



AUFSTAND der Aktionäre

Ein Kartell von Vorständen und Aufsichtsräten hat in deutschen Konzernen das Sagen. Doch es gibt Hoffnungszeichen für mehr Aktionärsdemokratie, beobachtet *Arno Balzer*

Ein Grund zum Feiern liegt bei der Deutschen Bank schon weit zurück. Der Begriff Gewinn ist längst aus dem Wortschatz der Banker getilgt, der Aktienkurs dümpelt um die sieben Euro. Für dieses Jahr hat das Geldhaus dennoch einen Grund gefunden: Am 10. März 1870 hat seine Majestät, der König von Preußen ihr Gründungsstatut signiert. Der 150-jährige Geburtstag muss natürlich gefeiert werden.

Die Katerstimmung dürfte im Mai bei der Hauptversammlung folgen. Sie läuft nach bewährter Dramaturgie ab: Der Aufsichtsratsvorsitzende und der Vorstandschef bitten die Aktionäre um Verständnis für die schwierige Lage, geloben Besserung und verweisen auf Fortschritte, die sich bald im Aktienkurs niederschlagen würden. Etliche Aktionäre lassen ihren Frust raus, fordern den Rücktritt des Aufsichtsratschefs. Am Tag danach aber machen Vorstand und Aufsichtsrat weiter wie bisher.

Ein Einzelfall? Schön wär's. Ende Januar erleben die Anteilseigner von Thyssenkrupp, was Aktionäre hierzulande zu melden haben. Etliche Jahre hatten viele von ihnen mehr Kapitalmarktorientierung gefordert. Doch Management und Kontrollgremium hatten das ignoriert. Der Ruhrkonzern hat Milliarden vernichtet, ist zum Sanierungsfall verkommen und in den MDax abge-

stiegen. Jetzt soll Martina Merz, im Oktober an die Spitze des Vorstands delegiert, aufräumen, was die Männer an der Konzernspitze angerichtet haben.

Oberflächlich betrachtet, mag es Missmanagement sein, was die beiden früheren Vorzeigekonzerne in die Krise stürzte. Doch es gibt einen tieferen Grund: Vorstände und Aufsichtsräte hierzulande tun sich oft schwer, die Signale des Kapitalmarkts als konstruktive Begleiter zu verstehen. Kritik wird auf Hauptversammlungen ausgesessen, die Börse als notwendiges Übel akzeptiert, bisweilen gar als Störenfried behandelt.

Deutschland mag eine Kulturnation sein, doch Kapitalmarkt-Kultur gehört sicher nicht dazu. Nur jeder sechste Bürger über 14 Jahren legt sein Erspartes in Aktien an, hat das Deutsche Aktieninstitut ermittelt. In den meisten europäischen Ländern ist es deutlich mehr, in den USA oder Großbritannien ohnehin.

Auch qualitativ hinken die Deutschen hinterher. In der Kategorie „Schutz der Minderheitsaktionäre“ der Weltbank-Analyse „Doing Business“ rangiert Europas größte Wirtschaftsnation auf einem blamablen 72. Rang. Im Klartext: Aktionäre werden zwar toleriert, einmischen sollen sie sich aber bitte nicht. Unternehmenspolitik bleibt Sache eines Kartells von Vorständen und Aufsichtsräten, vulgo ehemaligen Vorständen.

Dass sich daran in absehbarer Zeit etwas ändert, steht nicht zu erwarten. In Sonntagsreden propagieren Politiker

zwar Aktien als ideales Instrument der Altersvorsorge. Unter der Woche aber meiden sie Aktien wie Unkraut Glyphosat. Bundesfinanzminister Olaf Scholz (SPD) etwa gab zu Protokoll, dass er sein Geld auf dem Sparbuch liegen lässt, „trotz der niedrigen Zinsen“. Sein Versuch, bei Aktionären durch eine Transaktionssteuer abzukassieren, scheint vorerst gescheitert. Doch das ist weniger Folge protestierender Aktionäre als vielmehr einer breiten Front der Ablehnung in etlichen anderen EU-Ländern.

