Im Visier der Firmenjäger

Finanzmärkte Aktivistische Aktionäre attackieren Unternehmen und drängen auf radikale Veränderungen, auch in Deutschland. Ausgerechnet der Triumphzug passiver Fonds hat ihren Aufstieg begünstigt. Jetzt regt sich Widerstand.

Im Balboa-Fitness-Klub in der Zürcher Innenstadt trifft martialische „Rocky"-Symbolik auf die demonstrative Lässigkeit der Hipster-Generation. Oben gibt es veganes Essen, unten einen spartanisch eingerichteten Trainingsraum – nacktes Gemäuer, Neonröhren und Folterinstrumente aus schwerem Metall.

Es ist ein passender Ort, um Lars Förberg zu treffen, einen der meist gefürchteten Aktionärsaktivisten Europas, eine Art Kampfsportler der modernen Finanzwelt.

Investoren wie Förberg kaufen sich bei Unternehmen ein und warten nicht brav darauf, dass das Management Gewinne abliefert. Sie attackieren, stellen Forderungen und führen Klagen, sie reklamieren Aufsichtsratssitze für sich, wiegeln andere Aktionäre auf.

Oft pflegen sie noch den alten „Rocky"-Stil – immer drauf, und Schluss ist, wenn der Vorstand auf den Brettern liegt. Eines ihrer Opfer war vor ein paar Monaten der Deutsche Klaus Kleinfeld. Der einstige Siemens-Chef wurde von Paul Singer und dessen Hedgefonds Elliott beim amerikanischen Aluminiumkonzern Arconic aus dem Amt gejagt, nachdem er sich selbst mit schmutzigen Methoden zur Wehr gesetzt hatte.

Förberg bevorzugt einen eleganteren Stil, er sieht sich als „konstruktiven Aktivisten", obwohl auch er schon Konzernlenker ausgeknockt hat. Ins Balboa kommt er mit dem Fahrrad. Das Hemd hängt über der Hose, um den Hals trägt er etwas, das auf den ersten Blick wie eine schwarze Halskrause aussieht. „Ein Airbag für Radfahrer", erklärt Förberg, ein Freund des kontrollierten Risikos.

2004 kamen Förberg und sein Partner Christer Gardell mit ihrer Firma Cevian Capital aus Schweden, um behäbigen deutschen Konzernen den rheinischen Kapitalismus auszutreiben. Die sogenannte Deutschland AG, ein von außen schwer zu durchdringendes Netz von Überkreuzbeteiligungen, löste sich da gerade auf, die lange gepflegte Kultur der Abschottung zerbröselte.

„Dieses System und die Art der Unternehmensführung passten nicht mehr in das globale Umfeld", sagt Förberg. Anderswo huldigte man da schon dem Shareholder-Value, alles Managen war darauf ausgerichtet, den Wert für Aktionäre zu steigern, Kurs und Dividenden nach oben zu treiben. Cevian Capital und Christopher Hohn mit dem Hedgefonds TCI, der damals die Deutsche Börse attackierte, zählten zu den ersten Aktivisten, die Deutschlands Konzernlenker aufscheuchten.

Heute gehören Investoren wie sie auch hier zur Normalität, weltweit sind sie schon lange erfolgreich.

Nie zuvor ist den Aktivisten so viel Geld zugeflossen wie in den vergangenen Jahren. Weil die Zinsen niedrig sind, suchen Pensionsfonds und andere Versorgungseinrichtungen verzweifelt nach höheren Renditen. Firmenjäger wie Förberg oder die Amerikaner Nelson Peltz, Carl Icahn und Bill Ackman versprechen sie ihnen – und geben den Druck weiter an die Unternehmen. Mittlerweile erheben selbst deutsche Fondsmanager, die in der Vergangenheit eher zahm waren, ihre Stimme und fordern das Management zu entschlossenerem Handeln auf.

Es geht darum, wer die Macht in den Konzernen hat, wer der beste Eigentümer für sie ist.

Aktionärsaktivismus habe sich „von einer Nischenstrategie zu einem Ansatz entwickelt, der gleichermaßen von Hedgefonds und institutionellen Investoren quer durch die globalen Märkte verfolgt wird", schreibt die Investmentbank J. P. Morgan.

