

SHAREHOLDER ACTIVISM UND STRUKTURWANDEL

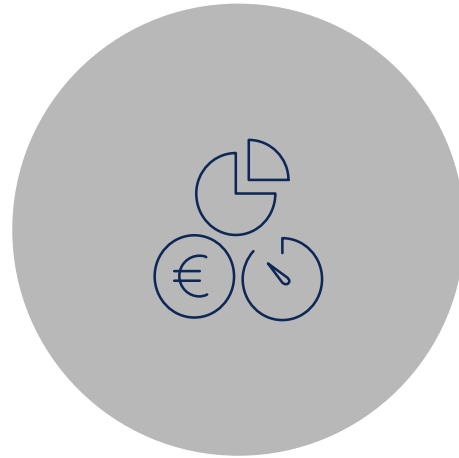
Martin Hitzer | Frankfurt | 6. Februar 2020

Strukturwandel in Unternehmen



Rechtlich

- Umstrukturierung
- Compliance-Strukturen
- Corporate Governance
- ...



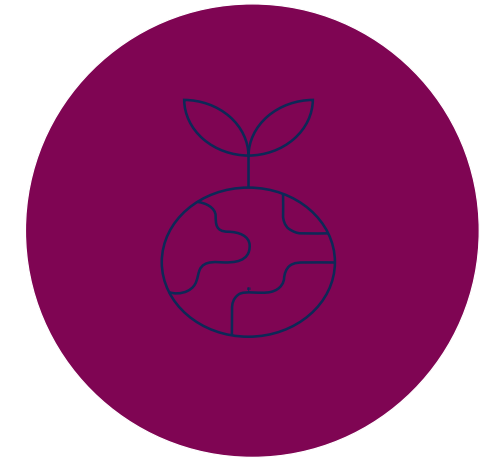
Wirtschaftlich

- Strategie
- Globalisierung
- Diversifizierung
- Sanierung
- ...



Unternehmenskultur

- Unternehmenswerte
- Tone at the top
- Golden Rules
- ...



Öffentlichkeit

- Good Corporate Citizen
- Nachhaltigkeit
- Umwelt-/Klimaschutz
- Soziale Verantwortung
- ...

Shareholder Activism und Strukturwandel

Die Mär vom freiwilligen Verzicht



In der gerade anlaufenden Saison der Aktionärstreffen wurden Managergehälter wieder einmal eine große Rolle spielen, beobachtet **Dieter Fockenbrock**.

„Aktionäre werden sich darauf einstellen müssen, dass sie eher an einem **Restrukturierungsfall beteiligt sind als an einem Hotspot.**“

Für Christian Sewing, Chef der Deutschen Bank, geben die Schlagzettel zum gerade präsentierten vorläufigen Jahresabschluss einen Vorgeschmack auf das, was ihn und sein achtköpfiges Vorstandsteam im Mai auf der Hauptversammlung erwartet: „Millionenbotti für Milliardenverlust“, das lässt wahrlich keine angenehme Diskussion mit den Aktionären erwarten. Das Unverständnis darüber, warum selbst in Jahren tieferer Zahlen Erfolgsprämien gezahlt werden, wird einmal mehr Anlass für scharfe Attacken sein. Dabei hat die Deutsche Bank ganz andere Probleme.

Selbst der Versuch, der Kritik die Spitze zu nehmen durch einen „freiwilligen“ Teilverzicht auf Boni, zieht nicht. Im Gegenteil: Sewing und Co. müssen sich jetzt noch fragen lassen, warum sie ihre Erfolgsvergütung angesichts des desaströsen Ergebnisses nicht gleich komplett streichen.

Das Management der Deutschen Bank wird in diesem Jahr nicht allein Ziel sein für massive Kritik an der Vergütung. Die Frage nach der Angemessenheit der Gehälter dürfte auf vielen Hauptversammlungen eine große Rolle spielen. Kurioserweise geben ausgerechnet die gut gemeinten Umbauten der vergangenen Jahre Anlass dazu: Vergütungssysteme wurden auf Langfristigkeit getrimmt. Mit der Folge, dass Prämien stabil bleiben, obwohl eine schwächelnde Weltwirtschaft und andere Gründe das Ergebnis und die Ertragsperspektiven der Unternehmen längst verunsichern. Optisch laufen da unternehmerische Wirklichkeit und die Gehaltskonten der Vorstände auseinander. Das fordert Widerspruch heraus.

