

Angriff der Aktivisten

Ströer, Stada, E.on und Volkswagen – derzeit sehen sich viele Unternehmen den Attacken von aktivistischen Investoren ausgesetzt. Manche wollen den schnellen Euro, andere die langfristige operative Mitsprache. CFOs müssen sich auf schwierige Diskussionen einstellen. Text: Markus Dentz, Sabine Reifenberger und Philipp Habdank

— **Wie die Meinungen** doch manchmal auseinandergehen: Eine „über den Erwartungen liegende Entwicklung“, eine „überaus positive Entwicklung des deutschen Generika-Segments“, „geringere einmalige Sondereffekte“ – positiv, beinahe enthusiastisch äußerte sich im Mai Stada-CEO Hartmut Retzlaff über das erste Quartal des Pharmakonzerns aus Bad Vilbel, einem Städtchen mit gut 32.000 Einwohnern vor den Toren Frankfurts. Dass es dem Unternehmen aus der Wetterau schlecht ginge, wäre auch eine Fehleinschätzung: Stolz 2,1 Milliarden Euro Umsatz schrieb Stada im vergangenen Jahr, fast 60 Millionen Euro mehr als im Vorjahr. Auch die Gewinne stiegen ordentlich: 157 Millionen Euro vor Steuern berichtete der Pharmakonzern. Das Verhältnis Nettoverschuldung zum bereinigten Ebitda lag im Berichtsjahr bei beruhigenden 3,1.

Und doch wächst die Kritik an Stada. Die Unternehmensführung sei bestenfalls intransparent, Stada sei zu klein und lokal aufgestellt, der Finanzbereich ineffizient, monieren Kritiker, darunter der neue Großaktionär Active Ownership Capital (AOC). Anlässe für Kritik gibt es mehrere: Ein Working-Capital-Programm, das bereits seit mehreren Jahren laufe, habe bisher kaum Ergebnisse gezeigt. Das Unternehmen erziele seine auf den ersten Blick ordentliche Ebitda-Marge nicht wegen, sondern trotz des Managements, unken Kritiker. Auch Retzlaffs Personalentscheidungen stoßen mitunter auf Unverständnis. Im März 2012 wurde beispielsweise sein Sohn, damals 31 Jahre alt, vom Director Marketing & Vertrieb zum Geschäftsführer befördert, berichtet der Branchendienst Apotheke Online. Schon ein Jahr später soll Retzlaffs Spross ein Gehalt von 460.000 Euro verdient haben. Retzlaff selbst kassiert Millionen und kann sich über ungewöhnlich hohe Pensionszusagen freuen. Und der Aufsichtsrat, so monieren Kritiker, sei mit Amateuren und Freunden besetzt – etwa dem 80 Jahre alten Apotheker Dieter Koch.

Besonders schlucken müssen die Aktionärsvertreter, wenn sie an die vinkulierten Namensaktien von Stada denken. Damit sind de facto die Rechte der Aktionäre durch das Management beschränkt. Es ist eine vergiftete Pille, mit der der Pharmakonzern sich Invasoren vom Hals halten möchte.

Anfang Mai traten diese unterschiedlichen Auffassungen erstmals öffentlich zutage. Der Investor AOC, den Florian Schuhbauer (ehemals Triton) und Klaus Röhrig (ehemals Elliot) gegründet haben, forderte eine Neubesetzung von fünf Aufsichtsratsposten und schlug auch gleich eine eigene Wunschliste vor: Neben vier unabhängigen Kandidaten sollte mit Röhrig ein Vertreter der aktivistischen Investorengruppe in das Gremium gewählt werden. Kurz sah es danach aus, als wäre das Stada-Management einverstanden. „Da wir bereits seit eini-

