Rolle des passiven Zuschauers, wenn einzelne stellvertretend für uns vorpreschen und es "denen einmal zeigen". So hat mancher Aktionär durchaus mit Wohlwollen zugehört, wenn durch Fragen von Atomkraftgegnern geprüft wurde, was das Management "antworten" kann. Der Würzburger Professor Ekkehard Wenger liess sich bei einer Hauptversammlung von Daimler durch Ordnungshüter hinaustragen und für einige Aktionäre war das ein willkommenes Spektakel.

II. Schwache Kommunikation und Passivität

Zweifellos liegt eine der Ursachen im heutigen Aktionärsaktivismus in Schwächen der Kommunikation seitens des Managements. Ein Beispiel: Ist die Kommunikation über die Geschäftsentwicklung nicht zu spärlich, wenn alle Ergebnisse und Planungen intern zurückgehalten werden?

Dann, plötzlich, erfolgt eine gepaarte Meldung über einen Gewinnsprung von 18% und ein Aktienrückkaufsprogramm im Volumen über 25 Milliarden Franken. So kommt es an einem einzigen Tag zu einem Kurssprung um 9,5% — angesichts von normalen täglichen Kursbewegungen für Blue Chips von 1% (Nestlé am 15. August 2007). Also: Ist eine Kommunikationspolitik gut, die mit solchen geballten Meldungen Ereignisse auslöst, die angesichts der üblichen Kursschwankungen ein Zehn-Sigma-Event darstellen?

Eine zweite Ursache des heutigen Aktionärsaktivismus ist wohl auch in der zurückhaltenden Kursbildung hier und da zu sehen. Sie macht es attraktiv, sich der ganzen Unternehmung zu bemächtigen, sie zu quetschen wie eine Zitrone, in Stücke zu zerteilen und diese einzeln feil zu bieten. Klar, das Management möchte nicht jeden kleinen Misserfolg als solchen darstellen müssen, wo im Gesicht jede Bartstoppel stört. Deshalb sind oft die "wahren" Werte verborgen und werden allenfalls Analysten gezeigt, um deren Wohlverhalten zu erkaufen. Wenn jedoch "Werte" und "Möglichkeiten" einer Unternehmung ausserhalb nicht bekannt sind, dann verringert sich die dem Finanzmarkt zugedachte Allokationseffizienz. Für den Wohlstand insgesamt sollte jede Ressource ihrer besten Verwendung zugeführt werden. Das ist die, welche den höchsten Wert besitzt. Ist der sich unter der Prämisse der Fortführung nach bisheriger Weise errechnende Unternehmenswert geringer als der "Ausquetschungswert", dann sollte die bisherige Unternehmensstrategie geändert werden. Eine Volkswirtschaft wäre nicht effizient, die Wohlfahrt bliebe zurück, wenn aufgrund von Starrheiten die Geschäfte wie gehabt in die Zukunft gewälzt werden. Doch oft lassen die Aktionäre die Fortführung der zweitbesten Strategien zu, weil sie wenige Fragen vorbringen und sich auch nicht gruppieren. Dann ist es um die Güte des Marktes für Eigenkapital schlecht bestellt, vergleichbar mit Japan, wo überwiegend institutionelle Investoren auftreten, die aufgrund der Kultur jede Frage, die sie haben, als ein "Ja" aussprechen.

Beides zeigt: Im Spiegelbild der Passivität steht die zu geringe Transparenz. Immer wieder sehen wir Übernahmeangebote, die 50% über dem Kursniveau der letzten Jahre liegen. Doch das Management meldet sich *erst dann* zu Wort -- an die Allgemeinheit und in Anzeigen selbstverständlich -- und meint, plötzlich das Angebot sei viel zu gering, weil der "wahre Wert" deutlich darüber liege. Warum hören die Aktionäre erst, wenn eine offensichtlich "feindlich" werdende Übernahme "droht", von diesen verborgenen Werten?

Der Aktionärsaktivismus findet also dort Raum und profitable Möglichkeiten, in denen diese doppelte Ineffizienz wirkt: Die Aktionäre sind zu lasch und passiv, das Management hält zuviel zurück. Vertrauen zu haben, ist aufgrund der Situation nicht leichtfertig. Die Corporate Governance ist schwach. In diesen Bereich von Ineffizienz können Aktivisten eindringen. Insofern muss man sich über sie nicht aufregen. Sie ergreifen nur Möglichkeiten, die ihnen durch die Schwächen der anderen Parteien entstehen.

