



# Investorendialog im Umbruch

Zum Umgang börsennotierter  
Unternehmen mit aktiven Aktionären

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

McKinsey&Company

1. Auflage, 2009

ISBN 978-3-934579-53-8

Alle Rechte vorbehalten.

## Vorwort

Der deutsche Kapitalmarkt hat sich in den beiden vergangenen Dekaden deutlich gewandelt – und mit ihm die Aktionärsstruktur deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Das Beteiligungsgeflecht der „Deutschland AG“ ist merklich dünner geworden. Viele ehemalige Aktienpakete von Banken, Versicherungen und Industrieunternehmen befinden sich heute im Streubesitz, und an die Stelle ehemaliger deutscher Großaktionäre sind vielfach institutionelle Anleger getreten, zu einem großen Teil aus dem Ausland. Diese Entwicklung mag man angesichts der Finanzkrise bedauern; sie ist dennoch Faktum.

Der damit einhergehende Strukturwandel stellt die Beziehung der Unternehmen mit ihren Aktionären vor neue Herausforderungen. Hierzu gehört das vermehrte Auftreten „aktiver Aktionäre“, die mit vergleichsweise geringem Beteiligungsbesitz dezidierte Vorstellungen zur Unternehmenspolitik an die Emittenten herantragen. Bisher ist das Bild der aktiven Aktionäre geprägt von wenigen spektakulären Fällen öffentlicher Konfrontation zwischen Aktionären und Unternehmen. Wie die Ergebnisse dieser Studie zeigen, sind solche Fälle allerdings eher die Ausnahme als die Regel. Stattdessen wird überwiegend ein offener und konstruktiver Dialog zwischen Aktionären und Unternehmen geführt. Wie er typischerweise verläuft, mit welchen Anregungen Unternehmen zu rechnen haben und wie sie sich darauf einstellen, wird mit dieser empirischen Bestandsaufnahme erstmals umfassend beleuchtet. Sie ist das Ergebnis einer gemeinsamen Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts e.V. und von McKinsey & Company, Inc. auf Grundlage einer Befragung börsennotierter Unternehmen in Deutschland.

Wir danken allen, die an der Befragung teilgenommen und uns im persönlichen Gespräch ihre Einschätzungen zum Thema vermittelt haben.



Rüdiger von Rosen



Carl Wieandt



## **Inhaltsverzeichnis**

1.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	9
2.	Einleitung und Methodik	12
3.	Wer sind die aktiven Aktionäre, und wie bedeutend sind sie?	14
4.	Welchen Beitrag leisten aktive Aktionäre?	19
5.	Was wollen aktive Aktionäre?	23
6.	Wie gehen aktive Aktionäre vor?	30
7.	Wie reagieren die Unternehmen auf Anregungen aktiver Aktionäre?	35
8.	Was erwarten die Unternehmen von den aktiven Aktionären?	38
9.	Ausblick	40
	Autoren	43



## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Anteil Investorengruppen unter den aktiven Aktionären	15
Abb. 2: Beteiligungsdauer des aktivsten Aktionärs	16
Abb. 3: Unternehmensverständnis der Stakeholder und Stärken aktiver Aktionäre	19
Abb. 4: Qualität der Anregungen aktiver Aktionäre	20
Abb. 5: Reaktionen der Unternehmen auf Anregungen aktiver Aktionäre	21
Abb. 6: Veränderungen des Informationsangebots der Unternehmen	22
Abb. 7: Anregungen aktiver Aktionäre nach Bereichen	23
Abb. 8: Häufigkeit sich widersprechender Forderungen aktiver Aktionäre	24
Abb. 9: Anregungen aus dem Bereich M&A	25
Abb. 10: Anregungen aus dem Bereich Kapitalstruktur	26
Abb. 11: Strategische und operative Anregungen	27
Abb. 12: Anregungen im Bereich der Corporate Governance	28
Abb. 13: Transparenz des Aufbaus der Beteiligung	30
Abb. 14: Mittel der Kommunikation und Durchsetzung von Anregungen	31
Abb. 15: Adressaten von Anregungen und deren Form	32
Abb. 16: Instrumente des Dialogs mit den aktiven Aktionären	34
Abb. 17: Informationsbeschaffung zu aktiven Aktionären	35
Abb. 18: Maßnahmen zur Vorbereitung auf etwaige Einflussnahme durch aktive Aktionäre	36
Abb. 19: Der „ideale“ aktive Aktionär aus Unternehmenssicht	39





## 1. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Der Dialog börsennotierter Unternehmen mit ihren Investoren befindet sich im Umbruch.

- Mehr als zwei Drittel der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften gehen davon aus, dass Aktionäre künftig häufiger dezierte Vorschläge zur strategischen Ausrichtung und Führung der Unternehmen unterbreiten werden.
- Im Gegensatz zur weit verbreiteten öffentlichen Wahrnehmung handelt es sich bei diesen „aktiven Aktionären“ nicht nur um Hedgefonds, deren Geschäftsmodell oftmals explizit darauf ausgerichtet ist, einen Strategiediskurs mit den Unternehmen in die Öffentlichkeit zu tragen. Vielmehr stellen „traditionelle“ Investmentfonds die Mehrzahl der aktiven Aktionäre. Die aktiven Aktionäre stammen mehrheitlich aus dem Ausland. Private-Equity-Investoren sind bisher kaum als aktive Aktionäre in börsennotierten Gesellschaften in Erscheinung getreten.
- Der Anteil aller aktiven Aktionäre bzw. des größten aktiven Aktionärs am Grundkapital der befragten Unternehmen ist in den vergangenen zwei Jahren gestiegen. Allerdings ist die Zahl der Unternehmen, an denen aktive Aktionäre beteiligt sind, im gleichen Zeitraum leicht zurückgegangen.
- Aktive Aktionäre sind nicht nur Kapitalgeber, sondern auch Dialogpartner und Impulsgeber für die Unternehmensleitung. Mehr als 80 Prozent der Unternehmen schöpfen aus dem Dialog mit ihren aktiven Aktionären wertvolle Anregungen zur Entwicklung des Unternehmens. Aktive Aktionäre verfügen nach Einschätzung der Unternehmen über umfangreiche analytische Kapazitäten und können gut beurteilen, wie sich unternehmerische Entscheidungen

auf die langfristige Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt auswirken. Das macht sie zu geeigneten Gesprächspartnern des Managements bei grundlegenden Richtungsentscheidungen, die naturgemäß mit großer Unsicherheit behaftet sind. Die Vorschläge aktiver Aktionäre finden deshalb auch Eingang in die Strategiediskussionen von Vorstand und Aufsichtsrat.

- Das Verhältnis zwischen aktiven Aktionären und Unternehmen ist weitgehend konstruktiv und konsensorientiert. Die Mehrheit der aktiven Aktionäre legt ihre Beteiligung dem Unternehmen offen, bevor eine rechtliche Verpflichtung dazu besteht. Die aktiven Aktionäre suchen mehrheitlich den einvernehmlichen Dialog mit dem Unternehmen und bedienen sich der herkömmlichen Investor-Relations-Kommunikationskanäle. Aktive Aktionäre bevorzugen den Dialog mit den Unternehmen und suchen keine Eskalation. Öffentliche Konfrontationen kommen dementsprechend relativ selten vor.
- Die Anregungen aktiver Aktionäre fallen in der Regel in einen der folgenden vier Bereiche der Unternehmensführung: Kapitalstruktur, operative und strategische Themen, Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen sowie Corporate Governance. Empirisch lassen sich aber keine außergewöhnlich oft oder mit besonderem Nachdruck geäußerten Anregungen nachweisen, die den Dialog mit den aktiven Investoren dominieren. Vielmehr sind Anzahl und Intensität der Anregungen weitgehend gleich über die genannten Bereiche verteilt.
- Unter mehreren aktiven Aktionären ein und desselben Unternehmens besteht in der Regel ein impliziter Konsens, welche Vorschläge den Unternehmen unterbreitet werden sollen. Dies deutet darauf hin, dass unterschiedliche Investoren bei ihren Überlegungen zur Unternehmensstrategie durchaus einer ähnlichen und dementsprechend antizipierbaren Logik folgen. Gleichzeitig hatte

rund ein Drittel der Unternehmen den Eindruck, dass sich aktive Aktionäre zusammengeschlossen haben. Die Studienergebnisse geben jedoch keine Auskunft darüber, ob es sich hierbei um direkte Absprachen im Sinne eines acting in concert gehandelt hat.

- Der Dialog mit aktiven Aktionären kann sehr anspruchsvoll sein. Die Unternehmen bereiten sich umfassend darauf vor. Die Mehrheit der Unternehmen beobachtet die Investorenbasis regelmäßig und antizipiert mögliche Anregungen der aktiven Aktionäre. Ferner gehen die Unternehmen mehrheitlich mit einem verbesserten Informationsangebot in den Dialog mit ihren Aktionären.
- Aktive Aktionäre sind in deutschen Aufsichtsräten kaum vertreten. Die Gesellschaften sind gespalten in ihrer Ansicht, ob die Beteiligung von aktiven Aktionären die Qualität des Strategiedialogs im Aufsichtsrat erhöhen könnte. Rund die Hälfte hält eine Qualitätsverbesserung mit einem geeigneten Aktionär für möglich. Die andere Hälfte ist dezidiert anderer Meinung.

## 2. Einleitung und Methodik

Die Bedeutung aktiver Aktionäre, die aus unterschiedlichen Motiven Änderungen der Unternehmenspolitik anregen, ohne die Mehrheit der Aktien zu erwerben, hat in den letzten Jahren zugenommen. Im Gegensatz zu den angelsächsischen Kapitalmärkten ist das Phänomen „aktiver Aktionär“ in Deutschland allerdings noch relativ jung. Kontrovers diskutiert werden bislang zumeist nur die wenigen spektakulären Fälle, in denen ein aktiver Aktionär seine strategischen, finanziellen oder personellen Forderungen an die Unternehmensleitung in die Öffentlichkeit getragen hat.