Eine wirksame Lobby haben Aktionäre hierzulande nicht. Gewiss, es gibt eine Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger, Schlagzeilen produzierten die Verbandsfunktionäre aber vor allem mit internen Affären. Erfolgreicher war da die Interessenvertretung der Börsenunternehmen darin, Aktionärsrechte zu verwässern. Mag ja sein, dass manche Aktionäre dies provozierten – heute jedenfalls sind sogenannte räuberische Kleinaktionäre nicht mehr das Problem. Eher schon „räuberische Großaktionäre“ – Investoren, die Unternehmen dominieren und keine Rücksicht auf Minderheitsaktionäre nehmen. Beispiel Beiersdorf: Der Multiunternehmer Michael Herz und Familie halten gut 51 Prozent der Aktien, genug, um eine Dividendenpolitik durchzusetzen, die bei anderen Aktionären regelmäßig Frust auslöst. Die Ausschüttung ist seit mehr als zehn Jahren bei 70 Cent je Aktie einbetonierte, obwohl die Gewinne stiegen. Die Ausschüttungsquote hat sich seit



2010 mehr als halbiert, von 50 auf 22 Prozent. Wem das nicht passt, so offenbar das Kalkül des Großaktionärs, der kann seine Aktien ja verkaufen.

Die Beiersdorf-Praxis gehört noch zu den harmloseren Varianten der Degradierung von Minderheitsaktionären. Beliebt ist auch die Rechtsform der Kommanditgesellschaft auf Aktien, mit denen sich Ankereigner eine dominierende Stellung sichern, etwa bei Henkel oder Merck. Auch das schafft Distanz zur disziplinierenden Unternehmenskontrolle durch die Börse.

Noch weniger zu melden haben die Minderheitsaktionäre der Volkswagen AG. Die Stuttgarter Porsche SE der Familien Porsche und Piëch steuert den größten Automobilkonzern der Welt nach Belieben. Bestenfalls Niedersachsen mit seinem 20-Prozent-Paket und der Betriebsrat haben noch Einfluss. Das wohl dreisteste Beispiel eines „räuberischen Großaktionärs“ lieferte zuletzt Rainer Scholz, Chef und 89-Prozent-Eigner der Beteiligungsgesellschaft Bavaria Industries. Auf eine Rede, Standard auf jeder Hauptversammlung, verzichtete er. Immerhin durften die Aktionäre Fragen stellen. Als einer die Kursentwicklung kritisch hinterfragte, blaffte Scholz zurück: „Mir ist der Aktienkurs völlig egal.“

Die Redefreiheit gilt auch in der Aktionärsdemokratie. Es gibt aber auch Regeln guter Unternehmensführung, festgelegt im Deutschen Corporate Governance Kodex. Dazu gehört, dass „mehr als die Hälfte der Anteilseignervertreter unabhängig von der Gesellschaft und dessen Vorstand ist“.

Die Wirklichkeit sieht anders aus. Volkswagen etwa schert sich nicht um die geforderte Unabhängigkeit von Aufsichtsräten, glaubt Christian Strenger, einst Chef der Deutsche-Bank-Fondstochter DWS, Gründungsmitglied der Corporate-Governance-Kommission und seit Jahren Kämpfer für Aktionärsrechte. Er startete eine Anfechtungsklage, weil keiner der bei Volkswagen nominierten Kandidaten die geforderte Unabhängigkeit mitbringe. Das Oberlandesgericht Celle lehnte die Anfechtung ab mit der Begründung, man könne die Begriffe Unabhängigkeit und Interessenskonflikte nicht definieren.

Unser Rechtssystem scheint sich mit Aktionärsthemen schwerzutun. Im Fall von VW ist vier Jahre nach Bekanntwerden des Dieselskandals noch keine



AKTIVISTEN SPIELEN OFT EINE GUTE ROLLE

LARRY FINK, Blackrock-Chef

höchstrichterliche Entscheidung zu der Frage ergangen, ob der Konzern seine Aktionäre zu spät über den Abgasbetrug informiert hat. Eine Aktionärsklage gegen den vor mehr als 20 Jahren vollzogenen Zusammenschluss von Thyssen und Krupp ist bis heute nicht in letzter Instanz entschieden. Und die Schadenersatzklage von 15.000 Aktionären der Deutschen Telekom wegen Prospektbetrugs beim Börsengang läuft seit über zehn Jahren. Ein Ende ist nicht abzusehen.

