

Passiv, Aktiv, Aktivist

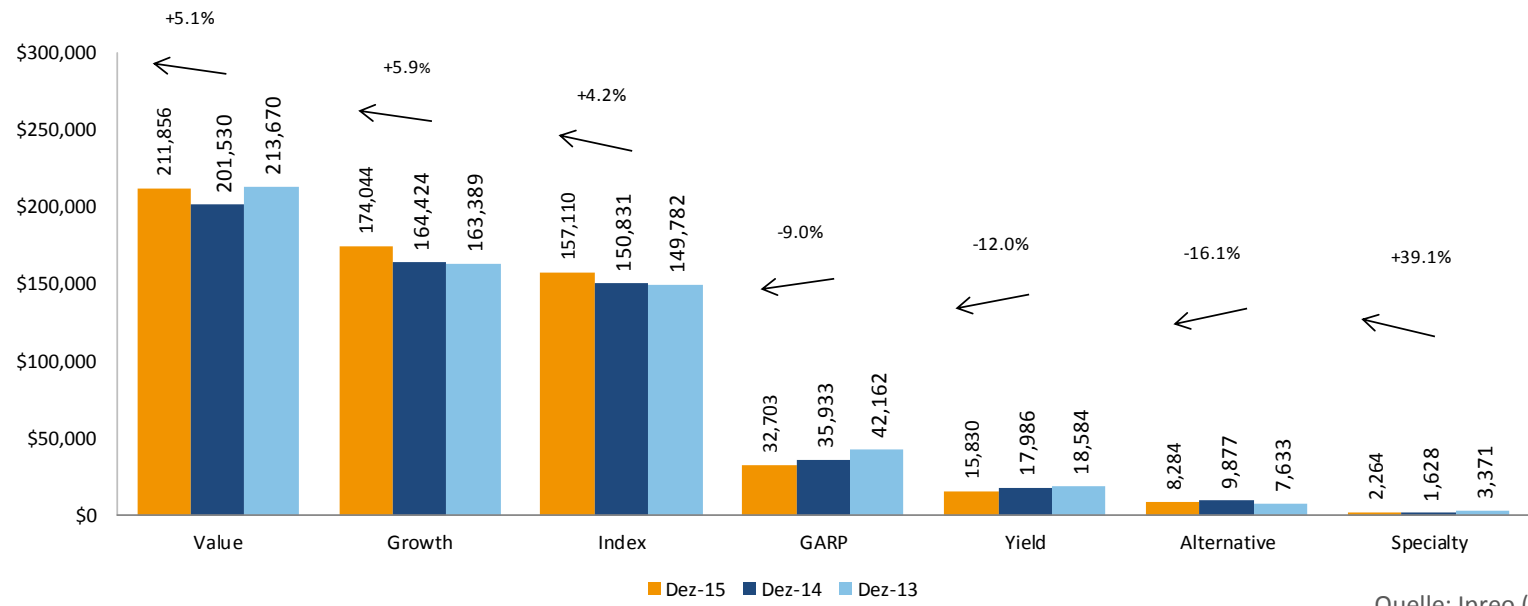
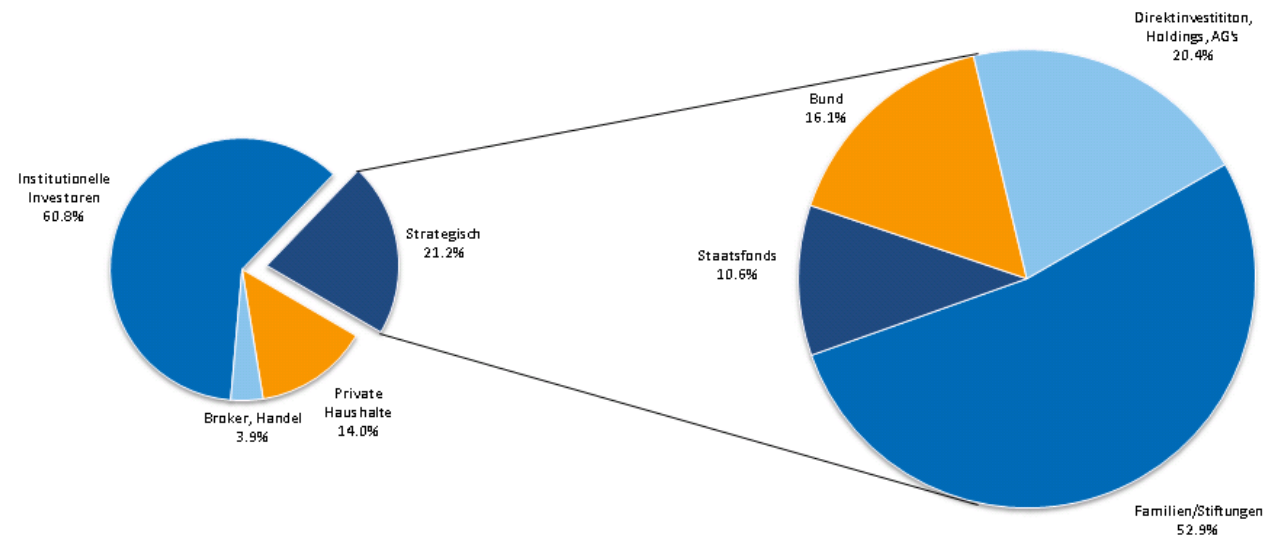
Stakeholder-Gruppen, die IR verändern

Frederik Frank, Manager Ipreo

Andreas Posavac, Managing Director Ipreo

Dr. Lars-Gerrit Lüßmann, Partner Taylor Wessing

3	Status Quo – DAX Investoren
4	Unterschiede bei passiven Investoren
5	Indexvergleich Aktiv vs. Passiv
6	Top Investoren Global vs. Deutschland
7	Größte Quantitative Investoren
8	Differenzierung bei institutionellen Investoren
9	Fokus: Passive Investoren
12	Fokus: Long-Only Investoren
14	Fokus: Engagement Fonds & Aktivisten
17	Ziele der Aktivisten
18	Gefährdete Unternehmen
19	Typisches Vorgehen
20	Rechtliches Repertoire der Aktivisten
22	Verteidigungs- / Kommunikationsstrategien



Quelle: Ipreo (2015/16)

- **Exchange-Traded Funds (ETFs):**

Börsengehandelte Fonds, die einen bestimmten Index nachbilden, um die Index-Performance abzubilden.