Wenn diese Investorengruppe ihre Vorstellungen einbringt, geschieht das viel häufiger abseits der Öffentlichkeit: im konstruktiven Dialog mit den Unternehmensleitungen. Hierüber ist jedoch bislang wenig bekannt. Ziel der vorliegenden Untersuchung ist es daher, über die öffentlich diskutierten Fälle hinaus die tatsächliche Bedeutung des Phänomens „aktiver Aktionär“ in deutschen börsennotierten Gesellschaften zu erfassen. Zudem soll diese Studie dazu beitragen, das Vorgehen aktiver Aktionäre zu verstehen und den Umgang der börsennotierten Unternehmen mit diesen Investoren zu analysieren.

Die Ergebnisse dieser Studie beruhen im Wesentlichen auf einer schriftlichen Umfrage unter den börsennotierten Unternehmen der Indizes DAX, MDAX, SDAX und TecDAX, durchgeführt im Zeitraum von Oktober bis Dezember 2008. Eine anschließende Nachfassaktion konnte den Rücklauf der Fragebögen deutlich verbessern. Befragt wurden die Unternehmen nach den Erfahrungen, die sie seit Anfang 2005 mit aktiven Aktionären gemacht haben.

Die Konzeption des Fragebogens basiert auf einer umfassenden Auswertung von Literatur und Medien zum Thema „aktive Aktionäre“ sowie der Datenbank von McKinsey & Company mit allen öffentlichen Kampagnen aktiver Aktionäre in Deutschland seit 2000. Gleichzeitig wurden zahlrei-

che Gesprächen mit Führungskräften börsennotierter Gesellschaften geführt. Die Erkenntnisse hieraus sind sowohl in die Ausgestaltung des Fragebogens als auch die Studie eingeflossen.

Von den 160 angeschriebenen Gesellschaften haben 40 mit einem ausgefüllten Fragebogen geantwortet. Diese Rücklaufquote von 25 Prozent liegt damit im Bereich ähnlicher Umfragen. Bezogen auf die jeweiligen Indizes beträgt die Rücklaufquote für den DAX 37 Prozent, den MDAX 28 Prozent, den SDAX 20 Prozent und den TecDAX 17 Prozent. Darüber hinaus haben zahlreiche Unternehmen geantwortet, dass sie mit dem Phänomen „aktiver Aktionär“ bislang keinerlei Erfahrung gemacht haben und dementsprechend keinen Beitrag zur Umfrage leisten können. Weitere Unternehmen wollen sich bewusst zu den Fragen nicht äußern. Zu berücksichtigen ist auch, dass die Eskalation der Finanzkrise während der laufenden Umfrage stattfand. Seither sind die Unternehmen intensiv mit den Auswirkungen der Finanzkrise beschäftigt. Ein ruhigeres wirtschaftliches Umfeld hätte die ohnehin schon beachtliche Rücklaufquote sicherlich deutlich erhöht.

Kapitel 3 informiert über die Bedeutung aktiver Aktionäre. Die Kapitel 4 bis 7 zeigen, welcher Art die Vorschläge der aktiven Aktionäre sind und wie die Umfrageteilnehmer die Qualität dieser Vorschläge einschätzen. Zudem gehen diese Kapitel darauf ein, wie die Anregungen adressiert werden und auf welche Instrumente die Unternehmen angesichts des Phänomens „aktiver Aktionär“ setzen. Kapitel 8 gibt wieder, was die Unternehmen von ihren Aktionären erwarten; Kapitel 9 rundet die Studie mit einem Ausblick ab.

### 3. Wer sind die aktiven Aktionäre, und wie bedeutend sind sie?

Die Antwort auf die Frage, welche Investorengruppen ihre dezidierten Vorstellungen an die Unternehmen herantragen – sei es im Stillen durch den konstruktiven Dialog oder durch die Herstellung von Öffentlichkeit, ist eine wichtige Zielsetzung der vorliegenden Studie.

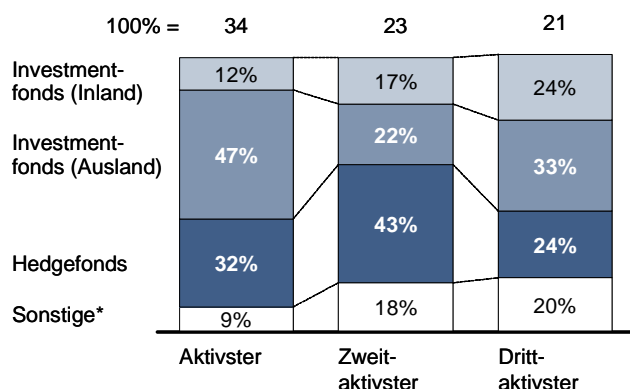
Der Umfrage liegen hinsichtlich der Abgrenzung von „aktiven“ Aktionären zu „anderen“ Aktionären vergleichsweise geringe Vorgaben zu Grunde. Hinsichtlich der Beteiligungshöhe bezieht sich die Untersuchung auf Aktionäre, deren Anteil am Grundkapital der Unternehmen nicht weniger als 0,3 Prozent und maximal 25 Prozent beträgt, typischerweise aber weniger als 10 Prozent. Hinsichtlich des Investor-Typs wurde ebenfalls eine weite Definition gewählt, um sicherzustellen, dass die Umfrage über Hedgefonds als vermeintlich „typische“ aktive Aktionäre hinaus ein breites Spektrum an Investoren erfasst. Ausgeschlossen wurden jedoch explizit Familien- oder Gründeraktionäre, die schon über einen längeren Zeitraum Anteile des Unternehmens halten. Denn solche Aktionäre tragen zwar ebenfalls aktiv ihre Vorstellungen an die Leitungen der Gesellschaften heran, sind aber naturgemäß kein neues Phänomen und kontrollieren überdies regelmäßig auch mehr als 25 Prozent des Grundkapitals. Ebenfalls nicht Gegenstand dieser Studie sind so genannte „Berufskläger“ oder „räuberische Aktionäre“, die in der Regel meist nur einen äußerst geringen Anteilsbesitz – im Extremfall eine einzige Aktie – dazu nutzen, Beschlüsse der Hauptversammlung anzufechten, aber ansonsten nicht an der Strategie bzw. der Zukunft der Unternehmens interessiert sind.

Tatsächlich stammen aktive Aktionäre nicht nur aus der Hedgefonds-Branche. Vielmehr geben 59 Prozent der Unternehmen an,<sup>1</sup> dass ihr aktivster Aktionär ein ausländischer oder inländischer Investmentfonds ist. Gemessen an der gesamten Aktionärsstruktur sind Hedgefonds mit

---

1 Prozentangaben beziehen sich – soweit nicht anders angegeben – auf die Zahl der Unternehmen, die auf die jeweilige Frage geantwortet haben.

32 Prozent der Nennungen zwar sicherlich überrepräsentiert, spielen aber nicht die dominierende Rolle.



\* Staatsfonds, Private Equity, Family Offices etc.

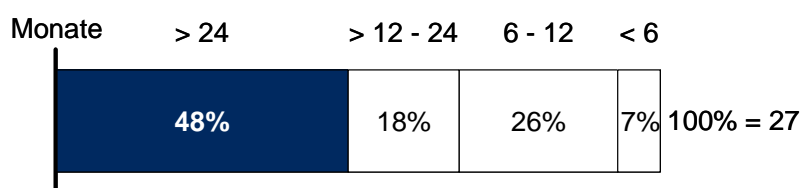
**Abb. 1: Anteil Investorengruppen unter den aktiven Aktionären**

Als Investorengruppe sind darüber hinaus lediglich Family Offices von Bedeutung als aktive Aktionäre – allerdings in wesentlich geringerem Maße. Private-Equity-Investoren sind hingegen als aktive Aktionäre bisher kaum in Erscheinung getreten. Die in der Literatur vorzufindende These, dass Unternehmen der Beteiligungsindustrie zunehmend versuchen, auf der Basis eines Minderheitsanteils konstruktive Vorschläge an die Führungsebene der Gesellschaften heranzutragen, wird von den Umfrageresultaten nicht bestätigt.<sup>2</sup> Allerdings hat die Kreditknappheit das traditionelle Private-Equity-Geschäft – den Erwerb von Unternehmen mit einem hohen Anteil an Fremdkapital – extrem eingeschränkt. Die Private-Equity-Branche verfügt zudem über anlagesuchende Mittel, die auf eine Billion USD geschätzt werden. Vor diesem Hintergrund ist damit zu rechnen, dass Private-Equity-Firmen in Zukunft vermehrt Engagements als aktive Aktionäre in börsennotierten Gesellschaften erwägen und auch realisieren werden.

---

2 Diese These findet sich in: OECD: The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Synthesis of Research about Private Equity Firms and „Activist Hedge Funds“, Paris, July 2007, S. 19f.

Aktives Aktionärsverhalten entspricht immer noch weitgehend dem Anlagestil ausländischer Investoren. Deren Anteil, hier als Summe aus Hedgefonds und ausländischen Investmentfonds, die als aktivster Aktionär bei den Unternehmen in Erscheinung treten, beträgt 79 Prozent. Dies beruht auf der Annahme, dass Hedgefonds in der Regel ihren Sitz außerhalb von Deutschland haben. Der Anteil der ausländischen Investoren als zweit- bzw. drittaktivster Aktionär der Gesellschaften liegt immerhin noch bei jeweils rund 60 Prozent.



**Abb. 2: Beteiligungsdauer des aktivsten Aktionärs**

Die in der öffentlichen Wahrnehmung oft anzutreffende Vermutung, aktive Aktionäre seien lediglich kurzfristig bei den Unternehmen engagiert, wird durch die Umfrage nicht bestätigt. Nur 7 Prozent der Unternehmen geben an, dass ihre aktivsten Aktionäre nach weniger als sechs Monaten ihre Anteile wieder veräußert haben. Fast die Hälfte der antwortenden Gesellschaften berichtet von einer Haltedauer von mehr als zwei Jahren.

Dass dies tatsächlich einem eher längerfristigen Aktienengagement entspricht, zeigt der Vergleich mit der Umschlagshäufigkeit inländischer Aktien, die 2008 in Deutschland mehr als 200 Prozent betrug. Jede börsennotierte Aktie hat im vergangenen Jahr also im Durchschnitt zweimal den Besitzer gewechselt; dies kommt einer Durchschnitts-Haltedauer von einem halben Jahr gleich.<sup>3</sup> Hieran gemessen sind aktive Aktionäre vergleichsweise langfristig an den jeweiligen Unternehmen beteiligt.