Es dürfte spannend werden. Die Zweite Aktionärsrechtsschlichtung der IZ zwingt Unternehmen, Gehälter, Vergütungen auf noch mehr Nachhaltigkeit auszurichten. Beinahe alle führenden deutschen Aktiengesellschaften werden ihre Vergütungssysteme erneut modifizieren und zur Abstimmung in den Hauptversammlungen stellen müssen. Und ab dem nächsten Jahr müssen sie dann auch noch damit rechnen, dass Aktionäre versuchen werden, bereits festgezurrte Boni und Tantiemen wieder zu kippen. Auch das ist eine Neuerung durch die EU-Richtlinie.

Am Freitag machte der angeschlagene Industriekonzern Thyssen-Krupp nicht nur den Auftakt zur Hauptversammlungssaison 2020, sondern er machte auch gleich eigene Erfahrungen. Im Zentrum der Kritik stand unter anderem die Abfindung über sechs Millionen Euro für Interimschef Guido Kerkhoff. Ausgerechnet jetzt, wo das Management des Rührkonzerns den Beschäftigten harte Zugeständnisse abverlangt, ist mit Kerkhoff vor wenige Monate zuvor ein Fünfjahresvertrag abgeschlossen worden. Nach-

haltiges Wirtschaften sieht anders aus. Kerkhoffs goldener Fallschirm und die systembedingt hohen Boni werden juristisch einwandfrei sein. Aber sie beweisen eben auch, dass jahrelangen Optimierungsvorsprechen wenig Erfolg beschieden ist.

„Freiwilliger“ Verzicht, den die Manager der Deutschen Bank nicht zum ersten Mal üben, ist keine lobenswerte Einsicht, sondern das Eingeständnis, dass das Vergütungssystem nicht funktioniert. Dazu sei daran erinnert, warum überhaupt kurz- und langfristige Prämien gezahlt werden. Sie sollen Manager anleiten und dafür belohnen, dass sie im Sinne der Unternehmensziele erfolgreich arbeiten.

Diese Aufgabe scheinen viele Systeme aber nicht zu erfüllen. Und wenn sie doch einmal funktionieren, dann werden sie abgeschafft. Der Reisekonzern Tui liefert dafür gerade ein skandalöses Beispiel. Kaum fällt die Prämie des Vorstandschefs Friedrich Jousseaume für das wenig erfreuliche Geschäftsjahr 2019 aus, bastelt der Aufsichtsrat unter Leitung von Ex-Daimler-Lenker Dieter Zetsche ein neues System, das genau diesen Ausfall verhindern soll.

Begründung: Die nächsten Jahre werden nicht besser. Aber was hätte ist das für eine Begründung? Aktionäre werden sich ohnehin darauf einstellen müssen, dass sie eher an einem Restrukturierungsfall beteiligt sind als an einem Hotspot. Ein Gegenteil der führenden deutschen Aktiengesellschaften ist Sanierungskandidat. Vorneweg Deutsche Bank und Commerzbank, die sich global in die Bedeutungslosigkeit verabschiedet und noch keine Antwort auf die Digitalisierungswelle gefunden haben.

In der Industrie sieht es nicht besser aus. Die einst vor Kraft strotzenden Energiekonzerne wie RWE und Enn sind nur ein Schatten ihrer selbst. Thyssen-Krupp kämpft ums Überleben. Linde hat sich ins Ausland geflüchtet. Siemens zerlegt sich gerade selbst. Noch dramatischer ist der Umbau im Automobilsektor. BMW, Daimler und VW mögen ihn vielleicht überleben, Duzende Zehnter aber nicht.

Dieser Sanierungsdruck haben aktivistische Investoren mit Sicherheit längst identifiziert. Die Schwächen deutscher Unternehmen sind zu offensichtlich. Schlecht gemachte Vergütungssysteme sind dabei ein beliebter Angriffspunkt. Und die neuen gesetzlichen Regeln werden es diesen aggressiven Fonds leichter machen, Allianzen mit unzufriedenen Aktionären zu schmieden. Dagegen hilft nur ein sturmfestes Vergütungssystem.

Der Autor ist Chefredakteur im Ressort **Unternehmen & Märkte**. Sie erreichen ihn unter: fockenbrock@handelsblatt.com



Mai auf der Hauptversammlung erwartet: „Millionenbotti für Milliardenverlust“, das lässt wahrlich keine angenehme Diskussion mit den Aktionären erwarten. Das Unverständnis darüber, warum selbst in Jahren tieferer Zahlen Erfolgsprämien gezahlt werden, wird einmal mehr Anlass für scharfe Attacken sein. Dabei



Hauptversammlungen stellen müssen. Und ab dem nächsten Jahr müssen sie dann auch noch damit rechnen, dass Aktionäre versuchen werden, bereits festgezurrte Boni und Tantiemen wieder zu kippen.



