

Sekanina, Alexander

Research Report

Finanzinvestoren und Mitbestimmung: Wie der Wandel der Investorenlandschaft die Mitbestimmung herausfordert

Mitbestimmungsreport, No. 42

Provided in Cooperation with:

The Hans Böckler Foundation

Suggested Citation: Sekanina, Alexander (2018) : Finanzinvestoren und Mitbestimmung: Wie der Wandel der Investorenlandschaft die Mitbestimmung herausfordert, Mitbestimmungsreport, No. 42, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/179238>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

REPORT

Mitbestimmungsreport Nr. 42, 04.2018

FINANZINVESTOREN UND MITBESTIMMUNG

Wie der Wandel der Investorenlandschaft die Mitbestimmung herausfordert

Alexander Sekanina

AUF EINEN BLICK

- Nach dem Zerfall der „Deutschland AG“ hat die Zeit nach der Finanzkrise ab 2007/2008 zu weiteren einschneidenden Veränderungen in der Investorenlandschaft deutscher Unternehmen geführt.
- Ein wesentliches Kennzeichen dieser Entwicklung ist das „Zeitalter der Vermögensverwalter“ (Zitat des britischen Notenbankers Andrew Haldane).
- Der enorme Mittelzufluss in passiv gemanagte Indexfonds hat insbesondere den Einfluss der schnell wachsenden US-Vermögensverwalter in börsennotierten Unternehmen erhöht. An der Spitze dieser Bewegung steht die New Yorker Beteiligungsgesellschaft BlackRock.
- Stimmrechtsberater sind ihrerseits selbst Auftragsnehmer dieser Investoren und nehmen erheblichen Einfluss auf Abstimmungen auf den Hauptversammlungen.
- Am anderen Ende des Spektrums stehen vermehrt Attacken kleinerer, aktivistischer Hedge Fonds auf die Corporate Governance und die Strategien deutscher Unternehmen. Sie verfolgen oftmals radikale, ausschließlich an kurzfristigen Kurszielen ausgerichtete Kampagnen gegen die bestehende Unternehmenspolitik.
- Alle drei Akteurs-Gruppen prägen ein Corporate Governance-Verständnis, das die Mitbestimmung als zentrale Säule der deutschen Unternehmensverfassung vor neue Herausforderungen stellt und ihre institutionelle Stärkung dringend erforderlich macht.

Einleitung – 2

- 1 **Einordnung:
Die Landschaft der Vermögensverwalter – 5**
- 2 **„The Age of Asset-Management“ – 7**
- 3 **Vier potenzielle Problemfelder aus der wachsenden Dominanz passiver Vermögensverwalter – 9**
 - 3.1 Tendenzen zur Kartellbildung – 9
 - 3.2 Destabilisierung durch Verstärkung von Kursausschlägen – 10
 - 3.3 Intransparenz von Einflussnahme – 10
 - 3.4 Angelsächsisch geprägtes Corporate-Governance-Verständnis – 11

4 Das Phänomen Aktionärs-Aktivismus – 11

- 4.1 Typische Forderungen aktivistischer Investoren – 13
- 4.2 Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit – 13
- 4.3 Das Problem Shareholder-Activism aus Perspektive der Mitbestimmung – 14

5 Finanzinvestoren im Mittelstand: Das Modell „Private Equity“ – 14

- 5.1 Der Private-Equity-Boom vor der Finanzkrise – 16
- 5.2 Die Folgen der Krise und Adjustierungen des Geschäftsmodells – 17
- 5.3 Offene Fragen – 18

6 Fazit und Ausblick – 19

Literatur – 20

Impressum – 23

EINLEITUNG

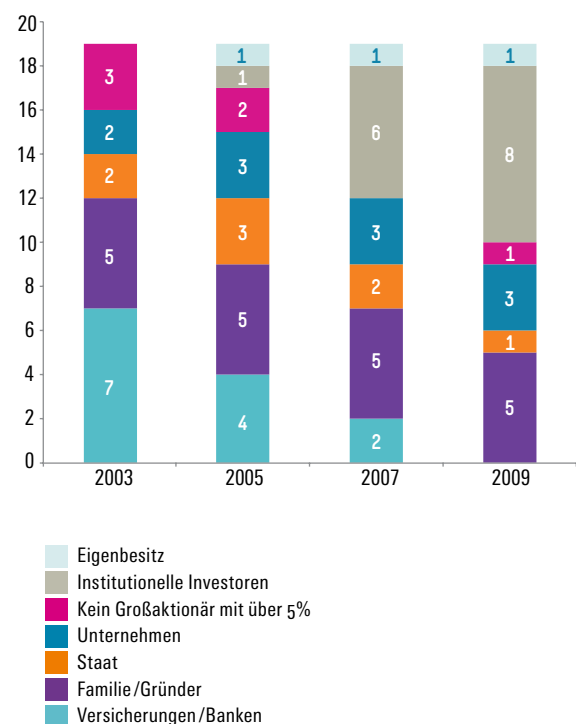
Die Finanzierungs- und Investorenlandschaft deutscher Unternehmen hat sich in den vergangenen 20 Jahren in dramatischer Art und Weise gewandelt. Die einstige „Deutschland AG“ war gekennzeichnet durch enge Verflechtungen zwischen dem Bankensektor und den Unternehmen der Realwirtschaft, starken Überkreuzbeteiligungen zwischen Industriekonzerne und einer starken Rolle des Staates insbesondere in Unternehmen der öffentlichen Daseinsvorsorge und Infrastruktur. Insbesondere im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern Großbritannien und USA spielte die Kreditfinanzierung über Banken eine deutlich bedeutendere Rolle. Man sprach vor dem Hintergrund des v. a. im Mittelstand verbreiteten Hausbank-Prinzips auch von einem beziehungsbasierten System („relationship lending“). Mit dieser Ausgangslage ging eine weitgehende Stabilität und Berechenbarkeit in den wirtschaftlichen Beziehungen der Akteure einher. Nachteilig waren jedoch u. a. die Begrenzung potenzieller Kapitalgeber und somit der verfügbaren Investitionsmittel der Unternehmen einzuschätzen.¹

¹ Ferner haben junge Unternehmen in einem bankenorientierten System i. d. R. größere Schwierigkeiten, Kredite aufzunehmen, da sie meist über weniger Kreditsicherheiten und Reputation („Erfolgsstory“) verfügen (Vgl.: Habersack/Mülbart/Schlitt [2005], S. 1 ff.). Einige Ökonomen diskutieren in diesem Zusammenhang, ob der zunehmende Bedeutungsgewinn immaterieller Vermögenswerte (z. B. Patente, Lizenzen, Software) in der Unternehmenswelt zum Bedeutungsverlust des klassischen Kreditgeschäfts der Banken beigetragen hat (Dell’Ariccia/Kadyrzhanova/Minoiu/Ratnovski [2017]).

Abbildung 1

Die jeweils größten Aktionäre der DAX-Unternehmen 2003–2009

Auswertung nur für die 19 Unternehmen, die durchgehend im DAX-30 vertreten waren



Quelle: Breuer / Quinten / Lühn [2012]

Dieses Beziehungsgeflecht ist inzwischen weitgehend Teil der bundesdeutschen Wirtschaftsgeschichte geworden. Die zunehmende Internationalisierung von Unternehmenstätigkeit gepaart mit dem politischen Willen, die Deutschland AG mit dem Ziel höherer Wettbewerbsfähigkeit aufzubrechen, leiteten erhebliche Veränderungen in den Eigentumsstrukturen der Unternehmen ein. Die Internationalisierung der Investorenlandschaft wurde als Bestandteil dieser Strategie bewusst angestrebt (Siehe **Abbildung 1**).

Aus Mitbestimmungssicht brachte dieser Prozess diverse neue Herausforderungen und Problemstellungen mit sich:

- Die Zielsetzung, den deutschen Kapitalmarkt stärker auf die Bedürfnisse internationaler und speziell angelsächsischer Kapitalgeber auszurichten öffnete einem zunehmend einseitig auf die Aktionärsinteressen ausgerichteten Corporate-Governance-Verständnis die Tür.
- Strategische Entscheidungen mussten zunehmend der kurzfristigen Taktung von Aktienkursbewegungen und Quartalsberichten untergeordnet werden.
- Die Steuerfreistellung von Veräußerungsgewinnen aus Kapitalgesellschafts-Anteilen begünstigte die Auflösung ehemaliger Großkonzerne und konfrontierte Belegschaften vieler Unternehmen mit umfassenden Reorganisationen unter neuer Eigentümerschaft.

Den zweiten Teil dieses Wandels läutete die Finanzkrise mit ihren einschneidenden Auswirkungen auf die Finanzmärkte dies- und jenseits des Atlantiks ein. Die teils dramatischen Risiken im Bankensektor wurden durch umfangreiche nationale und transnationale Regulierungsinitiativen bekämpft, die die Grundlagen der bisherigen Geschäftsmodelle massiv in Frage stellten.² Zugleich setzte die expansive Geldpolitik der Zentralbanken erhebliche Kapitalvolumina frei, für die es an attraktiv verzinslichen Anlagemöglichkeiten fehlt. Folgen dieser Entwicklungen sind u. a.:

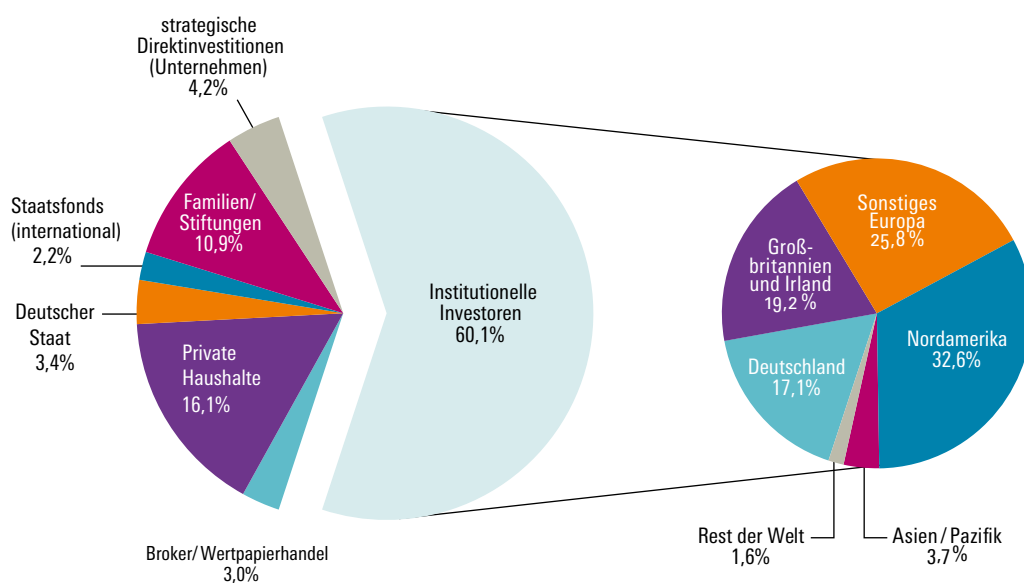
- Kreditinstitute wandeln sich zunehmend vom traditionellen Kreditbeschaffer hin zu Beratern im Rahmen der Unternehmensfinanzierung.³

² Der Strukturwandel im Bankensektor ist jedoch keinesfalls alleine auf staatliche Regulierungsinitiativen zurückzuführen. So sind die Niedrigzins-Politik der Zentralbanken, die Digitalisierung und die schleppende konjunkturelle Erholung in den Folgejahren der Krise als weitere Faktoren zu nennen. Gleichfalls trifft der Wandel die Institute je nach Geschäftsschwerpunkt unterschiedlich stark (z. B. Investmentbanken, Universalbanken, Sparkassen, Förderbanken etc.).

³ Hinsichtlich der verringerten Bereitschaft zur Kreditvergabe der Banken sind allerdings deutliche regionale und branchenbedingte Unterschiede mit Blick auf die nachfragenden Unternehmen festzustellen. Die Vergabe von Krediten speziell an bonitäts- und renditestarke Großunternehmen ist angesichts der Niedrigzinsphase weiterhin ein attraktives Geschäft für viele Banken. Bei diesen Unternehmen geht jedoch vielfach die Kreditnachfrage zurück, da sie ihren Finanzierungsbedarf über den Kapitalmarkt ggf. kostengünstiger oder flexibler decken können (Vgl.: Kraus/Schröder/Schnutenhaus [2014]).

Abbildung 2

Zusammensetzung des Anteilsbesitzes an den DAX-30-Unternehmen (Stand Ende 2016)



- Staatliche und überstaatliche Regulierer fordern von Banken eine stärkere Eigenkapitalausstattung und höhere Liquidität ihrer Vermögenswerte (Aktiva) ein, zu denen u. a. auch Forderungen aus Unternehmenskrediten gehören. Beide Faktoren mindern die Attraktivität der Kreditvergabe an Firmen- und Privatkunden, da die jeweiligen Verbindlichkeiten wenig liquide sind und einer kostspieligen Unterlegung mit Eigenkapital bedürfen.
- Als Eigentümer börsennotierter Gesellschaften treten Banken bereits seit längerer Zeit nur noch in sehr begrenztem Umfang auf. In den Folgejahren der Finanzkrise trennten sich diverse Großbanken von Teilen ihres Vermögensverwaltungsgeschäfts. Die resultierenden Veräußerungserlöse dienten dabei v. a. der Stärkung ihrer Eigenkapitalausstattung.
- Angesichts der enorm niedrigen Zinsen entstand am Kapitalmarkt zugleich eine starke Nachfrage nach rentablen und möglichst sicheren Anlagealternativen. Diese werden nicht zuletzt in Unternehmensbeteiligungen („equities“) gesucht.
- Von dieser Entwicklung wiederum profitieren insbesondere unabhängige Vermögensverwalter in Gestalt massiver Finanzmittelzuflüsse, die größtenteils in Aktien börsennotierter Unternehmen investiert wurden. Die Vermögensverwalter stoßen also zunehmend in ein Geschäftsfeld vor, das von

den Banken infolge der Finanzkrise teilweise geräumt werden musste (Siehe **Abbildungen 2 und 3**).⁴

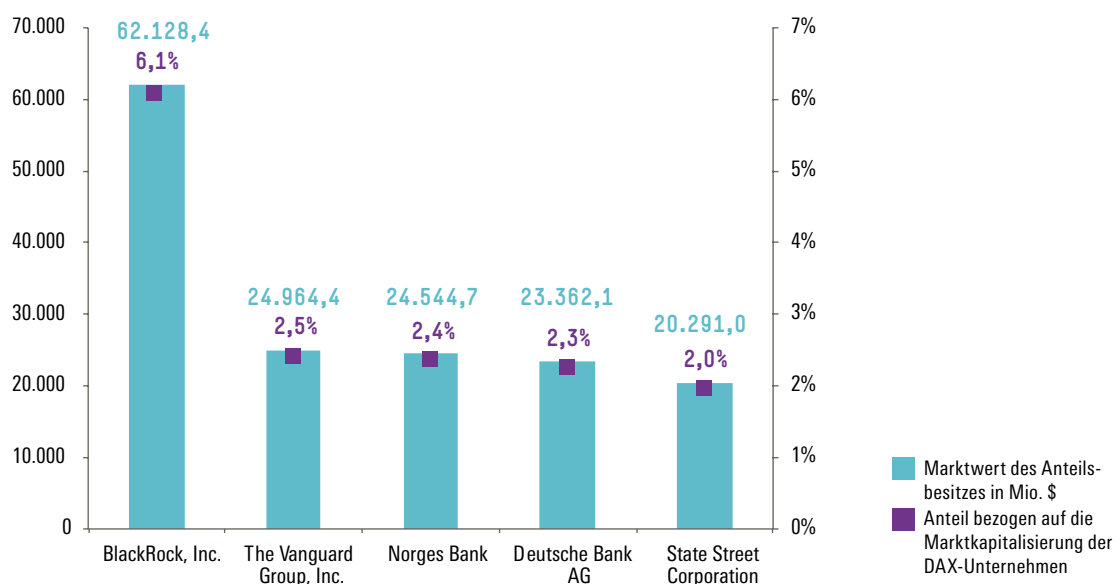
Vor dem Hintergrund dieser zweiten Stufe des Wandels sollte insbesondere die Rolle der spezialisierten Vermögensverwalter als Profiteure des Umbruchs genauer beleuchtet werden, da sie zunehmend jene Lücke füllen, die durch den Rückzug des Banken- und teilweise auch des Versicherungssektors aus der Unternehmensfinanzierung entstanden ist. Für die Lage der Mitbestimmung stellen sich durch diese Konstellation einerseits neue Fragestellungen und andererseits könnten bereits bekannte Herausforderungen neue Wucht entfalten.