Begünstigt wird der Aufstieg der Aktivisten ausgerechnet von einer gegenläufigen Entwicklung: dem Triumph sogenannter Indexfonds. Sie investieren nicht gezielt in einzelne Firmen, sondern bilden mit ihren Käufen und Verkäufen von Wertpapieren exakt einen Aktienindex wie den Dax ab. Anbieter solcher Passivfonds haben allein in den USA vergangenes Jahr 492 Milliarden Dollar zusätzliches Geld eingesammelt, der Trend hält seit einer Dekade an.

„Das Fondsgeschäft polarisiert sich", sagt Förberg. „An einem Ende erhalten die Indexfonds mit ihren niedrigen Gebühren Zulauf, am anderen sehen wir eine zunehmende Zahl von aktiven Fonds, von denen die Anleger wesentlich höhere Renditen erwarten."

Giganten wie Blackrock, Vanguard und State Street, die zusammen mehr als zwölf Billionen Dollar verwalten, sind heute in etlichen Konzernen der Welt die größten Aktionäre. Zusammengenommen haben Indexinvestoren ihren Anteil an den 500 größten US-Konzernen in den vergangenen 15 Jahren vervierfacht.

Doch je mehr Anleger passiv anlegen, desto leichter ist es für Aktivisten, selbst mit kleinen Beteiligungen ihre Interessen in den Konzernen durchzusetzen.

Die Geldgiganten liefern sich untereinander harte Auseinandersetzungen. Es geht um die Frage, wer die billionenschweren Ersparnisse der Anleger am besten vermehrt. Es geht aber auch darum, wer die Macht in den Konzernen hat, wer der beste Eigentümer für sie ist und sie langfristig in der Erfolgsspur hält.

Wie einflussreich die Aktivisten heute sind, demonstriert in diesen Wochen vor allem Daniel Loeb, 55 Jahre alt und eine Art Leitwolf unter den Firmenjägern. Ein Mann mit ungeheurem Selbstbewusstsein, geschätzten 2,9 Milliarden Dollar Privatvermögen und einer Schwäche fürs Surfen. Rund 15 Milliarden Dollar verwaltet seine Firma Third Point, benannt nach einem Ort am Strand von Malibu. Kein Name ist Loeb zu groß, kaum eine Methode zu grob. Mal lästerte er in der Vergangenheit über die Investorenlegende Warren Buffett, mal schwärzte er Firmen in Chatrooms an. Loeb verklagte das Auktionshaus Sotheby's, jagte beim Internetportal Yahoo den Chef zum Teufel und stieg dort mit Gewinn wieder aus.

Kein Wunder, dass ein Raunen durch die Finanzwelt ging, als Loeb im Juni dieses Jahres mitteilte, er sei beim Schweizer Lebensmittelkonzern Nestlé eingestiegen. Mit 3,5 Milliarden Dollar, so viel hatte er noch nie in einen Konzern investiert. Trotz der hohen Investition hält Third Point aber gerade einmal 1,3 Prozent an Nestlé. Kann man mit solch einem geringen Anteil das Management beeinflussen?

Loeb schlug markige Töne an, Nestlé solle die Beteiligung an L'Oréal verkaufen, Kosten abbauen und mehr Geld an die Aktionäre ausschütten. Und nur wenige Tage später kündigte Nestlé-Chef Mark Schneider an, Aktien im Wert von 20 Milliarden Schweizer Franken zurückzukaufen.