III. Die Aktivisten sind die Erben des Shareholder-Value-Ansatzes

Das oberste Organ einer Aktiengesellschaft ist die Generalversammlung der Aktionäre (GV). Neben Kapitaltransaktionen (wie die Ausgabe neuer Aktien), der Entscheidung über den Jahresabschluss und der Verwendung des Bilanzgewinns, sowie anderen, sehr allgemeinen Festlegungen (Satzung) wählt die GV den Verwaltungsrat. Der Verwaltungsrat übt, gerade bei grossen Gesellschaften, die Oberleitung sowie die Aufsicht und Kontrolle der Gesellschaft aus. Die eigentliche Geschäftsführung wird Managern übertragen, so einem Chief Executive Officer CEO und anderen Mitgliedern einer Geschäftsleitung, die oft dem Verwaltungsrat nicht angehören. Die Gestaltung der Führungs- und Kontrollorgane und ihre personelle Besetzung (Corporate Governance), liegt also letztlich in den Händen der Aktionäre. Sie können oder könnten die Wirksamkeit der Umsetzung ihrer Interessen festlegen.

Ungeachtet der genauen Verteilung von Kontrolle und Führung innerhalb eines Verwaltungsrates und eines Boards oder zwischen VR und Geschäftsleitung läuft alles nach dem Modell der *indirekten* Demokratie ab. Keine Aktiengesellschaft wird in direkter Demokratie durch die Aktionäre geführt. Nirgendwo werden Varianten einzelner Geschäfte oder der Strategie der Aktionärsversammlung zur Abstimmung vorgelegt. Die Aktionäre könnten bei der indirekten Demokratie zwar über die zu wählenden Personen Sachentscheidungen in die eine oder andere Richtung bahnen, aber letztlich nicht treffen. Wie im politischen Leben uns allen augenfällig ist, hat die indirekte Demokratie gewisse Nachteile.

Die politische Ökonomie analysiert, was in solchen Situationen zu erwarten ist. In einer kleinen Umgebung kann Vertrauen aufgebaut werden, implizite Verträge sind möglich, der Handschlag genügt. Doch im globalen Kapitalmarkt kennt man sich nicht mehr, bedingt eine Verschiebung vom vertrauensvollen Handschlag zu expliziten Verträgen und zur Übernahme von Rollenspielen.

Wie ist es dazu gekommen? Früher wollten Aktionäre gar nicht sehen, ob und wie gut ihre Interessen durch Kontrollorgane und Geschäftsführung berücksichtigt werden. Dem Bankier der Deutschen Bank, Hermann J. Abs (1901-1994), werden die Worte nachgesagt: "Der Aktionäre ist dumm und frech. Dumm, weil er sein Geld der Gesellschaft gibt, frech, weil er noch eine Dividende verlangt". Diese Worte spiegeln eher den damaligen Zeitgeist als das Denken einer grossen Persönlichkeit in den Jahren des enormen Wirtschaftswachstums der sechziger Jahre. Bis um 1980 waren die Aktionäre tatsächlich still. Zudem war Aktiensparen früher kein Volkssport. Denn die beliebten deutschen Renten mit 8% Kupon und, trotz der Zinsinsel Schweiz auch CH-Obligationen, warfen ansehnliche Renditen ab. Es waren allein die Aktiengesellschaften, welche die Aktien anderer Gesellschaften kauften und hielten -- so ist das übrigens in Japan weithin heute noch der Fall. Bekanntlich hackt keine Krähe der anderen die Augen aus. Wo die Aktionäre keine Frage stellen, oder gar im Populismus

verfallen Kerzlein schwenken, muss auch über die Kompetenzverteilung zwischen Kontrolle und Führung nicht nachgedacht werden.

Wann wurde der aufgeweckte Aktionär geboren? Um 1980 sahen in den USA die Baby Boomer, dass sie nur wenig von der staatlichen Altersversorgung, einem Umlageverfahren, zu erwarten hätten. Die private Vorsorge, auch auf den Arbeitsplatz bezogene Programme wie 401(k), mussten die Lücke zu schliessen - anders als in der Schweiz ist in den USA diese zweite Säule freiwillig (ERISA 1974). Die Fragen: Wie sollten Mr und Mrs Jones ihre Spargelder anlegen? Wie sollte ihre Pensionskasse das Portfolio strukturieren? Antwort fanden Professoren, welche die um 1960 entdeckte Portfoliotheorie erklärten. Zu ihnen gehörten B. Malkiel und J. Siegel. Beide weisen auf die hohen historischen Renditen von Aktien hin und favorisieren eine Asset-Allokation, in der Aktien Gewicht einnehmen. So wurden allgemein in Amerika Aktien gekauft. Doch es war weniger die Liebe zum Engagement in der Wirtschaft, eher wurden Anlageinstrumente mit hoher Rendite gesucht -- Kompensation für die Schwäche staatlicher Versorgungssysteme. Doch wie konnte man die Manager dazu bringen, diesen Renditewunsch des Volksaktionärs zum Leitstern der Unternehmensstrategie zu machen? Die Idee des Shareholder-Value war geboren; Alfred Rappaport und andere zeigen um 1980, wie sich der Wert (und auch die Wertsteigerung) anhand der diskontierten Cashflows messen lassen und welche Werttreiber das Management im Auge behalten sollte. Die (risikogerechte) Renditeerwartung der Aktionäre floss als "Kapitalkostensatz" in die internen Kalkulationen ein.