⁴ Vgl.: PWC (2014), S: 16.

⁵ Betrachtet wurden hier nur Investoren, die an einer Vielzahl von DAX-Unternehmen beteiligt sind. Als Ankeraktionäre einzelner Großunternehmen zählen darüber hinaus die Bundesrepublik Deutschland (Telekom, Deutsche Post und Commerzbank) und die Familien Merck, Quandt (BMW), Porsche/Piëch (Volkswagen), Schaeffler (Continental) und Henkel zu den größten Anteilseignern im DAX (Stand Mai 2017, Vgl.: Wirtschaftswoche [2017])

Abbildung 3

Anteilsbesitz der größten Investoren am Streubesitz der DAX-Unternehmen zum Jahresende 2016



Quelle: Eigene Berechnung auf Grundlage der Daten aus DIRK/IPREO [2017] ⁵

1 EINORDNUNG: DIE LANDSCHAFT DER VERMÖGENSVERWALTER

Die Diskussion um die Rolle von Finanzinvestoren erfordert Klarheit darüber, wie sich deren Rolle von anderen, strategisch ausgerichteten Investoren abgrenzt:

- Finanzinvestoren agieren als Vermögensverwalter für Dritte. Eine Unternehmensbeteiligung hat für sie somit den Charakter eines Anlageobjekts, welches sich über einen gewissen Zeitraum unter ihrer Kontrolle befindet.
- Als Vehikel zum Kauf und Verkauf ihrer „Anlageobjekte“ nutzen sie Fonds als Kapitalsammelstellen. Streng genommen ist nicht der Vermögensverwalter selbst sondern ein von ihm gegründeter Fonds an dem Unternehmen beteiligt (Siehe **Abbildung 4**).
- Mangels Überschneidungen in den Geschäftsmodellen und der Wertschöpfung gibt es zwischen dem Finanzinvestor und seinen Zielunternehmen keine Synergien und keine enge organisatorische Verflechtung.
- Gemeinsame strategische Entwicklungsperspektiven über die Gewinnerzielung hinaus können sich aus der Verbindung nicht ergeben. Die Zielsetzung des Finanzinvestors besteht in der Erzielung von Kursgewinnen und Dividenden.

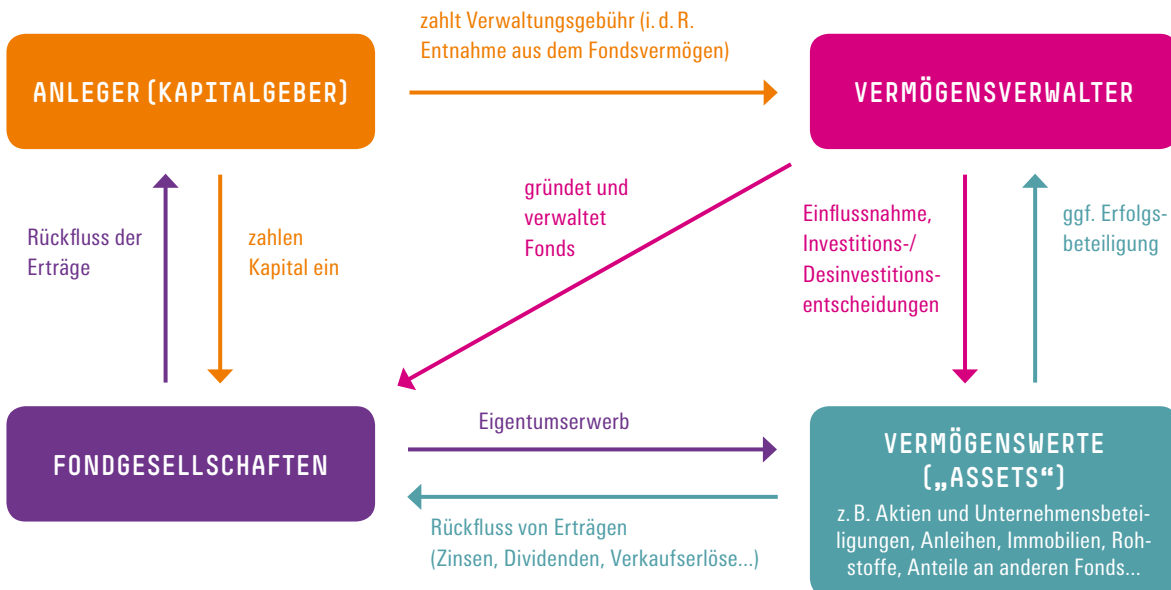
Finanzinvestoren werden vor diesem Hintergrund im vorliegenden Report mit dem Begriff Vermögensverwalter gleichgesetzt. Anzumerken ist aber, dass im Geschäftsfeld Vermögensverwaltung noch weitere Akteure aktiv sind, die hier nicht näher behandelt werden können. So sind u. a. Banken und Versicherungsunternehmen sowie sogenannte „Family Offices“ Teil der Branche. Bewusst wird auch auf die Verwendung des Begriffs „Institutionelle Investoren“ verzichtet, der zwar die hier behandelten Investoren einbezieht, aber ebenfalls über diese hinausgeht.

Abbildung 5 gibt einen groben Überblick über die wesentlichen Investment-Strategien und Akteure in der Vermögensverwaltung, die in der öffentlichen Diskussion eine größere Rolle spielen und mit Blick auf das Thema dieses Reports eingeordnet werden müssen.

Entscheidend ist v.a. die Dreiteilung in passive, aktive und aktivistische Investmentstrategien: Passiv ausgerichtete Fonds bilden i. d. R. nur die Zusammensetzung und Gewichtung eines zugrundeliegenden Börsenindex (z. B. des DAX) nach, so dass die Anlageentscheidung rein automatisch und i. d. R. IT-gestützt erfolgt. Ein alltagsnahes Beispiel für passiv gemanagte Fonds sind börsengehandelte Exchange Traded Funds (kurz: ETFs), die auch Privatanlegern angeboten werden.

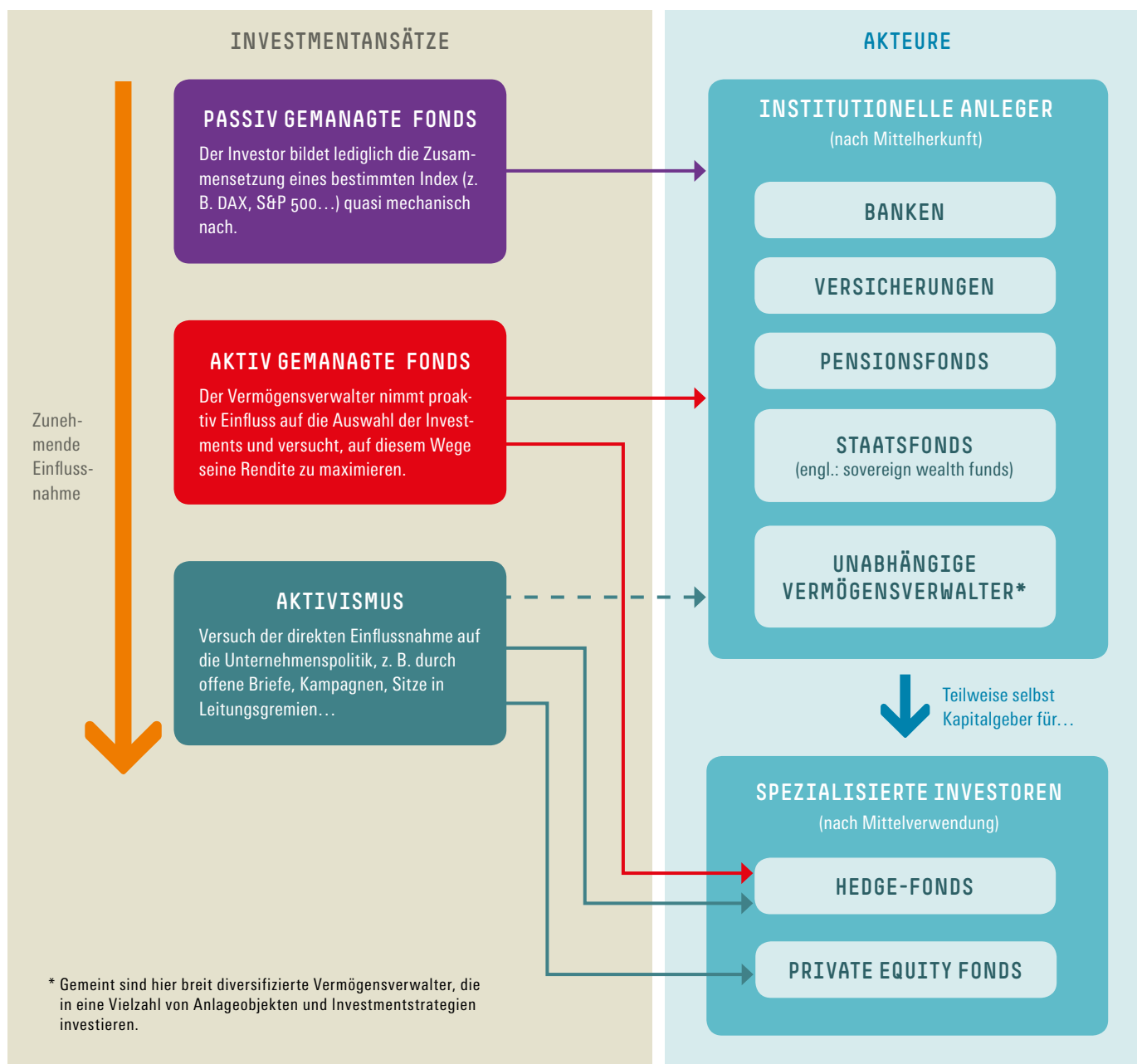
Abbildung 4

Schematischer Ablauf der Beteiligung eines Vermögensverwalters an seinen Assets



Quelle: Eigene Darstellung

„Landkarte“ der Vermögensverwaltung: Investment-Strategien und Akteure



Quelle: Eigene Darstellung

Hans Böckler
Stiftung

Im Gegensatz zu diesem passiven Ansatz erfolgt in aktiv gemanagten Fonds eine bewusste und somit aktive Auswahl der Investitionsobjekte.⁶ Aktivismus

⁶ Eine feinere Untergliederung verschiedener Investment-Strategien findet sich u. a. bei Faust [2017].

⁷ Die Übergänge zwischen aktiver Investitionsentscheidung und Aktionärs-Aktivismus können im Einzelfall fließend sein. In Einzelfällen treten z. B. auch Pensions- und Staatsfonds aktivistisch auf bzw. nehmen mittels Besetzung von Aufsichtsratsposten oder Initiativen auf der Hauptversammlung direkten Einfluss auf Unternehmenspolitik (Vgl.: Thamm/Schiereck [2014] und Schäfer/Bläschke [2009]).

– konkreter Shareholder Activism – geht darüber noch hinaus und äußert sich in der direkten Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik der Beteiligungsunternehmen, die im Eskalationsfall auch über öffentliche Kampagnen vorangetrieben werden kann⁷.

Private-Equity-Fonds als Eigentümer vorwiegend mittelständischer Unternehmen und Hedge-Fonds als Minderheitsaktionäre börsennotierter Gesellschaften können als die „Speerspitze“ unter den aktivistischen Investoren betrachtet werden. Neben diesen spezialisierten Fonds treten fallweise jedoch beispielsweise

se auch Staatsfonds oder Pensionsfonds aktivistisch auf.⁸

Im Bereich der passiven Fonds spielen die großen und stark wachsenden US-Vermögensverwalter à la BlackRock eine zunehmend bedeutende Rolle. Zugleich treten jedoch auch deutsche Anbieter wie die Deka Investments, Union Investment oder die Deutsche Asset Management in diesem Segment auf.

Im Folgenden sollen v.a. die aktivistischen Investoren und die passiv ausgerichteten unabhängigen Vermögensverwalter hinsichtlich möglicher Auswirkungen auf Unternehmenswelt und Mitbestimmung genauer beleuchtet werden.

2 „THE AGE OF ASSET-MANAGEMENT“

Eine der maßgeblichsten Veränderungen der vergangenen Jahre betrifft das beschleunigte Wachstum der US-amerikanischen Vermögensverwaltungsgesellschaften, die inzwischen zu den wesentlichsten Aktionären nahezu aller börsennotierten Gesellschaften der westlichen Industrieländer gehören. Die abnormen Volumina von Anlagevermögen, welche durch diese Investoren verwaltet werden, veranlassten den britischen Notenbanker Andrew Haldane in einer Anspra-

che im April 2014 dazu, vom „Zeitalter der Vermögensverwalter“ zu sprechen⁹ (Siehe **Abbildung 6**).

In den Jahren seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2007/2008 dominieren in diese Branche zunehmend die US-amerikanischen Marktführer BlackRock, Vanguard, State Street Global und Fidelity. Grundsätzlich investieren diese Investmentgesellschaften in eine breite Palette von Investitionsobjekten („Assets“) und Investmentstrategien. Einen wesentlichen Teil bilden Unternehmensbeteiligungen in aktiv und passiv gemanagten Aktienfonds. In ihren Grundzügen entspricht diese Ausrichtung in erheblich größerer Dimension und vorbehaltlich punktuell unterschiedlicher Akzente auch der Anlagepolitik deutscher Vermögensverwalter wie Union Investment oder Deka Investments.

Starkes Wachstum ging in jüngerer Vergangenheit insbesondere vom Markt für indexbasierte Aktienfonds aus. Diese passiv gemanagten Fonds bündeln Beteiligungen an allen Unternehmen eines Aktienindex entsprechend ihrer jeweiligen Gewichtung im Index.¹⁰ US-amerikanische Vermögensverwalter nehmen in diesem Markt eine besonders dominante Rolle ein. Dass ausgerechnet dieses Segment seit der Finanzkrise erheblich gewachsen ist (Siehe **Abbildung 7**), kann durch verschiedene Faktoren erklärt werden:

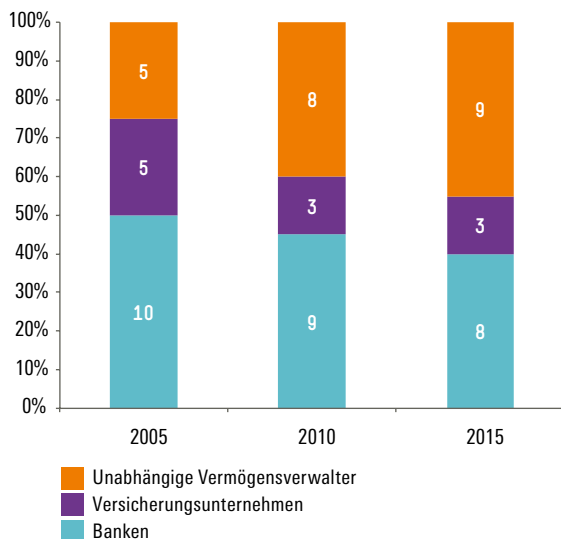
⁸ So traten in den 1990er Jahren u. a. die US-Pensionsfonds CalPERS und TIAA-CREFF vermehrt aktivistisch auf (Vgl.: Dimeg/Asmussen/Mentré [2017]).