Welch ein Coup – oder war es nur eine Illusion? Nestlés Aktienrückkauf war of-

CHRIS GLOAG / DER SPIEGEL

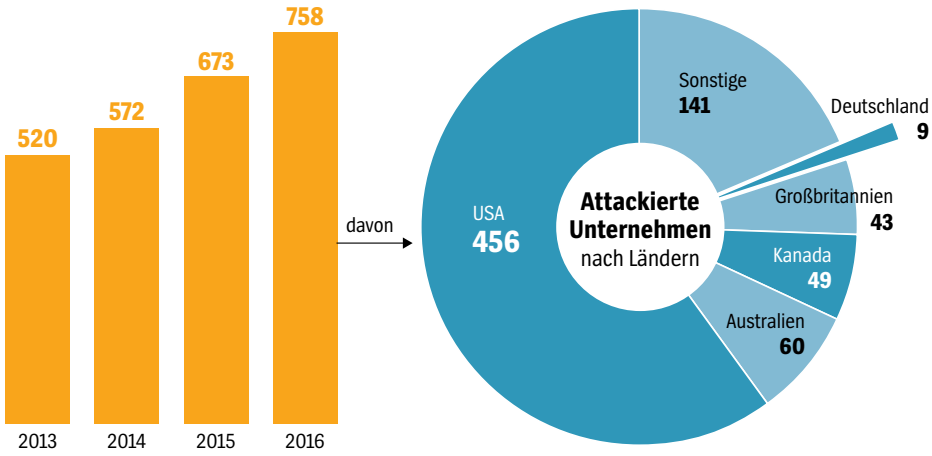
CHRISTIAN NILSON / 13PHOTO / DER SPIEGEL

Blackrock-Managerin Balic (o.), Cevian-Gründer Förberg (l.), Hedgefonds-Kritiker Hirt
Die Ideen der Aktivisten sind längst im Management-Mainstream angekommen

MICHA THEINER / INTERTOPICS

Aktivistische Aktionäre

Unternehmen weltweit, die von Investoren attackiert wurden



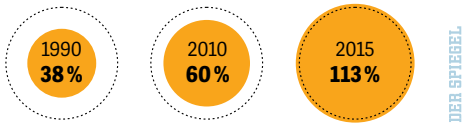
Die größten Aktivisten

weltweit, 2016

	attackierte Unternehmen	durchschnittlicher Börsenwert der angegriffenen Firmen
Corvex Management	3	33,4 Mrd. $
Elliott Management	14	26,6 Mrd. $
Carl Icahn	3	26,3 Mrd. $
Starboard Value	8	9,6 Mrd. $
Gamco Investors	8	2,9 Mrd. $

Aktienrückkäufe und Dividenden

von US-Unternehmen, in Prozent der Investitionen



DER SPIEGEL

fenbar lange vor Loebs Einstieg geplant, Schneider hatte längst begonnen, den Konzern umzubauen und auf Effizienz zu trimmen. Allerdings ließ er diese Woche durchblicken, dass er wenig davon halte, die Beteiligung an L'Oréal zu verkaufen.

Oft reicht jedoch schon die Kunde vom Einstieg eines Loeb, Hohn oder Singer aus, um den Kurs hochzutreiben und den Veränderungswillen im Unternehmen zu vergrößern. Denn die Ideen der Aktivisten sind längst im Management-Mainstream angekommen. Konglomerate sind derzeit out, sie werden an der Börse meist mit einem Abschlag bestraft. Gefragt sind schlanke Konzerne, die ihr Geschäftsmodell permanent optimieren.

„Die Welt ist so komplex geworden, dass man bei dem, was man macht, sehr, sehr gut sein muss", findet Förberg.

Unternehmenslenker wie Siemens-Chef Joe Kaeser gehen – getrieben vom Druck potenzieller Aggressoren – in Vorleistung. Seit Kaeser bei dem Industriekonzern an der Spitze steht, hat er die Lampensparte Osram abgespalten, das Hörgerätegeschäft verkauft und die Solartechnik eingestampft, einen Börsengang der Medizintechnik bereitet er vor. Und Kaeser schüttet aus, was er kann, er erhöhte die Dividende und kaufte eigene Aktien zurück.

Was soll ein Aktivist da noch fordern?

Kaeser handelt nach dem Shareholder-Value-Lehrbuch. Dabei haften Aktionäre nur sehr beschränkt für Fehler eines Unternehmens, sie können jederzeit wieder aussteigen. Warum also sollten Vorstände sich allein an ihren Wünschen orientieren?

Ob eine solche Strategie auf Dauer für die Konzerne nützlich oder schädlich ist – darüber führen aktive und passive Investoren einen geradezu ideologischen Streit.

„Das Kurzfristdenken ist ein riesiges Problem", sagt Hans-Christoph Hirt vom britischen Vermögensverwalter Hermes Investment Management. Hirt, ein leise, aber bestimmt auftretender Deutscher, gehörte selbst zu den ersten Investorenvertretern, die bei deutschen Konzernen gegen schlechtes Management aufbegehrten. Beim Chiphersteller Infineon organisierte er 2010 den Widerstand gegen die Nominierung des früheren Siemens-Managers Klaus Wucherer zum Aufsichtsratschef.