Diesen Sanierungsdruck haben aktivistische Investoren mit Sicherheit längst identifiziert. Die Schwächen deutscher Unternehmen sind zu offensichtlich. Schlecht gemachte Vergütungssysteme sind dabei

*Gelbe Hervorhebung durch GL

Shareholder Activism – Kampagnen in Europa



Aktivismus in Europa 2019

- ca. 25% aller weltweiten Kampagnen in Europa
- 2019 mehr Kampagnen in u.a. Deutschland, weniger in UK
- Zunahme europäischer Aktivisten

Quelle: Lazard | 2019 Review of Shareholder Activism | January 2020

„Böse“ Aktivisten

Von Stada bis Bayer

Aktivisten auf dem Vormarsch in Deutschland

Warum Bilfinger die Zerschlagung drohen könnte

AKTIVISTISCHE AKTIONÄRE MACHEN DRUCK

Angriff der Fondskrieger

Muddy Waters legt gegen Ströer nach

Mit Elliott wird Bayers Albtraum wahr

GLASS LEWIS

Wichtige Berater stellen sich gegen Deutsche-Bank-Spitze

Hedgefonds Elliott will ThyssenKrupp grundlegend umbauen

Eklat auf der Hauptversammlung der Norma Group: Aufsichtsratschef Stefan Wolf ist bei der Wiederwahl durchgefallen. Stimmrechtsberater hatten ihre Finger im Spiel

THYSSEN-KRUPP, STADA, BILFINGER

Angriffe aktivistischer Investoren – Deutschland droht ein beispielloser Kampf der Managementkulturen

Aktionärsaktivisten attackieren immer öfter deutsche Firmen. Sie wollen höhere Renditen sehen. Wie verträgt sich das mit der sozialen Marktwirtschaft?

ThyssenKrupp-Investor Cevian

Wie man ein Unternehmen zerschlägt Neue Aktivisten ante portas

„Gute“ Aktivisten

*Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter sind oft bedeutende Aktionäre [...] und können daher eine **wichtige Rolle bei der Corporate Governance** dieser Gesellschaften **sowie** allgemein bei deren **Strategie und dem langfristigen Unternehmenserfolg** spielen.*

*Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter arbeiten eine **Mitwirkungspolitik** aus und machen sie **öffentlich bekannt**, in der beschrieben wird, wie sie die Mitwirkung der Aktionäre in ihre **Anlagestrategie** integrieren.*

Aktionärsrechte-RL (EU) 2017/828, ErwGr. 15, Art. 3g(1)a)

*„Institutionelle Anleger sind für die Unternehmen **von besonderer Bedeutung**. Von ihnen wird erwartet, dass sie ihre **Eigentumsrechte aktiv und verantwortungsvoll** auf der Grundlage von transparenten und die Nachhaltigkeit berücksichtigenden Grundsätzen ausüben.“*

DCGK 2017, Präambel

*„Investors should **promote the long-term performance and sustainable success** of companies and should integrate material environmental, social and governance (ESG) factors in stewardship activities.“*

ICGN Global Stewardship Principles, Sec. 6

*„We will be **active owners and incorporate ESG issues** into our ownership policies and practices.“*

UN-Principles for Responsible Investment, Sec. 2

Shareholder Activism – Typisierung

Institutional Investors

Langfristige, eher passive Investition mit nachhaltigen Renditezielen;
Dialog mit Unternehmen, um eigene Interessen durchzusetzen

Blackrock | Vanguard | State Street

Long Term Activist

Mittel- bis langfristige Investition zur Unterstützung und notfalls Erzwingung der Restrukturierung der Gesellschaft

Cevian/Thyssen (seit 2013)

HV-Aktivismus

Ausnutzung von Aktionärsrechten zur Durchsetzung eigener (oft) finanzieller Interessen
„Kritische Aktionäre“

Short Term Activist

Kritik an Governance / Strategie als Mittel für Veränderungen, bspw. Verkauf von Beteiligungen, Aktienrückkauf, Superdividende

Active Ownership/STADA Arzneimittel (2016)

Elliott/Scout24 (2019)

Short Sale Attacks

Gewinnerzielung durch Leerverkäufe, flankiert durch negative PR-Kampagne

WireCard (seit 2016)

Ströer (2016 / 2017)

Aurelius (2017 / 2020)

Event Driven Activist

(Aus-)Nutzung von Übernahmesituationen oder Strukturmaßnahmen, um höhere Abfindungszahlungen zu erreichen