- **Physisch:** Bildet den Index nach, indem der Fonds in genau die im Index enthaltenen Werte mit derselben Gewichtung investiert (z.B. Blackrock, Vanguard, SSGA)
- **Synthetisch:** Fonds investiert nicht in die Werte, die im Index enthalten sind, sondern kauft beliebige Titel, um dieselbe Performance zu erhalten. Der Index wird häufig über Swapgeschäfte abgebildet. (z.B. Lyxor, Comstage)

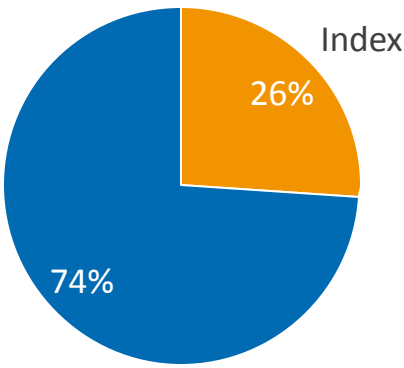
- **Enhanced Index (Smart Beta):**

- Bilden einen Index nach, aktive Gewichtung einzelner Titel.
- Kein reines Indextracking (auch eigene „Indexbaskets“ Zusammenstellung)
- Extra-finanzielle Screens

- **Quantitative Fonds:**

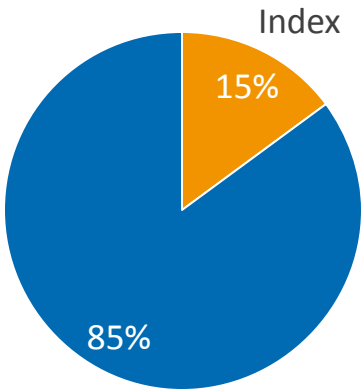
- Computergestützte Modelle entscheiden über Kauf und Verkauf von Aktien.
- Hohes Handelsvolumen
- Keine Roadshows

DAX



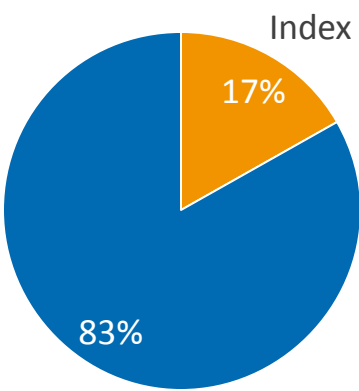
Andere Stile (z. B. Value, etc.)

MDAX, SDAX, TechDAX

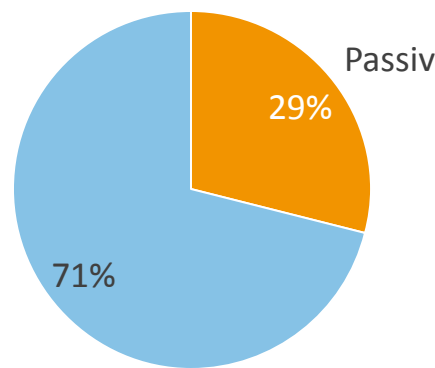


Andere Stile (z. B. Value, etc.)

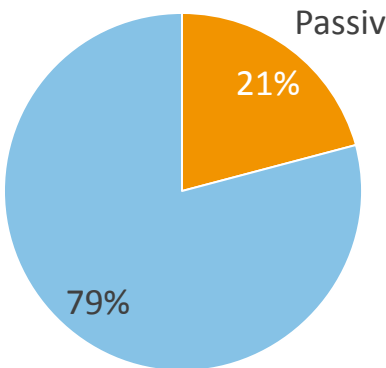
Swiss SMI



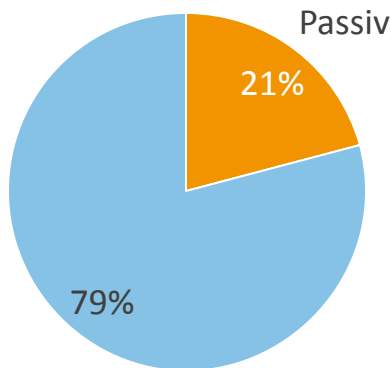
Andere Stile (z. B. Value, etc.)



Aktiv



Aktiv



Aktiv

Quelle: Ipreo (2015/16)

Global

Rang	Investor	Total Aktien Anlagevermögen in \$M	Wert DAX in \$M Dez-15	Style	Anzahl Emittenten gesamt	Anzahl Emittenten Deutschland	Land
1	The Vanguard Group, Inc.	1,942,081.5	21,803.4	Index	12,379	117	USA
2	BlackRock Fund Advisors	1,325,513.8	23,556.5	Index	11,361	171	USA
3	State Street Global Advisors (SSgA)	978,566.2	5,593.9	Index	11,137	192	USA
4	Fidelity Management & Research Company	778,366.4	4,035.7	Growth	5,351	81	USA
5	Capital World Investors (U.S.)	525,556.2	3,049.0	Value	1,039	22	USA
6	Norges Bank Investment Management (Norway)	524,654.3	25,142.1	Value	8,983	201	Norwegen
7	T. Rowe Price Associates, Inc.	509,049.0	1,873.2	Growth	3,203	25	USA
8	Wellington Management Company, LLP	419,590.3	1,681.0	Value	5,848	64	USA
9	Capital Research Global Investors (U.S.)	386,637.3	5,097.8	GARP	1,084	34	USA
10	BlackRock Investment Management (U.K.), LTD	317,915.3	5,536.8	Growth	7,044	108	UK
11	Dimensional Fund Advisors, L.P. (U.S.)	282,173.6	4,078.8	Value	13,543	235	USA
12	Northern Trust Investments, Inc.	280,890.6	2,013.5	Index	9,831	129	USA
13	TIAA-CREF Investment Management	253,134.9	3,841.0	Growth	9,467	167	USA
14	BlackRock Advisors, LLC	250,142.5	5,360.2	Value	6,172	67	USA
15	Legal & General Investment Management, LTD	248,140.5	8,314.5	Index	6,773	89	UK
Summe		9,022,412.4	120,977.4				