---

3 Zur Umschlagshäufigkeit von Aktien an verschiedenen Börsenplätzen siehe DAI-Factbook 2008, Frankfurt a.M.



Eine mögliche Strategie aktiver Aktionäre, ihren Anregungen ein größeres Gewicht zu verleihen, ist das gemeinsame Vorgehen mit anderen aktiven Aktionären. Dieses Verhalten scheint jedoch insgesamt recht selten vorzukommen. 31 Prozent der Unternehmen hatten den Eindruck, dass sich andere Aktionäre den Wünschen der aktiven Aktionäre angeschlossen haben. Wenn sich aber mehrere aktive Aktionäre auf ein gemeinsames Vorgehen verständigen, ergeben sich hieraus meist Gruppen mit mehr als drei und nicht selten mehr als fünf Aktionären.

Eine explizite oder implizite Unterstützung erhalten die aktiven Aktionäre nach Einschätzung der antwortenden Unternehmen zumeist von professionellen Kapitalmarktteilnehmern, in erster Linie ausländischen institutionellen Investoren, aber in geringerem Umfang auch von inländischen institutionellen Investoren und von Sell-Side-Analysten. Im Gegensatz dazu treffen die Anregungen aktiver Aktionäre fast nie auf die Zustimmung von Großaktionären, die mehr als zehn Prozent des Grundkapitals der Gesellschaft halten. Eine geringe bzw. keine Unterstützung erhalten aktive Aktionäre von den Medien und von der Politik, der Regierung oder anderen öffentlichen Stellen. Dieses Ergebnis bestätigt auch die These, dass öffentliche Kampagnen eher selten sind und dass aktive Aktionäre bei der Diskussion ihrer Anregungen den bilateralen Dialog mit der Unternehmensleitung bevorzugen.

Ob die Bedeutung der aktiven Aktionäre in den letzten zwei Jahren zugenommen hat, lässt sich den Aussagen der Umfrageteilnehmer nicht eindeutig entnehmen. Zwar sprechen die Ergebnisse der Studie dafür, dass sowohl der Gesamtanteil aller aktiven Aktionäre als auch der Anteil des größten aktiven Aktionärs am Grundkapital der antwortenden Gesellschaften leicht gestiegen ist. Gemessen an diesem Kriterium konnten die aktiven Aktionäre in den letzten zwei Jahren ihre Stellung in der Aktionärsstruktur der antwortenden Gesellschaften ausbauen.

Umgekehrt konzentrieren die aktiven Aktionäre sich allerdings aktuell auf weniger Unternehmen. Während vor zwei Jahren immerhin noch

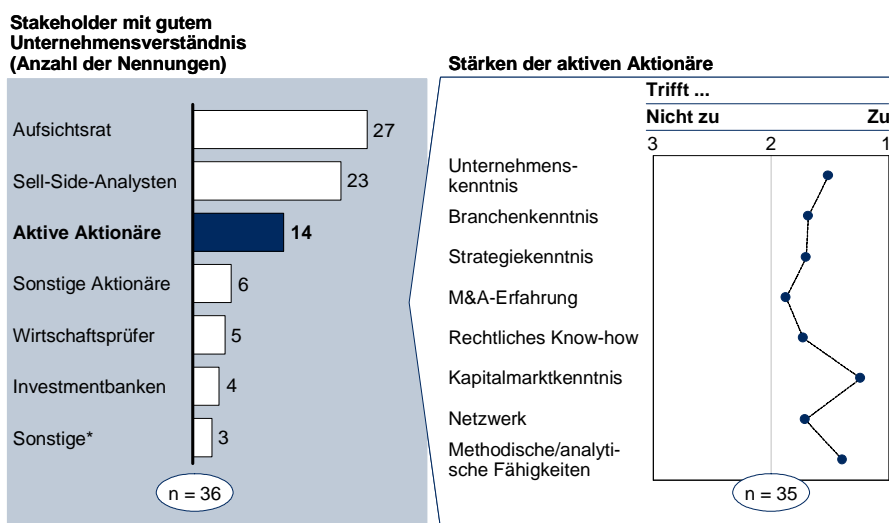
26 Gesellschaften Anregungen von aktiven Aktionären bekamen, ist diese Zahl auf aktuell 19 Unternehmen der Stichprobe zurückgegangen.<sup>4</sup> Außerdem scheint die Zahl der aktiven Aktionäre pro Unternehmen leicht rückläufig zu sein.

---

4 Als „aktuell“ wird hier der Umfragezeitraum bezeichnet, also von Oktober bis Dezember 2008.

#### 4. Welchen Beitrag leisten aktive Aktionäre?

Aktive Aktionäre werden von den Umfrageteilnehmern nicht nur als Kapitalgeber, sondern auch als Wissensträger wahrgenommen. Sie bekommen ein gutes Verständnis des Unternehmens bescheinigt – noch vor den Investmentbanken, Wirtschaftsprüfern und sonstigen Aktionären. Ein besseres Verständnis wird lediglich dem eigenen Aufsichtsrat und Sell-Side-Analysten zugeschrieben.



\* Unter Sonstige gefasste Angaben: Große institutionelle Anleger, Buy Side, Hedge Fonds

**Abb. 3: Unternehmensverständnis der Stakeholder und Stärken aktiver Aktionäre**

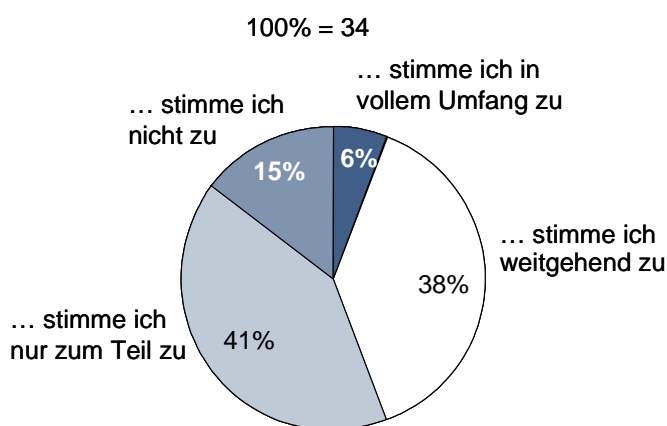
Besonders schätzen die Umfrageteilnehmer die Kapitalmarktkennntnisse und die methodisch-analytischen Fähigkeiten der aktiven Aktionäre und deren Kenntnis des jeweiligen Unternehmens.

Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass die Umfrageteilnehmer das Engagement der aktiven Aktionäre insgesamt positiv bewerten. Der Aussage, dass sich aus dem Dialog mit den aktiven Aktionären wertvolle Anregungen für das Unternehmen ergeben haben, stimmen 6 Prozent voll, 38 Prozent weitgehend und 41 Prozent zum Teil zu. Damit haben immerhin 85 Prozent der antwortenden Unternehmen zumindest zum Teil konstruktive Vorschläge von ihren aktiven Aktionären er-

halten. Lediglich 15 Prozent der antwortenden Gesellschaften ziehen gar keinen Nutzen aus dem Dialog mit den aktiven Aktionären.

**Aus dem Dialog mit unseren aktiven Aktionären haben sich wertvolle Anregungen für unser Unternehmen ergeben**

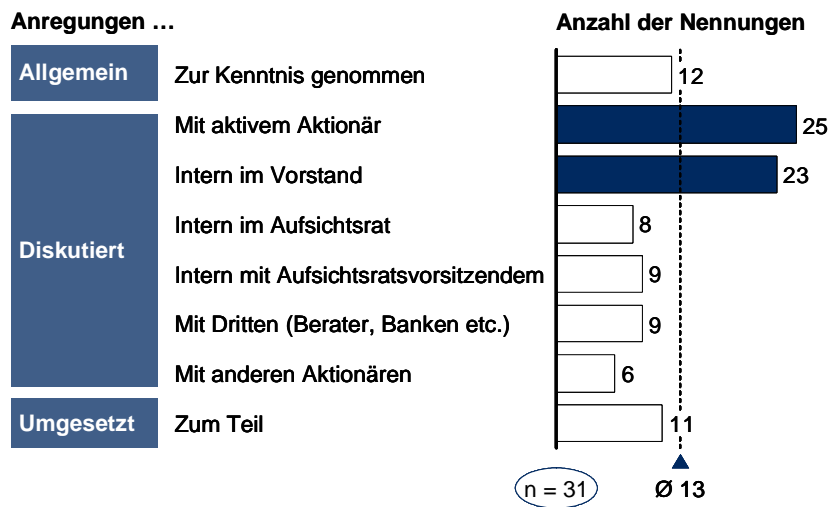
Dieser Aussage ...



**Abb. 4: Qualität der Anregungen aktiver Aktionäre**

Die Vorschläge der aktiven Aktionäre finden Eingang in die Diskussion der verschiedenen Gremien im Unternehmen selbst. 81 Prozent der Unternehmen diskutieren die Anregungen mit dem aktiven Aktionär. 74 Prozent geben an, die Beiträge der aktiven Aktionäre intern im Vorstand zu erörtern. Der Aufsichtsrat befasst sich hingegen weniger intensiv mit den Vorschlägen der aktiven Aktionäre. Die Empfehlungen werden bei 29 Prozent der Unternehmen mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden bzw. in 26 Prozent der Fälle intern im Plenum des Aufsichtsrats besprochen. Ein ähnliches Bild ergibt sich für Dritte, beispielsweise Berater oder Banken sowie andere Aktionäre.

In 35 Prozent der Unternehmen werden die Vorschläge der aktiven Aktionäre nicht nur in den Gremien besprochen, sondern zum Teil umgesetzt. Von einer umfänglichen Berücksichtigung berichtet hingegen kein Unternehmen.