⁹ Vgl.: Haldane [2014].

¹⁰ Indexbasierte Fonds existieren neben Aktien auch für andere Anlageobjekte wie z. B. Anleihen, Rohstoffe oder Devisen.

Abbildung 6

Die Top 20 der größten Vermögensverwalter weltweit nach Investorentyp

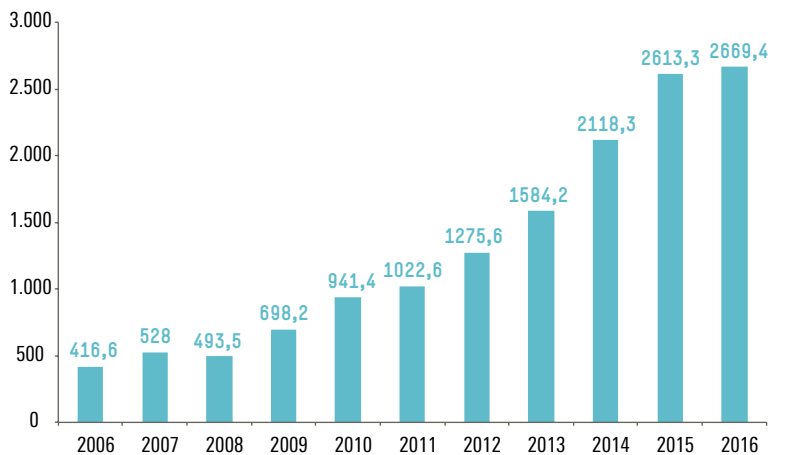


Quelle: Willis Towers Watson [2016]

Hans Böckler
Stiftung

Abbildung 7

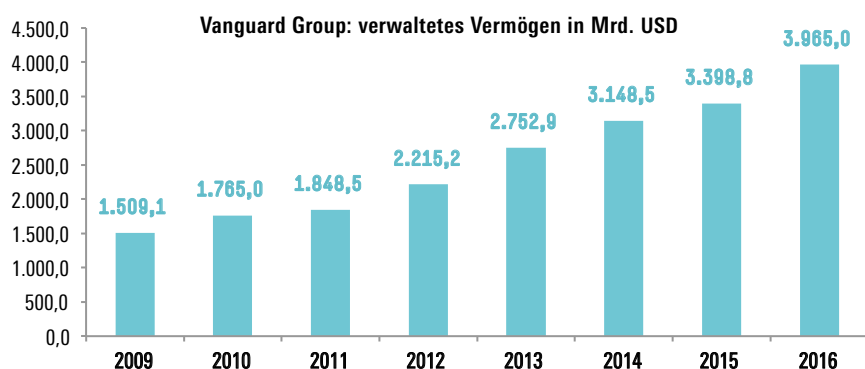
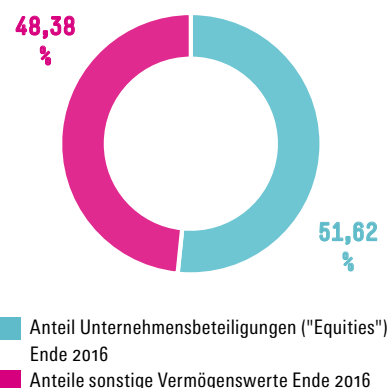
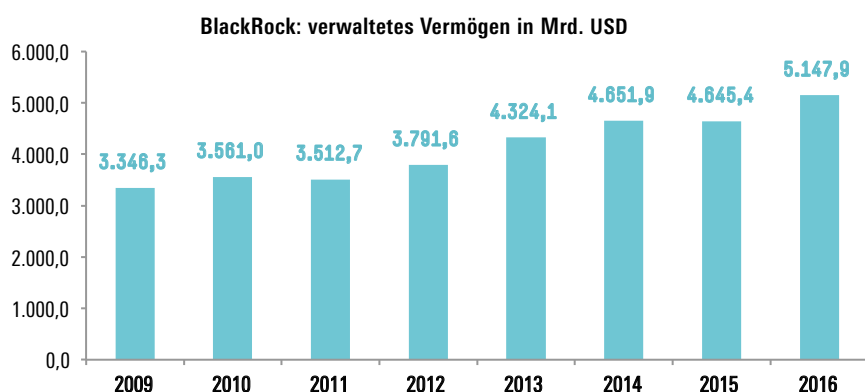
Entwicklung des weltweit in ETFs verwalteten Vermögens in Mrd. US-Dollar



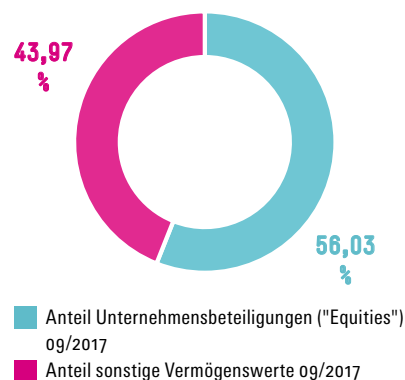
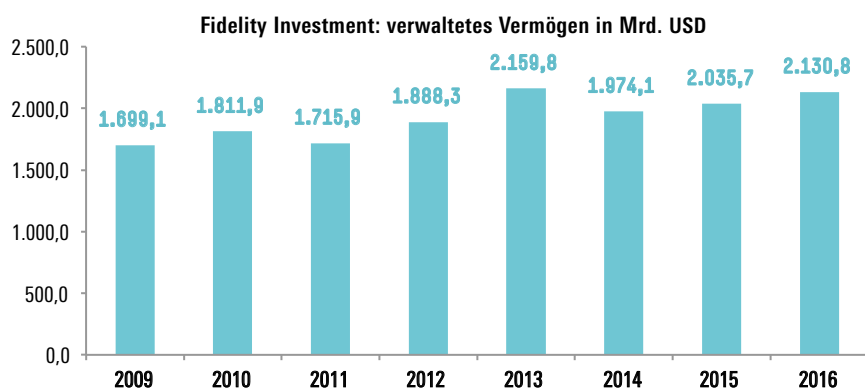
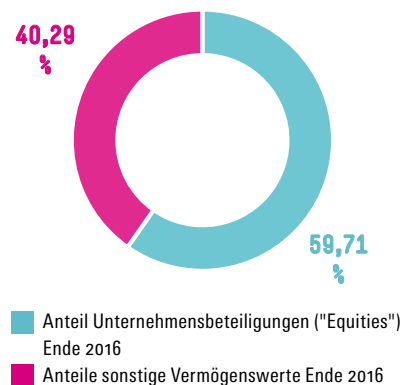
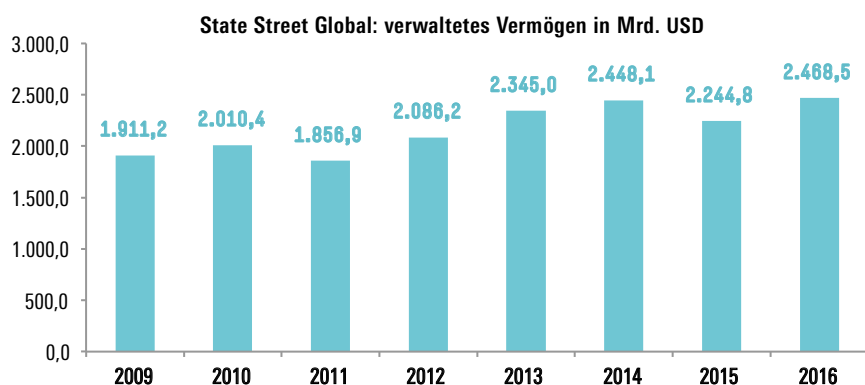
Quelle: Meyer zu Drewer [2016] unter Rückgriff auf Daten von Deutsche Bank Research

Hans Böckler
Stiftung

Entwicklung des verwalteten Vermögens der Big 4 der US- Vermögensverwalter



Mangels veröffentlichtem Geschäftsbericht liegen zur Vanguard Group keine genaueren Informationen zur Zusammensetzung des Investment-Vermögens vor.



- Infolge der verschärften Regulierung nach der Finanzkrise mussten sich diverse Großbanken „gesundschumpfen“ und zugleich ihr Eigenkapital stärken. Infolge dessen trennten sie sich u. a. von Teilen ihrer Vermögensverwaltungssparten.¹¹
- Die niedrigen Zinsen und die Förderung kapitalgedeckter Altersvorsorge beschleunigten den Zufluss an Investment-Geldern auch von Kleinsparern.
- Angesichts des allgemeinen Klimas von Unsicherheit nach der Finanzkrise weisen Index-Fonds den Vorteil auf, relativ leicht verständlich und scheinbar risikoarm zu sein.
- Aufgrund des deutlich geringeren Verwaltungsaufwands im Vergleich zu aktiven und aktivistischen Fonds weisen sie zudem deutlich geringere Verwaltungsgebühren auf.

Die Speerspitze dieser Entwicklung bildet das New Yorker Investmenthaus BlackRock, dessen verwaltetes Investment-Vermögen im Volumen von 5,1 Billionen US-Dollar in der öffentlichen Wahrnehmung inzwischen zu einem Menetekel ökonomischer Machtkonzentration geworden ist.¹² Zugleich zeigt der schnelle Aufstieg dieses Unternehmens symptomatisch die Treiber dieser Entwicklung: Im Zuge der Aufarbeitung der Finanzkrise wurde BlackRock als Spezialist für Risikoanalyse mit der Durchleuchtung der Wertpapierportfolien von Krisenunternehmen wie Bear Stearns und AIG beauftragt. Die damit verdienten Erträge wurden anschließend in den Auf- und Ausbau der Indexfondssparte IShares reinvestiert, die u. a. durch die Übernahme der entsprechenden Sparten von Barclays und Credit Suisse zum unumstrittenen Marktführer heranwuchs. Ende 2016 verwaltete BlackRock alleine über zwei Billionen US-Dollar in passiv gemanagten Indexfonds¹³ und ist somit u. a. größter Einzelaktionär von ca. einem Drittel der DAX-Unternehmen. Im Fahrwind von BlackRock sind vergleichbare Anbieter wie Vanguard, State Street, Fidelity und die Capital Group ebenfalls zu erheblicher Größe im Billionen-US-Dollar-Bereich herangewachsen¹⁴ (Siehe **Abbildung 8**).

3 VIER POTENZIELLE PROBLEMFELDER AUS DER WACHSENDEN DOMINANZ PASSIVER VERMÖGENSVERWALTER

Die dominante Stellung der Vermögensverwalter in Verbindung mit einem weitgehend passiven (und quasi automatisierten) Investitionsansatz stellt noch ein relativ neues Phänomen im deutschen Wirtschaftssystem dar. Insofern bleibt abzuwarten, in welchem Umfang sich die hier dargestellten Risiken und Problemfelder auf längere Sicht tatsächlich in der Unternehmenslandschaft niederschlagen. Aus gesellschaftspolitischer Sicht wie auch aus Arbeitnehmersicht verdienen sie jedoch in jedem Fall erhöhte Wachsamkeit.

3.1 Tendenzen zur Kartellbildung

Die Beteiligung an Unternehmen über passiv gemanagte Fonds führt grundsätzlich zu Beteiligungspeditionen an allen Unternehmen eines zugrunde liegenden Index. Ist das Investmentvermögen weltweit gestreut, so können auf diesem Wege maßgebliche Beteiligungen an allen oder den meisten Großunternehmen einer Branche aufgebaut werden. Dieser Aspekt wurde jüngst auch von der Monopolkommission im Rahmen ihres Hauptgutachtens 2016 problematisiert.¹⁵ So ist BlackRock beispielsweise als größter Anteilseigner an Bayer und als zweitgrößter Aktionär an dessen künftigen Fusionspartner Monsanto beteiligt. Ähnliche Verflechtungen bestehen u. a. in der Kreditwirtschaft, der Luftfahrtbranche und der IT-Industrie.

Welche unternehmenspolitischen Konsequenzen aus diesen Verflechtungen folgen, ist schwer nachzuvollziehen, da BlackRock auf öffentliche Stellungnahmen zu einzelnen Unternehmen verzichtet und im Regelfall auch keine Aufsichts- oder Verwaltungsratsposten besetzt. Man kann jedoch unterstellen, dass ein Investor mit Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen einer Branche ein geringeres Interesse am Wettbewerb zwischen diesen Unternehmen hat, da für ihn die Entwicklung der Branche insgesamt von höherem Interesse ist. Daran anschließend stellt sich ferner die Frage, ob er ggf. von Großfusionen à la Bayer-Monsanto profitiert und diese direkt oder indirekt fördert. Spätestens an diesem Punkt sind jedoch die Interessen von Beschäftigten und die Stellung der Mitbestimmung ganz unmittelbar betroffen.

Verschärft wird die Problematik möglicher Kartell-Tendenzen auch durch die Tatsache, dass die US-Vermögensverwalter teils in erheblichem Umfang aneinander beteiligt sind. So sind z. B. BlackRock und StateStreet selbst börsennotierte Unternehmen. Zu den größten Anteilseignern von BlackRock zählen somit u. a. Vanguard und State Street. An State Street

11 So veräußerten u. a. Credite Suisse und Barclays ihr Geschäft mit passiven Indexfonds an den heutigen Marktführer BlackRock. In Deutschland planen die Deutsche Bank und die Commerzbank Börsengänge ihrer Vermögensverwaltungssparten (Vgl.: Reuters [2016] und Handelsblatt [2017] b).

12 Vgl.: FAZ [2013]

13 Vgl.: BlackRock [2017] a, S. 32.

14 Da sich der Wettbewerb innerhalb der ETF-Branche in den vergangenen Jahren deutlich verschärft hat, kommt es in der Spitzengruppe der Anbieter immer wieder zu Positionswechseln. Insbesondere Blackrock und Vanguard haben sich in den vergangenen Jahren durch besonders starkes Wachstum abgesetzt (Vgl.: Willis Towers Watson [2010-2016]).

15 Vgl.: Monopolkommission [2016], S. 222 ff.

ist wiederum u. a. Vanguard maßgeblich beteiligt.¹⁶ Insgesamt findet also eine erhebliche wirtschaftliche Machtkonzentration im Einflussbereich einiger großer Investmentgesellschaften statt. Diese stützt sich zwar faktisch nur auf Minderheitsbeteiligungen börsennotierter Unternehmen, kann mittelbar jedoch nichtsdestotrotz erhebliche Auswirkungen auf die Entwicklung ganzer Industriezweige haben.