DAX

Rang	Investor	Total Aktien Anlagevermögen in \$M	Wert DAX in \$M Dez-15	Style	Anzahl Emittenten gesamt	Anzahl Emittenten Deutschland	Land
1	Norges Bank Investment Management (Norway)	524,654.3	25,142.1	Value	8,983	201	Norwegen
2	BlackRock Fund Advisors	1,325,513.8	23,556.5	Index	11,361	171	USA
3	The Vanguard Group, Inc.	1,942,081.5	21,803.4	Index	12,379	117	USA
4	BlackRock Asset Management (Deutschland) AG	35,899.4	18,033.7	Index	1,305	114	Deutschland
5	Deutsche Asset Management Investment GmbH	60,173.2	17,610.2	Value	3,328	162	Deutschland
6	State Street Global Advisors, LTD	118,089.8	16,198.1	Index	8,247	213	USA
7	Lyxor Asset Management S.A.	49,223.4	16,025.7	Index	3,685	126	Frankreich
8	Amundi Asset Management	57,885.7	13,267.8	Value	3,986	134	Frankreich
9	Allianz Global Investors GmbH	64,772.8	12,150.3	Growth	3,421	214	Deutschland
10	Deka Investment GmbH	34,650.6	11,670.0	Value	3,132	171	Deutschland
11	BlackRock Advisors (U.K.), LTD	123,193.6	10,924.5	Index	9,073	176	UK
12	Union Investment Privatfonds GmbH	32,750.8	8,923.6	GARP	1,609	113	Deutschland
13	Legal & General Investment Management, LTD	248,140.5	8,314.5	Index	6,773	89	UK
14	Natixis Asset Management	48,996.2	6,819.4	Value	2,229	116	Frankreich
15	UBS Asset Management (U.K.), LTD	63,217.5	5,993.1	Value	4,733	98	UK
Summe		4,729,243.0	216,432.9				

Quelle: Ipreo (2015/16)

Rang	Investor	Total Aktien Anlagevermögen in \$M	Wert DAX in \$M Dez-15	Investmentstil	Anzahl Emittenten gesamt	Anzahl Emittenten Deutschland	Land
1	Dimensional Fund Advisors, L.P. (U.S.)	282,085.6	4,078.8	Value	13,547	235	USA
2	Parametric Portfolio Associates, LLC	68,927.7	382.4	GARP	7,454	129	USA
3	AQR Capital Management, LLC	65,559.5	2,031.3	Alternative	5,029	102	USA
4	LSV Asset Management	54,956.7	2,021.2	Deep Value	2,490	47	USA
5	Renaissance Technologies, LLC	52,603.5	76.8	Alternative	3,351	3	USA
6	D.E. Shaw & Company, L.P.	46,169.9	244.6	Alternative	2,573	6	USA
7	INTECH Investment Management, LLC	41,255.5	62.9	Growth	2,026	39	USA
8	First Trust Advisors, L.P.	33,563.7	167.4	Growth	4,253	103	USA
9	Arrowstreet Capital, L.P.	31,800.8	1,625.4	Deep Value	2,503	80	USA
10	Acadian Asset Management, LLC	30,550.3	1,693.5	Deep Value	5,751	138	USA
....							
35	Quoniam Asset Management GmbH	2,412.1	343.7	Value	686.0	17	Deutschland
	Summe	709,885.5	12,728.1				

Management von Pensionsmandaten spielen bei quantitativen Fonds eine große Rolle.

Beispiele externes Management:

- California Public Employees Retirement System : Acadian, AQR, Arrowstreet, DFA
- Alaska Permanent Fund: Acadian, AQR, DFA, LSV
- Florida Retirement System: Acadian, AQR, DFA, INTECH

Quelle: Ipreo (2015/16)





- **Grösste Vermögensverwalter auf Unternehmensgruppenbasis**
 - Passive & Aktive Fonds
 - Unterscheidung Quants, Index Tracker & Enhanced-Index
 - Managen häufig externe Mandate
 - Oftmals gibt es „Style Bias“ -> verstärkt „Value“
- **Aktive ESG-Teams**
 - Interne Governance & Engagement Richtlinien
 - Trennung Investment Management & Governance Policies (Mandate)
 - Grosser Unterschied bei ESG-Richtlinien
- **Leiherisiko bei reinen Index-Trackern**
- **Sehr aktive Umschichtungen / Turnover**
 - Vor allem bei quantitativen Investoren oder ETF's

Rang	Fondsname	Wert DAX in \$M Dez-15	Wert DAX in \$M Dez-14	Veränderung DAX Wert in \$M	Wert DAX in \$M Dez-13	%-Anteil DAX Free Float	%-Anteil DAX Insti.	Style	Orientation
1	BlackRock Fund Advisors	23,560.1	20,213.1	3,347.0	19,273.4	2.4%	3.9%	Index	Passive
2	BlackRock Asset Management (Deutschland) AG	18,033.7	14,316.9	3,716.8	29,588.3	1.8%	3.0%	Index	Passive
3	BlackRock Advisors (U.K.), LTD	10,943.9	10,052.5	891.3	9,656.2	1.1%	1.8%	Index	Passive
4	BlackRock Investment Management (U.K.), LTD	5,536.8	5,328.6	208.2	6,344.3	0.6%	0.9%	Growth	Active
5	BlackRock Advisors, LLC	5,360.5	4,631.0	729.5	4,291.4	0.5%	0.9%	Value	Active
6	BlackRock International, LTD	802.3	977.1	(174.8)	1,375.1	0.1%	0.1%	Value	Active
7	BlackRock Japan Company, LTD	713.5	813.9	(100.4)	896.3	0.1%	0.1%	Index	Passive
8	BlackRock Asset Management Canada, LTD	352.7	318.6	34.1	353.9	0.0%	0.1%	Index	Passive
9	BlackRock Investment Management, LTD (Australia)	87.0	87.3	(0.3)	49.3	0.0%	0.0%	Index	Passive
Summe BlackRock, Inc.		65,390.5	56,739.1	8,651.3	71,828.2	6.6%	10.7%		