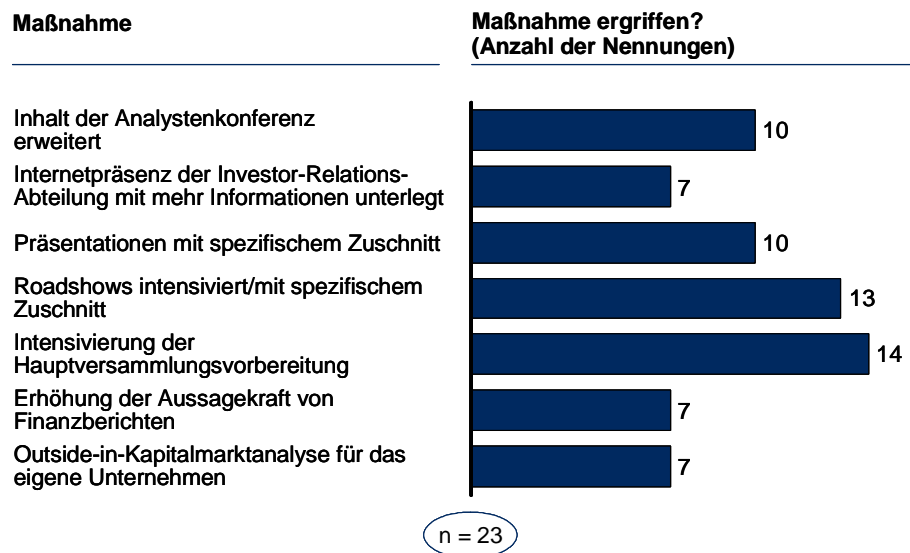
**Abb. 5: Reaktionen der Unternehmen auf Anregungen aktiver Aktionäre**

Wenngleich die antwortenden Unternehmen den Dialog mit ihren aktiven Aktionären überwiegend schätzen, sind diese kaum in den Aufsichtsräten vertreten: Dies ist nur bei 11 Prozent der Umfrageteilnehmer der Fall. Auch sind die Gesellschaften gespalten in ihrer Ansicht, ob die Beteiligung von aktiven Aktionären die Qualität des Strategiedialogs im Aufsichtsrat erhöhen könnte. 44 Prozent geben an, dass eine Verbesserung der Qualität mit dem passenden aktiven Aktionär denkbar ist, während 56 Prozent diese Ansicht nicht teilen.

Der Dialog mit den aktiven Aktionären hat auch dazu geführt, dass die Unternehmen den Interessen dieser Zielgruppe bei der Bereitstellung von Informationen vermehrt Rechnung tragen. Dabei werden nahezu alle Maßnahmen, die einer Anpassung des Informationsangebots dienen, von den antwortenden Unternehmen ähnlich häufig genannt.

An erster Stelle gehören dazu die Intensivierung der Hauptversammlungsvorbereitung (61 Prozent der Unternehmen) und die Intensivierung bzw. Spezifizierung von Roadshows (57 Prozent der Unternehmen). Letzteres lässt vermuten, dass aktive Aktionäre ihre Rechte aus dem Anteilsbesitz in der Hauptversammlung vermehrt wahrnehmen. Ein ähnlich hohes Gewicht mit jeweils 43 Prozent erhalten die Erweiterung der Analys-

tenkonferenz und Präsentationen mit spezifischem Zuschnitt. Das deutet darauf hin, dass die Anforderungen an Unternehmenspräsentationen bzw. deren analytischen Gehalt weiter steigen.

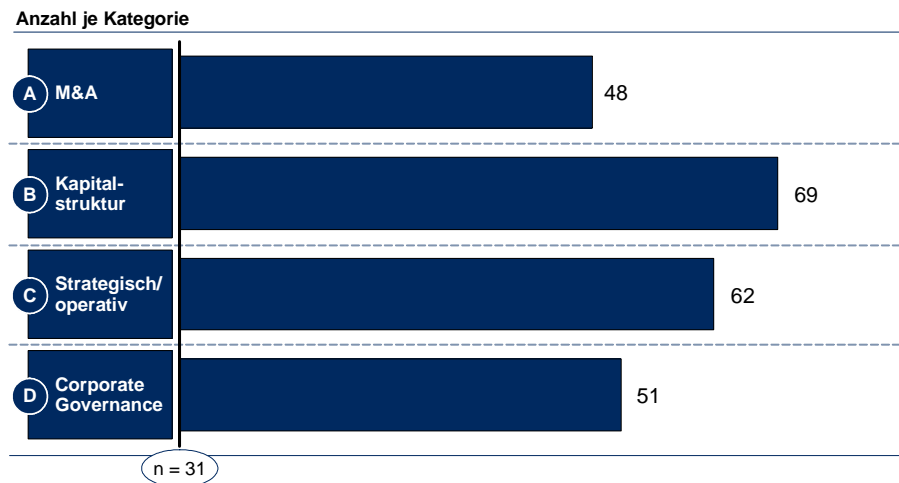


**Abb. 6: Veränderungen des Informationsangebots der Unternehmen**

Diese vier genannten Maßnahmen werden nicht nur relativ häufig ergriffen, sondern die Umfrageteilnehmer attestieren ihnen auch eine vergleichsweise hohe Effektivität in Bezug auf die Zielgruppe „aktive Aktionäre“. Als effektiv wird zudem die Erhöhung der Aussagekraft der Finanzberichte angesehen, während die Gesellschaften einer Verbesserung der Internetpräsenz und Outside-in-Kapitalmarktanalysen für das eigene Unternehmen eine geringere Effektivität bescheinigen. Dieser Befund ist wohl darauf zurückzuführen, dass aktive Aktionäre bei der Informationsbeschaffung selten ausschließlich auf die Homepage des Unternehmens zugreifen und bei Kapitalmarktanalysen eher auf ihre eigenen Kenntnisse bei der Beschaffung und Analyse zusätzlicher Informationen vertrauen.

## 5. Was wollen aktive Aktionäre?

Um den Dialog mit den Anteilseignern zielgruppengerecht vorbereiten zu können, möchten die Unternehmen wissen, welche Vorschläge aktive Aktionäre üblicherweise unterbreiten.

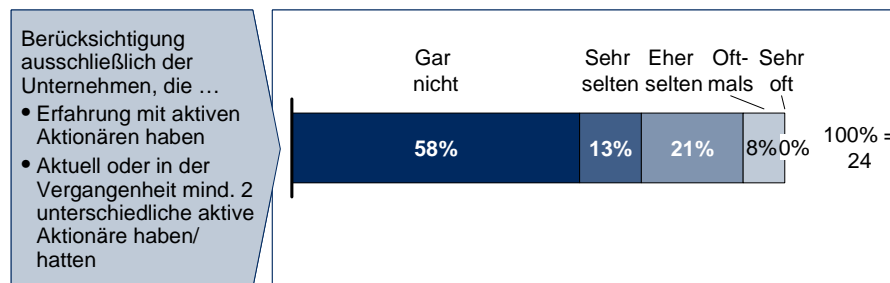


**Abb. 7: Anregungen aktiver Aktionäre nach Bereichen**

Die Unternehmen müssen hauptsächlich mit Anregungen aus vier Bereichen der Unternehmensführung rechnen. Die befragten Unternehmen berichten von insgesamt 230 Vorschlägen zu Unternehmenstransaktionen (Mergers & Acquisitions), Kapitalstruktur, strategisch-operativen Fragen sowie Corporate Governance, die seit Anfang 2005 von aktiven Aktionären an sie herangetragen worden sind. Damit wurden je Unternehmen durchschnittlich 7 Anregungen vorgebracht, wobei selten mehr als 5 konkrete Forderungen innerhalb eines Kalenderjahres an ein Unternehmen gestellt werden.

Im Dialog zwischen Unternehmen und Aktionären geht es aber offenbar nicht um eine Pauschalanregung oder einen einzigen zentralen Bereich aus dem Spektrum der Forderungen. Stattdessen scheinen aktive Aktionäre die Situation der Unternehmen genau zu analysieren und ihre Vorschläge individuell hierauf abzustimmen, so dass zu praktisch jeder abgefragten Einzelforderung Nennungen der Unternehmen vorliegen. Au-

Berdem werden die Forderungen offenbar mit nahezu gleicher Durchschnittsintensität vorgebracht.



**Abb. 8: Häufigkeit sich widersprechender Forderungen aktiver Aktionäre**

Während sich also die Forderungen aktiver Aktionäre von Unternehmen zu Unternehmen unterscheiden können, sind einander widersprechende Forderungen in Bezug auf ein und dasselbe Unternehmen selten. So berichten 58 Prozent, die Erfahrungen mit mindestens zwei unterschiedlichen aktiven Aktionären haben, dass keine sich widersprechenden Forderungen gleichzeitig an sie herangetragen wurden. Nur 8 Prozent der Gesellschaften berichten, dass einander widersprechende oftmals vorkommen. Insgesamt deutet dies darauf hin, dass unter mehreren aktiven Aktionären in der Regel implizite Einigkeit besteht, welche Anforderungen an das jeweilige Unternehmen sinnvoll zu stellen sind.

Was aber sind konkret die Forderungen der aktiven Aktionäre? In Bezug auf mögliche Unternehmenstransaktionen lässt sich eine universelle Kernforderung aktiver Aktionäre nicht identifizieren. Käufe und Verkäufe von Unternehmensteilen bzw. Fusionen oder Abspaltungen werden von ihnen annähernd ebenso häufig befürwortet wie kritisch gesehen. Zwar werden Verkäufe etwas häufiger und intensiver forciert und Käufe etwas häufiger und intensiver kritisiert. Daraus lässt sich aber auf Grund der geringen Unterschiede in den Häufigkeiten nicht ableiten, dass aktive Aktionäre generell schlanke Unternehmensstrukturen bevorzugen.