ger Zeit mit Fragen der Nachfolgeregelung befasst waren, fand mit Active Ownership Fund ein konstruktiver Dialog über die qualifizierten Kandidaten statt, die ich begrüße“, erklärte der Aufsichtsratsvorsitzende Martin Abend. Es waren leere Worte: Nur neun Tage später gab es einen unerwarteten Meinungsumschwung in Bad Vilbel. Stada gab bekannt, dass die Hauptversammlung auf August vertagt wurde. „Auf Basis eines klaren Anforderungsprofils“ wolle man zwischenzeitlich die „bestmöglichen Kandidatinnen und Kandidaten finden“, um den Aufsichtsrat neu zu besetzen. Die Liste der AOC-Kandidaten war damit für den Konzern vom Tisch. Stada wollte die neuen Kandidaten, die Anfang Juli der Öffentlichkeit präsentiert wurden, nach eigenen Regeln bestimmen. Die Personalberatung Egon Zehnder war für den Prozess engagiert.

Und auch an anderer Stelle rüstete Stada seine Verteidigung auf: Die Bad Vilbeler sicherten sich mit der Investmentbank Goldman Sachs prominente Unterstützung. Rechtlich soll der Hamburger Freshfields-Partner Christoph H. Seibt beraten, immerhin Co-Leiter der weltweiten Praxisgruppe Public M&A bei der renommierten Großkanzlei.

Zwischenzeitlich wurde Stada auch noch als Übernahmekandidat des Private-Equity-Investors CVC gehandelt. Alexander Dibelius, der ehemalige Deutschland-Statthalter von Goldman Sachs, ist seit einem Jahr Deutschland-Chef des PE-Investors.

Übernahmephantasien beflügeln Stadas Aktienkurs



Quelle: Ariva.de

Zwar verwies Stada eine mögliche Übernahme mittlerweile in das Land der Gerüchte, doch wird die Lage in Bad Vilbel langsam so undurchsichtig wie ein verqualmtes Drogenlabor.

Stada kämpft an mehreren Fronten, und der Druck nimmt weiter zu. Mit Guy Wyser-Pratte ist Ende Juni ein berüchtigter Investor öffentlich auf den Plan getreten und hat bereits knapp 3 Prozent der Stada-Anteile gekauft. Der Ex-Marine (Motto: „Smell the Napalm“) ist wie Active Ownership wenig begeistert von der Unternehmensführung »

Hartmut Retzlaff

Hartmut Retzlaff war von 1993 bis zum 5. Juni dieses Jahres CEO bei Stada. Derzeit ist er vom Dienst befreit. Sein Führungsstil ist ein Kritikpunkt der aktivistischen Aktionäre um AOC. Die Kritiker werfen Stada mangelnde Transparenz vor; auch hohe Pensionszusagen an das Management sind den Aktivisten ein Dorn im Auge. Der 62-jährige Retzlaff begann seine Karriere 1976 als Pharmareferent bei Astra. 1986 kam er als Leiter Marketing und Vertrieb zu Stada und wurde 1991 Geschäftsführer der damaligen Stada Pharm GmbH.

der Bad Vilbeler. Bereits bei der ehemaligen IWKA (heute Kuka) mischte er vor Jahren mit. Allerdings setzt er auf einen kurzfristigeren Investmentansatz als etwa AOC: Wyser-Pratte will Unternehmen in der Regel verkaufen oder fusionieren. AOC will selbst im Unternehmen mitarbeiten und dafür nach wie vor eigene Kandidaten in den Aufsichtsrat entsenden. Dafür hat AOC den Personalberater Spencer Stuart eingesetzt. Man habe „das Vertrauen in

Präsenz auf Hauptversammlungen in der Regel geringer, Kommunikation und Abläufe im Unternehmen sind oft weniger transparent. Dadurch machen sie sich angreifbar“, sagt Andreas Martin, Managing Director Capital Markets Communications bei der Agentur Edelman Ergo.