3.2 Destabilisierung durch Verstärkung von Kursausschlägen

Ein zweites Problem, welches sich aus dem Investitionsansatz passiver Aktienfonds ergibt, ist die Möglichkeit verstärkter Kursausschläge. Zur Erinnerung: Der Ansatz eines passiven Indexfonds besteht in der schlichten Nachbildung eines Börsenindex. Verliert ein Unternehmen z. B. in Folge einer Unternehmenskrise an Gewicht im Index, so passen die Vermögensverwalter ihre Beteiligung am Unternehmen entsprechend an. Mit anderen Worten: Sie verstärken das Momentum der Kursbewegung zusätzlich. Unterstellt man, diese Kursbewegung könnte auch von einem aktivistischen Investor (z. B. durch eine kritische Kampagne gegen die Unternehmensstrategie) hervorgerufen werden, so verleihen die passiven Investoren dem Aktivisten auf diese Weise zusätzliche Handlungsmacht. Die Tragweite seiner Initiative wird unfreiwillig verstärkt.¹⁷

Besonders gravierend kann dieser Verstärkungseffekt insbesondere dann ausfallen, wenn ein Unternehmen infolge eines längeren Kursverfalls aus einem Börsenindex ausscheidet, so dass die entsprechenden Indexfonds sich vollständig von den Anteilen trennen müssen.

Ein anders gearteter „Herdentrieb“ kann ferner ausgelöst werden, wenn sich einzelne Wirtschaftszweige in einer strukturellen Krise bzw. einem Umbruch befinden. So deuteten u. a. BlackRock und der finanzstarke norwegische Staatsfonds in jüngerer Vergangenheit mögliche Desinvestitionen aus Branchen mit hohem CO₂-Ausstoß an.¹⁸ Alleine auf Grundlage solcher Ankündigung und des bekannten Kurseinflusses der Akteure könnten weitere Investoren von einem finanziellen Engagement abgeschreckt und die Probleme der betreffenden Branche so kurzfristig verstärkt werden. Die individuelle Einschätzung des Investors würde mittels seines großen Einflusses auf den Aktienkurs also auf andere Kapitalgeber übertragen. Sie wirken so gesehen als Trendverstärker und beschleunigen einen möglichen Strukturwandel. Diese Beschleunigung kann jedoch einerseits die Abfederungen der sozialen Folgen dieses Wandels deutlich erschweren. Andererseits kann nicht jeder von

den Finanzmarktakteuren unterstellte und geförderte Strukturwandel zwingend als nachhaltig angesehen werden.

3.3 Intransparenz von Einflussnahme

Im Grundsatz widerspricht eine aktive Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik dem Ansatz passiver Anlagestrategien.¹⁹ Insofern passt es ins Bild, wenn BlackRock für sich in Anspruch nimmt auf öffentliche Aussagen zur Politik einzelner Unternehmen zu verzichten. Dennoch bedeutet der Verzicht auf öffentliche Aussagen nicht das vollständige Entsagen von jedweder Einflussnahme. Dies gilt umso mehr da neben den Beteiligungen über passiv gemanagte Fonds häufig auch Engagements über aktive Fonds bestehen, die durchaus eine proaktive Betreuung erfordern. Verdeckte Einflussnahme z. B. über direkte Ansprache des Managements oder des Aufsichtsratsvorsitzenden sind also durchaus zu erwarten, wie auch die Stellungnahme des Deutschland-Chefs von BlackRock, Christian Straub zeigt (FAZ vom 25.05.2016):

„BlackRock ist der Überzeugung, dass es im Sinne unserer Kunden ist, Einfluss auf die Firmen auszuüben, an denen wir beteiligt sind, und mit diesen zu sprechen. Genauso sind wir aber davon überzeugt, dass es nicht im Sinne unserer Kunden ist, diesen Dialog in die Öffentlichkeit zu tragen.“

Aus Sicht der Belegschaft eines betroffenen Unternehmens stellt sich hier insbesondere die Frage nach Transparenz. Die gesetzlich verankerte Mitbestimmung im Aufsichtsrat kann auf dem Wege informeller Vorabstimmungen zwischen Investoren und Unternehmensleitung ggf. erheblich geschwächt werden.²⁰ Zu häufig zeigt sich z. B. im Rahmen von Unternehmensübernahmen das Bild einer bereits umfassend vorbereiteten Entscheidungsvorlage, die aber erst auf den letzten Drücker und unter erheblichem Zeitdruck dem Aufsichtsrat und den Belegschaftsvertretern zur Kenntnis gebracht wird.

Offen ist zudem die Frage nach möglichen Interessenkoalitionen zwischen Vermögensverwaltern und anderen Investoren, z. B. Aktionärs-Aktivisten. Zwar unterscheiden sich im Regelfall die zeitlichen Beteiligungshorizonte beider Gruppen.²¹ Im Einzelfall ist aber durchaus vorstellbar, dass Aktivisten mit dem stillen Einverständnis einzelner größerer Vermögens-

¹⁶ Genauere Angaben zu den Verflechtungen innerhalb der US-amerikanischen Vermögensverwaltungsbranche finden sich im entsprechenden Abschnitt 673 des Hauptgutachtens der Monopolkommission (S. 228).

¹⁷ Nähere Informationen zum Vorgehen aktivistischer Investoren siehe **Abschnitt 4**.

¹⁸ Vgl.: BlackRock [2016].

¹⁹ Es ist anzumerken, dass auch von BlackRock Fälle aktiver Einflussnahme auf Unternehmenspolitik dokumentiert sind, so im Fall des Hong-Konger Rohstoffunternehmens G-Resources (Vgl.: Bloomberg [2016]).

²⁰ Hinsichtlich der Legitimität und Legalität exklusiver Investorengespräche stellt sich neben der Unterwanderung der Mitbestimmung eine Reihe weiterer problematischer Fragen, u. a. nach der Gleichbehandlung der Aktionäre (§ 53a AktG) und der Machtverschiebung zwischen den Unternehmensorganen Hauptversammlung und Aufsichtsrat (Vgl.: DGB [2016]).

²¹ In diesem Kontext muss auch die jüngste Kritik des Vorstandsvorsitzenden von BlackRock, Larry Fink, an der kurzfristigen Ausrichtung vieler Shareholder-Aktivisten gesehen werden (Vgl.: Financial Times [2016]).

verwalter bestimmte Forderungen nach außen vertreten, auf die diese mit Rücksicht auf ihre Reputation lieber verzichten. Der Fachpresse ist zu entnehmen, dass das Wohlwollen institutioneller Anleger gegenüber der Rolle aktivistischer Aktionäre in jüngerer Vergangenheit zugenommen hat.²²

3.4 Angelsächsisch geprägtes Corporate-Governance-Verständnis

Trotz der weitgehenden öffentlichen Zurückhaltung in Fragen konkreter Unternehmensstrategie erlauben Abstimmungs-Richtlinien und Beteiligungen an Konsultationsverfahren durchaus Rückschlüsse auf das Corporate-Governance-Verständnis der US-Vermögensverwalter. Das dieses maßgeblich durch das angelsächsische Wirtschaftssystem und einen starken Fokus auf Anlegerschutz und Aktionärs-Interessen geprägt ist, liegt auf der Hand. Neu ist jedoch die zunehmende „Wucht“ jener Meinungsmacht, die mit der ähnlichen Ausrichtung, den finanziellen Verflechtungen und dem wirtschaftlichen Einfluss der Vermögensverwalter als maßgeblichen Akteuren an den Finanzmärkten weltweit entstanden ist.

Befördert wird die Tendenz zu einem angelsächsischen „Corporate-Governance-Mainstream“ auch durch die umfassende Inanspruchnahme von Stimmrechtsberatern, die im Auftrag der Vermögensverwalter die Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen übernehmen bzw. an der Erstellung ihrer Abstimmungs-Richtlinien mitwirken. In diesem Markt besteht mit den dominierenden Akteuren ISS und Glass-Lewis eine erhebliche Konzentration auf US-Amerikanische Anbieter. Die Tatsache, dass Marktführer ISS abseits der Stimmrechts-Beratung auch in der Corporate-Governance-Beratung von Unternehmen aktiv ist, wirft ferner die Frage nach möglichen Interessenskonflikten auf.²³

Einschränkend ist festzuhalten, dass sowohl Stimmrechtsberater als auch Vermögensverwalter im Rahmen ihrer Abstimmungs-Richtlinien i. d. R. festhalten, dass der jeweils nationale Regulierungsrahmen, zu dem auch die Mitbestimmungsrechte der Arbeitnehmervertreter in Leitungsgremien gezählt werden, respektiert wird. Auch wenn insofern kein direkter Frontalangriff auf Mitbestimmungsrechte erfolgt, zeigen sich deutliche Konfliktpotenziale im Corporate-Governance-Verständnis. So sind zentrale Punkte nicht mit dem Stakeholder-orientierten Ansatz des deutschen Modells vereinbar und laufen Gefahr, den Aufsichtsrat als tragende Säule des dualen Systems zu schwächen. Exemplarisch zu nennen sind:²⁴

- Die angestrebte Verlagerung von Entscheidungen in die Hauptversammlung, z. B. zu Fragen der Vorstandsvergütung.

- Die Forderung nach separaten Gesprächskanälen („Investorengesprächen“) zwischen einzelnen institutionellen Investoren und dem Management bzw. dem Aufsichtsratsvorsitzenden.
- Speziell im Fall BlackRock: Befürwortung von Sitzverlegungen soweit hinreichende Kostenersparnisse erreicht und Anlegerschutz gewährleistet bleibt.

„ Where shareholder protections will not be diminished and cost savings are the sole motivation and will be considerable we will generally support such a proposal.“
(Proxy voting guidelines for European, Middle Eastern and African securities 2017, S. 9)

Insgesamt stellt der Aufstieg der US-Vermögensverwalter aus Beschäftigtensicht also ein zweischneidiges Schwert dar. Einerseits muss eingeräumt werden, dass der passive, indexbasierte Investitionsansatz in der Regel zu deutlich längeren Beteiligungshorizonten führt, als z. B. im Falle eines aktivistischen Hedge Fonds oder eines Private-Equity-Investors. Entsprechend größer ist also der Raum für langfristig orientierte, strategische Unternehmensentwicklungen, in denen auch die Interessen der Beschäftigten ihren Raum finden können.²⁵

Auf der anderen Seite steht jedoch die Problematik, dass der Verzicht auf öffentliche Einflussnahme und auf die Besetzung von Aufsichtsratsmandaten für Belegschaftsvertreter ein erhebliches Transparenzproblem mit sich bringt. Wenn Unternehmensentscheidungen zunehmend im bilateralen Gespräch zwischen Management und einflussreichen Investoren vorbereitet werden, bleibt die Stimme der Beschäftigten naturgemäß auf der Strecke. Zugleich öffnet der passive „Mechanismus“ hinter den Anlage-Entscheidungen der indexbasierten Investoren potenziellen Betätigungs-Raum für Attacken kurzfristiger aktivistischer Investoren.

4 DAS PHÄNOMEN AKTIONÄRS-AKTIVISMUS

Das gehäufte Auftreten aktivistischer Aktionäre in börsennotierten Gesellschaften stellt den Gegenpol zum Bedeutungszuwachs der passiven Vermögensverwalter dar. Unter Shareholder-Activism – zu Deutsch Aktionärs-Aktivismus – wird dabei die gezielte Einflussnahme auf unternehmenspolitische Fragestellungen verstanden. Anders als im Markt für passive Indexfonds dominieren im Feld des Aktionärs-Aktivismus insbesondere Hedge-Fonds, die sich im Regelfall in begrenzte Minderheitsbeteiligungen unterhalb der 30%-Schwelle einkaufen

22 Vgl.: Kocher [2016].

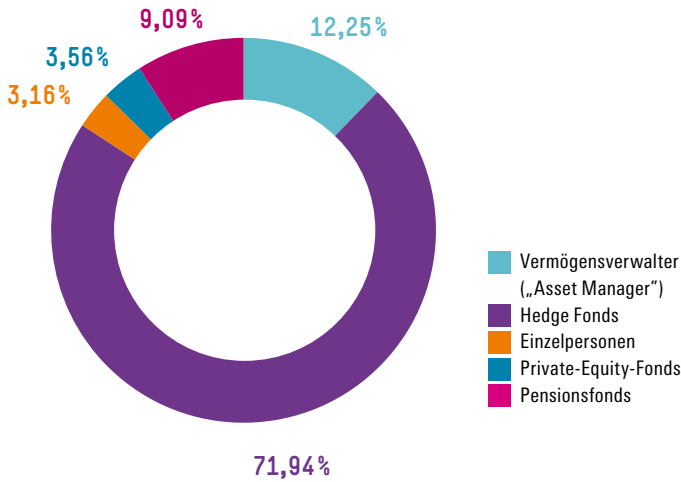
23 Vgl.: Eine besonders große Rolle spielen diese Konflikte im Bereich der Vorstandsvergütung (Vgl.: Dörrwächter [2017]).

24 Vgl.: BlackRock [2017] b, Vanguard [2017], ISS [2017].

25 Insofern sprechen einige Autoren auch von „geduldigem Kapital“ (Deeg/Hardie [2016])

Abbildung 9

Welche Investoren treten aktivistisch auf?



Quelle: Thamm / Schiereck [2014]



Abbildung 10

Typische Eskalationsstufen einer operativen aktivistischen Kampagne



Quelle: in Anlehnung an Graßl / Nikoleyiczik [2017]



(Siehe **Abbildung 9**).²⁶ In vielen Fällen bleibt die Beteiligung sogar in Bereichen unterhalb der gesetzlichen Meldeschwelle von 3% des Grundkapitals.²⁷ Typischerweise werden drei Unterarten des Shareholder-Aktivismus unterschieden:²⁸

- 1 *strategischer bzw. operativer Aktivismus*: Der Investor versucht gezielt die Unternehmenspolitik und strategisch Entscheidungen zu beeinflussen, um von folgenden Kursanstiegen zu profitieren.
- 2 *M&A-Aktivismus*: Der Investor kauft sich gezielt in ein Unternehmen ein, welches vor einer Übernahme durch Dritte steht und versucht die Abfindung für seine Anteile in die Höhe zu treiben.
- 3 *Leerverkaufs-Aktivismus*: Der Investor erwirbt keine direkte Beteiligung am Unternehmen sondern tätigt einen Leerverkauf: Er leiht sich Aktien des Unternehmens und verkauft diese direkt am Kapitalmarkt weiter. Bei fallenden Kursen kann er die Anteile zum Rückgabezeitpunkt verbilligt wieder zurückkaufen. Ein Kursrutsch kann z. B. durch die Veröffentlichung kritischer Analysen zum Unternehmen befördert werden.

Im Folgenden soll der Schwerpunkt der Ausführungen auf dem erstgenannten strategischen Aktivismus liegen, da dieser die unmittelbarsten Auswirkungen auf die Ausrichtung des Unternehmens und somit die Situation von Beschäftigten und Mitbestimmungsakteuren erwarten lässt.

Charakteristisch für aktivistische Investoren ist der häufige Versuch, den begrenzten direkten Einfluss aus der Minderheitsbeteiligung durch öffentliche Kampagnen und gezielten Druck auf die Unternehmensorgane zu „hebeln“ (Siehe **Abbildung 10**). Im niederschweligen Bereich kann dies zunächst mit einem Vieraugen-Gespräch mit dem Management beginnen. Im weiteren Eskalationsfall gehören dann die Veröffentlichung „offener Briefe“ und „Research-Reports“ sowie eine Medien-Kampagne über die Wirtschaftspresse und Analysteneinschätzungen zum Repertoire. Seltener ist dagegen die Besetzung von Posten in Leitungsgremien – sprich dem Aufsichtsrat – da diese in der Regel maßgebliche Beteiligungsquoten am Unternehmen erfordern, die aus Gründen der Risikovermeidung bewusst nicht eingegangen werden. Beispiele wie der schwedische Investor Cevian, der Aufsichtsratsposten im ThyssenKrupp- und Bilfinger-Konzern besetzt, bilden insofern eher die Ausnahme.