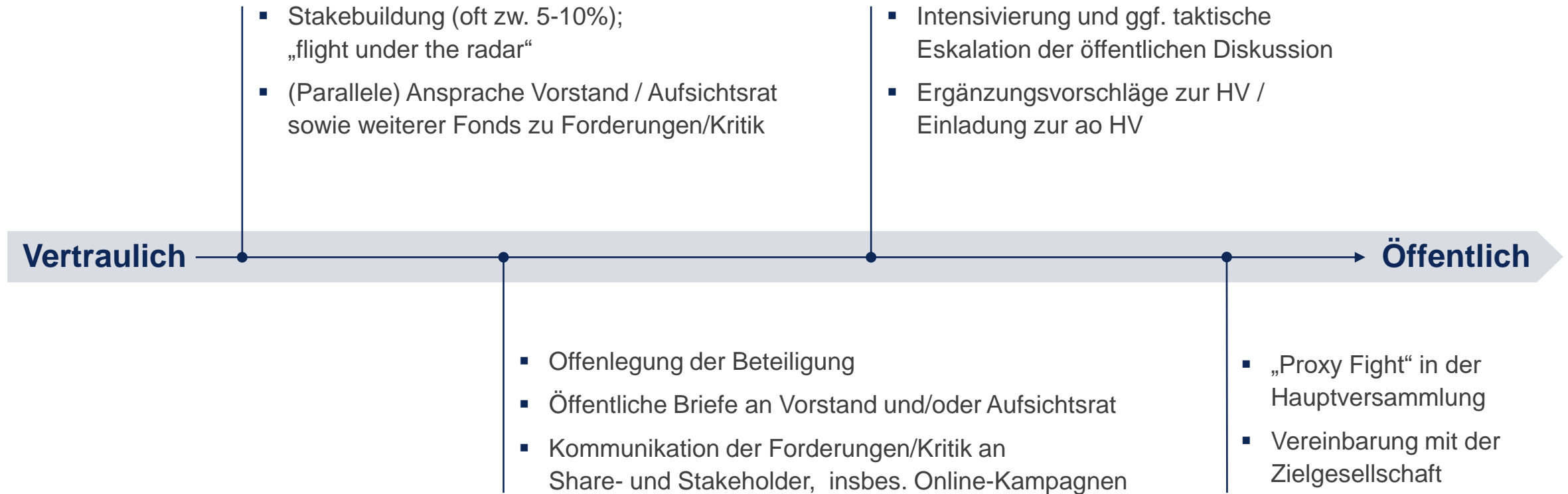
Elliott/SLM Solutions (2013)

Elliott/McKesson/Celesio (2013)