Anzahl der Nennungen

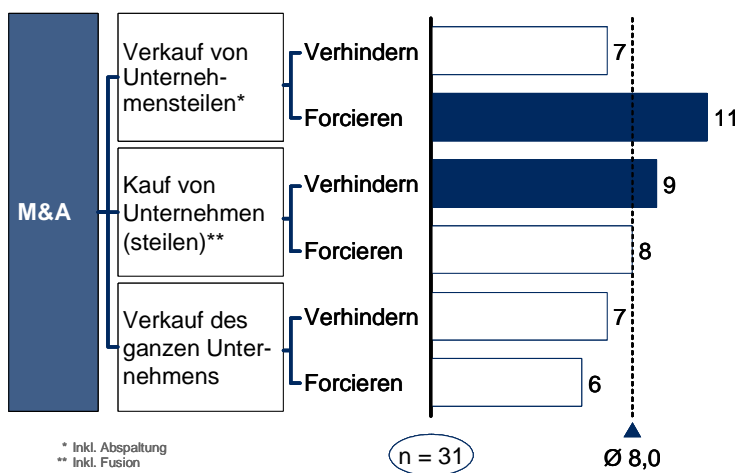
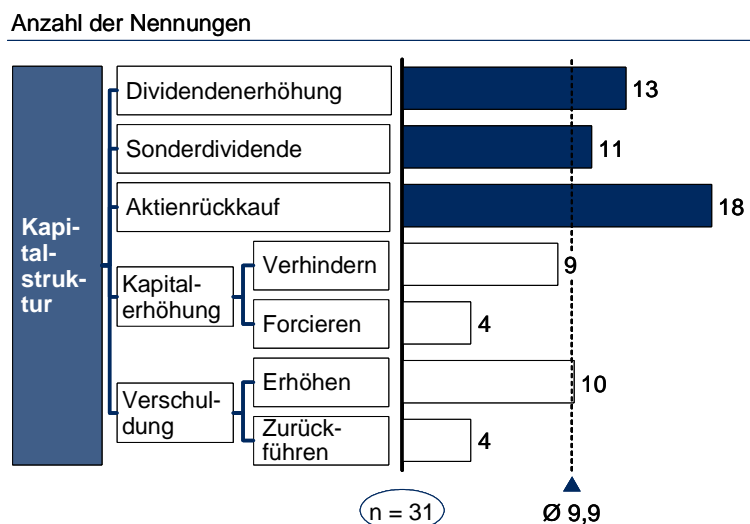


Abb. 9: Anregungen aus dem Bereich M&A

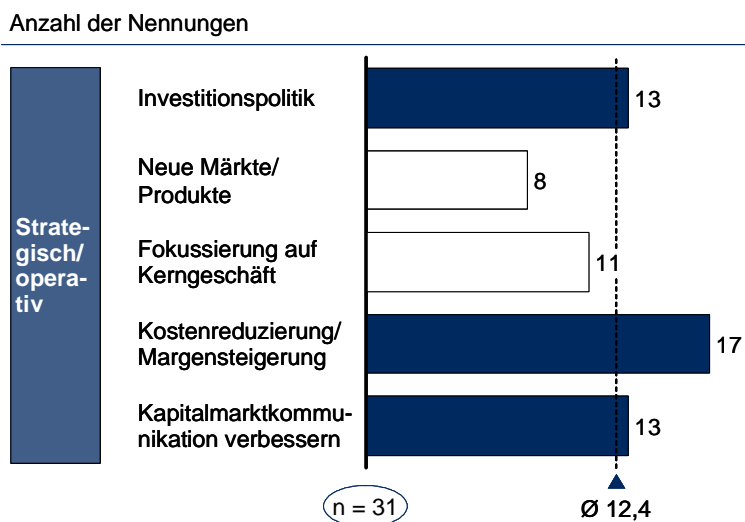
Etwas seltener sind Diskussionen um den Verkauf des gesamten Unternehmens an einen Investor oder ein anderes Unternehmen. Dies überrascht wenig, da Kompletterkäufe eines börsennotierten Unternehmens oder (feindliche) Übernahmen ohnehin nur sehr selten vorkommen. M&A-Aktivitäten in Teilbereichen sind hingegen Ausdruck permanenter strategisch-operativer Anpassungen an veränderte Markt- und Wettbewerbsbedingungen.

Auch wenn keine pauschale Anregung ausgemacht werden kann, die für alle Unternehmen gleichermaßen Gültigkeit hätte, gibt es im Bereich der Kapitalstruktur eine auffällige Häufung bei Maßnahmen, die zu einem direkten Rückfluss von Mitteln aus dem Unternehmen an die Aktionäre führen. So berichten 58 Prozent der Unternehmen davon, dass im Dialog mit den aktiven Aktionären der Wunsch nach Aktienrückkäufen explizit eine Rolle gespielt hat; auch die Erhöhung der regulären Dividende sowie die Ausschüttung einer Sonderdividende gehören zu den offenbar häufig und zugleich intensiv vorgebrachten Vorschlägen (42 Prozent bzw. 35 Prozent der Unternehmen). Unter den seltenen und mit weniger Nachdruck vertretenen Forderungen werden Kapitalerhöhungen tendenziell eher kritisch gesehen, wohingegen die Erhöhung der Verschuldung eher positiv gewertet wird.



**Abb. 10: Anregungen aus dem Bereich Kapitalstruktur**

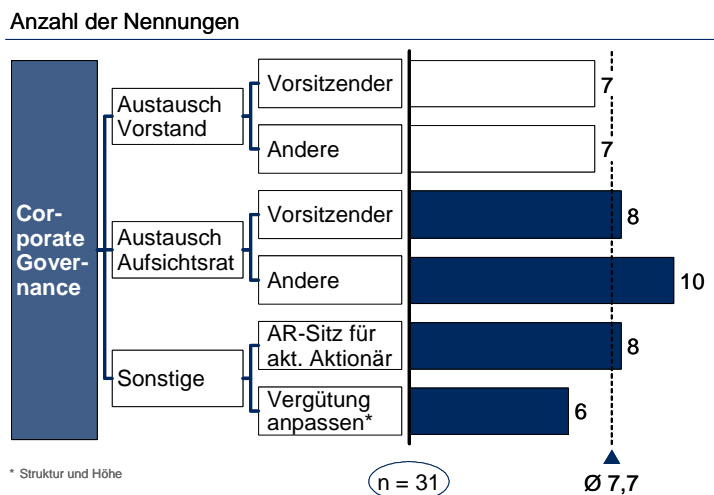
Aktive Aktionäre sind also insgesamt daran interessiert, das vorhandene Eigenkapital möglichst effizient zu nutzen und über den Leverage-Effekt die Eigenkapitalrendite zu stärken. Allerdings muss dieses Ergebnis auch vor dem Hintergrund der in den vergangenen Jahren außerordentlich guten Ertragslage der Unternehmen und den günstigen Bedingungen für die Aufnahme von Fremdkapital gesehen werden. Eine Erhöhung des Verschuldungsgrads ist unter solchen Bedingungen weniger riskant. Die im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich gestiegenen Risikoaufschläge für Fremdkapital werden sich daher vermutlich auf die Häufigkeit bestimmter Anregungen auswirken. Es ist nur schwer vorstellbar, dass in naher Zukunft Aktienrückkäufe, Sonderdividenden und Dividendenerhöhungen vermehrt angeregt werden, denn eine solide Eigenkapitalausstattung hat auf absehbare Zeit einen besonders hohen Wert als Risikopuffer.



**Abb. 11: Strategische und operative Anregungen**

Unter den strategisch-operativen Fragen hat die Forderung nach Kostenreduzierung bzw. Margensteigerungen eine relativ hohe Bedeutung (55 Prozent der Unternehmen). Auf Rang zwei folgt der Dialog über die Investitionspolitik (42 Prozent der Unternehmen). Dieses Ergebnis legt die Vermutung nahe, dass aktive Aktionäre tendenziell stärker das Gespräch über diejenigen strategisch-operativen Themen suchen, deren finanzielle Konsequenzen direkt messbar sind und sich unmittelbar in der Gewinn- und Verlustrechnung oder der Cashflow-Rechnung niederschlagen.

Das hohe Interesse an der Investitionspolitik zeigt zugleich, dass aktive Investoren durchaus die langfristige Unternehmensperspektive im Blick haben. Würden sie bloß kurzfristige Renditeabsichten verfolgen, hätten die Erschließung neuer Märkte, die Entwicklung neuer Produkte oder die Fokussierung der Unternehmensstrategie auf die unternehmerischen Kernkompetenzen kaum einen Platz im Dialog mit den Aktionären. Dass Fragen der Kapitalmarktkommunikation ebenso häufig Gegenstand der Gespräche sind, ist wenig verwunderlich, weil aktive Aktionäre sich intensiv mit den Unternehmen beschäftigen und dafür umfassende Informationen benötigen.



**Abb. 12: Anregungen im Bereich der Corporate Governance**

Als Ansprechpartner im Dialog mit den Aktionären kommt den Organmitgliedern eine Schlüsselrolle zu. Dies bestätigen die Ergebnisse der Umfrage zum Themenbereich Corporate Governance. In letzter Konsequenz müssen Vorstand und Aufsichtsrat etwaige Anregungen von aktiven Aktionären bewerten und passen auf dieser Basis ggf. Unternehmensstrategie und -verhalten an.

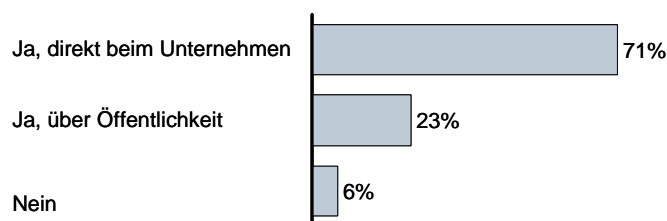
Konkrete personelle Forderungen finden ebenso wie die Höhe und Struktur der Organvergütung Eingang in den Investorendialog. Die aktiven Aktionäre messen der Besetzung des Aufsichtsrats dabei eine etwas stärkere Bedeutung bei als der Zusammensetzung des Vorstands. So werden Forderungen in Bezug auf die Besetzung des Aufsichtsrats nicht wesentlich häufiger, aber mit deutlich höherer Intensität vorgebracht als Forderungen zur Besetzung des Vorstands. Dem immerhin bei 26 Prozent der Unternehmen geäußerten Wunsch, selbst oder über einen Vertreter im Aufsichtsrat repräsentiert zu sein, wird sogar die höchste Durchschnittsintensität aller in der Untersuchung abgefragten Einzelanregungen beigemessen. Dies lässt sich damit erklären, dass es ein eigener Aufsichtsratsitz im Gegensatz zu anderen Kommunikationskanälen ermöglicht, direkt Einfluss auf die Unternehmensgeschichte zu nehmen. Dass der Wunsch nach einem eigenen Aufsichtsratssitz nicht häufiger vorgebracht wird, ergibt sich möglicherweise daraus, dass die Aufsichtsratsmandate

mit Haftungsrisiken und zusätzlichen rechtlichen Pflichten einhergehen, die den aktiven Aktionären unter Umständen auch Handlungsspielräume nehmen können, z.B. weil sie als Insider nicht mehr frei über einen Verkauf ihrer Anteile entscheiden könnten.