Weitgehend im Dunkeln bleibt, inwieweit informelle Koalitionen zwischen Aktivisten und anderen

26 Gemäß § 35 Abs. 2 WpÜG ist ein Aktionär, der mittelbar oder unmittelbar mindestens 30% der Stimmrechte an einer börsennotierten Gesellschaft hält verpflichtet verpflichtet, allen anderen Aktionären den Erwerb ihrer Aktien anzubieten. Die vollständige Übernahme eines Unternehmens bedeutet für die Aktivisten jedoch i. d. R. eine zu hohe Konzentration ihres Investitionsrisikos auf ein einzelnes Unternehmen. Da die Geschäftsmodelle der Investoren jedoch im Regelfall auf Streuung von Risiken ausgerichtet sind, wird dieser Schritt in der Regel vermieden.

27 Vgl.: Thamm/Schiereck [2014].

28 Vgl.: Graßl/Nikoleyiczik [2017].

institutionellen Investoren in der Praxis auftreten. Ein wichtiges Scharnier können in diesem Zusammenhang die Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis bilden, die häufig im Auftrag der großen Vermögensverwalter auf Hauptversammlungen auftreten und von aktivistischen Investoren bewusst adressiert werden²⁹.

4.1 Typische Forderungen aktivistischer Investoren

Die zentrale Zielsetzung aktivistischer Aktionäre besteht in der kurz- bis mittelfristigen Erzielung von Kursgewinnen und der Ausschüttung möglichst hoher Dividenden oder der Tötigung von Aktienrückkäufen. Ein längerfristiges Interesse an der strategischen Entwicklung des Unternehmens kann schon deshalb kaum unterstellt werden, da insbesondere die meisten Hedge-Fonds nur sehr begrenzte Beteiligungshorizonte von unter drei, nicht selten auch unter einem Jahr für ihr Engagement anstreben. Die Flexibilität des Börsenhandels erlaubt ihnen einen unbürokratischen und zunächst auch anonymen Einstieg in die bzw. Ausstieg aus den Unternehmen.

Diese relativ kurzfristige Orientierung an Kurs- und Dividendenzielen begrenzt zugleich das Spektrum an unternehmenspolitischen Initiativen, die aus Sicht des Investors überhaupt in Frage kommen. Zusammenfassend müssen die Forderungen v.a. die folgenden Kriterien erfüllen, um potenziell erfolgsversprechend zu sein:

1. Gute Kommunizierbarkeit der Forderung nach außen (Verständlichkeit)
2. Anschlussfähigkeit an die herrschende „Kapitalmarktlogik“ (-> positive Resonanz von Analysten, Wirtschaftspresse und ggf. anderen Investoren)
3. Kurz- bis mittelfristig sichtbare Effekte

Typische Forderungen, die sich aus dieser Logik ergeben sind u. a.:

- Personalwechsel im Management bzw. im Aufsichtsrat,
- Anpassung der Vorstandsvergütung,
- Abspaltung von Geschäftsbereichen (v. a. bei Mischkonzernen),
- Erhöhung von Margen-Kennzahlen durch Effizienz- und Kostensenkungsprogramme,
- Zahlung von Sonderdividenden oder Durchführung von Aktienrückkäufen.

Aus diesem Vorgehen ergibt sich zugleich ein grobes Bild jener Unternehmen, die potenziell anfällig für Kampagnen aktivistischer Aktionäre sind. „Günstige Gelegenheiten“ bieten i. d. R. Unternehmen mit starken Kursrückgängen in der jüngeren Vergangen-

heit, Unterbewertung am Kapitalmarkt (gemessen z. B. am Kurs-Gewinn-Verhältnis) oder schwächerer Ertragslage im Vergleich zu Konkurrenten. Dahinter stehen nicht selten Unternehmen, die sich im strategischen Umbruch oder einer Unternehmenskrise befinden. Zu denken sei hier an die weiter unten dargestellten Beispiele Volkswagen und E.On. Oftmals bieten Mischkonzerne eine Angriffsfläche, da am Kapitalmarkt häufig von einem sogenannten „Konglomerats-Abschlag“ gesprochen wird: Betroffene Unternehmen weisen einen tendenziell niedrigeren Aktienkurs auf, wenn ihre Geschäftszweige sich stark unterscheiden und nur durch geringfügige Synergien miteinander verbunden sind. Darüber hinaus sind hohe Cash-Bestände (potenzielle Sonderdividende), geringe Aktionärspräsenz auf der Hauptversammlung und das Fehlen von Ankeraktionären förderlich für die Durchsetzungsfähigkeit und Zielerreichung der Aktivisten.

4.2 Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit

Das Phänomen Shareholder-Acivismus entstammt ursprünglich dem angelsächsischen Raum, wo die Rahmenbedingungen u. a. aufgrund der stärker ausgeprägten Kapitalmarktorientierung der Unternehmen und des US-amerikanischen Rechtssystems günstiger sind als in Kontinentaleuropa. Dennoch traten gerade in jüngerer Vergangenheit auch in Deutschland vermehrt Beispiele für aktivistische Forderungen nach teils drastischen Einschnitten in die Unternehmensstrategie und die Corporate Governance auf:

- *Volkswagen AG*: Im Nachgang des Dieselskandals fordert der US-amerikanische Hedge-Fonds TCI („The Children’s Investment Fund) einschneidende Veränderungen im Konzern (Abzug der Vertreter des Landes Niedersachsen aus dem Aufsichtsrat, Verkauf der Töchter Bentley, MAN und Bugatti, Abbau von 4–5 % der Belegschaft).³⁰
- *Bilfinger SE*: Der schwedische Investor Cevian trieb seit 2011 personelle Wechsel im Vorstand und Aufsichtsrat und in letzter Konsequenz die Abspaltung des Geschäftsbereichs Bau- und Immobilienservices voran.³¹
- *E.On SE*: Der US-amerikanische Hedge-Fonds Knight Vinke drängt auf die Abspaltung der regionalen Strom- und Gasnetze, um aus den Erlösen die Einzahlungen in den staatlichen Atomfonds zu bezahlen.³²
- *STADA Arzneimittel AG*: Der Investor Active Ownership Capital betreibt u. a. die Neubesetzung der Anteilseigner-Bank des Aufsichtsrats und den Austausch der bisherigen vinkulierten Namensaktien des Unternehmens durch normale Namensaktien. Letztes erleichterte die spätere Übernahme

³⁰ Vgl.: Wirtschaftswoche [2016] a, Wirtschaftswoche [2016] b, Manager Magazin [2016].

³¹ Vgl.: Handelsblatt [2016].

³² Vgl.: Handelsblatt [2017].

²⁹ Vgl.: Graßl/Nikoleyczik [2017], S. 53.

des Unternehmens durch die Private-Equity-Investoren Bain und Cinven.³³

Während in den Fällen E.On und Volkswagen die Forderungen der Aktivisten nicht erfolgreich durchgesetzt werden konnten, zeigen die Beispiele Bilfinger und STADA, dass auch Minderheitsaktionäre einschneidende Veränderungen für Unternehmen und Belegschaften erzwingen oder zumindest befördern können.

Gemeinsam ist allen vier genannten Beispielen, dass die Einheit der bestehenden Konzerne maßgeblich in Frage gestellt wurde (im Fall von STADA wurde zeitweise über einen getrennten Verkauf der Sparten für Generika und OTC-Medikamente spekuliert). Damit verbunden ist einerseits die Gefährdung der Mitbestimmung bzw. ihrer Wirkungskraft in zerschlagenen und reorganisierten Konzernstrukturen. Dies gilt umso mehr, da sich die Zielunternehmen in den genannten Beispielen ohnehin in Umbruchsprozessen befanden. Daran anknüpfend stellt sich andererseits die Frage, welche langfristigen Effekte sich aus den rein kursgetriebenen Initiativen für den wirtschaftlichen Erfolg, die finanzielle Stabilität und die Sicherheit von Arbeitsplätzen in den Unternehmen ergeben.

4.3 Das Problem Shareholder-Activism aus Perspektive der Mitbestimmung

Aus Sicht der Beschäftigten und ihrer Vertreter kann eine aktivistische Attacke ggf. äußerst problematische Folgeeffekte mit sich bringen. Dies gilt nicht nur für solch offensichtliche Fälle, wie dem oben genannten Beispiel Volkswagen, in dem Personalabbau zum konkreten Forderungskatalog des Aktivisten gehörte.

Der Kern des Problems ist hier das Auseinanderfallen der Zeithorizonte des aktivistischen Investors auf der einen und der Beschäftigten auf der anderen Seite. Für den Aktivisten bleibt die Verbindung letztlich eine – oftmals sehr kurze – Ehe auf Zeit. Sein Entscheidungskalkül ist dabei alleine der Logik des Kapitalmarkts und dessen Verarbeitung kursrelevanter Informationen unterworfen. Ein Ausgleich mit den langfristigen Interessen der Belegschaft am Unternehmen ist unter diesen Bedingungen oft kaum realisierbar. Das ergibt sich alleine schon aus dem sehr begrenzten Spektrum möglicher Initiativen, die überhaupt für eine aktivistische Kampagne in Frage kommen. Für langfristige Strategieprozesse, die Entwicklung gefestigter Konzernstrukturen und eine konsensorientierte Aushandlung gemeinsamer Ziele ist in diesem Kalkül kein Platz.

Ihre Fortsetzung findet dieses Konfliktpotenzial auch im Corporate-Governance-Verständnis der Aktivisten, welches – solange es nützlich erscheint – v. a. am angelsächsischen Shareholder-Value-Ansatz ausgerichtet ist und auf eine entsprechende Füh-

rungs- und Unternehmenskultur abzielt.³⁴ Spätestens dann, wenn selbst die institutionellen Einflussmöglichkeiten der Anteilseigner auf der Hauptversammlung nicht mehr als ausreichend wahrgenommen werden, wird jedoch oft der informelle Weg der Interessendurchsetzung gewählt. Zu denken sei hierbei z. B. an offene Briefe an das Management und Pressekampagnen. Oft kann in dieser Situation kein Einvernehmen mit anderen, längerfristig ausgerichteten Investoren erreicht werden. Spätestens an dieser Stelle ergeben sich nachdrücklich Fragen nach der Legitimität dieses Vorgehens und der unternehmerischen Verantwortung im Lichte eines langfristigen Unternehmensinteresses.

5 FINANZINVESTOREN IM MITTELSTAND: DAS MODELL „PRIVATE EQUITY“

Im Bereich kleiner und mittelgroßer Unternehmen ist bereits seit den späten 90er Jahren das Geschäftsmodell „Private Equity“ verstärkt nach Deutschland importiert worden. Im Grundsatz kann auch hier von Eigentümer-Aktivismus gesprochen werden, da der Finanzinvestor seine Erträge aus der bewussten Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik zu erzielen versucht. Wie im Falle der aktivistischen Aktionäre in börsengehandelten Gesellschaften liegt auch dem Geschäftsmodell Private Equity eine Exit-Orientierung zu Grunde: der maßgebliche Teil des Ertrags aus seinem Investment erzielt der Finanzinvestor aus dem späteren Weiterverkauf der Anteile. Ziel des Engagements ist also ein möglichst günstiger Einstieg („Buyout“) und ein möglichst lukrativer Ausstieg („Exit“) aus dem Unternehmen (Siehe **Abbildungen 11** und **12**).

Drei zentrale Punkte unterscheiden Private-Equity-Investoren jedoch vom Feld des Shareholder-Aktivismus:

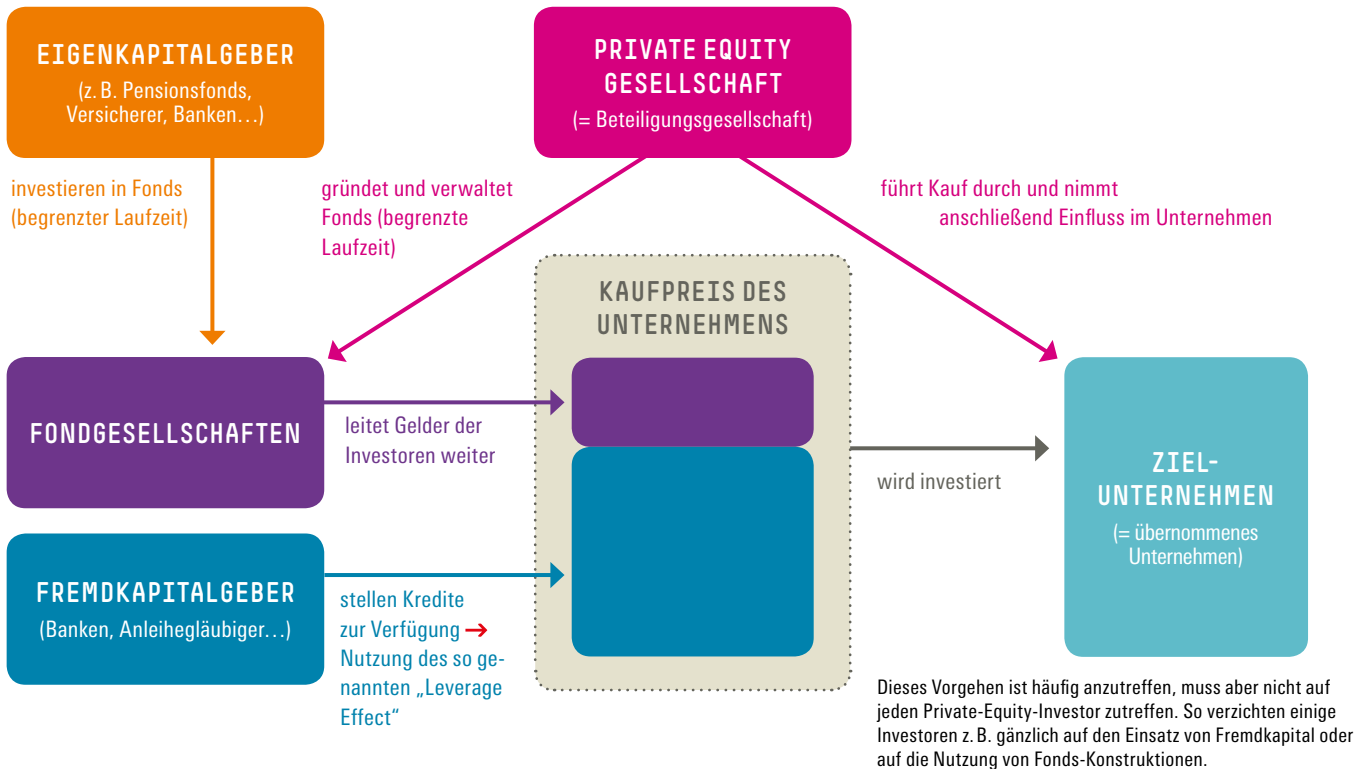
- Private-Equity-Investoren übernehmen Unternehmen in der Regel vollständig oder zumindest mehrheitlich, um die Geschäftspolitik kontrollieren zu können. Im Sinne einer breiten Risikostreuung kommen für dieses Vorgehen nur Unternehmen kleinerer und mittlerer Größe in Frage. Börsennotierter DAX-Konzern sind dagegen keine klassischen Zielobjekte für eine Übernahme, da damit eine starke Konzentration des Investitionsrisikos auf ein einzelnes Unternehmen verbunden wäre.³⁵
- Im Gegensatz zur Situation in den USA werden in Deutschland die Zielunternehmen der Private-

³⁴ Vgl.: Kocher [2016].