„Klar, auch Hermes muss ordentliche Renditen liefern", sagt Hirt in der Hermes-Zentrale unweit des Tower of London. „Aber die Pensionsberechtigten, deren Geld wir verwalten, arbeiten auch in den Unternehmen, in die wir investieren, und leben in einer Umwelt, die von diesen Unternehmen beeinträchtigt oder geschont wird. Deshalb geht es uns um ganzheitliche Erträge."

Wachsender Einfluss der Aktivisten macht Passivanleger nervös, da sie nicht einfach aussteigen können.

Hirt hält es für unglaubwürdig, wenn Hedgefonds davon sprechen, sie würden durch ihre Einmischung neuen Wert für alle schaffen. „In Wahrheit geht es oft um einen Werttransfer – etwa von Beschäftigten zu Aktionären oder aus der Zukunft in die Gegenwart." Im Jahr 2015 erreichten Dividenden und Aktienrückkäufe börsennotierter US-Unternehmen im Verhältnis zu ihren Investitionen einen Rekord von 113 Prozent. Ein Indiz dafür, dass Investoren immer ungenierter in die Kassen der Konzerne greifen – zulasten von Innovationen.

„Wenn der Wettbewerber kurzfristig höhere Renditen und Ausschüttungen verspricht, ist es für ein börsennotiertes Unternehmen schwierig, eine langfristige Strategie zu verfolgen", beobachtet Hirt.

Widerstand gegen das Kurzfristdenken formiert sich auch bei den führenden Anbietern von Indexfonds. Blackrock-Chef Larry Fink prangerte Anfang 2016 die „Kultur der Quartalsberichts-Hysterie" an und beklagte exzessive Ausschüttungen und Aktienrückkäufe. Der wachsende Einfluss der Aktivisten macht Passivanleger nervös, weil sie eben nicht einfach aussteigen können, wenn etwas schiefläuft.

Blackrock, der größte Passivinvestor der Welt, will deshalb aktiver werden.

Die Frau, die diese neue Linie durchsetzen soll, heiß Amra Balic, ist 48 Jahre alt und sitzt in der Europazentrale von Blackrock, einem schwarzen Büroklotz mitten in der Londoner City.

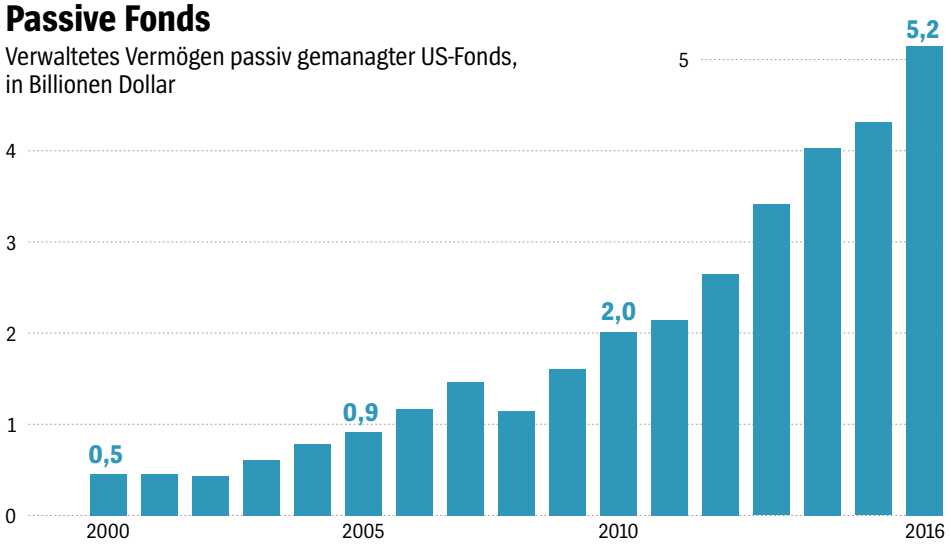
„Als großer Indexinvestor ist Blackrock prädestiniert, sich für eine langfristige Strategie in den Unternehmen einzusetzen", sagt Balic. Das Management könne den Aktivisten sagen: Geht, wenn es euch nicht passt. „Bei uns ist das nicht möglich, wir werden jedes Jahr wieder da sein und bei der Hauptversammlung abstimmen. Das ist ein mächtiger Hebel, um Vorstände und Aufsichtsräte in die Pflicht zu nehmen."