- **Grösster DAX Investor (10.7% der institutionellen Bestände, 6.6% des gesamten Streubesitz)**
- **Aktiver & Passiver Teil (ca. 80/20)**
 - PM Meetings häufig zum Cross-Check der Leihe / Strategien
- **Grosses ESG-Team**
- **Grosser Leihegeber**
- **Vielzahl von grossen Mandaten**
 - Florida Retirement System, Calpers, SAFE, Maryland Retirement
- **Eigene Richtlinien, ISS unabhängig**
- **Beispiele**
 - „We will support activist shareholders focused on long-term value creation“ (Larry Fink, Feb 5, 2016)
 - Activist Support in 2015 von ca. 40%, Top Activist Supporter in 2014

Quelle: Ipreo (2015)



- **Abstimmung bei 15.000 HV's**
 - Ca. 10% Gegenstimmen
 - Übernahmeabwehr
 - Financial Operations
 - Vergütung
- **Mehr als 1.500 Engagements**
 - Fokus auf Unternehmensführung
 - Aktive Governance Roadshows
- **252 Mrd. USD in RI Mandaten**
 - ESG Integration
 - Screens, Rating

ENGAGEMENT* FOR CURRENT YEAR: JULY 1, 2014 TO JUNE 30, 2015[†]

Region	Total	Resource Level [‡]			Focus of Engagement		
		Basic	Moderate	Extensive	Environmental	Social	Governance
Americas	669	500	103	66	26	63	661
Asia-Pacific ex-Japan	204	30	109	65	19	23	196
Japan	166	83	53	30	2	12	164
EMEA ex-U.K.	339	292	47	0	33	33	337
United Kingdom	144	106	36	2	10	11	142
Total	1,522	1,011	348	163	90	142	1,500

VOTING* FOR CURRENT YEAR: JULY 1, 2014 TO JUNE 30, 2015[†]

Region	Number of Meetings Voted	Number of Proposals	% of Meetings Voted Against One or More Management Recommendations	% of Proposals Voted Against Management Recommendation
United States	3,970	31,599	28%	5%
Americas ex-U.S.	2,008	15,065	54%	14%
United Kingdom	907	12,069	13%	2%
EMEA ex-U.K.	2,430	33,215	42%	8%
Japan	2,101	23,315	62%	11%
Asia-Pacific ex-Japan	3,970	32,137	40%	10%
Total	15,386	147,400	40%	8%

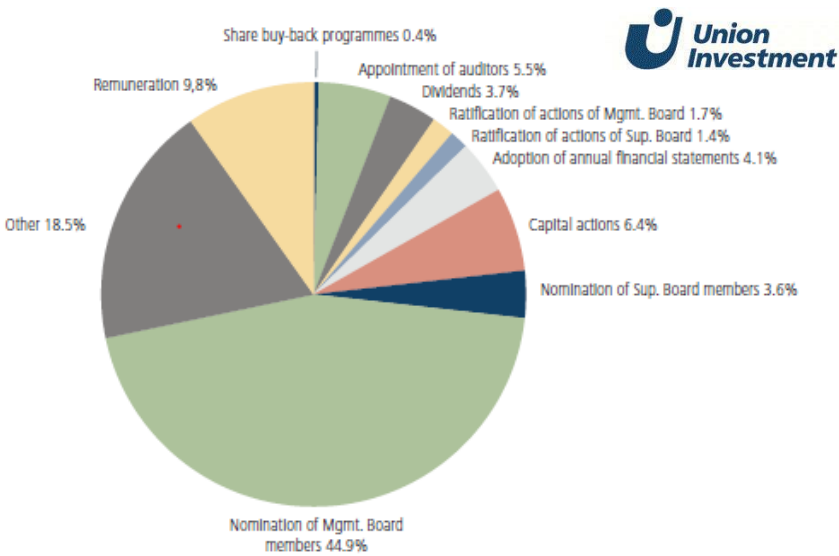
Quelle: Blackrock (2015)



- **Aktives Asset Management & Aktives Engagement**
 - Investitionsentscheidung (PM)
 - Abstimmungsverhalten (Governance Team)
- **Interne ESG-Richtlinien & Teams**
 - Interne Governance & Engagement Richtlinien
 - Case-by-Case Basis (zahlreiche Custom Policies mitverwaltet)
 - Häufig vom regionalen Kodex abhängig (z.B. Amundi)
 - Grosser Unterschied bei Engagement & ESG Richtlinien
 - Engagement / Governance Roadshow Erfahrung
 - Zahlreiche UNPRI Mitglieder dadurch aktiveres Engagement
- **Beispiel:**
 - Union Investment in Medien, HV, Abstimmung (RWE, Lufthansa, BMW, Centrotec)
 - Amundi wendet französischen Kodex an, sendet Briefe, sehr streng
 - APG, Aviva, F&C

Union Investment (2015):

- 240 1-o-1 Meetings on ESG Punkte
- 1.220 HV's / 99 HV's in Deutschland
- 30% Gegenstimmen bei TOPs
- 2.3% gegen eigene Policy gestimmt
- 15 HV-Wortmeldungen
- Aktives Engagement zb. bei Allianz, RWE, BMW, Siemens, Centrotec
- CDP, UNPRI, Bienensterben, Menschenrechte Mining, Klimaschutz, etc.