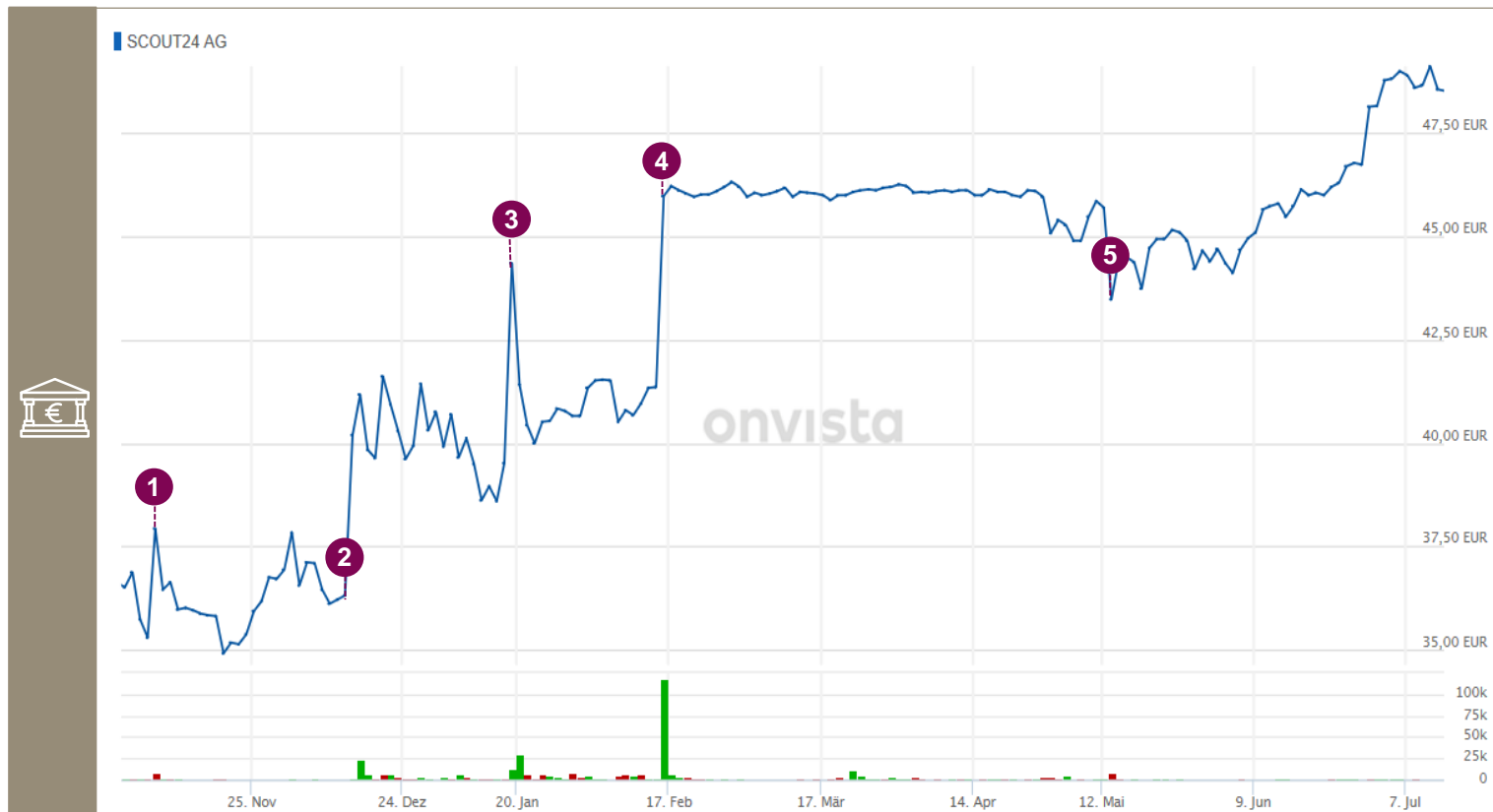
**Shareholder
Activism**

Short-Term Activism – Übliches Vorgehen



Intensität Handlungsdruck für Unternehmen

Shareholder Activism in der Praxis: Scout24 / Phase 1



7. November 2018

1 Veröffentlichung Abschluss Q3/2018 („zweistelliges Umsatzwachstum“)

13. / 19. Dezember 2018

2 Gerüchte in der Presse um möglichen Verkauf von S24 an HF/Blackstone

18. Januar 2019

3 Ad hoc-Meldung - Übernahmeangebot über EUR 43,50/Aktie durch HF/Blackstone; von Vorstand & Aufsichtsrat zurückgewiesen

15. Februar 2019

4 Veröffentlichung Übernahmeangebot über EUR 46/Aktie durch HF/Blackstone; zudem Abschluss Investmentvereinbarung

15. Mai 2019

5 Übernahmeangebot verfehlt Mindestannahmeschwelle von 50%

Shareholder Activism in der Praxis: Scout24 / Elliott



Elliott veröffentlicht Einschätzung zu Scout24

LONDON, FRANKFURT, 5. August 2019 – Von Elliott Advisors (UK) Limited („Elliott“) verwaltete Fonds, die zusammen über eine wirtschaftliche Beteiligung (Long-Position) in einer Höhe von mehr als 7 Prozent des Grundkapitals der Scout24 A.G. („Scout24“ oder „die Gesellschaft“) verfügen, haben heute einen Brief veröffentlicht, in dem sie ihre Sicht auf das signifikante Wertsteigerungspotenzial von Scout24 darlegen.

26. Juli 2019

AN: Tobias Hartmann

CC: Dr. Hans-Holger Albrecht

Scout24 AG
Bothestr. 11-15
81675 München
Deutschland

Sehr geehrter Herr Hartmann,

wir schreiben Ihnen im Namen von Fonds, die von Elliott Advisors (UK) Limited („Elliott“ oder „wir“) verwaltet werden und die zusammen über eine wirtschaftliche Beteiligung in einer Höhe von mehr als 7 Prozent des Grundkapitals der Scout24 A.G. („Scout24“ oder „die Gesellschaft“) verfügen. Wir wissen es zu schätzen, dass Sie sich in den zurückliegenden Wochen die Zeit für unsere gemeinsamen Treffen genommen haben. Als einer der größten Investoren von Scout24 bleiben wir einem konstruktiven Austausch und offenen Dialog verpflichtet. Wir sind zuversichtlich, dass unsere kontinuierliche Kommunikation zu sinnvollen und spürbaren Fortschritten bei der Wertschöpfung für alle Stakeholder führen kann.

Um unseren konstruktiven Dialog fortzuführen und eine ambitioniertere Zielsetzung zu fördern, möchten wir Ihnen unsere Perspektiven zu den folgenden Themen näher bringen:

- I. **Das Wertschöpfungspotenzial.** Unsere Einschätzungen zum signifikanten Wert, den wir sowohl in ImmobilienScout24 („IS24“) als auch AutoScout24 („AS24“) sehen – zwei unabhängigen, starken Unternehmen;
- II. **Die verpassten Chancen.** Unsere Besorgnis über die jüngsten Fehlentscheidungen – darunter der schlechte Rat an die Aktionäre, ihre Scout24-Beteiligung zu einem Preis zu veräußern, der offensichtlich weit unter dem wahren Potenzial des Unternehmens liegt, sowie die überraschende Ankündigung der vergangenen Woche, der es an Klarheit und ambitionierten Zielen mangelte; und
- III. **Der Weg in die Zukunft.** Unsere Empfehlungen zu erforderlichen strategischen Schritten, um das volle Potenzial von Scout24 zu entfalten.