Angesichts derartiger Dauerverfahren ist es kein Wunder, wenn etliche Unternehmen ihre Minderheitsaktionäre bei Hauptversammlungen lieber mit Kartoffelsalat und Würstchen abspesen, als sie bei zentralen Fragen der Unternehmenspolitik mitreden zu lassen.

Die Defizite in der Aktienkultur sind allerdings nicht nur hausgemacht. Auch Privatanleger tragen dazu bei. So stecken immer mehr Sparer ihr Geld nicht mehr in einzelne Aktien oder aktiv gemanagte Fonds, sondern in passive Exchange Traded Funds (ETFs), die einen Index nachbilden, etwa den Dax. Aus der Sicht eines einzelnen Investors mag das vernünftig erscheinen. Doch die Nebenwirkungen sind bedenklich. Experten der Investmentbank Goldman Sachs sind in einer Studie zu dem Ergebnis gekommen, dass der ETF-Boom die „Informationsfunktion des Preises“ am Kapitalmarkt beschädige. Die Zugehörigkeit zu einem Börsenindex sei inzwischen fast kursrelevanter als die Unternehmensleistung.

Sollten wir die Hoffnung auf eine bessere Kapitalmarktkultur besser gleich begraben? Bleibt Aktionärsdemokratie ein frommer Wunsch gläubiger Marktwirtschaftler? Nicht ganz. Fondsgesellschaften aus Skandinavien und der angelsächsischen Welt entfalten neuerdings Druck auf Vorstände und Aufsichtsräte, wenn deren Unternehmen unter ihren Möglichkeiten wirtschaften.

Spätestens seit die New Yorker Fondsgesellschaft Elliott hierzulande aktiv geworden ist, bekommen immer mehr Konzernlenker diese Marktmacht zu spüren. Beispiel Bayer: Vorstandschef Werner Baumann hatte mit seinem Oberaufseher Werner Wenning vor drei Jahren die Übernahme des amerikanischen Pflanzenschutz- und Saatmittlerherstellers Monsanto durchgepeitscht, ohne umfassende Einsicht in die Monsanto-Bücher und ohne die eigenen Aktionäre zu fragen. Die Börse hatte die Bayer-Aktie mit einem drastischen Kursverfall bestraft. Als wenig später noch Elliott mit mehr als einer Milliarde Euro bei Bayer einstieg, rechneten manche mit einer Wiederholung der Thyssenkrupp-Posse. Dort hatten der Vorstandsvorsitzende (Heinrich Hiesinger) und der Aufsichtsratsvorsitzende (Ulrich Lehner) die Flucht vor Elliott ergriffen. Doch Baumann und Wenning hörten zu, was ihr neuer Aktionär zu sagen hatte und griffen einige Anregungen auf. Ergebnis: Seit Mitte vergangenen Jahres stieg der Aktienkurs von gut 52 Euro auf über 70 Euro.

In den Chefetagen ist der Bayer-Case aufmerksam betrachtet worden. Inzwischen gibt es sogar Konzerne, die mit aktivistischen Aktionären paktieren. SAP hat Elliott regelrecht ermuntert, einzusteigen, um das Tempo des Konzernumbaus zu beschleunigen. An der Börse sprang die Aktie danach um mehr als zehn Prozent nach oben.

Mit Sicherheit schaffen die neuen aktiven Aktionäre ein Gegengewicht zur zunehmenden Passivlast. Blackrock, der größte ETF-Anbieter der Welt, begrüßt das. „Die Rolle der Aktivisten wird größer“, prognostiziert Blackrock-Primus Larry Fink. „Oft spielen sie eine gute Rolle“.

Ein Garant für ein aktionärsfreundlicheres Verhalten der Konzernlenker



sind aktivistische Investoren freilich nicht. Die schwedische Investmentgesellschaft Cevian Capital etwa müht sich seit 2013, ihre Thyssenkrupp-Anteile in die Gewinnzone zu bringen. Das wird wohl noch Jahre dauern.

Arno Balzer ist Autor und Berater für den Bereich News Media International