Vote Summary Report
Reporting Period: 01/01/2015 to 12/31/2015
Location(s): Allianz Global Investors GmbH



AGI (2015)

- >2.300 HV's
- >200 Engagements global
- 9% Gegenstimmen, Fokus auf Vergütung & Kapitalia
- Unterstützung bei Anträgen

Proposal Topics	Meetings	Proposals	Votes For	Votes Against	Votes Abstain	Do Not Vote
Corporate Proposals						
Shareholder rights and anti-takeover	489	525	91%	9%	0%	0%
Capital related proposals	1153	3335	89%	10%	0%	1%
Board related proposals	2054	15058	91%	8%	0%	1%
Remuneration proposals	1621	2891	80%	18%	1%	2%
Preferred/Bondholder meetings	4	5	20%	20%	0%	60%
Reorganisations & Mergers	354	452	90%	10%	0%	0%
Routine/Business proposals	2012	6690	94%	4%	0%	2%
Shareholder Proposals						
Shareholder proposals, Compensation	60	73	71%	29%	0%	0%
Shareholder proposals, Corporate Governance	37	43	40%	60%	0%	0%
Shareholder proposals, Board related	155	292	61%	30%	0%	8%
Shareholder proposals, Health & Safety/ Environme	51	65	66%	28%	0%	6%
Shareholder proposals, Other	79	128	50%	48%	0%	2%
Shareholder proposals, Routine/Business	71	105	59%	41%	0%	0%
Shareholder proposals, Human Rights	13	16	56%	38%	0%	6%
Shareholder proposals, Social	8	9	0%	100%	0%	0%
Total:	2331	29687	89%	9%	0%	1%

Quelle: AGI (2015), Union (2015)



- **Breites Spektrum an Engagement Funds**
 - Aktives Asset Management & Engagement
 - Über alle Investmentstile hinweg (Passiv, Long-Only, Hedge-Fonds)
 - Sehr aktive „Engagement Policy“
 - „Thought Leader“ in der Investment Community
 - „Engagement“ bei Governance Fehlverhalten
- **Kooperative Engagement Funds** -> langfristige Gewinnmaximierung und Verantwortung
 - Long-Only Fonds (z.B. Norges, Amundi, Union)
 - Hedge Fonds (z.B. Cevian)
- **Konfrontative Engagement Funds** -> Gewinnmaximierung in Sondersituationen
 - z.B. Druck auf Management (Sonderdividenden, Divestures, etc) TCI, Wyser Pratte
- **Merger Arbitrage Funds** -> Gewinnmaximierung in Übernahmesituation
 - Z.B. Druck auf Bieter (Prämie, Abfindung, Squeeze Out), vor allem Elliott
 - Oft keine strategischen Interessen
- **Beidseitiges Engagement sinnvoll** (Beste Sparringpartner & Engagement-Erfahrung)

COMPANY DIALOGUE WITH VOLKSWAGEN AG

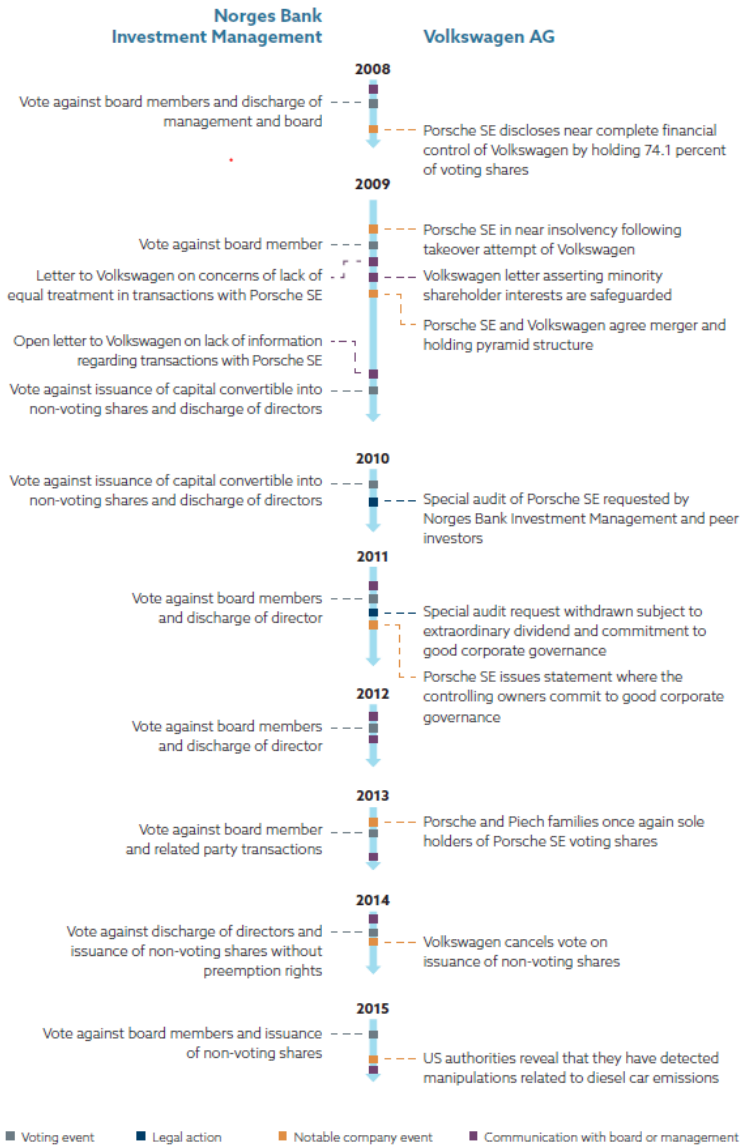


Chart 1 Distribution of the fund's voting rights in companies. Share of market value of our equity investments. Percent