Die Leitung von Scout24 sollte nunmehr ein höheres Maß an Dringlichkeit dartun, an der es bisher gefehlt hat. Das glauben nicht nur wir, sondern auch eine wachsende Anzahl anderer Stakeholder. Wir hoffen, dass unsere Einschätzungen dazu beitragen, dass Scout24 die Maßnahmen erkennt, die erforderlich sind, um das Vertrauen seiner Aktionäre zurückzugewinnen. Dabei setzen wir unverändert auf eine konstruktive Zusammenarbeit, um ein für alle Seiten zufriedenstellendes Ergebnis zu erreichen.



in der Kleinanzeigenbranche). All diese Analysen haben unsere Einschätzung bestätigt, dass der **wahre Wert von Scout24 bei mehr als 65 € pro Aktie liegt.**



Beurteilung der verpassten Gelegenheit der letzten Woche

Zu unserer Überraschung – und zur Überraschung vieler Mitaktionäre – haben Sie am vergangenen Freitag eine Pressemitteilung veröffentlicht, der es an Klarheit und ambitionierten Zielen gemangelt hat. Wie Sie sich erinnern werden, hatten wir nur zwei Tage vor Ihrer

III. Der Weg in die Zukunft

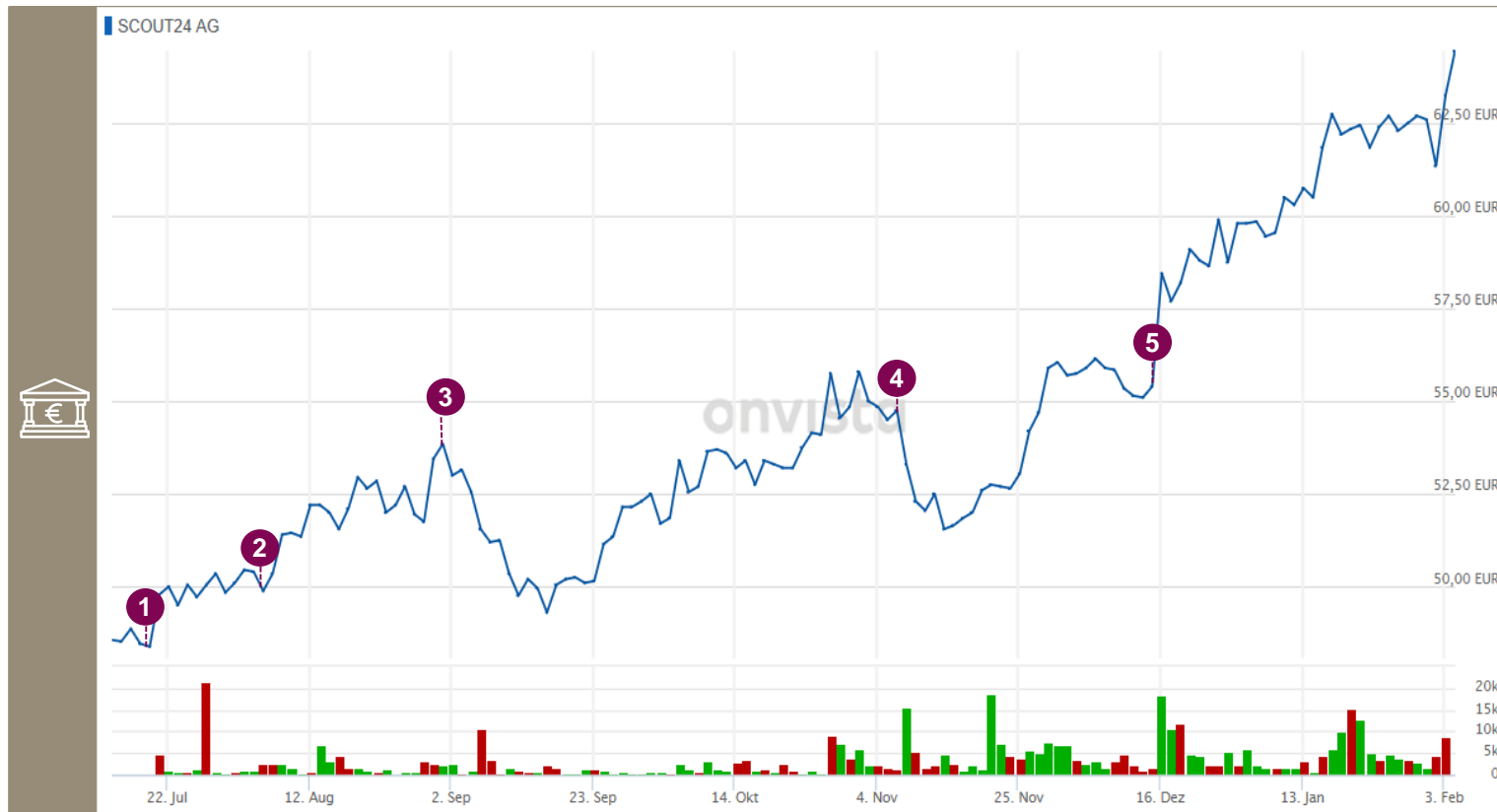
Wie wir Ihnen im persönlichen Gespräch dargelegt haben, empfehlen wir Scout24 dringend, einen Plan zu erarbeiten, der den fundamentalen Wert des Unternehmens angemessen reflektiert. Im Einzelnen empfehlen wir die folgenden Schritte:



- 1) *Abspaltung von AS24 vor dem Hintergrund von strategischen und privaten Kaufinteresses bei attraktiven Bewertungen*
- 2) *Initiierung eines umfassenderen Aktienrückkaufprogramms*
- 3) *Wiederaufnahme einer sinnvollen Zusammenarbeit mit den Aktionären*



Shareholder Activism in der Praxis: Scout24 / Phase 2



19. Juli 2019

1 Veröffentlichung „Strategic Roadmap“;
Bekanntmachung AR-Wahlvorschläge

5. August 2019

2 Öffentlicher Brief von Elliott an S24;
u.a. Forderung zum Verkauf von AS24

30. August 2019

3 Ordentliche Hauptversammlung;
erfolgreicher Gegenwahlvorschlag zu
AR-Wahlen von Pelham Capital

7. November 2019

4 Veröffentlichung Abschluss Q3/2019
(„Fokussierung auf unsere beiden
Kerngeschäftsfelder“)

16. Dezember 2019

5 Veröffentlichung Entscheidung
zum Verkauf von AS24

Shareholder Activism in der Praxis: Scout24 / Elliott

Scout24 verkauft Autoscout24 für 26x Ebitda

Für 2,9 Milliarden Euro verkauft Scout24 seine Autosparte Autoscout24 an den Finanzinvestor Hellman & Friedman. Damit bekommt der aktivistische Investor Elliott seinen Willen – und darf für eine üppige Sonderdividende hoffen.

Nach AutoScout24-Verkauf: Elliott steigt teilweise bei Scout24 aus

Der Fonds des Investors Paul E. Singer halbiert nahezu seinen Anteil an dem Portal. Die Aktien steigen auf Rekordhoch.

18.12.2019

Gebrauchtwagensparte geht an US-Investoren

Scout24 wird aufgespalten, Autoscout24 wird verkauft

29. Dezember 2019, 18:39 Uhr Scout 24

US-Investor Elliott steigt aus

Der aktivistische US-Investor Elliott hat den geplanten Verkauf von Auto Scout 24 zum Teilausstieg bei der Muttergesellschaft Scout 24 genutzt. Der Fonds des Investors Paul E. Singer, der den Verkaufsprozess im August gegen Widerstände erst angestoßen hatte, reduzierte seinen über ein Derivat gehaltenen Scout 24-Anteil kurz nach der Ankündigung in der Woche vor Weihnachten auf 4,9 Prozent, zuvor waren es 7,5 Prozent gewesen.

Shareholder Activism – Rechtlicher Rahmen



Shareholder Activism – Kommunikation

Kompetenz

Vorstand zuständig für Investorenkommunikation
Aufsichtsrat kann in Dialog eintreten, wenn eigene
Zuständigkeit berührt
Vorstand und Aufsichtsrat stimmen Dialog ab
(„One-Voice-Policy“)

Rechtlicher Rahmen

Aktienrechtliche Kompetenzordnung
Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre
Verschwiegenheitspflicht
Pflicht zur Offenlegung von Insiderinformationen

Investorenkommunikation

Information über Arbeit des Aufsichtsrats?

Nur Dialog über allgemeine Informationen der AR-
Tätigkeit (bspw. Ausschüsse, Vergütungssystem)
Keine Weitergabe spezifischer Informationen, insbes.
zu individuellen AR/VS-Mitgliedern
Keine Teilnahme an AR-Sitzungen

Information nur ausgewählter Investoren?