³⁵ Dennoch sind Einzelfälle von Übernahmen oder Beteiligungen an großen börsennotierten Gesellschaften dokumentiert. So war die Private-Equity-Gesellschaft 3G beispielsweise treibende Kraft hinter der Großfusion der US-amerikanischen Lebensmittelkonzerne Heinz und Kraft im Jahr 2015 (Vgl.: Fortune [2017]).

³³ Vgl.: Finance Magazin [2016], Finance Magazin [2017].

Schematischer Ablauf der Buyouts durch eine Private-Equity-Gesellschaft

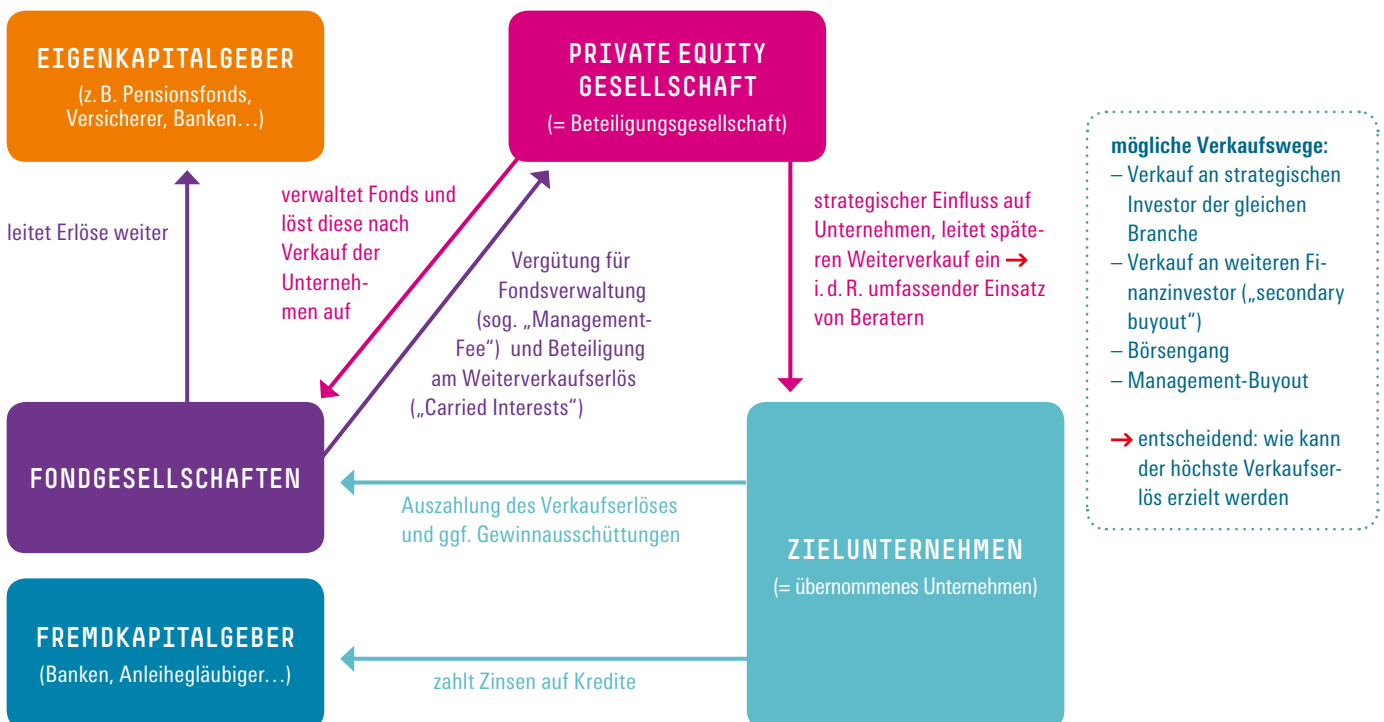


Quellen: Eigene Darstellung

Hans Böckler Stiftung

Abbildung 12

Schematischer Ablauf dereteiligungsphase und des Exits einer Private-Equity-Gesellschaft



Quellen: Eigene Darstellung

Hans Böckler Stiftung

Equity-Investoren nur selten aus dem Börsenhandel heraus gekauft. Häufiger erfolgen Übernahmen im Rahmen von Nachfolgeregelungen von Familienunternehmen, Konzernabsplattungen und Privatisierungen.³⁶

- Der Beteiligungshorizont ist kurz bis mittelfristig und bewegt sich in den meisten Fällen im Spektrum zwischen drei und sechs Jahren (Siehe **Abbildung 14**).³⁷

5.1 Der Private-Equity-Boom vor der Finanzkrise

Mediale Aufmerksamkeit erhielt das Geschäftsmodell Private-Equity insbesondere durch das „Heuschrecken-Zitat“ des damaligen SPD-Vorsitzenden Franz Müntefering, welches er im Mai 2005 auf den Fall des sauerländischen Armaturen-Herstellers Grohe bezog.³⁸ Der Fall warf seinerzeit ein Schlaglicht auf das Konfliktpotenzial, das sich aus dem Zusammenprall angelsächsisch geprägter Management-Logik und der mittelständisch geprägten Unternehmenskultur eines Familienunternehmens ergab. Insbesondere unter der Ägide des zweiten Finanzinvestors in Serie, der Texas Pacific Group (seinerzeit im Gespann mit der Private-Equity-Sparte der Credit Suisse), durchlitt die Grohe-Belegschaft scharfe Konflikte um radikale Einsparprogramme, Werksschließungen, Standortverlagerungen und die finanziellen Lasten überhöhter Unternehmensverschuldung.³⁹

Der Fall Grohe fiel zeitlich in die Hochphase des Private-Equity-Booms der letztlich bis zum Ausbruch der Finanzkrise anhalten und anschließend jäh gestoppt werden sollte.⁴⁰ In dieser Zeit erfolgte eine Vielzahl von massiv kreditfinanzierten und teils überbewerteten Übernahmen – sogenannter Leveraged Buyouts – deutscher Unternehmen durch Private-Equity-Investoren. Die Grundprobleme, die der Fall Grohe aufzeigte, wiederholten sich vielfältig in zahlreichen Unternehmen wie Märklin, Edscha oder Stabilus.⁴¹ Aus Beschäftigtensicht ließ sich eine Reihe von grundsätzlichen Konfliktfeldern identifizieren, die zu wiederkehrenden Konfrontationen zwischen Arbeitnehmervertretern und Investoren führte:

- *Einseitige Ausrichtung auf Kosteneinsparungen:* Da die Investoren den Weiterverkaufswert der Unternehmen innerhalb eines klar begrenzten zeitlichen

Horizonts stark erhöhen mussten, griffen sie in viele Fällen auf massive Restrukturierungs- und Kostensenkungsprogramme zurück, die häufig zu Lasten der Belegschaften gingen und einseitig auf die Verbesserung zentraler Finanzkennzahlen zielten.

- *Massiver Einsatz externer Berater:* Da viele Investoren in Deutschland mit relativ kleinen Management-Teams präsent waren, wurden für viele Entscheidungen in den Unternehmen externe Berater in Anspruch genommen, die u. a. fehlende Branchen- und Standortkenntnisse der Investoren kompensieren sollten.
- *Hohe Verschuldung:* Durch Nutzung des sogenannten Leverage-Effekts versuchten die Investoren ihre Rendite durch massive Kreditfinanzierung der Übernahme zu erhöhen. Dies führte dazu, dass die Kaufpreise teils zu 75–90% schuldenfinanziert und die Kredite anschließend mittels Verschmelzung auf die übernommenen Unternehmen überwältigt wurden.
- *Hohe Renditeforderungen:* Zusätzlich zu den Kosten der externen Berater und den Zins- und Tilgungsleistungen für die Übernahmekredite mussten die Unternehmen zudem die hohen Renditezusagen der Private-Equity-Gesellschaft an ihre Kapitalgeber („Hurdle Rate“) zuzüglich hoher Erfolgsbeteiligungen der Management-Teams („Carried Interest“) und Verwaltungsgebühren („Management Fees“) der Fonds erwirtschaften.⁴²
- *Fehlende Ansprech- und Verhandlungspartner:* Insbesondere in konfliktreichen Fällen tiefgreifender Restrukturierungen in den Unternehmen fehlte es den Belegschaftsvertretern nicht selten an geeigneten Verhandlungspartnern vor Ort. Vielfach wurde das jeweilige Management von den Investoren mehr oder weniger „ferngesteuert“, während die eigentlichen Entscheidungsträger nur selten vor Ort waren.
- *Verschuldung:* Zwar hat die Finanzkrise und die darauf folgende Verschärfung der Bankenregulierung die Bedeutung von stark schuldenfinanzierten Übernahmen vorübergehend vermindert. Doch in jüngster Zeit ziehen die Verschuldungsgrade – und damit die finanziellen Risiken der übernommenen Unternehmen – wieder an. Besondere Wachsamkeit erfordern in diesem Zusammenhang sogenannte Private-Debt-Fonds. Diese bankenunabhängigen Kreditfonds übernehmen verstärkt die einstige Rolle der Banken als Bereitsteller von Unternehmenskrediten.⁴³ Infolge des niedrigen Zinsniveaus erhält dieser weitgehend unregulierte Teil des Kapitalmarkts gerade in jüngster Vergangenheit zunehmende Finanzmittelzuflüsse. Damit einher geht die Gefahr, dass das Verhältnis zwi-

³⁶ Vgl.: Scheuplein/Teetz [2017], S. 38 ff.

³⁷ Vgl.: Scheuplein/Teetz [2017], S. 67.

³⁸ „Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter.“

³⁹ Details zum Fall Grohe: Vgl.: Blome-Drees/Rang [2006] a.

⁴⁰ Vgl.: Haves/Wilke/Meixner/Reich/Vitols [2013].

⁴¹ In den Fällen von Edscha und Stabilus erwiesen sich insbesondere die Beteiligungsphasen nach einem sogenannten Secondary Buyout, also dem Weiterverkauf vom ersten Private-Equity-Investor an einen weiteren, als problematisch. Zum Fall Edscha vgl. Blome-Drees/Rang [2006] b und zum Fall Märklin vgl. Blome-Drees/Rang [2008].

⁴² Zu den Konditionen und Renditen von in Deutschland aktiven Private-Equity-Gesellschaften vgl.: Scheuplein/Sekani-na/Teetz [2017], S. 11 ff.

⁴³ Das Geschäftsfeld Private Debt wird zunehmend auch von Investoren besetzt, die bisher v. a. im Private-Equity-Segment aktiv waren – so z. B. Permira, Blackstone, Ardian und EQT (Vgl.: Habdank [2017], Bamberg [2017])

schon Renditeerwartungen und Risiken erneut aus dem Gleichgewicht gerät.

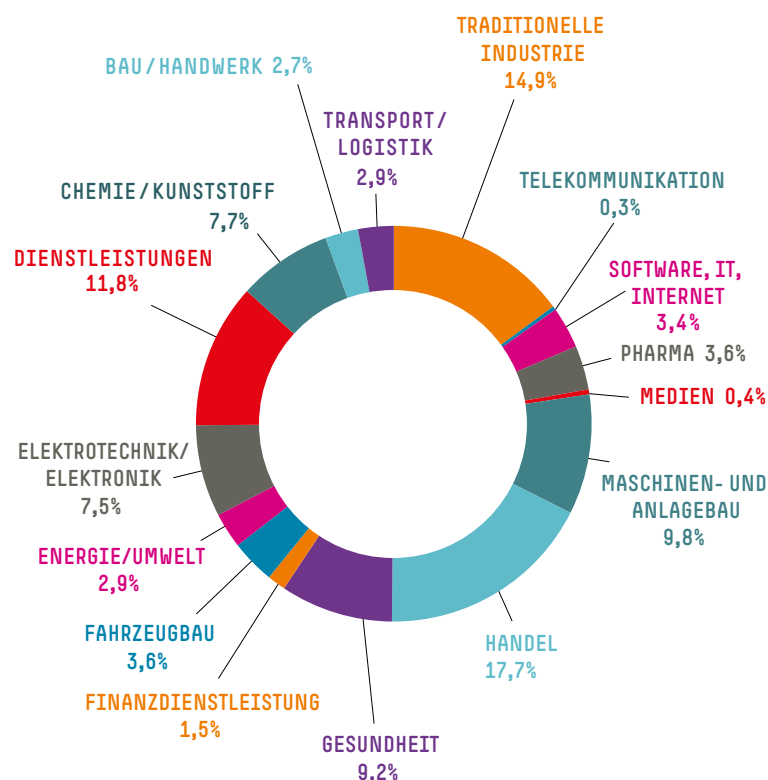
Trotz gebotener Wachsamkeit mit Blick auf die genannten Problemfelder muss jedoch auch darauf hingewiesen werden, dass keinesfalls jede Private-Equity-Beteiligung in einer krisenhaften Zuspitzung für das Unternehmen und seine Beschäftigten enden muss. Die Erfahrungen sind hier höchst unterschiedlich.⁴⁴ So sind Einsparprogramme und kurzfristige Entscheidungen auch unter der Ägide eines strategischen Investors der gleichen Branche keinesfalls ausgeschlossen. Für eine Konzernsparte, die im Portfolio eines Großkonzerns eine vernachlässigte Randposition einnimmt, kann die Übernahme durch einen Finanzinvestor positive Auswirkungen haben, wenn dieser das Geschäftsmodell entsprechend fördert und ausbaut. Die Beteiligungsgesellschaft kann in dieser Situation das erforderliche Kapital und das betriebswirtschaftliche Knowhow bereitstellen, um die Potenziale des Unternehmens zu entfalten.

5.2 Die Folgen der Krise und Adjustierungen des Geschäftsmodells

In Folge der Finanzkrise riss die rege, schuldengetriebene Übernahmetätigkeit der Private-Equity-Investoren in Deutschland wie in den meisten anderen Ländern jäh ab. Maßgebliche Gründe lagen insbesondere im blockierten Zugang zu Übernahmekrediten in Folge der Bankenkrise sowie dem Absinken von Aktienkursen und Übernahmepreisen in Folge des Konjunktur einbruchs.⁴⁵ Vielen Beteiligungs-Gesellschaften fiel es zunehmend schwer, ihre überteuert erworbenen Zielunternehmen profitabel weiter zu verkaufen. Die Unternehmen selbst ächzten vielfach nicht alleine unter den eingetrübten konjunkturellen Aussichten sondern insbesondere unter den fortbestehenden Schuldenbergen aus den Übernahmekrediten. Diese mussten auch unter den verschärften wirtschaftlichen Bedingungen weiter bedient werden. Angesichts der in der Boom-Phase aufgebauten Kreditbestände sprachen Kritiker bereits von einer „Wall of Debt“ teils hochverzinslicher Verbindlichkeiten, die diverse Unternehmen in die Insolvenz zu ziehen drohte.⁴⁶ Zwar blieb eine weitreichende neuerliche Krise bis dato aus, doch kam es in diversen dramatischen Einzelfällen zu Insolvenzen mit einschneidenden Konsequenzen für die Beschäftigten.⁴⁷

Das Geschäftsmodell, das den Private-Equity-Boom befeuert hatte, wurde durch die Finanzkrise

Die Übernahmetätigkeit von Private-Equity-Investoren in Deutschland 2014/2015



Quelle: Scheuplein / Teetz [2017]

Hans Böckler Stiftung

maßgeblich in Frage gestellt. Da es auch unter den Beteiligungsgesellschaften zu Insolvenzen kam und der Zugang zu Investitionsgeldern zunächst versperrt blieb, setzte eine zumindest punktuelle Neuausrichtung ein. Seit 2011 stieg die Zahl der Private-Equity-Übernahmen auch in Deutschland zunächst wieder und stabilisierte sich in den Folgejahren auf einem Niveau von ca. 200 betroffenen Unternehmen pro Jahr. Zwar spielen Kredite im Rahmen der Kaufpreisfinanzierung nach wie vor eine maßgebliche Rolle, die Fälle exorbitanter Verschuldung schienen aber zunächst seltener geworden zu sein.