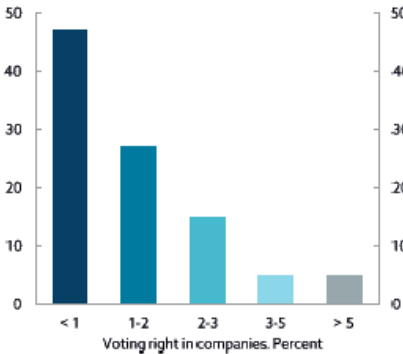


Chart 2 Distribution of votes against. Percent

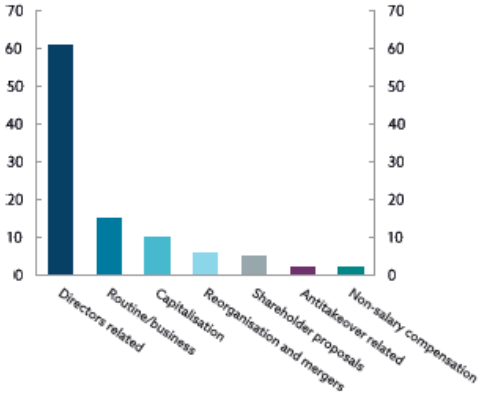
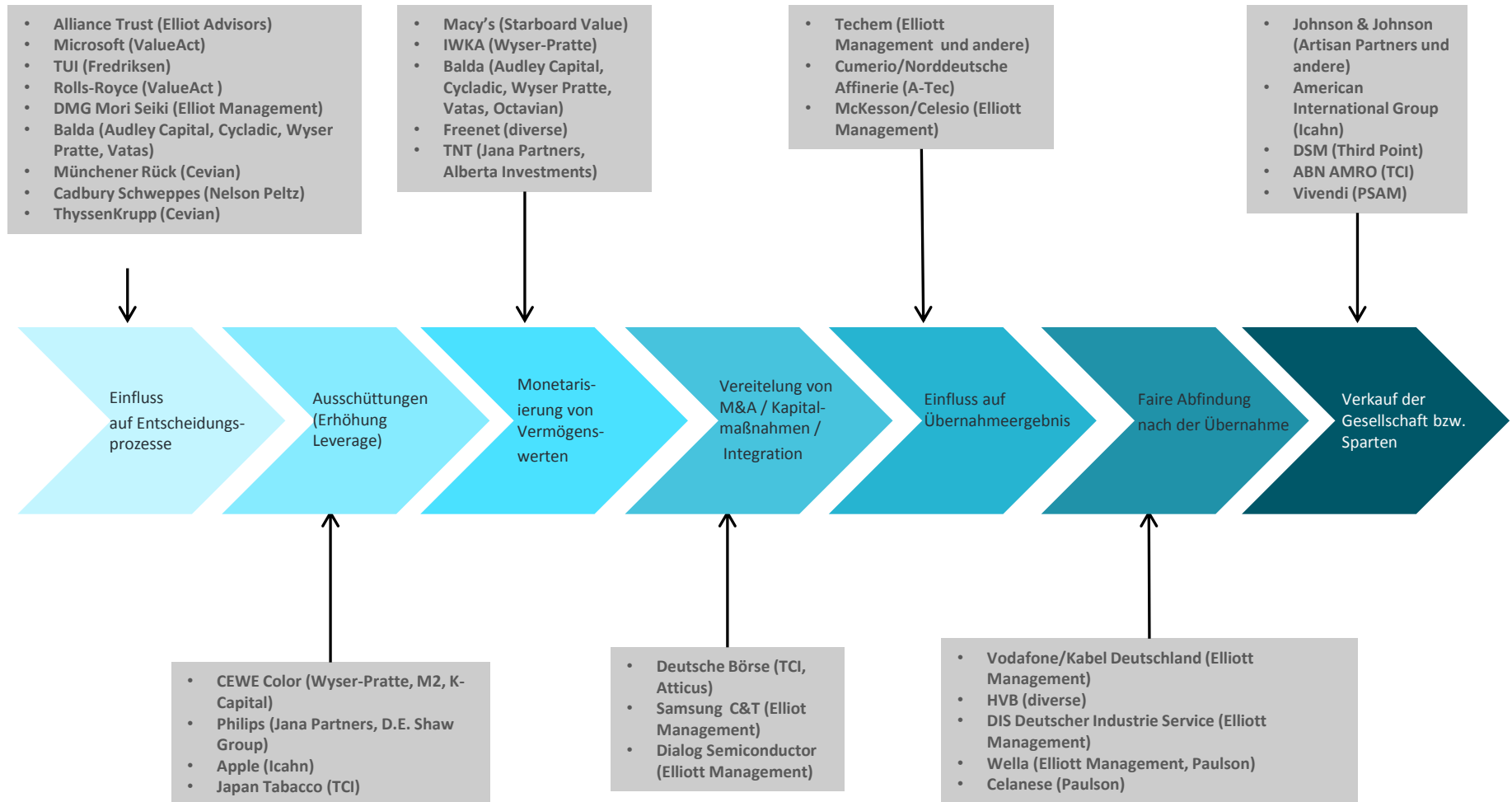