Ob das eigene Unternehmen Angriffspunkte bietet, können Vorstände leicht überprüfen. Ein hoher Cash-Bestand, eine geringe Marktkapitalisierung, ein gemessen an anderen Branchenunternehmen schwacher Aktienkurs, eine fehlende Investitionsstrategie oder ein komplexes Konglomerat an Produkten und Dienstleistungen sind klassische Punkte, an denen Aktivisten ansetzen. Lars-Gerrit Lüßmann, Partner bei TaylorWessing, sieht derzeit viele Fälle, in denen die Aktivisten Governance-Themen bei Unternehmen adressieren – wie beispielsweise AOC bei Stada oder der britische Hedgefonds TCI um Christopher Hohn bei dem Automobilkonzern VW. Doch auch Operatives weckt das Interesse der Aktivisten: Der Investor Knight Vinke, der bei E.on engagiert ist, fordert vom Management, neben den Kohle- und Gaskraftwerken auch die regionalen Strom- und Gasnetze abzuspalten, um den Wert zu maximieren. Auch wenn die öffentliche Kritik den Verantwortlichen nicht schmeckt, sollten die Vorstände Offenheit signalisieren. „Sachliche Kritik an der Unternehmensführung ist im Prinzip ein legitimer Ausdruck von Shareholder-Partizipation. Das Management sollte daher nicht grundlos den Dialog verweigern“, sagt Lüßmann.

Einige aktivistische Aktionäre leiden darunter, dass zuletzt immer wieder auch Shortseller mit Attacken für Wirbel gesorgt haben. Leerverkäufer waren im ersten Halbjahr 2016 mit 2.189 Trades deutlich aktiver als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum, als der Bundesanzeiger noch 1.551 zählte (siehe Tabelle). Während viele Aktivisten sich auf die Restrukturierung und Neuausrichtung eines Unternehmens spezialisieren, greifen manche besonders aggressive Shortseller Unternehmen gezielt mit Vorwürfen an und wetten parallel auf fallende Aktienkurse. Langfristig orientierte Aktivisten und Hedgefonds wehren sich deshalb dagegen, mit diesen Angreifern in einen Topf geworfen zu werden.

Aggressive Shortseller wählen ihre Ziele genau aus: „Die betroffenen Unternehmen sind oft schnell gewachsen und haben viele Zukäufe integriert“, sagt Carsten Stäcker, Head of Equity Capital Markets bei der MainFirst Bank. Dadurch entstehen komplexere Strukturen, die Geschäftsjahre sind oft von Einmaleffekten geprägt und entsprechend schwerer zu vergleichen. Wird ein sorgfältig vorbereiteter Angriff gegen ein solches Unternehmen publik, sind umfangreiche Vorwürfe auf die Schnelle kaum umfassend zu entkräften. „Investoren brauchen hierzu ein sehr detailliertes Unternehmens-

Shortselling

Zum Teil fragwürdige Anschuldigungen von Muddy Waters und Zatarra Research kratzen am Image von Shortsellern. Diese werden oft als skrupellose Unruhestifter abgestempelt, die nur den kurzfristigen Profit im Sinn haben. Neben diesen aggressiven Shortsellern gibt es aber auch Fonds, die Shortselling als Teil ihrer Investmentstrategie verstehen. Sie bauen Shortpositionen auf, weil sie eine Aktie im Vergleich zur Peer-Group für überbewertet halten und mit einer Kursbereinigung rechnen.

die derzeitige Verwaltung verloren, den Prozess zur Neubesetzung des Aufsichtsrats in der Hauptversammlung am 26. August 2016 ordentlich, transparent und im besten Interesse der Gesellschaft sowie ihrer Anteilseigner und Mitarbeiter zu führen“, begründet AOC seinen Vorstoß.