Aber wie wenig Blackrock diesen Hebel nutzen kann, zeigen Zahlen. Der Fondsriese ist weltweit an mehr als 10 000 Unternehmen beteiligt, Balic' Team für die Durchsetzung der von Blackrock definierten Prinzipien guter Unternehmensführung kaum mehr als 30 Köpfe stark. Zum Vergleich: Bei Cevian arbeiten 25 Investmentprofis, die im Durchschnitt zwei Beteiligungen im Jahr eingehen.

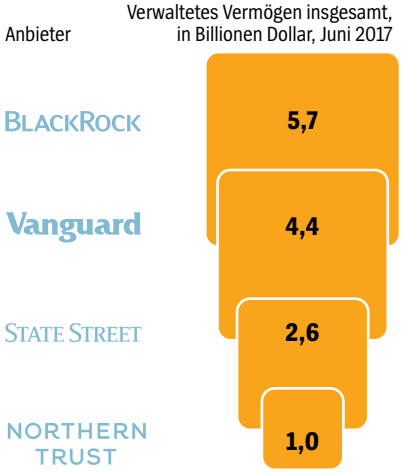
Balic verweist darauf, dass Blackrock „kein Mikromanagement betreibt" und nur dann wirklich aktiv werden müsse, wenn sich ein Unternehmen langfristig unterdurchschnittlich entwickle oder gegen Grundsätze guter Unternehmensführung verstoße. Doch bekommen die Leute in London das überhaupt rechtzeitig mit? Zwar stimmte Blackrock in der vergange-

Passive Fonds

Verwaltetes Vermögen passiv gemanagter US-Fonds, in Billionen Dollar



Die größten Anbieter von Passivfonds



Quellen: Activist Insight, Reuters, ICI, I&P

nen Hauptversammlungssaison in elf Prozent der Fälle gegen Vorschläge des Managements, etwa wenn es um Vergütungsfragen ging. Auf die Strategie der Konzerne nimmt der Vermögensverwalter aber kaum Einfluss, auch weil er in aller Regel nicht im Aufsichtsrat vertreten ist.

Umso skeptischer verfolgt Balic das Treiben der Hedgefonds. „Wenn Aktivisten in den Aufsichtsrat einziehen, wollen wir wissen, welche Rolle sie dort spielen, und sicherstellen, dass sie nicht ihre eigenen Interessen bedienen, sondern im besten Sinne des Unternehmens und aller Investoren handeln."

Die Aktivisten keilen zurück. „Besonders besorgniserregend ist der Aufstieg der Indexfonds", sagt Franck Tuil, Senior Portfolio Manager bei Elliott. „Je mehr Investoren passiv bleiben, desto weniger fühlt sich das Management den Aktionären verpflichtet und desto mehr Unternehmen driften ab."

Der Franzose ist überzeugt, dass exzessive Gehaltspakete und unkontrolliertes Wachstum mancher Konzerne in den vergangenen Jahren mit dem wachsenden Anteil passiver Aktionäre zu tun haben. „Deswegen müssen wir als aktive Aktionäre den Vorständen umso genauer auf die Finger schauen", findet Tuil.

Dass die Hedgefonds dabei vor allem kurzfristige Ziele verfolgten, hält er für ein Klischee. In Deutschland allerdings kauft sich Elliott vor allem kurzfristig in Unternehmen ein, die unmittelbar davor stehen, übernommen zu werden. Ist es so weit, presst Elliott dem Angreifer eine höhere Abfindung ab – so haben die Amerikaner es gerade beim Bad Vilbeler Pharmakonzern Stada mit großem Erfolg praktiziert. Das ist legitim, bessere Unternehmen schafft Elliott damit allerdings nicht.