Table 1 Voting per region

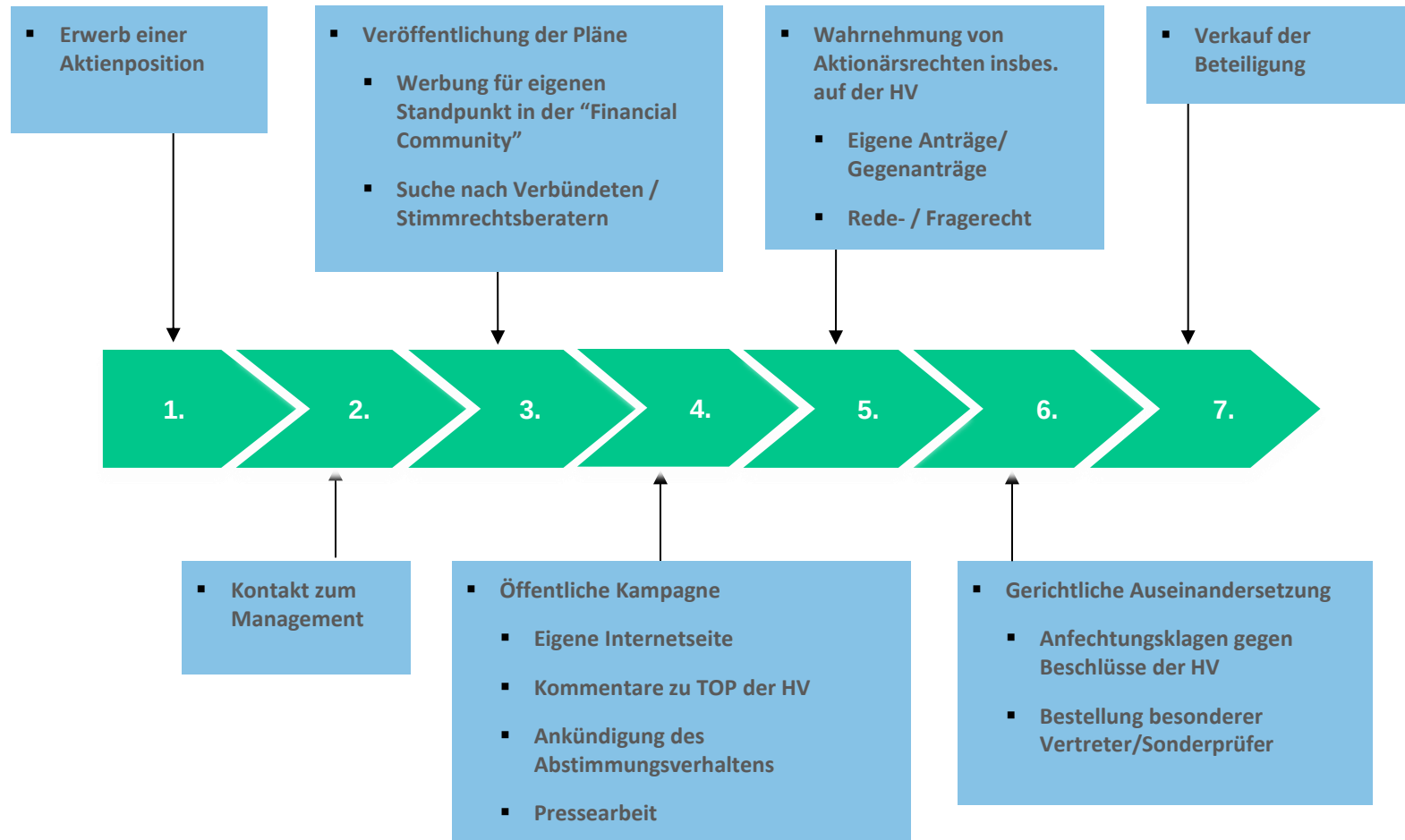
Region	2015			2014		
	General meetings	Voted	Voted Percent	General meetings	Voted	Voted Percent
Africa	254	170	66.9	242	171	70.7
Asia	5,118	5 092	99.5	4,498	4,486	99.7
Europe	2,779	2 682	96.5	2,528	2,467	97.6
Latin America	591	573	97.0	531	520	97.9
Middle East	228	216	94.7	194	185	95.4
North America	2,478	2 478	100.0	2,311	2,309	99.9
Oceania	352	351	99.7	382	381	99.7
Total	11,800	11,562	98.0	10,686	10,519	98.4

Quelle: Ipree 2015, NorgesBank 2015





- **Geringe Marktkapitalisierung im Vergleich zu**
 - Peers
 - innerem Unternehmenswert
 - einzelnen Assets
- **Schlechte Unternehmenskennzahlen**
- **Hohe Cash Reserven verfügbar**
 - Aber keine Strategie für Investitionen
 - Ausschüttung über Dividende oder Aktienrückkäufe ev. Möglich
- **Geringe Verschuldungsquote**
 - Spielraum bei der Verschuldung erleichtert Ausschüttung
- **Strategisch unpassende Geschäftseinheiten**
- **Größe des Unternehmens dabei nicht entscheidend**
- **Jüngste Beispiele: TCI ./ . VW; Norwegischer Staatsfonds ./ . VW; Osram?**





HV-Einberufungsverlangen

- Bei Ablehnung durch die Gesellschaft gerichtliche Ermächtigung zur Einberufung der Hauptversammlung möglich

Verlangen der Ergänzung der Tagesordnung der (a)o HV

- Begründetes Verlangen und Vorschlag der Tagesordnungspunkte mindestens 30 Tage vor der Versammlung (der genaue Wortlaut des Beschlussvorschlags kann auch noch in der (a)o HV mitgeteilt werden)

Gegenanträge

- Insbesondere auch eigene Vorschläge zu Aufsichtsratskandidaten (Aktionäre, die mindestens 10% des vertretenen Grundkapitals halten, können verlangen, dass über ihre Wahlvorschläge zuerst abgestimmt wird)

Auskunftsrechte

- Außerhalb der Hauptversammlung grundsätzlich kein Anspruch auf Auskunft
- Sofern Aktionären außerhalb der Hauptversammlung Informationen gegeben werden, müssen diese in der nächsten Hauptversammlung allen Aktionären auf Verlangen mitgeteilt werden



Besonderer Vertreter

- Zur Geltendmachung von Ansprüchen gegen Mitglieder des Vorstands bzw. des Aufsichtsrats oder gegen kontrollierende Aktionäre.
- Kompetenzen und Untersuchungsbefugnisse des besonderen Vertreters nicht abschließend geklärt.
- Stimmverbot für kontrollierenden Aktionär bei Ansprüchen, die gegen ihn geltend gemacht werden sollen.

Sonderprüfer

- Zur Prüfung bestimmter Vorgänge bei der Geschäftsführung.
- Sonderprüfer wird von Hauptversammlung bestellt und berichtet der Hauptversammlung, macht jedoch keine Ansprüche geltend.
- In der Regel Bestellung eines besonderen Vertreters daher bevorzugt.
- Scheitert Antrag, dann Möglichkeit der gerichtlichen Bestellung eines Sonderprüfers (aber nur bei berechtigtem Verdacht, dass der Gesellschaft durch grobe Pflichtverletzung ein Schaden entstanden ist (hohe Hürde!).