Auffällig ist auch ein stärker fokussiertes Vorgehen der Investoren bei der Auswahl ihrer Zielunternehmen. Während im Vorkrisen-Boom in nahezu alle Branchen investiert wurde, fokussierten sich die Investoren in jüngerer Vergangenheit verstärkt auf den innovations- und exportstarken industriellen Kernsektor (v. a. Maschinen-/Anlagenbau, Chemie/Kunststoffe, Elektronik/Elektrotechnik und Fahrzeugbau) und den Dienstleistungsbereich (Siehe **Abbildung 13**).⁴⁸

48 Vgl.: Scheuplein/Sommer/Teetz [2013], Scheuplein/Teetz [2017].

44 Vgl.: IG Metall [2012].

45 Vgl.: Achleitner/Metzger/Reiner/Tchouvakhina [2010].

46 Vgl.: New York Times [2014].

47 Gehäufte Insolvenzen und Restrukturierungen traten insbesondere in der Automobilzuliefererindustrie auf, in welcher die Investoren in den Vorkrisenjahren zahlreiche hochverschuldete Übernahmen getätigt hatten. So gingen u. a. die Unternehmen Edscha GmbH, Honsel AG, TMD Friction GmbH und Stankiewicz GmbH in die Insolvenz, während die Stabilus GmbH im Rahmen einer Restrukturierung (Debt-to-Equity-Swap) knapp gerettet werden konnte.

Unternehmenspolitisch bleiben Einspar-Programme weiterhin Bestandteil des Geschäftsmodells von Private Equity, weshalb die Konfliktpotenziale aus der Vergangenheit weiter Bestand haben.⁴⁹ Vermehrt formulieren die Investoren und die betroffenen Zielunternehmen jedoch auch Wachstumsstrategien und Markterschließungen als Ziele der Beteiligung.⁵⁰ Das starke Engagement im industriellen Kernsektor könnte ein Indiz für diese Akzentverschiebung sein. Zugleich wirkt sich auch die gewachsene zeitliche Erfahrung einzelner Investoren am Standort Deutschland positiv aus. Dies gilt zumindest für jene Fälle, in denen Gewerkschaften und Mitbestimmungsakteure stärker als Verhandlungspartner wahrgenommen und konstruktive Kompromisse mit ihnen bewusst angestrebt werden.⁵¹

5.3 Offene Fragen

Trotz des punktuellen Wandels im Geschäftsmodell bleiben offene Fragen bestehen, auf die Mitbestimmungsakteure ihr Augenmerk richten sollten. Hinzu kommen zudem neue Entwicklungen, die der Wideraufstieg der Branche in den Nachkrisenjahren mit sich brachte und die der Private-Equity-Monitor 2014/2015 der Hans-Böckler-Stiftung empirisch zeigte⁵²:

49 Ein problematisches Beispiel der jüngeren Vergangenheit bildete in diesem Zusammenhang die Beteiligung des Private-Equity-Investors KKR am schwäbischen Metallwaren-Herstellers WMF (Vgl.: Wirtschaftswoche [2014]).

50 Vgl.: PWC (2017), S. 53.

51 Vgl.: Haves/Wilke/Meixner/Reich/Vitols [2013], S. 59 ff.

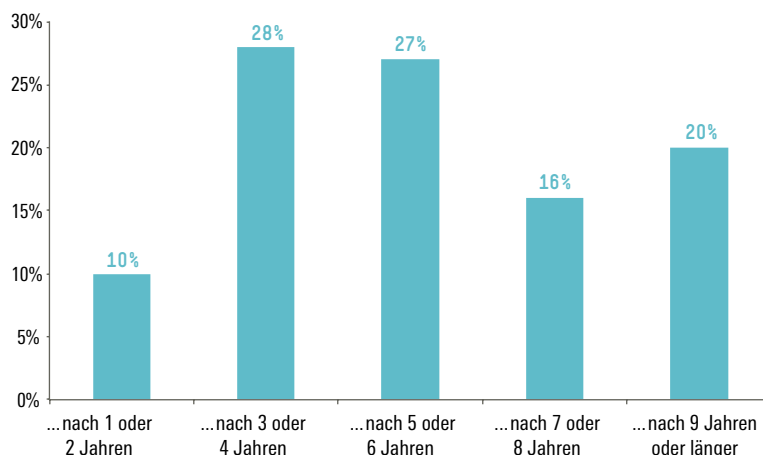
52 Vgl.: Scheuplein/Sekanina/Teetz [2017]

- *Restrukturierung zu Lasten der Belegschaft bleiben eine Thema:* Der zunehmende Fokus der Investoren auf exportorientierte Industrie-Branchen lässt zwar auf eine verstärkte Tendenz hin zu Wachstumsstrategien hoffen. Für den ebenfalls im Fokus stehenden Dienstleistungssektor – exemplarisch sei z. B. auf das Gesundheitswesen verwiesen – stellen sich jedoch andere Fragen. Die Unternehmen sind häufig binnenwirtschaftlich orientiert und personalintensiv. Internationale Markteintritte lassen sich allenfalls über Fusionen erreichen und Wertsteigerungen dürften weiterhin in starkem Maße über den Kostenhebel „Personal“ und somit zu Lasten der Beschäftigten vorangetrieben werden.
- *Problemfeld Secondary Buyouts:* Unter den Beschäftigten die 2016 von Übernahmen ihrer Unternehmen durch Private-Equity-Gesellschaften betroffen waren, erlebten 44% einen sogenannten Secondary Buyout.⁵³ Mit anderen Worten: Ihr Unternehmen wurde von einem Finanzinvestor an einen anderen Finanzinvestor weiterverkauft. Dass sich das Ausmaß dieses „Festhängens“ im Private-Equity-Kreislauf in den vergangenen Jahren auf einem solch hohen Niveau stabilisiert hat, wirft Fragen nach der Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells auf. Hätten die Investoren die Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Unternehmen gemäß ihres eigenen Anspruchs tatsächlich gestärkt, so wäre perspektivisch die Übernahme durch einen strategischen Investor zu erwarten gewesen. Zugleich stellt sich die Frage, welche Wertsteigerungs-Maßnahmen in den Unternehmen ergriffen werden können, wenn das Unternehmen bereits in zweiter, dritter oder vierter Runde durch die Hände eines kurz- bis mittelfristig ausgerichteten Finanzinvestors gegangen ist.
- *Kurzfristorientierung bleibt ein Problem:* Bezüglich des Beteiligungshorizonts im Allgemeinen bleibt festzuhalten, dass 2016 über ein Drittel der von Private-Equity-Investoren weiterverkauften Unternehmen lediglich für ein bis vier Jahre in deren Besitz waren (Siehe **Abbildung 14**). Hier stellt sich nachdrücklich die Frage, wie in einem so kurzen Zeitraum eine nachhaltige Entwicklung hin zu langfristigem Erfolg und Stabilität eingeleitet werden soll. Zumal durch den schnellen Wechsel der Eigentümerschaft die kontinuierliche Verfolgung einer Unternehmensstrategie nur schwer möglich sein dürfte. In letzter Konsequenz ist die Gefahr groß, dass die Steigerung des Weiterverkaufswerts vorrangig über kennzahlengetriebene Einsparmaßnahmen im Personalbereich oder im prozessualen Umfeld angestrebt wird.

Abbildung 14

Beteiligungshorizonte von Private-Equity-Investoren

Private Equity Investoren stiegen in 2016 nach ... Jahren aus den Zielunternehmen aus:



Quelle: Scheuplein [2018]

53 Vgl.: Scheuplein [2018].

6 FAZIT UND AUSBLICK

Das vorliegende Dossier gibt einen Überblick über einige voranschreitende Veränderungsprozesse in der Eigentümer-Landschaft deutscher Unternehmen – speziell im Bereich der Finanzinvestoren. Mit ihrem Selbstverständnis als Vermögensverwalter und einer häufig aus dem angelsächsischen Bereich entlehnten Kapitalmarktlogik unterscheiden sie sich deutlich von den bestimmenden Akteuren der alten „Deutschland AG“. Diese Entwicklung ist einerseits von Zwängen unterlegt, die aus der globalen Vernetzung und Deregulierung der Finanzmärkte, aber auch aus den Folgen der Finanzkrise hervorgehen.

Trotz der vielfältigen Problematiken und Risiken aus Beschäftigtensicht, sollten auch potenzielle Chancen erkannt werden, z. B. wenn einflussreiche Investoren sich kritisch gegenüber den Initiativen von Shareholder-Aktivist*innen, riskanten Unternehmensübernahmen oder überhöhter Managervergütung positionieren.⁵⁴ Aus Sicht der Mitbestimmung sollte aber v. a. Wachsamkeit bezüglich der Verstärkung alter und der Verursachung neuer Risiken für ihre Stellung in der deutschen Unternehmenslandschaft herrschen.

Wichtig ist dabei jedoch auch die Differenzierung zwischen unterschiedlichen Investorentypen. Das „Zeitalter der Vermögensverwalter“ ist zunehmend geprägt vom wachsenden Einfluss machtvoller Finanzinstitutionen à la BlackRock, Vanguard und State Street. Ihr beschleunigtes Wachstum speist sich maßgeblich aus dem Boom passiv gemanagter Indexfonds, über die sie maßgebliche Beteiligungen an den börsennotierten Gesellschaften der gesamten industrialisierten Welt halten. Aufgrund des passiven „Automatismus“ hinter den Anlageentscheidungen wirken sie nur äußerst selten auf öffentlich sichtbarem Wege auf Unternehmensstrategien und Unternehmenspolitik ein.

Zugleich verstärken sie jedoch im ungünstigsten Fall die Kursschwankungen an den Aktienmärkten und eröffnen aktivistisch ausgerichteten Investoren zusätzliche Handlungsspielräume. Im Gespann mit den einflussreichen Stimmrechtsberatern ISS und Glass Lewis importieren sie ein Corporate-Governance-Verständnis in die deutsche Unternehmenslandschaft, das den Aufsichtsrat als Mitspracheorgan der Stakeholder – und speziell der Beschäftigten – zu Gunsten des Vorrangs von Aktionär-Interessen auszuhöhlen droht.

Auf der anderen Seite des Spektrums torpedieren aktivistische Investoren immer häufiger die Entwicklung langfristiger tragfähiger Strategien und die konsensorientierten Aushandlungsprozesse des deutschen Stakeholder-Modells. Die bewusste Beeinflussung öffentlicher Stimmungsbilder auf informellem Weg und die teils sehr kurzfristige Ausrichtung auf Kurssteigerungen und Ausschüttungen kann sich kaum mit verantwortungsbewusster Eigentümerschaft vertragen. Dies gilt umso mehr, da insbesondere krisen-

geschüttelte und im Umbruch befindliche Unternehmen im Fokus dieser Investoren liegen. Im Extremfall gefährdet sie die Einheit langfristig gewachsener Konzernstrukturen mit schwerwiegenden Folgen für die Beschäftigten. Sie tragen die Spätfolgen solcher Initiativen auch dann noch, wenn der Investor längst ausgestiegen ist.

Die Rückschau auf den länger währenden Erfahrungshorizont mit Private-Equity-Investoren im deutschen Mittelstand zeigt, dass sich das Verhältnis zwischen Finanzinvestoren und Mitbestimmung punktuell neu justieren kann. Das setzt jedoch voraus, dass Mitbestimmungsakteure und Gewerkschaften als Verhandlungspartner ernstgenommen werden und sich das entsprechende Gewicht verschaffen können. Zugleich bleiben aber fundamentale Interessengegensätze bestehen, die sich v. a. in den unterschiedlichen Zeithorizonten herauskristallisieren, die den Investor und die Beschäftigten an das Unternehmen binden.

Zugleich stellt sich die Frage, ob und wie weit staatlich Regulierung erforderlich ist, um die genannten Entwicklungen im Sinne einer stabilen und sozial nachhaltigen Entwicklung der Unternehmenslandschaft zu kanalisieren. Zentrale Handlungsfelder sind hier u. a. die Begrenzung von Verschuldung im Rahmen von Unternehmensübernahmen,⁵⁵ zunehmende Transparenz über die Strukturen und Kapitalgeber aktivistischer Beteiligungsgesellschaften, verschärfte Wettbewerbs- und Fusionskontrolle im Bereich der Vermögensverwaltung und verschärfte Marktmissbrauchsvorschriften in Zusammenhang mit Leerverkäufen.

Letztlich muss aber v. a. das deutsche System der Unternehmensführung weiter „wetterfest“ gegenüber einem zunehmenden Import interessenmonistischer Ansätze gemacht werden, welche die Unternehmensleitung alleine auf ein (ohnein uneinheitliches) Aktionärsinteresse verpflichten wollen. Der erhebliche Einfluss von US-Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern auf Unternehmen und politische Prozesse lässt erwarten, dass der Druck hinter diesem „Corporate-Governance-Mainstream“ in den kommenden Jahren noch zunehmen wird. Der zentrale Pfeiler eines Stakeholder-orientierten Gegenmodells muss somit vor allem eine institutionell gestärkte Unternehmensmitbestimmung sein.

⁵⁵ Die Europäische Zentralbank unternahm jüngst den Versuch, die Verschuldungsgrade im Rahmen von Private-Equity-Übernahmen mittels eines „Leverage Cap“ einzugrenzen. Dieser sieht verschärfte interne Genehmigungshürden in Kreditinstituten vor, wenn die Verschuldung im Rahmen einer Übernahme das Sechsfache des EBITDAs (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) übersteigt (Vgl.: Finance-Magazin [2017] b).

⁵⁴ Vgl.: Financial Times [2016], Heismann [2017].