Aktivisten ante portas

Der öffentlichkeitswirksame Zwist zwischen Stada und AOC ist beileibe nicht der einzige Fall, in dem Unternehmen ins Kreuzfeuer von Aktivisten geraten sind. In Europa sollen diese Investoren laut der US-Branchenpublikation *Activist Insight* bereits mehr als 62 Milliarden US-Dollar investiert haben (Stand: Ende 2015). Das ist eine ordentliche „Firepower“, da die Aktivisten in aller Regel nicht an einer Mehrheitsübernahme interessiert sind und sie dieses Kapital auf viele Minderheitsbeteiligungen verteilen können. Selbst Dax-Schwergewichte wie Volkswagen oder E.on werden inzwischen öffentlich von Aktivisten wie Christopher Hohn von TCI kritisiert. Auch wenn diese mitunter nur Anteile im einstelligen Prozentbereich halten, finden ihre Anliegen doch überproportional stark Gehör.

Die US-Publikation *Activist Insight* zählte 2015 in Europa allein 30 öffentliche Angriffe von Aktivisten – Tendenz steigend. Häufig sind kleinere Gesellschaften das Ziel aktivistischer Aktionäre: „Bei Unternehmen unterhalb der Dax-Liga ist die

verständnis. Viele werden aber nervös und steigen zunächst lieber aus“, beobachtet Stäcker.

Erleben musste dies kürzlich der Außenwerber Ströer. Pünktlich zu Beginn der Bilanzsaison flatterte ein Report des Hedgefonds Muddy Waters durch die Finanzwelt. Die Vorwürfe waren massiv: Täuschung, Bilanzmanipulation, Insidergeschäfte. Die Folge war ein heftiger Kurssturz bei dem Kölner Konzern. Von rund 55 Euro fiel die Aktie binnen weniger Stunden auf 42 Euro – und hat sich seither kaum von der Attacke erholt. Die Initiatoren dürften ihre Gewinne bereits eingestrichen haben, nach dem Kursverfall rissen die Vorwürfe wieder ab.

Wirecard im Visier

Ähnlich dramatisch erwischte es auch den Münchener Zahlungsdienstleister Wirecard. Ende Februar veröffentlichte der bis dato unbekannt Research-Dienst Zatarra schwere Anschuldigungen gegen das Unternehmen, der Aktienkurs brach dramatisch ein. Von Höchstständen deutlich über 46 Euro ging es runter auf Werte um 32 Euro. Ähnlich wie Ströer ist auch Wirecard durch zahlreiche Zukäufe gewachsen und hat ein komplexes Geschäftsmodell, das von außen schwer zu durchschauen ist.

Wirecard-CFO Burkhard Ley hat das Zatarra-Papier, das Wirecard unter anderem Geldwäsche und illegales Glücksspiel unterstellt, nach eigener

Aussage genau studiert: „Ich habe mir den 101 Seiten langen Report, der plötzlich im Internet verbreitet wurde, Seite für Seite durchgelesen. Danach wusste ich, dass kein einziger Vorwurf korrekt ist“, erklärte er in der Mai-Ausgabe von FINANCE. Inzwischen beschäftigt der Fall neben internen Prüfern bei Wirecard auch die BaFin. Die Finanzaufsicht prüft, ob an den Vorwürfen von Zatarra etwas dran ist, aber auch, ob ein Fall von Kursmanipulation vorliegt. Im Vorfeld der Attacke hatten mehrere Hedgefonds auf einen Kursverfall der Aktie gewettet. Wirecard hatte mehr Glück als Ströer: Die Aktie erholte sich wieder. Nach positiven Quartalszahlen und der Übernahmeankündigung des US-Kartenanbieters Citi Prepaid Card Services erholte sich der Wirecard-Kurs wieder auf knapp 40 Euro.