In Amerika haben die Aktivisten die meisten Unternehmen schon da, wo sie sie haben wollen. Deshalb wenden sich immer mehr Angreifer Europa zu. „In Europa", sagt Tuil, „herrscht in den Managementetagen noch häufig die Haltung, dass man als Vorstand den Aktionären keine Rechenschaft schuldig sei." Es gebe so etwas wie einen elitären Zirkel von Managern, die sich alle in den gleichen Kreisen bewegten und berufen fühlten zu entscheiden. Das biete mehr Möglichkeiten, Schwächen in der Unternehmensführung „gezielt zu adressieren", mache es aber auch schwieriger, sich durchzusetzen.

Was Tuil meint, erklärt einer, der insbesondere die Eigenheiten der deutschen Wirtschaft schon lange kennt: Ingo Speich, Portfoliomanager bei der Fondsgesellschaft Union Investment.

Speich, ein schlanker Mann mit dunklen, nach hinten gekämmten Haaren, ist eine Art Posterboy einer noch kleinen Bewegung, die sich dafür starkmacht, dass sich auch deutsche Fondsgesellschaften als Aktionäre stärker einmischen.

Keiner dieser Vermögensverwalter beteiligt sich aktiver an den Abstimmungen in den Hauptversammlungen als Union Investment, kaum einer wird bei den Aktionärstreffen so deutlich wie Speich. Viele Investoren in Deutschland schliefen noch immer, findet Speich. Sie delegierten blind Entscheidungen an amerikanische Stimmrechtsberater wie ISS oder Glass Lewis, die zwar für die Einhaltung gewisser Mindeststandards bei der Unternehmensführung einträten, aber auch den Einfluss angelsächsischer Aktionärsdenke erhöhten.

„Die Rolle von Aktivisten in Deutschland wird zunehmen", sagt Speich. Aber wer hier Erfolg haben wolle, fahre mit einem konstruktiven Ansatz besser.

Das liegt zum einen daran, dass noch immer Verbindungen bestehen, die es für angelsächsische Außenseiter schwierig machen, Einfluss zu gewinnen. „Die Deutschland AG mit ihren Kapitalverflechtungen mag untergegangen sein. Aber die personellen Netzwerke dahinter bestehen weiter", erklärt Speich. Hinzu kommt, dass die Aufsichtsräte zur Hälfte mit Arbeitnehmervertretern besetzt sind. Auch das erschwert Aktivisten den Durchgriff.

Diese Erfahrung mussten in Deutschland auch Lars Förberg und seine Kollegen bei Cevian machen. In ihrer Heimat Schweden sind sie vom Erfolg verwöhnt, an deutschen Konzernen wie dem Industriedienstleister Bilfinger oder Thyssenkrupp haben sie sich lange Zeit erfolglos abgemüht.

Bei dem gebeutelten Essener Mischkonzern stieß Cevian mit diversen Ideen auf Widerstand, wie das Traditionsunternehmen flottzumachen sei. Den Plan von Konzernchef Heinrich Hiesinger, das Stahlgeschäft in ein Gemeinschaftsunternehmen mit der indischen Tata Group einzubringen, stellte Cevian noch kurz vor Verkündung infrage, um ihn schließlich doch zu unterstützen. „Es geht jetzt in die richtige Richtung", sagt Förberg, die eigenen Renditeziele hat Cevian bei Thyssenkrupp und Bilfinger jedoch bislang nicht erreicht.

Dennoch gibt sich Förberg überzeugt, dass Aktivisten die Interessen der Sparer am wirkungsvollsten vertreten können. Die Masse der Anleger, die über Pensionsfonds oder andere Umwege in Unternehmen investiere, könne dem Management nicht so auf die Finger schauen, wie sie es als Miteigentümer müsste. Diese Sparer bräuchten daher Fonds wie Cevian, die als eine Art „Leih-Eigentümer" unternehmerisch handelten.

Längst nicht jeder Aktivist ist allerdings ein guter Unternehmer, viele von ihnen wollen es gar nicht sein. Und manchmal verstehen langgediente Vorstände oder Aufsichtsräte auch tatsächlich mehr von der Firma, die sie seit Jahren von innen kennen, als die Loebs und Förbergs dieser Welt mit ihrem McKinsey-Blick.

Martin Hesse
Mail: martin.hesse@spiegel.de