

CFO IM FOKUS

Wie kann der CFO zum direkten Geschäftserfolg beitragen und die Transformation treiben?

FUTURE FINANCE

Der Finanzbereich als Ausgangspunkt für ein intelligentes Unternehmen

FUTURE CORPORATE BANKING

Welche Finanzdienstleistungen braucht der Mittelstand?

HandelsblattJournal

Eine Sonderveröffentlichung von EUROFORUM Deutschland

AUGUST 2018 | WWW.HANDELSBLATT-JOURNAL.DE

FINANCE

Preparing for
the Future

Radikal offen: wie wir den Wandel gestalten

S. 4

euroforum

Medienpartner

Handelsblatt
Substanz entscheidet.

Eigentum verpflichtet

Operative Aktivisten sind kein kurzfristiger Trend



© Matej Kastelic/shutterstock.com

von Florian Schuhbauer

Operativ ausgerichtete aktive Investoren treten zunehmend im deutschen Wirtschaftsleben auf. Dies ist keine vorübergehende Erscheinung. Unternehmen und ihre Gremien sollten die Chance nutzen, sie als Partner für die Unternehmensentwicklung zu verstehen.

Bei aktivistischen Aktionären gilt es grundsätzlich zwischen den folgenden drei Gruppen zu unterscheiden: Sogenannte event-driven Aktivisten engagieren sich erst bei konkreten Anlässen und verlangen beispielsweise in Übernahme-situationen höhere Preise oder fordern unterdurchschnittlich abschneidende Unternehmen auf, sich vollständig oder wesentliche Unternehmensteile zum Verkauf zu stellen. Governance-fokussierte Aktivisten zielen auf die Optimierung der Corporate Governance-Strukturen ab. Operativ ausgerichtete Aktivisten wie Active Ownership Capital sind Value-Investoren und grundsätzlich langfristig orientiert. Sie streben in der Regel an, zu den größten Aktionären zu gehören. Nach ihrem Investment setzen sie sich dafür ein, den Unternehmenswert aktiv zu steigern, indem sie die Umsetzung von operativen, strategischen und strukturellen Verbesserungen fördern.

Kennenlernprozess wie bei Private Equity

Vor mehr als einem Jahrzehnt wurden Private Equity-Unternehmen noch als „Heuschrecken“ bezeichnet, deren Geschäftsmodell das „Kauf, Plündern und Wegwerfen“ von Unternehmen sei. Heute sind die Beteiligungsgesellschaften reguläre Teilnehmer in der deutschen Unternehmenslandschaft und die Hysterie ist weitgehend verfliegen. Dabei hat sich das Geschäftsmodell der Finanzinvestoren im Kern nicht verändert, wohl aber das Verständnis ihres Wirkens. Inzwischen hat sich herumgesprochen, dass Private Equity-Investoren vor allem dann überdurchschnittliche Renditen erzielen, wenn sich die von ihnen erworbenen Unternehmen nachhaltig positiv weiterentwickeln. Bei operativ ausgerichteten Aktivisten ist es nicht anders. Und doch scheint es auch hier zunächst eines Kennenlernprozesses zu bedürfen, wie er mit Private Equity-Investoren bereits stattgefunden hat.

Aktive Investoren füllen durch passive Aktionäre geschaffenes Vakuum

Aktionäre sind die Eigentümer der Unternehmen. Eigentümer haben Rechte und, sofern sie ihre Verantwortung gegenüber dem Unternehmen und seinen Stakeholdern wahrnehmen, auch Pflichten. Zu diesen Pflichten gehören beispielsweise die Abstimmung auf der Hauptversammlung und auch die kritische Auseinandersetzung mit der aktuellen und zukünftigen Entwicklung des Unternehmens. Dass dies erhebliche Zeit und Ressourcen bindet, liegt auf der Hand. Fakt ist jedoch, dass die intensive Auseinandersetzung mit Unternehmen seit längerer Zeit abnimmt, da der Anteil passiver Aktionäre wie Indexfonds zunimmt. Auch aktiv gemanagte „passive“ Fonds sind auf dem Rückzug. Indexfonds sind beispielsweise heute die mit Abstand größten DAX-Eigentümer. Passive Investoren halten oft tausende von Positionen und können sich daher gar nicht mit jeder einzelnen Portfolioposition auseinandersetzen. Die Hauptattraktivität der Indexfonds liegt in der geringen Kostenbelastung für den



Florian Schuhbauer, Founding Partner, Active Ownership Capital

„Das gesunde Korrektiv der Eigentümer, also der Aktionäre, die Dinge aus der Außenperspektive zu betrachten, kann Fehlentwicklungen frühzeitig adressieren und Weichenstellungen einleiten.“

Endkunden sowie der Diversifikation über eine Vielzahl von Aktien.