Bislang verlaufen die Vorwürfe im Sande, obwohl Zatarra in der Zwischenzeit einen weiteren Report vorlegte, in dem noch weitere vermeintliche Vergehen aufgeführt wurden. Die Gerüchteküche brodelt, manche vermuten hinter dem unbekannt Research-Haus das ehemalige Enfant Terrible der deutschen Hedgefonds-Szene, Florian Homm. Bislang hat sich noch niemand zu Zatarra bekannt. In der Vergangenheit haben Shortseller tatsächlich schon handfesten Betrug aufgedeckt – etwa 2012, als Muddy-Waters-Chef Carson Block die Betrüge-reien bei Sino Forest enttarnte. Bei dem Unternehmen, das sich auf den Kauf und die Bewirtschaftung von forstwirtschaftlichen Pflanzungen konzert- »

Florian Schuhbauer

Florian Schuhbauer ist Mitgründer des aktivistischen Fonds Active Ownership Capital, der sich derzeit beim Bad Vilbeler Arzneimittelkonzern Stada engagiert. Vor seiner Aktivistzeit war Schuhbauer unter anderem Manager beim Private-Equity-Investor Triton und war für zwei Jahre Finanzchef bei DHL Global Mail.

Die größten Shortpositionen bei deutschen Unternehmen

Unternehmen	aktuelle Positionen	historisch höchste Einzelposition	Aktivitäten 1. HJ	Involvierte Fonds	Investoren (Auswahl)
Aixtron	12,07%	3,56%	158	8	UBS Asset Management (UK), Marshal Wace, GSA Capital Partners, Systematica Investments
Heidelberger Druckmaschinen	11,88%	4,73%	62	8	Immersion Capital, Signpost Capital Advisors, CQS (UK), Xaia Investment
K+S	11,05%	4,22%	233	11	Two Creeks Capital Management, Corvex Management, Blue Mountain Capital Management
Wirecard	10,51%	2,73%	67	9	Blue Ridge Capital, Canada Pension Plan Investment Board, Coatue Management
Ströer	8,08%	3,51%	22	5	Blue Ridge Capital, Third Point, Lansdowne Partners, Valiant Capital Management
Lufthansa	7,73%	2,66%	80	6	Marshall Wace, Blue Ridge Capital, Blackrock (UK), WorldQuant, Tybourne Equity Master Fund
Salzgitter	5,72%	2,51%	54	4	UBS Asset Management (UK), UBS Global Asset Management (UK), Oxford Asset Management
Dürr	4,10%	1,35%	70	5	Eminence Capital, Sheffield Asset Management, Blackrock (UK), Capital Fund Management
TAG Immobilien	3,50%	1,19%	25	4	GLG Partners, Whitebox Advisors, Clearance Capital, BlueCrest Capital Management
Bertrandt Aktiengesellschaft	3,32%	1,72%	15	3	Ako Capital, Blackrock Investment Management, Macquarie Funds Management (UK)
Metro	3,04%	1,41%	40	3	Marshall Wace, Pelham Long Short Master Fund, Hengistbury Investment Partners
Bilfinger	2,83%	1,69%	84	3	Blackrock Investment Management (UK), AQR Capital Management, WorldQuant

*Stand 30. Juni 2016

Quelle: Bundesanzeiger

Shareholder Activism

In Deutschland nehmen öffentliche aktivistische Kampagnen erst seit rund einem Jahr Fahrt auf. Aktivistische Investoren zielen dem Branchendienst Activists Insight zufolge in Europa bei der Hälfte der Kampagnen auf das Management der Unternehmen ab. An zweiter Stelle folgen M&A-Arbitrageure wie beispielsweise Elliot. Neben amerikanischen Branchengrößen wie TCI wagen sich auch jüngere deutsche Vehikel wie AOC oder MCGM an den Markt.

riert hatte, kam damals massive Bilanzfälschung ans Tageslicht. Bei Fällen wie Ströer setzt sich Muddy Waters jedoch dem Verdacht aus, seine Reputation für Marktmanipulationen zu nutzen.

