



Munich Center for Capital Markets Law Kapitalmarktrechtliches Symposium

Shareholder Activism und Corporate Governance

München, 4. Oktober 2018

Dr. Michael Brellochs, LL.M.

Alicante
Berlin
Bratislava
Brüssel
Budapest
Bukarest
Dresden
Düsseldorf
Frankfurt/M.
Hamburg
London
Moskau
München
New York
Prag
Warschau

noerr.com

Noerr

/ Übersicht

1. Shareholder Activism – Begriff und Abgrenzungen
2. Shareholder Activism ist kein neues, und vor allem kein deutsches Phänomen
3. Rahmenbedingungen in Deutschland
4. Einzelne Auswirkungen auf die Corporate Governance in Deutschland
 - Dialog zwischen aktivistischen Aktionären und Management außerhalb der Hauptversammlung
 - Leitungsverantwortung des Vorstands im Hinblick auf den Aktionärskreis
 - Zusammenwirken von aktivistischen Aktionären mit institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern
 - Abstimmung zwischen aktivistischen Aktionären und anderen Aktionären

/ Shareholder Activism – Begriff und Abgrenzungen

- Einflussnahme von professionell agierenden Aktionären (insb. Hedgefonds) auf die Unternehmensführung
- Deutlich höherer Einfluss als ihrer Beteiligungsquote entsprechend (z.T. unter 10%), z.B. durch Ausübung von Minderheitenrechten, direkte Ansprache des Vorstands oder Aufsichtsrats, Einbeziehung der Öffentlichkeit oder Abstimmung mit institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern
- Fokus:
 - Strategische Veränderungen, z.B. Abspaltung, Fokussierung des Geschäftsmodells (Beispiele: Elliot / Cevian bei ThyssenKrupp, Elliott bei Vodafone, Knight Vinke bei E.ON)
 - Änderung der Corporate Governance, Organvergütung, Organbesetzung (Beispiele: TCI bei Volkswagen, PetrusAdvisers bei Comdirect, Elliott bei Gea, Cevian bei Bilfinger)
 - M&A-Arbitrage / Special Situation, z.B. bei Übernahmeangebot, Strukturmaßnahme (Beispiele: Elliott bei Stada, Celesio oder Kabel Deutschland)
- Abgrenzung zu Leerverkaufs-Angriffen (z.B. Stoer/Muddy Waters, Wirecard/Zatarra) und „räuberischen Aktionären“

/ Shareholder Activism ist kein neues, und vor allem kein deutsches Phänomen

- Starke Zunahme in den letzten Jahren, nicht nur in Deutschland. Gemessen an der Anzahl der Fälle und den investierten Mitteln befinden sich die Aktivitäten von aktivistischen Aktionären auf dem höchsten Niveau seit der Entstehung des Phänomens. 145 Kampagnen gegen 136 Unternehmen und 40,1 Mrd. USD investiertes Kapital (Lazard, Review of Shareholder Activism - 1H 2018)
- Inzwischen wichtiger Faktor bei strategischen Unternehmensentscheidungen und Corporate Governance
- Rückgang der Aktivitäten bei fallenden Märkten?
- Ursachen:
 - Hohe Liquidität durch langjährig niedrige Zentralbankzinsen; Fehlen alternativer Anlageformen
 - Zunahme von passiven Investments
 - Zunehmende öffentliche Akzeptanz von aktivistischen Kampagnen, z.B. wenn der Kursverlauf der Aktie nicht zufriedenstellend ist oder bei Vergütungsthemen
 - Zunehmende Akzeptanz (konstruktiver) aktivistischer Aktionäre bei Organmitgliedern, z.B. bei der Unterstützung langfristiger strategischer Veränderungen zulasten der kurzfristigen Performance
 - Zusammenarbeit von aktivistischen Aktionären mit institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern

/ Rahmenbedingungen in Deutschland

- Tatsächliche Rahmenbedingungen schwierig zu ermitteln. Laut DIRK/Ipree und Ernst & Young:
 - Aktionärsstruktur in den Indices DAX, MDAX, SDAX und TecDAX unterscheidet sich zum Teil stark (OECD Corporate Governance Fact Book „*mixed ownership*“ vs. „*dispersed ownership*“ in USA). In den Indices MDAX, SDAX und TecDAX gibt es strategische Großaktionäre (etwa Unternehmerfamilien). Im DAX ist der Anteil, der von Großaktionären gehalten wird, hingegen geringer
 - Rund 60% des Grundkapitals werden – über DAX, MDAX, SDAX und TecDAX hinweg – von institutionellen Investoren gehalten (z.B. BlackRock, Vanguard, Deka Investment, Union Investment, Norges)
 - Präsenz in den Hauptversammlungen liegt in der Regel bei rund 60%, allerdings mit steigender Tendenz und einem Rekordwert im DAX von rund 65% im Jahr 2018
- Rechtliche Rahmenbedingungen sind im internationalen Vergleich vor allem durch einen umfangreichen aktienrechtlichen Minderheitenschutz und durch ein Konzernrecht gekennzeichnet

/ Dialog zwischen aktivistischen Aktionären und Management außerhalb der Hauptversammlung

- Interesse an einem vertraulichen Dialog:
 - Management verfügt über bessere Informationen als Aktionäre
 - Aktionäre bringen ggf. Ideen ein, die langfristig wertsteigernd sind, Aktionäre können zur Unterstützung der Strategie gewonnen werden
 - Aktivistische Aktionäre suchen jedoch oftmals gezielt Öffentlichkeit, um Forderungen Nachdruck zu verleihen
- Rechtlicher Rahmen:
 - Zuständigkeit für Gespräche mit Aktionären – Vorstand und Aufsichtsrat?
 - Verstoß gegen aktien- und kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz str., Grenzen werden teilweise eng gezogen, mE nicht überzeugend
 - Verstoß gegen insiderrechtliches Weitergabeverbot (Art. 10 Abs. 1 MAR)? str., in der Regel keine Weitergabe von Insiderinformationen; bei Weitergabe Art. 17 Abs. 8 MAR
- Rechtspolitisch: Rolle der Hauptversammlung für den Dialog mit Aktionären, wenn einzelne Themen mit wesentlichen Aktionären vorab besprochen werden?