- Achleitner / Metzger / Reiner / Tchouvakhina (2010):** „Beteiligungsmarkt nach der Krise: Optimistischer Ausblick, aber Angebotslücke im Wachstumskapital wird grösser“, KfW-Research, Online abrufbar: <https://www.kfw.de/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Sonderpublikationen/Beteiligungsmarkt-nach-der-Krise-LF.pdf>.
- Bamberg (2017):** „Der 840-Milliarden-Wahnsinn“, in Finance-Magazin 4 / 2017, S. 10 – 14.
- BlackRock (2016):** „Adapting portfolios to climate change“, Online abrufbar: <https://www.BlackRock.com/investing/literature/whitepaper/bii-climate-change-2016-us.pdf>
- BlackRock (2017):** „2016 Annual Report“, Online abrufbar: http://ir.BlackRock.com/Interactive/newlookandfeel/4048287/annual/BlackRock2016AnnualReport/pdf/BlackRock_AR_2016_Full_Annual_Report.pdf.
- BlackRock (2017) II:** „Proxy voting guidelines for European, Middle Eastern and African securities“, Online abrufbar: <https://www.BlackRock.com/corporate/en-it/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-emea.pdf>.
- Blome-Drees / Rang (2006) a:** „Private Equity-Investitionen in deutsche Unternehmen und ihre Wirkungen auf die Mitarbeiter“, Hans-Böckler-Stiftung, Online abrufbar: https://www.boeckler.de/pdf/mbf_finanzinvestoren_grohe.pdf.
- Blome-Drees / Rang (2006) b:** „Private Equity-Investitionen in deutsche Unternehmen und ihre Wirkungen auf die Mitarbeiter“, Hans-Böckler-Stiftung, Online abrufbar: https://www.boeckler.de/pdf/mbf_finanzinvestoren_edscha.pdf.
- Blome-Drees / Rang (2008):** „Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland am Beispiel des Modelleisenbahnherstellers Märklin“, Hans-Böckler-Stiftung, Online abrufbar: https://www.boeckler.de/pdf/mbf_finanzinvestoren_maerklin.pdf.
- Bloomberg (2016):** „G-Resources Discussing Dividend With BlackRock After Mine Sale“ vom 08.06.2016, online abrufbar: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-06-08/g-resources-discussing-dividend-with-BlackRock-after-mine-sale>.
- Breuer / Quinten / Lühn (2012):** „Unternehmensfinanzierung im Wandel – Entwicklungen des deutschen Finanzierungssystems und deren Konsequenzen“, in WiSt 8 / 2012, S. 403 – 411.
- Deeg / Hardie (2016):** „What is patient capital and who supplies it?“, Socio-Economic Review 14 / 2016, S. 627 – 645.
- Dell’Ariccia / Kadyrzhanova / Minoiu / Ratnovski (2017):** „Bank Lending in the Knowledge Economy“, Online abrufbar: <https://sites.udel.edu/econseminar/files/2017/03/BankLendingInTheKnowledgeEconomy-1jq0a8s.pdf>.
- DGB (2016):** „Konsultation zu den Vorschlägen für Kodexänderungen 2017“, Stellungnahme im Rahmen des Konsultationsprozesses zu den Änderungsvorschlägen am Deutschen Corporate Governance Kodex 2017, Online abrufbar: <http://www.dcgk.de/konsultationen/eingereichte-stellungnahmen.html?file=files/dcgk/usercontent/de/Konsultationen/2016/Stellungnahmen%202016/161201%20Stellungnahme%20DGB.pdf>.
- Dimeg / Asmussen / Mentré (2017):** „Shareholder Activism ist ein Verhalten, keine Investorenklasse“, in BOARD 2 / 2017, S. 92 – 94.
- DIRK / IPREO (2017):** „Investoren der Deutschland AG 4.0 – Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30“, Online abrufbar: https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/170612_Die-Investoren-der-Deutschland-AG-4-0_DAX-Studie-2016-Ipreo_DIRK.pdf.
- DIRK / Taylor Wessing / IPREO (2016):** „Passiv, Aktiv, Aktivist – Stakeholder-Gruppen, die IR verändern“, Online abrufbar: https://www.dirk.org/static/uploads/160523_IPREO_2-3.pdf.
- Dörrwächter (2017):** „Stimmrechts- und Vergütungsberatung – Interessenkonflikte und Unabhängigkeit“, Die Aktiengesellschaft 12 / 2017, S. 409 – 415.
- Faust (2017):** „A typology of shareholders and constellations of actors in the external coalition of the corporation. An exploration for the German case.“, Online abrufbar: http://www.sofi-goettingen.de/fileadmin/Publikationen/Michael_faust_-_A_typology_of_shareholders_and_constellations_of_actors_in_the_external_coalition_of_the_corporation_V3.pdf.
- FAZ (2013):** „Vermögensverwalter BlackRock – Der schwarze Riese“ vom 10.02.2013, Online abrufbar: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr-vermoegensverwalter-BlackRock-der-schwarze-riese-12057048.html>.
- FAZ (2016):** „Wir nehmen Einfluss auf die Firmen dieser Welt“ vom 25.05.2016, Online abrufbar: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/fondsriese-BlackRock-wirnehmen-einfluss-auf-die-firmen-dieser-welt-14246108.html>.
- FAZ (2017):** „Der Interessenkonflikt des Aktionärsberaters ISS“ vom 03.06.2017, Online abrufbar: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/verguetungssysteme-der-interessenkonflikt-des-aktionarsberaters-iss-15044635.html>.
- Fidelity (2017):** „Fidelity by the Numbers: Asset Management“, Online abrufbar: <https://www.fidelity.com/about-fidelity/fidelity-by-numbers/asset-management>.
- Finance Magazin (2016):** „Active Ownership will den Stada-Aufsichtsrat umkrempeln“ vom 10.05.2016, Online abrufbar: <https://www.finance-magazin.de/maerkte-wirtschaft/kapitalmarkt/active-ownership-will-den-stada-aufsichtsrat-umkrempeln-1379841/>.
- Finance Magazin (2017):** „Bain und Cinven gelingt Kauf von Stada – Aktie steigt stark“ vom 18.08.2017, Online abrufbar: <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/stada-bain-capital-und-cinven-gelingt-kauf-a-1163470.html>.
- Finance Magazin (2017) b:** „EZB will Private-Equity-Finanzierungen stärker regulieren“ vom 19.04.2017, Online abrufbar: <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/kredite-anleihen/ezb-will-private-equity-finanzierungen-staerker-regulieren-1401421/>.
- Financial Times (2016):** „Fink backs new breed of shareholder activism“, Financial Times vom 05.02.2016, Online abrufbar: <https://www.ft.com/content/5f05b082-cbd3-11e5-84df-70594b99fc47>.
- Fortune (2017):** „How Kraft Heinz Plans to Build a New Global Food Giant“ vom 19.01.2017, Online abrufbar: <http://fortune.com/kraft-heinz-merger-3g-capital/>.

Graßl / Nikoleyczik (2017): „Shareholder Activism und Investor Activism – Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft“, in Die Aktiengesellschaft 3 / 2017, S. 49–60.

Habdank (2017): „Die Private-Debt-Welle“, in Finance-Magazin 3 / 2017, S. 60–62.

Habersack / Mülbert / Schlitt (2005): „Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt“, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln.

Haldane (2014): „The age of asset management?“, Rede vom 04.04.2014 an der London Business School, Online abrufbar: <https://www.bis.org/review/r140507d.pdf>.

Handelsblatt (2016): „Bilfinger verkauft seine Ertragsperle“ vom 02.06.2016, Online abrufbar: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/dienstleister/baudienstleistungen-gehen-an-eqt-bilfinger-verkauft-seiner-tragsperle/13679870.html>.

Handelsblatt (2017) a: „Investor Knight Vinke macht weiter Druck auf Eon“ vom 10.01.2017, Online abrufbar: <http://www.handelsblatt.com/my/unternehmen/industrie/aufspaltung-fortsetzen-investor-knight-vinke-macht-weiter-druck-auf-eon/19234078.html>.

Handelsblatt (2017) b: „Banken für IPO der Vermögensverwaltung eingeladen“ vom 17.10.2017, Online abrufbar: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/aktien/deutsche-bank-banken-fuer-ipo-der-vermoe-gensverwaltung-eingeladen/20467040.html>.

Haves / Wilke / Meixner / Reich / Vitols (2013): „Private Equity and Labour in Europe: Did the crisis change the perception and role of Private Equity“, Hans-Böckler-Stiftung, Online abrufbar: https://www.boeckler.de/pdf/mbf_pb_finanzinvestoren_private_equity.pdf.

Heismann (2017): „Rebellion der Aktionäre“, in Finance-Magazin 4 / 2017, S. 26–29.

IG Metall (2012): „Finanzinvestoren entzaubern: Wie Betriebsräte Arbeitsplätze sichern, wenn Finanzinvestoren in das Unternehmen einsteigen“, IG Metall Bezirk Nordrhein-Westfalen, Online abrufbar: http://igmetall-nrw.de/uploads/media/2012_02_08_Finanzinvestoren.pdf.

ISS (2017): „Europe Summary Proxy Voting Guidelines“, Online abrufbar: <https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-europe-proxy-voting-summary-guidelines.pdf>.

Kocher (2016): „Strategien im Umgang mit aktivistischen Aktionären und Investoren in Deutschland“ aus Der Betrieb 49 / 2016, S. 2887–2892.

Kraus / Schröder / Schnutenhaus (2014): „Finanzierungslandschaft im Umbruch: neue Finanzierungsstrategien für den Mittelstand“, Corporate Finance 4 / 2014, S. 192–200.

Manager Magazin (2016): „TCI fordert Niedersachsen zum Rückzug im VW-Aufsichtsrat auf“ vom 13.05.2016, Online abrufbar: <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/volkswagen-tci-fordert-niedersachsen-zum-rueckzug-auf-a-1092292.html>.

Meyer zu Drewer (2016): „ETFs im institutionellen Asset Management – zwingend notwendig, hilfreich oder überflüssig?“, Zeitschrift für Kreditwesen 16-17 / 2016, S. 808–811.

Monopolkommission (2016): „XXI. Hauptgutachten der Monopolkommission gemäß § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB“, Online abrufbar: http://www.monopolkommission.de/images/HG21/HGXXI_Gesamt.pdf.

New York Times (2014): „Settling the Bets of the Private-Equity Megadeal’s Golden Age“, vom 29.04.2014, Online abrufbar: <https://dealbook.nytimes.com/2014/04/29/big-texas-utility-files-for-bankruptcy/>.

PWC (2014): „Asset Management 2020: A Brave New World“, Online abrufbar: <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/publications/pdfs/pwc-asset-management-2020-a-brave-new-world-final.pdf>.

PWC (2017): „Private Equity Trend Report 2017“, Online abrufbar: https://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/assets/41733_Studie_PETR_2017_170224_SCREEN.pdf.

Reuters (2016): „Commerzbank – Investmentbanking braucht zu viel Kapital“ vom 4.10.2016, Online abrufbar: <http://de.reuters.com/article/deutschland-commerzbank-investmentbank-idDEKCN1241E0>.

Schäfer/Bläschke (2009): „Die Aktivitäten von Staatsfonds in Deutschland – Hintergründe und Bewertung“, Online abrufbar: https://www.boeckler.de/pdf/mbf_finanzinvestoren_staatsfonds.pdf.

Scheuplein / Sekanina / Teetz (2017): „Private Equity Monitor 2016 – Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland“, Nummer 33 der Reihe Mitbestimmungsreport der Hans-Böckler-Stiftung, Online abrufbar: https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2017_33.pdf.

Scheuplein / Teetz (2017): „Private-Equity-Aktivitäten in Deutschland 2014 / 2015 – Eine Analyse von Buyouts, Exits und Private-Equity-Gesellschaften“, Band 367 der Reihe Study der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf, Online abrufbar: https://www.boeckler.de/pdf/p_study_hbs_367.pdf.

Scheuplein (2018): „Private Equity Monitor 2017“, Reihe Mitbestimmungsreport der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf, Online abrufbar: https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2018_40.pdf.

State Street (2017): „2016 Annual Report to Shareholders“, Online abrufbar: <http://investors.statestreet.com/Cache/1001222694.PDF?O=PDF&T=&Y=&D=&FID=1001222694&iid=100447>.

Thamm / Schiereck (2014): „Shareholder Activism in Deutschland – Eine Bestandsaufnahme“, in Corporate Finance 1 / 2014, S. 17–27.

Vanguard (2017): „Vanguard’s proxy voting guidelines“, Online abrufbar: <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/policies-and-guidelines/>.

Willis Towers Watson (2010): „The World’s 500 Largest Asset Managers, Year End 2009“, Online abrufbar: <https://www.towerswatson.com/en-HK/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2010/10/The-Worlds-500-Largest-Asset-Managers-Year-End-2009>.

Willis Towers Watson (2011): „The World’s 500 Largest Asset Managers, Year End 2010“, Online abrufbar: <https://www.towerswatson.com/en/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2011/10/The-Worlds-500-largest-asset-managers-Year-end-2010>.

Willis Towers Watson (2012): „The World’s 500 Largest Asset Managers, Year End 2011“, Online abrufbar: <https://www.towerswatson.com/en/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2012/10/the-worlds-500-largest-asset-managers-year-end-2011>.

Willis Towers Watson (2013): „The World’s 500 Largest Asset Managers, Year End 2012“, Online abrufbar: <https://www.towerswatson.com/en/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2013/11/The-Worlds-500-Largest-Asset-Managers-Year-end-2012>.

Willis Towers Watson (2014): „The World’s 500 Largest Asset Managers, Year End 2013“, Online abrufbar: <https://www.towerswatson.com/en/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2014/11/The-worlds-500-largest-asset-managers-year-end-2013>.

Willis Towers Watson (2015): „The World’s 500 Largest Asset Managers, Year End 2014“, Online abrufbar: <https://www.towerswatson.com/en-GB/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2015/11/The-worlds-500-largest-asset-managers-year-end-2014>.

Willis Towers Watson (2016): „The World’s 500 Largest Asset Managers, Year End 2015“, Online abrufbar: <https://www.willistowerswatson.com/en/insights/2016/10/The-worlds-500-largest-asset-managers-year-end-2015>.

Willis Towers Watson (2017): „The World’s 500 Largest Asset Managers, Year End 2016“, Online abrufbar: <https://www.willistowerswatson.com/-/media/WTW/PDF/Insights/2017/10/The-worlds-500-largest-asset-managers-year-end-2016.pdf>.

Wirtschaftswoche (2014): „Eisberg für Eskimos“, in Wirtschaftswoche 33 / 2014, S. 43 – 45.

Wirtschaftswoche (2016) a: „TCI empfiehlt VW Streichung von 30.000 Jobs“ vom 18.05.2016, Online abrufbar: <http://www.wiwo.de/unternehmen/auto/volkswagen-tci-empfoehlt-vw-streichung-von-30-000-jobs/13609620.html>.

Wirtschaftswoche (2016) b: „TCI für Verkäufe von VW-Töchtern“ vom 19.05.2016, Online abrufbar: <http://www.wiwo.de/unternehmen/auto/vw-tci-fuer-verkaeufe-von-vw-toechtern/13613972.html>.

Wirtschaftswoche (2017): „Investoren: Wem gehört der DAX?“, Wirtschaftswoche 20 / 2017, S. 16.

AUTOREN

Alexander Sekanina

leitet das Referat Wirtschaft/Abteilung Mitbestimmungsförderung der Hans-Böckler-Stiftung. Er befasst sich vorrangig mit den Schwerpunkten Bilanzierung (HGB und IFRS), Unternehmensfinanzierung, Investoren und Risikomanagement.



WEITERE MITBESTIMMUNGSREPORTS

www.boeckler.de/51908.htm



MITBESTIMMUNGSPORTAL

Der Böckler-Infoservice bietet Mitbestimmungsakteuren spezifisches Handlungs- und Orientierungswissen, u. a. Branchenmonitore, Themenradar, Wissen kompakt, Szenarien Mitbestimmung 2035. Jetzt kostenlos anmelden auf:

www.mitbestimmung.de



PRAXISWISSEN BETRIEBSVEREINBARUNGEN

Analysen und Gestaltungshilfen, Beispiele aus der Praxis.

www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen

IMPRESSUM

Herausgeber

Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf
Telefon +49 (211) 7778-0, Telefax +49 (211) 7778-120

www.boeckler.de
www.mitbestimmung.de

Pressekontakt: Rainer Jung, +49 (211) 7778-150
rainer-jung@boeckler.de

Satz: Yuko Stier

Redaktion

Alexander Sekanina, Leiter Referat Wirtschaft,
Abteilung Mitbestimmungsförderung
Hans-Böckler-Stiftung, Telefon: +49 (211) 7778-168
alexander-sekanina@boeckler.de

Ausgabe

Mitbestimmungsreport Nr. 42

issn 2364-0413
Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise –
nur mit Quellenangabe zulässig.

WWW.BOECKLER.DE