Mit den Attacken der Leerverkäufer, die auf den schnellen Euro aus sind, wollen Investoren wie das relativ neue Active Ownership Capital nicht in einen Topf geschmissen werden. „Das, was wir machen, hat mit Shortselling nichts zu tun“, betont Florian Schuhbauer. Der hochgewachsene ehemalige Private-Equity-Manager investiert mit seinem Partner Klaus Röhrig, der das unternehmerische Denken in börsennotierten Unternehmen bereits als Aufsichtsratsvorsitzender bei dem Frankiermaschinenunternehmen Francotyp Postalia begleitet. Gemeinsam verfolgen sie für AOC andere Ziele, als es aggressive Shortseller tun: „Wir suchen unterbewertete Unternehmen und wollen dann langfristig engagiert bleiben.“

Dafür greift AOC auf einen Evergreen-Fonds zurück: Die Gelder können über Jahre investiert bleiben und müssen nicht nach einer bestimmten Zeit wieder eingesammelt werden. „Das hat große Vorteile gegenüber Private-Equity-Fonds, die immer nach einer gewissen Zeit den Ausstieg suchen müssen“, sagt Schuhbauer. So bleibe ein großer

Engagements nicht besonders glücklich. „Bilfinger ist gegenwärtig unser schlechtestes Investment aller Zeiten“, räumte Lars Förberg kürzlich in einem Interview mit dem Manager Magazin unumwunden ein. Wenig besser läuft es bei ThyssenKrupp, wo Cevian knapp 20 Prozent hält. Doch abgerechnet werde am Ende, hält Förberg Kritikern entgegen.

Bevor längerfristig orientierte Fonds wie Cevian, Prime Stone (um ehemalige Carlyle-Manager) oder AOC wirklich investieren, fließt allerdings viel Zeit in die Analyse des einzelnen Unternehmens. „Das können schon mal sechs bis 18 Monate sein“, sagt Manager Schuhbauer. Man engagiere Analysten, zum Teil ehemalige Manager des Unternehmens, und auch externe Berater. In Einzelfällen sollen Fonds sogar schon ehemalige Geheimdienstler hinzugezogen haben. Es werden aufwendige SWOT-Analysen über die Stärken und Schwächen des jeweiligen Unternehmens erstellt. Dabei schwingt immer das Risiko mit, dass sich während der Inspektion der Aktienkurs ungünstig entwickelt und das Investment nicht mehr interessant ist. Die beste Quelle für Informationen sei aber das Management, betont Schuhbauer. Deswegen versuche man immer, zunächst den Dialog mit den Konzernkernern aufzunehmen.

In vielen Fällen laufen Gespräche mit Aktivisten völlig im Verborgenen ab. „Oft wird eine Einflussnahme von aktivistischen Investoren nie publik und beschränkt sich auf bilaterale Gespräche mit dem Management“, sagt MainFirst-Banker Stäcker.

Auch AOC suchte den Kontakt zu Stada, ist aber nicht damit einverstanden, wie das Unternehmen mit dem Thema Aufsichtsratsbesetzung umgegangen ist. Stada habe „eine schriftliche Vereinbarung mit Active Ownership Capital gebrochen“, monieren die Investoren. Sie sehen ihr Vertrauen in das Management verletzt. Inzwischen hat sich der langjährige Stada-Chef Hartmut Retzlaff zudem krankgemeldet. Sein Amt hat interimistisch Matthias Wiedenfels übernommen, der bisher die Ressorts Unternehmensentwicklung und zentrale Dienste besetzte. Auch CFO Helmut Kraft übernimmt zusätzliche Bereiche: Marketing und Vertrieb, Einkauf sowie Forschung und Entwicklung bekommt er von Retzlaff. Allerdings mutmaßen Beobachter, der ehemalige CEO könnte im Hintergrund nach wie vor in Entscheidungen involviert sein.