## 6. Wie gehen aktive Aktionäre vor?

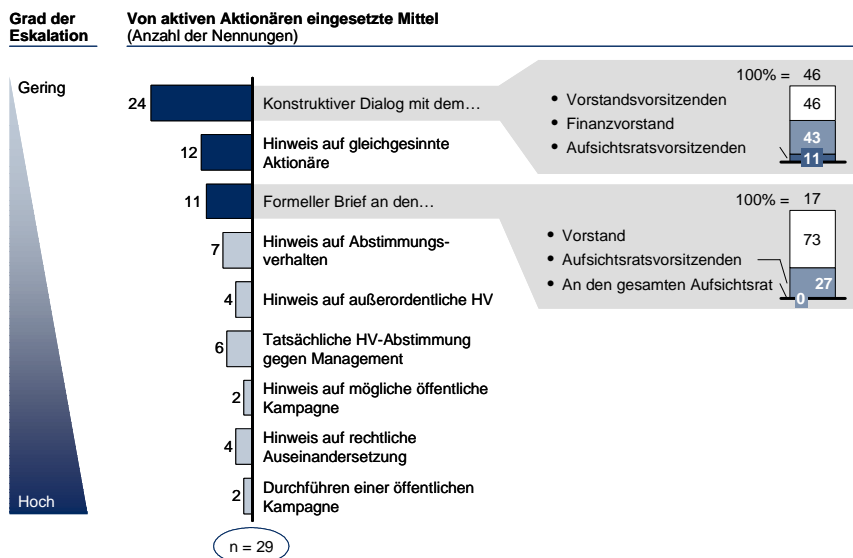
Je besser sich ein börsennotiertes Unternehmen auf aktive Aktionäre einstellt, desto produktiver ist der Dialog mit ihnen. Dabei ist es nicht nur wichtig zu wissen, auf welche Bereiche etwaige Forderungen zielen können, sondern auch, wie die betreffenden Investoren üblicherweise verfahren, um ihre Vorschläge vorzubringen oder ggf. auch durchzusetzen.

**Hat sich der aktivste Aktionär bei Ihnen freiwillig, d.h. vor Überschreiten einer gesetzlichen Meldeschwelle gemeldet?**  
(in Prozent; 100% = 31)



**Abb. 13: Transparenz des Aufbaus der Beteiligung**

Die aktiven Aktionäre machen den Aufbau ihrer Beteiligung gegenüber dem Unternehmen in der Regel frühzeitig transparent. Über zwei Drittel melden sich bereits vor Überschreiten gesetzlicher Beteiligungsschwellen beim Unternehmen, weitere 23 Prozent der Beteiligungen werden öffentlich bekannt. Nur in 6 Prozent der Fälle erfahren die Unternehmen durch eine Stimmrechtsmitteilung davon, dass ein aktiver Aktionär am Unternehmen beteiligt ist. Selbst wenn berücksichtigt wird, dass eine Reihe von aktiven Aktionären Beteiligungen von unter 3 Prozent hält, ist es insgesamt eher üblich, aktiv auf das Unternehmen und sein Management zuzugehen und den Anteilsbesitz offenzulegen.



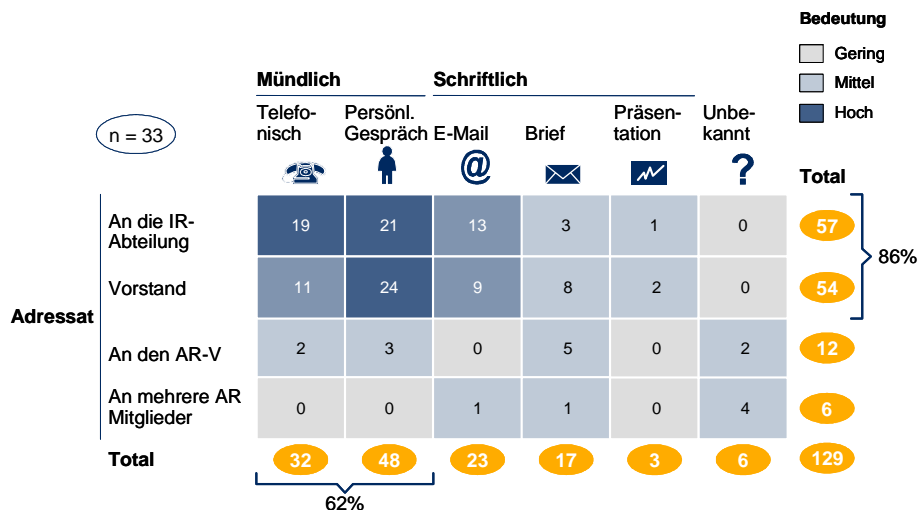
**Abb. 14: Mittel der Kommunikation und Durchsetzung von Anregungen**

Zum transparenten Vorgehen beim Aufbau der Beteiligung passt, dass die aktiven Aktionäre in der Mehrheit der Fälle zunächst ein Einvernehmen mit dem Management anstreben und es selten zu einer unangekündigten Eskalation kommt. 83 Prozent der Unternehmen berichten, dass der konstruktive Dialog mit Organmitgliedern gesucht wird, um Forderungen vorzubringen und ihnen Nachdruck zu verleihen.

Aktive Aktionäre sind aber auch bereit, zu anderen Mitteln zu greifen, wenn Auffassungsunterschiede über die Sinnhaftigkeit eines Vorschlags mit dem Unternehmen und seinem Management bestehen. Zum Standardrepertoire gehören dabei der Hinweis auf gleich gesinnte Aktionäre (41 Prozent) sowie formelle Schreiben an die Organmitglieder (38 Prozent). Andere Strategien der Einflussnahme, die auf der Stimmausübung in der Hauptversammlung oder der Einbeziehung der Öffentlichkeit in den Diskurs beruhen, sind deutlich seltener, aber nicht völlig unüblich.

Nach steigendem Eskalationsgrad geordnet sind dies: Ankündigung eines bestimmten Abstimmungsverhaltens auf der Hauptversammlung, Hinweis auf die Möglichkeit der Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung, tatsächliche Abstimmung gegen das Management, Hinweise auf eine mögliche öffentliche Kampagne, Hinweise auf mögli-

che rechtliche Auseinandersetzungen sowie – als höchster Grad der Eskalation – die öffentliche Kampagne selbst.



**Abb. 15: Adressaten von Anregungen und deren Form**

Der Dialog mit den aktiven Aktionären wird vorwiegend über die klassischen Investor-Relations-Kanäle abgewickelt. Vorschläge aktiver Aktionäre werden in 86 Prozent der Kommunikationsvorgänge an die Investor-Relations-Abteilung und den Vorstand als persönlichen Hauptansprechpartner adressiert. Zudem findet der Dialog zu 62 Prozent mündlich statt, wobei beim Vorstand das persönliche Gespräch einen deutlich höheren Stellenwert als die Kommunikation per Telefon hat. In der Präferenz für mündliche Kommunikation zeigt sich, dass aktive Aktionäre im Regelfall zunächst vorsichtig die Reaktion auf eine Anregung ermitteln wollen und nicht daran interessiert sind, den Dialog von Beginn an zu formalisieren.

Aktive Investoren bringen ihre Vorschläge auch bei Roadshows, (telefonischen) Investorenkonferenzen und zu anderen Anlässen vor, die vom Unternehmen selbst organisiert werden. Darüber hinaus ist der mündliche Kontakt häufig der einfachste Weg, mit dem Unternehmen in Kontakt zu treten. Sowohl IR-Abteilungen als auch der Vorstand sollten sich deshalb darauf einstellen, dass aktive Aktionäre auch spontan an sie herantreten.



Der Dialog mit aktiven Aktionären erfordert Zeit und Aufmerksamkeit – vor allem auf Seiten des Vorstands. Das gilt nicht nur für die interne Diskussion der Aktionärsvorschläge,<sup>5</sup> sondern auch für das direkte Gespräch. 14 Prozent der Unternehmen berichten davon, dass der Vorstand in Spitzenzeiten mehr als eine Woche im Monat und damit ein Viertel seiner Arbeitszeit auf die Kommunikation mit aktiven Aktionären verwendet. Bei 43 Prozent beträgt der zeitliche Aufwand zwischen einem Tag und einer Woche pro Monat, bei 29 Prozent zwischen einer Stunde und einem Tag pro Monat und bei 14 Prozent weniger als eine Stunde pro Monat. Bei keinem der antwortenden Unternehmen hat der Vorstand in Spitzenzeiten überhaupt keine Zeit mit der Kommunikation mit aktiven Aktionären verwendet.

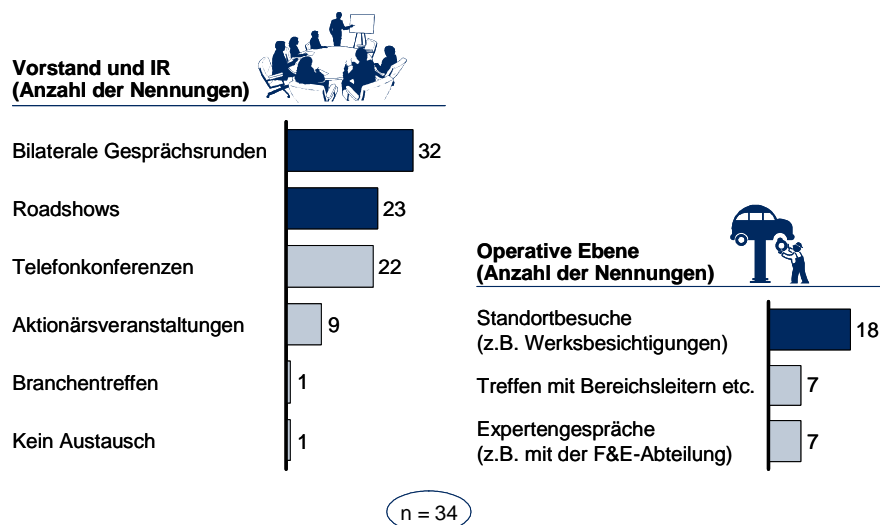
In „normalen“ Zeiten ist der Aufwand für das Gespräch mit den aktiven Aktionären weit geringer. Fast 90 Prozent der Unternehmen geben an, dass unter diesen Umständen ein Zeitbedarf von weniger als einem Tag pro Monat einkalkuliert werden muss.