IV. Wie geht es weiter?

In den letzten Jahren sind die Vertreter des Shareholder-Value-Ansatzes ruhiger geworden. Denn die Wirtschaft lief ausgezeichnet. Die Aktionäre konnten ohnehin reichlich Trauben ernten, trotz der Einbrüche 2001/2002. Wozu also aufbegehren? Damit sind aber die Ineffizienzen in der Corporate Governance nicht abgebaut. Sie geben weiterhin Raum für Aktivismus.

Wie bewertet die Wissenschaft den Aktionärsaktivismus? Einige Studien weisen auf die Funktion des Entlarvens hin: Wo immer es Schwächen bei der Führung und Kontrolle mit der Folge gibt, dass die Kurse zur Schwäche neigen — Aktivisten finden es heraus. Brav / Jiang / Partnoy / Thomas untersuchen 888 Ereignisse und 131 aktivistische Hedge Funds und schliessen, dass in den Jahren 2001 und 2005 Aktivismus (in den USA) positive, abnormale Renditen zwischen 5% und 7% bewirkt. Andere Forscher, darunter Karpoff 2001, sehen die Wirkung der Aktivisten vor allem in Verbesserungen der Corporate Governance, sehen aber keine Renditewirkungen.

Wo es zu wild wird, treten einige den Rückzug an. Going Private ist wieder in. Andere schützen sich, indem sie einen "wohlwollenden Oberkontrolleur" zulassen, so etwa F. Piëch, der bei mehreren Autoherstellern das Zepter führt (MAN, VW, Porsche). Hier und anderswo wirkt der Patriarch als

Ersatz für die eigentlich den VR, GV und den Aktionären zugedachten Aufgaben, weil die institutionelle Struktur versagt.

Das Verlassen des Marktes und die Inthronisation eines neuen Königs sind indessen auch mit Nachteilen verbunden, die nicht nur in der Ökonomie der Institutionen wohl bekannt sind. Sie können vermieden werden. In einer aufgeklärten Welt ist wenig verlangt: Etwas mehr Transparenz verlangen, Rechte auf der GV als Pflichten verstehen. Hier die Gebote: (1) Personalunionen von Stars nicht sogleich zustimmen und überhaupt Vorsicht bei Populismus. (2) Die konstruktive Wirkung kritischer Fragen auf der GV anerkennen und auch Fragen von Ausländern nicht gleich als Angriff auf die nationale Identität erleben. (3) Die Frage nach der Corporate Governance nicht mit der Höhe der Kompensation verwechseln und emotionalisieren. Vor allem aber: Mehr Transparenz verlangen.

Literatur:

Alexander Bassen, Maximilian Keisers, Philipp Schäfer, Dirk Schiereck: Anfälligkeitsanalysen zur Beurteilung der Gefahr feindlicher Übernahmeversuche, Defence Communication, 2007, ISBN 978-3-527-50301-8.

Alon Brav, Wie Jiang, Frank Partnoy, Randall Thomas: Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, Working Paper November 2006.

Philipp Ch. Gamper, Rudolf Volkart, Marisa Wilde: Value Reporting und aktive Investor Relations. Der Schweizerische Treuhänder 2006 / 9, pp. 642-647.

Sigrid Müller: Transparenz zahlt sich aus. Handelsblatt (Deutschland), 5. Juli 2007.

M. Karpoff: The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings. Working Paper, University of Washington 2001.

Reto Kühn: Aus dem Dornröschenschlaf erwacht, NZZ 114, 19. Mai 2005, p. 29.

Martin Meier-Pfister: Die Lohndiskussion wird zu einseitig geführt, FuW 78, 4. Oktober 2006, p. IR2