Ohne Gegengewicht wäre diese Entwicklung für die Unternehmen und ihre Anteilseigner langfristig fatal. Das gesunde Korrektiv der Eigentümer, also der Aktionäre, die Dinge aus der Außenperspektive zu betrachten und dies oft mit weit weniger Scheuklappen zu tun, kann Fehlentwicklungen frühzeitig adressieren und Weichenstellungen einleiten, von denen das Unternehmen, seine Anteilseigner und – das wird gerne vergessen – auch die Mitarbeiter profitieren.

In das Vakuum, das durch die große Zahl passiver Investoren erzeugt wird, treten daher zunehmend aktive Investoren. Solche Investoren investieren zumeist nur in wenige Unternehmen, die sie gezielt

aus hunderten oder tausenden analysierten Gesellschaften auswählen. Der übergreifende Nenner: Sie betrachten die Unternehmen als unterbewertet. Anders als passive Investoren arbeiten operativ ausgerichtete Investoren daran, diese Unterbewertung detailliert zu verstehen, um dann darauf hinzuwirken, diese aufzulösen. Machen sie ihren Job gut, kann dies zu einer signifikanten Wertsteigerung führen, die sich auch in einer überdurchschnittlichen Performance der Fonds niederschlägt. Daher ist es nicht überraschend, dass passive institutionelle Investoren wie Versicherungen oder Pensionskassen zunehmend Mittel in Fonds aktiver Investoren anlegen.

In Deutschland herrscht (noch) die Konsenskultur

Während in den USA und auch in Großbritannien längst die positive Katalysator-Wirkung solcher Aktionäre geschätzt wird, fremdeln in Deutschland viele Marktteilnehmer noch mit dem aktiven Investmentansatz. Ein Grund ist die weit verbreitete Konsenskultur, die sich insbesondere im Verhältnis von Vorständen und Aufsichtsräten manifestiert. Letztere tun sich in einigen Fällen erkennbar schwer mit der Rolle des unabhängigen Kontrollleurs, der das Wirken des Vorstandes nicht nur wohlwollend, sondern gegebenenfalls auch kritisch begleitet und hinterfragt. Wäre es aber bei einem nicht-börsennotierten Familienunternehmen ungewöhnlich, wenn die Eigentümerfamilie in einen Dialog mit dem Management über die Strategie tritt, wenn das Unternehmen nicht dort ist, wo es aus Sicht der Eigentümerfamilie sein könnte? Und würde man dort auf unbequeme Wahrheiten verzichten, bloß um den Konsens nicht zu gefährden?

Ruft man sich die Idee der Verantwortung ins Gedächtnis, so sollte es eigentlich genauso wenig verwundern, wenn die Eigentümer von börsennotierten Gesellschaften in einen Dialog mit den Gremien des Unternehmens treten. Eine konstruktive Diskussion über die Strategie und Ausrichtung des Unternehmens kann nur gewinnbringend sein. Nur wer als Unternehmen besser oder mindestens auf Augenhöhe mit dem Wettbewerb ist, kann in sein Geschäft investieren, florieren und langfristig bestehen.

Operativ ausgerichtete Aktivisten als Chance begreifen

Operativ ausgerichtete Aktivisten suchen vorrangig den direkten und konstruktiven Austausch mit dem Management und dem Aufsichtsrat. Diese Gremien sollten das als Chance begreifen. Dies gilt insbesondere, weil gerade diese Investoren nach Stagnationsphasen, in Krisen oder Transformationsphasen als langfristige Ankeraktionäre investieren und so Stabilität bieten. Sie investieren oft zu einem Zeitpunkt, wenn viele Investoren der Gesellschaft bereits den Rücken zugekehrt haben und im Markt „Frustration“ in Bezug auf das Unternehmen herrscht. Liest man die Zeichen aufmerksam, treten aktivistische Investoren selten überraschend auf. Aufgrund ihrer umfassenden Analyse besitzen sie tiefgreifendes Wissen über das Unternehmen und seinen Markt. Somit sind sie wertvoller Sparringspartner für das Unternehmen. Sie verfügen über Finanzkraft über das anfängliche Investment hinaus und sind erste Ansprechpartner bei Kapitalerhöhungen, insbesondere in schwierigen Zeiten. Unternehmen sind gut beraten, mit ihnen in einen Dialog zu treten.