De lege lata kritisch (Gleichbehandlung)
Ausnahmsweise zulässig,
wenn im Unternehmensinteresse

Shareholder Activism – Vorgehen gem. § 137 AktG



Risiko

- **§ 137 AktG**
Antrag von mind. 10% des in HV anwesenden Kapitals auf vorgezogene Abstimmung über Gegenwahlvorschlag
- **Worst Case**
Zufallsmehrheit für Gegenwahlvorschlag eines aktivistischen Aktionärs; keine Wahl der/des originär zur Abstimmung gestellten Aufsichtsratskandidaten



Gründe

- Stimmrechtsvertreter sehen für Gegenanträge Enthaltung und nicht „Nein“-Stimme vor
- Geänderte Weisungen nicht im System berücksichtigt; damit auch nicht in HV
- Enthaltungsquote erhöht Erfolgchancen Gegenantrag unabhängig von „wahrer“ Aktionärsmehrheit
- Ursprüngliche Wahlempfehlung geht ins Leere



Kommunikation Aktionäre

- **Ursachen**
Vorgehen § 137 AktG kann verständlich erklärt werden
- **Vorteile Präsenz**
Garantiert Wahrung Aktionärswillen
- **Abgabe Weisungen**
Möglichst nach Fristablauf für Gegenwahlvorschläge
- **Betonung Eigeninitiative**
Ansprache Stimmrechtsberater jederzeit möglich

Shareholder Activism und Strukturwandel – Ausblick

Environmental Social Governance-Stewardship

Aktive Ausübung von Eigentumsrechten durch **institutionelle Investoren** als Beitrag zu umwelt-, sozial- und governancebezogenen Aspekten (**ESG**)

Erwartungen...

- **Anreiz zur Mitwirkung:**
Transparenz- und Publizitätspflichten auch bzgl. ESG-Belangen

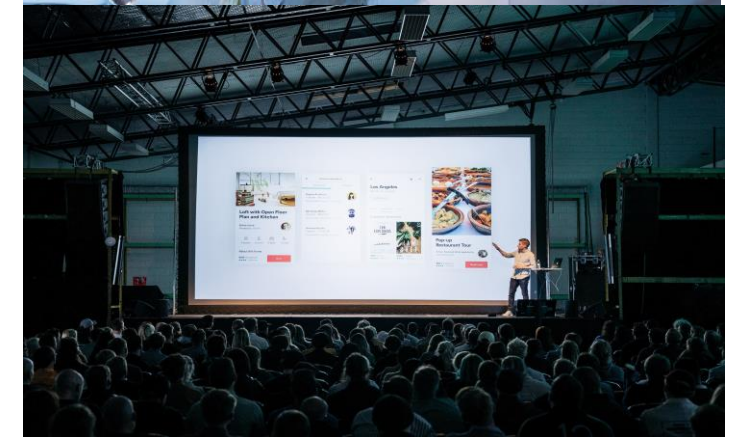
...und Realität

- Kaum finanzielle Anreize; hohe Kosten
- Fokus auf Partikularinteressen
- „Exit“ (Verkauf) oft ökonomischer



Hintergrund

- **Comply-or-Explain-Pflichten** sollen verantwortungsvolle Anlagestrategien institutioneller Investoren fördern
- **Ziel:** Orientierung u.a. an Nachhaltigkeit, Langfristigkeit und Stakeholder-Interessen(?)



Ausblick: „HV for future“?

- **HV-Kompetenz** für ESG-Themen?
- Jedenfalls **mittelbarer Einfluss** der Aktionäre (Verweigerung Entlastung)
- **Fokus Unternehmen:**
Investorenkommunikation und CSR-Berichterstattung
- Stärkung **AR-Überwachungspflicht?**

VIELEN DANK

für Ihre Aufmerksamkeit

Standorte

Berlin

Friedrichstraße 71
10117 Berlin
Deutschland

T +49 30 800979-0
F +49 30 800979-979

Frankfurt

Taunusanlage 11
60329 Frankfurt
Deutschland

T +49 69 95514-0
F +49 69 95514-198

München

Karl-Scharnagl-Ring 6
80539 München
Deutschland

T +49 89 21667-0
F +49 89 21667-111

Brüssel

Rue de Loosum 25
1000 Brüssel
Belgien

T +32 2 551-1020
F +32 2 551-1039

Düsseldorf

Dreischeibenhaus 1
40211 Düsseldorf
Deutschland

T +49 211 54061-0
F +49 211 54061-111

Hamburg

Hohe Bleichen 19
20354 Hamburg
Deutschland

T +49 40 460017-0
F +49 40 460017-28

Stuttgart

Lautenschlagerstraße 21
70173 Stuttgart
Deutschland

T +49 711 8997-0
F +49 711 855096

www.gleisslutz.com