/ Leitungsverantwortung des Vorstands im Hinblick auf den Aktionärskreis

- Pflichten des Vorstands im Hinblick auf Bewegungen im Aktionärskreis
 - Muss Vorstand Bewegungen im Aktionärskreis verfolgen?
 - Muss Vorstand von den Möglichkeiten der Aktionärsrechte-RL Gebrauch machen und Aktionäre unterhalb der Meldeschwellen des § 33 WpHG identifizieren, um Einstieg eines aktivistischen Aktionärs frühzeitig zu erkennen?
 - Muss sich die Gesellschaft präventiv mit einem möglichen Auftreten von aktivistischen Aktionären befassen? (z.B. im Rahmen einer „*Vulnerability Study*“)
 - Im Ergebnis mE keine generellen Pflichten in diesem Sinne; Pflichtenkreis einzelfallabhängig
- Darf die Gesellschaft Einfluss auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises nehmen, etwa wenn der Vorstand daran mitwirkt, dass ein aus seiner Sicht geeigneter Großaktionär einsteigt oder ein institutioneller Investor Aktionär der Gesellschaft bleibt? → vgl. Diskussion beim genehmigten Kapital mit Bezugsrechtsausschluss
- Bei Kampagnen von aktivistischen Aktionären geht es häufig um unterschiedliche Auffassungen von Aktionär und Management zur Strategie und Governance der Gesellschaft und zum Zeithorizont zur Umsetzung → Management ist gefragt, Strategie transparent zu machen, Investoren frühzeitig einzubinden und den Markt zu überzeugen

/ Zusammenwirken von aktivistischen Aktionären mit institutionellen Investoren

- In USA weit verbreitet
- Unterschiedliche Perspektiven:
 - Aktivistische Aktionäre als sog. Governance Intermediäre: institutionelle Investoren kümmern sich – herkömmlich – nicht aktiv um einzelne „Portfoliounternehmen“, sondern verfolgen generelle Governance-Ziele; aktivistische Investoren ergänzen die Inpflichtnahme institutioneller Investoren durch den Gesetzgeber
 - Gefahr, dass aktivistische Aktionäre Kurzfristinteressen (etwa im Rahmen einer Sonderdividende oder einer Umstrukturierung) zulasten der Langfristinteressen der Gesellschaft verfolgen
- Aktionärsrechte-RL: Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter müssen ihre "Mitwirkungspolitik" öffentlich bekannt machen und erklären, wie diese umgesetzt wurde (Art. 3g Abs. 1 Aktionärsrechte-RL)
 - „Engagement Priorities“ von großen inst. Investoren sind bereits heute öffentlich (zB Blackrock, Vanguard)
 - Verstärkte Transparenz der Zusammenarbeit von institutionellen Investoren mit aktivistischen Aktionären?
 - Teil der Mitwirkungspolitik ist Erläuterung der Auswirkungen auf soziale, ökologische und Corporate Governance-Themen → künftig stärkere Betonung von ESG-Themen und der Langfristperspektive bei Kampagnen aktivistischer Aktionäre, um Unterstützung institutioneller Investoren zu erhalten?

/ Zusammenwirken von aktivistischen Aktionären mit Stimmrechtsberatern

➤ Beispiele in Deutschland:

- ISS bei Norma Group SE – Abwahl des Aufsichtsratsvorsitzenden Stefan Wolf
- AOC und ISS bei Stada – Abwahl des Aufsichtsratsvorsitzenden Martin Abend
- Uniper – Glass Lewis und ISS empfehlen Elliots Antrag auf Sonderprüfung abzulehnen

➤ Aktionärsrechte-RL: Stimmrechtsberater müssen

- Einen Verhaltenskodex anwenden und veröffentlichen oder erklären, warum dies nicht der Fall ist; Abweichungen von dem Kodex bei Empfehlungen sind ebenfalls zu erklären (Art. 3j Abs. 1 Aktionärsrechte-RL); Abstimmungsgrundsätze ISS, Glass Lewis bereits heute öffentlich
- Müssen u.a. Informationen über den Dialog mit Gesellschaften und den Interessenträgern der Gesellschaften berichten (Art. 3j Abs. 2 lit. f) Aktionärsrechte-RL)
- Im Ergebnis verstärkte Transparenz der Zusammenarbeit von Stimmrechtsberatern mit aktivistischen Aktionären?

/ Abstimmung zwischen aktivistischen Aktionären und anderen Aktionären

- Konkretisierung des Tatbestands des „Acting in Concert“:
 - Relevant für Pflichtangebot und Stimmrechtsmitteilungspflichten
 - Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance vom 12.12.2012, COM(2012)740 final
 - White-List der ESMA vom 20. Juni 2014, ESMA/2014/677: Ziel ist es, die Zusammenarbeit von Aktionären im Hinblick auf Corporate Governance Themen zu erleichtern
- Insiderrechtliche Grenzen:
 - Informationen über Absichten eines aktivistischen Aktionärs können Insiderinformationen sein
 - Umsetzung der eigenen Absicht durch aktivistischen Aktionär ist kein Insiderhandel (Art. 9 Abs. 5 MAR)
 - Weitergabeverbot (Art. 10 Abs. 1 MAR)
 - Verwendungsverbot (Art. 8 MAR)