Gerichtliche Schritte

- Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen gerichtet auf Beseitigung eines HV-Beschlusses.
- Verzögerung der Umsetzung, wenn Freigabeverfahren nicht zur Verfügung steht (z.B. bei Satzungsänderungen).
- Anfechtungsklagen gegen Entlastungsbeschlüsse können erheblichen Einfluss auf das Ansehen der Geschäftsführung in der Öffentlichkeit haben.
- Auskunftserzwingungsklage
- Schadensersatzklagen



- **Regelmäßige Beobachtung und Kontrolle maßgeblicher Indikatoren für Angreifbarkeit der Gesellschaft und Hedge Fonds-Aktivitäten:**
 - Bewertung (Peer and Sector Review)
 - Investorenbasis
 - Kapitalstruktur
 - Zusammensetzung des Portfolios
 - Unangreifbare Corporate Governance
- **„Freundlicher“ (Anker-) Aktionär / stabiler Aktionärskreis**
- **Unterstützung durch Aufsichtsrat – regelmäßiger strategischer Dialog**
- **Verteidigungsvorbereitungen**
 - Vergleichbar zu Übernahmesituationen – Management droht Reputationsschaden
 - Sicherstellung Handlungsfähigkeit Vorstand/Aufsichtsrat (kurzfristige Erreichbarkeit etc.)
 - Einrichtung eines Defence-Teams: Vorstand, Anwälte, Investmentbanker, PR-Berater
 - Anpassung der Satzung
 - Kommunikationsstrategie für „Activist Approach“
 - Handeln ausschließlich im Interesse der Gesellschaft!



- **Proaktive Kommunikation**
- **Aktive Investor Relations-Arbeit:**
 - Regelmäßige offene Kommunikation / Transparenz, insbesondere im Hinblick auf
 - Performance
 - Strategie
 - Mittelverwendung
 - Zielgruppen:
 - Analysten
 - Aktionäre / Investoren
 - Hedge Fonds
 - Stimmrechtsberater und Aktionärsvereinigungen (oft „Zünglein an der Waage“)
- **Regelmäßiger Dialog mit Analysten, Investoren, Stimmrechtsberatern, um Kritik-/Angriffspunkte früh zu erkennen**



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Frederik Frank
Manager – Ipreo
frederik.frank@ipreo.com
+49 69 247 568 913

Andreas Posavac, MBA
Managing Director – Ipreo
andreas.posavac@ipreo.com
+43 664 444 11 30

Dr. Lars-Gerrit Lüßmann
Partner – Taylor Wessing
l.luessmann@taylorwessing.com
+49 69 971 30 119

Wie beginnt das Engagement?

- Brief (50%)
- Telefon (25%)
- Proxy Filing (10%)

Wie ist das Engagement Timing?

- Hauptversammlung (55%)

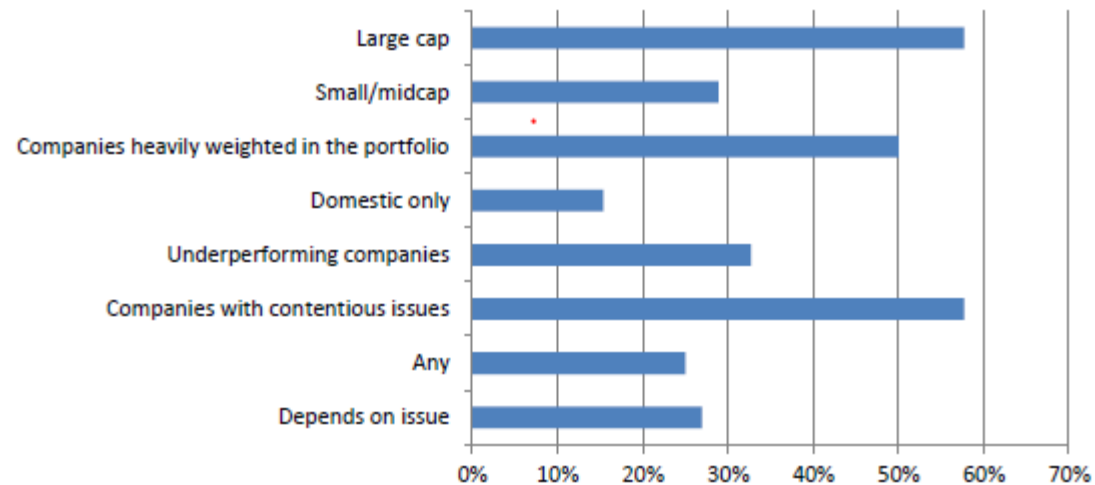
Wie lange dauert Engagement?

- > 2 Monate (61%)
- 2-5 Wochen (14%)
- < 2 Wochen (25%)

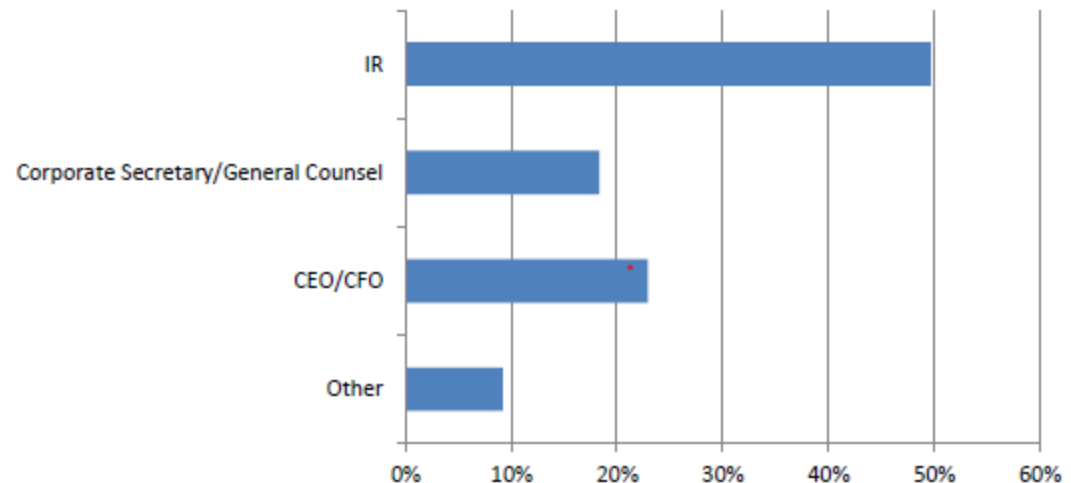
Ist Engagement öffentlich?

- Nicht öffentlich (38%)
- Meistens, ja (34%)
- Meistens, nein (20%)
- Weniger als Hälfte (9%)

Zielgesellschaften von aktiven Investoren



Erstkontakt bei Engagement der Fonds



Quelle: Ipreo (2015), Ipreo (2016/15)