Nur 14 Prozent der Kommunikationsvorgänge entfallen auf den Aufsichtsrat als Repräsentant der Aktionäre, um Anregungen vorzubringen oder ihnen Nachdruck zu verleihen. Dieser wird damit deutlich seltener adressiert als der Vorstand. Im Dialog mit dem Aufsichtsrat wählen die aktiven Aktionäre zudem stärker formalisierte Formen der Einflussnahme: Mitglieder des Kontrollgremiums werden deutlich häufiger mit einem Brief angesprochen als die IR-Abteilung und der Vorstand, und sie werden deutlich weniger in einen persönlichen Dialog eingebunden.<sup>6</sup> Eine Erklärung für beide Befunde könnte sein, dass der Aufsichtsrat erst auf einer höheren Eskalationsstufe eingeschaltet wird, wenn der aktive Aktionär im Gespräch mit dem Vorstand seine Ziele nicht erreichen kann.

---

5 Siehe auch Abbildung 5, S. 21.

6 Siehe auch Abbildung 14, S. 31.



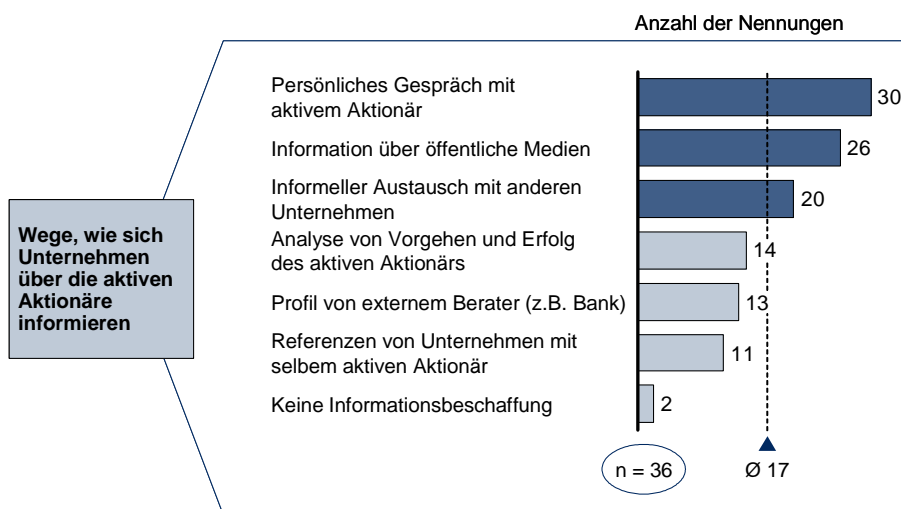
**Abb. 16: Instrumente des Dialogs mit den aktiven Aktionären**

Die Unternehmen nutzen ihrerseits für den Austausch mit den aktiven Aktionären das gesamte IR-Instrumentarium – am häufigsten bilaterale Gesprächsrunden, Roadshows und Telefonkonferenzen.

Aktive Aktionäre suchen aber auch verstärkt Dialogpartner und Informationsmöglichkeiten außerhalb von Vorstand, Aufsichtsgremien und IR-Abteilungen. So gewährten 53 Prozent der Unternehmen den Investoren Einblicke über Standortbesuche. Auch Treffen mit Bereichsleitern oder Expertengespräche in bestimmten Unternehmensabteilungen kommen vor.

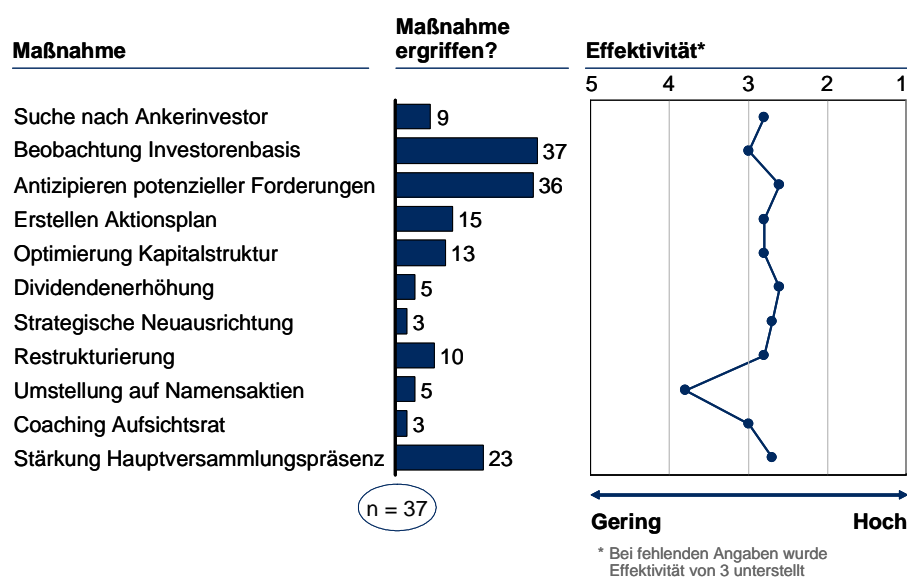
## 7. Wie reagieren die Unternehmen auf Anregungen aktiver Aktionäre?

Ob der Dialog mit aktiven Aktionären konstruktiv verläuft, hängt auch davon ab, wie gut ein Unternehmen die Absichten seiner Investoren einschätzen kann. Abbildung 17 gibt einen Überblick darüber, wie sich Unternehmen über ihre Aktionäre informieren.



**Abb. 17: Informationsbeschaffung zu aktiven Aktionären**

Die Nutzung unterschiedlicher Informationen über aktuelle und potenzielle aktive Investoren gehört weitgehend zum Standard guter Unternehmensführung und Aktionärskommunikation. Neben dem persönlichen Gespräch mit dem aktiven Investor selbst werden regelmäßig öffentliche Quellen genutzt und der informelle Austausch mit anderen Gesellschaften gesucht. Gut ein Drittel der Unternehmen erstellt aber auch tiefere Analysen mit Blick auf spezifische Investoren – teils mit Unterstützung eines externen Beraters.



**Abb. 18: Maßnahmen zur Vorbereitung auf etwaige Einflussnahme durch aktive Aktionäre**

Die Unternehmen ergreifen organisatorische sowie operative und strategische Maßnahmen, um sich auf das Auftreten aktiver Aktionäre bzw. auf öffentliche Kampagnen vorzubereiten und sich für den anspruchsvollen Dialog zu rüsten. Sie beobachten ihre Investorenbasis regelmäßig oder antizipieren mögliche Forderungen aktiver Aktionäre frühzeitig. Diese Formen der Vorbereitung auf Einflussnahmeversuche sind üblich. 62 Prozent der Unternehmen nennen zudem Maßnahmen, die zur Stärkung der Hauptversammlungs-Präsenzen beitragen und damit die Repräsentativität von Aktionärsvoten erhöhen sollen. Aktive Aktionäre tragen somit indirekt dazu bei, dass das Aktionariat insgesamt aktiviert wird.

Konkretere Maßnahmen, wie z.B. Dividendenerhöhungen, Optimierung der Kapitalstruktur oder eine strategische Neuausrichtung, werden hingegen vergleichsweise selten ergriffen, um sich auf etwaige Einflussnahmeversuche vorzubereiten. Dies liegt vermutlich daran, dass vor dem Engagement eines aktiven Investors nur schwer einzuschätzen ist, welche konkreten Anregungen vorgebracht werden.

Eher zurückhaltend erweisen sich die Unternehmen auch im Hinblick auf die Suche nach einem Ankerinvestor, die jedoch deutlich mehr Aufmerksamkeit erhält als eine Umstellung auf Namensaktien. Grund hierfür

könnte sein, dass Namensaktien die frühzeitige Identifikation von aktiven Aktionären nicht garantieren können und keine Erkenntnisse über deren Absichten ermöglichen. Die Anlagephilosophie des Ankerinvestors, die dieser der Gesellschaft offen legt, ist dagegen explizit Kriterium für seine Auswahl. Dafür wird aber der Namensaktie die höchste Effektivität bescheinigt.

Über 40 Prozent der Unternehmen verfügen über einen Aktionsplan für den Fall eines Einflussnahmeversuchs durch einen aktiven Aktionär. Eine spezielle Schulung des Aufsichtsrats hat sich bislang nicht als gängige Vorbereitungsmaßnahme durchgesetzt. Nur 8 Prozent der Unternehmen berichten über Erfahrungen mit diesem Instrument.

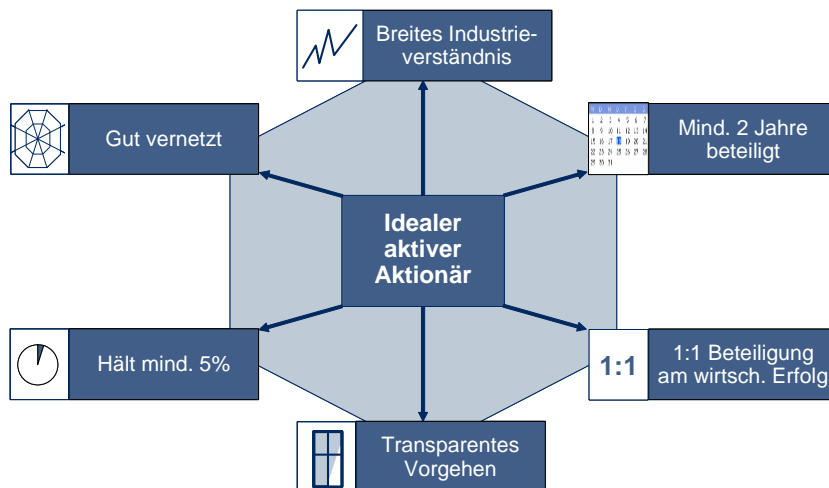
## **8. Was erwarten die Unternehmen von den aktiven Aktionären?**

Die Mehrzahl der Umfrageteilnehmer ist gegenüber den Vorschlägen aktiver Aktionäre aufgeschlossen und respektiert diese Investorengruppe als wichtige Dialogpartner und Impulsgeber. Um jenseits dieser „Ist-Beschreibung“ den „Soll-Zustand“ in Erfahrung zu bringen, wurden die Unternehmen gefragt, welche Charakteristika aus ihrer Sichtweise einen „idealen“ aktiven Aktionär auszeichnen.

Ein Investmentstil, der die langfristige Wertsteigerung des Unternehmens im Blick hat, sowie ein nicht zu geringer Anteil am Unternehmen, der eine Verbundenheit mit dem Schicksal der Gesellschaft signalisiert, sind für die Umfrageteilnehmer wichtige Eigenschaften aktiver Aktionäre. Über 90 Prozent der antwortenden Unternehmen betonen, dass ein aktiver Aktionär eine möglichst langfristige Anlagestrategie mit einem Horizont von mehr als zwei Jahren verfolgen sollte. Im Vergleich dazu der „Ist-Zustand“: 48 Prozent der Umfrageteilnehmer sind der Ansicht, dass ihr aktivster Aktionär mehr als zwei Jahre im Unternehmen investiert ist.<sup>7</sup> Gleichzeitig sind 46 Prozent der Ansicht, dass der aktive Investor einen Anteil von mindestens 5 bis 10 Prozent des Grundkapitals erwerben sollte. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Unternehmen nach einer Phase der Aktionärsanonymisierung wieder verstärkt an strategisch orientierten Aktionären interessiert sind.

---

<sup>7</sup> Siehe Abbildung 2, S. 16.



**Abb. 19: Der „ideale“ aktive Aktionär aus Unternehmenssicht**

Große Bedeutung hat aus Sicht der befragten Unternehmen auch das breite Industrieverständnis, das der aktive Aktionär mitbringen sollte (84 Prozent). Hierzu passt, dass der aktive Aktionär über ein weites Netzwerk verfügen sollte (49 Prozent). Beides weist darauf hin, dass die Unternehmensleitungen von der Expertise und den Kontakten der aktiven Aktionäre profitieren möchten.

Für die überwiegende Mehrheit der Umfrageteilnehmer spielt Fairness im Umgang miteinander eine große Rolle. Dementsprechend sollte der aktive Aktionär dem Emittenten seine Vorgehensweise offenlegen, z.B. durch eine freiwillige Meldung von Anteils(zu)käufen. Eine möglichst hohe Transparenz aktiver Aktionäre ist dementsprechend 80 Prozent der Befragten äußerst wichtig.

54 Prozent der antwortenden Gesellschaften geben an, dass der aktive Aktionär keine Hedgingstrategien nutzen, sondern sich „eins zu eins“ am Erfolg und Risiko des Unternehmens beteiligen sollte. Damit kommt zum Ausdruck, dass die Mehrheit eine Trennung von ökonomischen Risiko und Stimmrecht ablehnt.

## 9. Ausblick

Mehr als zwei Drittel der befragten Unternehmen gehen davon aus, dass die Bedeutung aktiver Aktionäre in Deutschland in den kommenden drei Jahren zunimmt (70 Prozent). Ein Fünftel glaubt, dass aktive Aktionäre künftig ungefähr die gleiche Rolle spielen werden wie heute. Lediglich ein Zehntel der Unternehmen ist der Meinung, dass der Einfluss aktiver Aktionäre künftig zurückgehen wird.

Insgesamt unterstellen die Umfrageteilnehmer also eine wachsende Bedeutung aktiver Aktionäre. Allerdings gehen die Unternehmen mehrheitlich davon aus, dass sie selbst nicht so stark von dieser Entwicklung betroffen sein werden: Nur 45 Prozent halten es für wahrscheinlich, dass sich aktive Aktionäre in den nächsten drei Jahren verstärkt bei ihrem eigenen Unternehmen engagieren werden, während 55 Prozent dies als eher unwahrscheinlich bezeichnen.

Unabhängig davon, wie intensiv sich der Dialog der Unternehmen mit den aktiven Aktionären entwickelt – die gegenwärtige Finanzkrise wird das Phänomen aktiver Aktionär in verschiedener Hinsicht beeinflussen.

So wird sich voraussichtlich die Zusammensetzung der aktiven Aktionäre verändern. Denn derzeit verfügt beispielsweise die Private-Equity-Branche über enorme anlagebereite Eigenkapitalmittel, kann diese aber wegen schwieriger Fremdkapitalbeschaffung nicht für (größere) Buy-outs einsetzen. Minderheitenbeteiligungen an börsennotierten Unternehmen könnten also zunehmend in den Fokus von Private Equity kommen. Darüber hinaus werden auch Staatsfonds stärker als Anleger in Erscheinung treten. Diese haben sich zwar bislang weitgehend mit konkreten operativen oder strategischen Vorschlägen zurückgehalten, ihre generell wachsende Bedeutung wird auf Dauer aber Folgen für den Unternehmensdialog haben.

Zudem wird die Finanzkrise wahrscheinlich auch die Art der Anregungen aktiver Aktionäre verändern. So ist zu erwarten, dass sie künftig mehr



Wert auf nachhaltig gute Ertragsaussichten und ein nachhaltig stabiles Geschäftsmodell legen. Vor allem dürften solche Aktionäre an Bedeutung gewinnen, die bewusst auf Nachhaltigkeit setzen und ihre Engagements gegebenenfalls auch an die Erfüllung bestimmter ethischer Standards knüpfen. Darüber hinaus werden aktive Aktionäre voraussichtlich wieder stärker auf eine solide Eigenkapitalausstattung achten. Umgekehrt dürften die wegen der günstigen Fremdfinanzierungsbedingungen der vergangenen Jahre verbreiteten Bestrebungen, möglichst wenig Eigenkapital mit sehr hohem Leverage zu nutzen, bis auf weiteres der Vergangenheit angehören. Jedenfalls haben die Unternehmen heute gute Argumente, rein finanztechnische Forderungen von Aktionären – etwa der Forderung nach Aktienrückkäufen – entgegenzutreten. Auch dass die aktiven Aktionäre die Corporate Governance künftig wichtiger nehmen, ist nach den Erfahrungen der Finanzkrise wahrscheinlich – nicht zuletzt, weil sich Kritik an der Corporate Governance voraussichtlich mehr denn je als Verstärker für Forderungen in der öffentlichen Diskussion einsetzen lässt.

Wie sich das Phänomen „aktiver Aktionäre“ künftig entwickeln wird, hängt auch davon ab, ob Unternehmen und aktive Aktionäre verantwortungsbewusst miteinander umgehen und wie sie ihr Verhältnis gestalten. Die Ergebnisse dieser Studie deuten darauf hin, dass sich die Aktionäre sehr intensiv mit „ihren“ Unternehmen auseinandersetzen, um unternehmerische Entscheidungen zu bewerten und die Unternehmensleitungen zu kontrollieren – ggf. mit Hilfe des Aufsichtsrats.

Dieser Beitrag aktiver Aktionäre kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich die Unternehmensleitungen nie völlig sicher sein können, inwieweit eine Forderung die Meinung des gesamten Aktionariats widerspiegelt oder nur einem Einzelinteresse entspringt. Deshalb werden die Unternehmen versuchen, ihre Aktionariate und Hauptversammlungen weitestgehend zu aktivieren, damit nicht einzelne Aktionäre mit kleinem Aktienanteil den Strategiedialog oder eine ansonsten passive Hauptversammlung dominieren können. Dies wird künftig möglicherweise leicht-

ter, weil sich auch nicht aktive institutionelle Investoren selbst stärker vor ihren Endanlegern rechtfertigen müssen: Sie dürften also zunehmend bestrebt sein, ihre Rechte aktiv zu nutzen.

Der Dialog zwischen Unternehmen und aktiven Aktionären wird sich aber auch künftig nicht im regulierungsfreien Raum abspielen. Es bleibt daher abzuwarten, wie sich die verschiedenen regulatorischen Initiativen auswirken werden, die im Zuge der Finanzkrise ergriffen worden sind oder künftig noch ergriffen werden. Voraussichtlich werden insbesondere Hedgefonds und Investoren mit einem ähnlichen Geschäftsmodell künftig dem Kapitalmarkt und den Regulierungsbehörden mehr Informationen bereitstellen müssen. Da die Ergebnisse dieser Studie gezeigt haben, dass sich die Unternehmen „transparente“ aktive Investoren wünschen, und diese umgekehrt wiederum bereit sind, z.B. ihre Beteiligungen offenzulegen, dürften zusätzliche Transparenzpflichten, die die Interessen beider Seiten sorgfältig abwägen, die Qualität des Dialogs verbessern.

Darüber hinaus hat die Studie gezeigt, dass aktive Aktionäre über das konstruktive Gespräch mit den Unternehmensleitungen das Unternehmensverhalten beeinflussen können. Aktive Aktionäre sind damit ein gewichtiger Faktor in der Corporate Governance der Unternehmen. Es wird interessant sein zu beobachten, ob und wie regulatorische Initiativen, etwa bezüglich Vergütungs- oder Haftungsfragen, diese Funktion aktiver Aktionäre verändern werden.

## **Autoren**

### **McKinsey & Company, Inc.**

Carl Wieandt

Dr. Jan Krause

Dr. Dorothee Herring

Manuela Thomys

### **Kontakt:**

McKinsey & Company, Inc.

Taunustor 2

60311 Frankfurt

+49 69 7162 5178

carl\_wieandt@mckinsey.com

### **Deutsches Aktieninstitut e.V.**

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Dr. Franz-Josef Leven

Dr. Gerrit Fey

Dr. Norbert Kuhn

### **Kontakt:**

Deutsches Aktieninstitut e.V.

Niederuau 13-19

60325 Frankfurt

+49 69 929 1521

rosen@dai.de

---

## DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niederuau 13-19, 60325 Frankfurt am Main  
Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12  
E-Mail [dai@dai.de](mailto:dai@dai.de) Internet <http://www.dai.de>

## McKinsey&Company

McKinsey & Company, Inc.  
Taunustor 2, 60311 Frankfurt  
Tel. 0 69/71 62-0 Fax 0 69/7162-5700  
Internet <http://www.mckinsey.de>

ISBN 978-3-934579-53-8