Um einen größeren Einfluss auf das Management und die operative Entwicklung zu bekommen, besetzen die Aktivisten gern Aufsichtsratsmandate, wie der deutsche Cevian-Manager Jens Tischendorf bei ThyssenKrupp und – gemeinsam mit dem ehemaligen Metro-Chef Eckhard Cordes – bei Bilfinger. Dadurch schränkt sich zwar ihr Handlungsspielraum bei Aktiengeschäften ein, doch sie gewinnen tiefe Einsichten in die Entwicklungen des

In Deutschland aktive Investoren (Auswahl)

Fonds	Beteiligungen (Auswahl)	Ansatz
Active Ownership	Stada	Langfristig, aktiver Dialog mit den Managern
Cevian	Bilfinger, ThyssenKrupp, Demag Cranes	Langfristig, aktiver Dialog mit den Managern
Elliot	Kabel Deutschland, Celesio, Demag Cranes	Mittelfristig, häufig M&A-Arbitrage
Guy Wiser-Pratte	Stada, IWK, Kuka	Mittelfristig, klassischer Aktivist
Knight Vinke	Adidas, E.on	Governance
MCGM	SKW Metallurgie	Mittelfristig, Restrukturierung
Muddy Waters	Ströer	Kurzfristig, Shortselling
TCI	Volkswagen, Deutsche Börse	Aktiv, konfrontativ

Quelle: FINANCE

Teil der Rendite nicht verwirklicht. Üblicherweise greifen dann andere PE-Häuser zu und können noch erfolgreich als Secondaries oder Tertiaries wirtschaften. „Außerdem halte ich wenig von den öffentlichen Auktionen, die den Preis in die Höhe treiben.“

Das Geschäft, dem AOC im Mittelstand nachgeht, betreibt Cevian im großen Stil. Die schwedische Investmentgesellschaft mit Sitz in Stockholm ist bei so prominenten Namen wie dem ehemaligen Baukonzern Bilfinger engagiert – und mit den

Unternehmens und können Entscheidungen indirekt beeinflussen.

Restrukturierung bei SKW

Um die Besetzung von Aufsichtsratsposten entspinnen sich zeitweise regelrechte Dramen, so wie derzeit im Süden der Republik bei SKW Metallurgie. An dem kriselnden Stahlunternehmen SKW hat die Management & Capital Group (MCGM) bereits seit dem zweiten Quartal 2015 kleinere Positionen aufgebaut. Hinter MCGM steht der Wirtschaftsingenieur Olaf Marx, der als Unternehmensberater gearbeitet hat, bevor er begann, sich als Investor zu betätigen. Die Differenzen mit dem SKW-Management entzündeten sich an einer Kapitalerhöhung, die SKW ursprünglich für Herbst 2015 vorgesehen hatte. MCGM war gegen die Maßnahme, die letztlich unter Verweis auf veränderte Rahmenbedingungen abgesagt wurde. Der Investor hielt die Bilanzstruktur für zu schwach, um eine Kapitalerhöhung zu befürworten. Beim SKW-Management fand der Aktivist mit seinen detaillierten Anfragen zur Ausrichtung des Unternehmens nicht das gewünschte Gehör. Letztlich machte MCGM seinen Briefwechsel mit dem Vorstand öffentlich – und gewann damit deutlich an Sichtbarkeit.

Marx hält die Öffentlichkeitsarbeit für einen wichtigen Bestandteil der Investorenarbeit. „Je geringer der Anteil ist, umso mehr Öffentlichkeit muss man herstellen“, sagt er im Gespräch mit FINANCE. „Man kann zwar ab 5 Prozent Anteilsbesitz ein Ergänzungsverlangen im Rahmen der Hauptversammlung stellen, aber erst ab 10 Prozent wird man wirklich gehört.“ MCGM will daher nur in Unternehmen investieren, bei denen dieser Anteil erreicht werden kann. Gut ein Dutzend Unternehmen beobachtet der Investor nach eigenen Angaben derzeit, meist wird er erst nach einem Jahr intensiver Beobachtung aktiv.

»Je geringer der Anteil ist, umso mehr Öffentlichkeit muss man herstellen.«

— Olaf Marx, MCGM

MCGM hielt bei SKW zwischenzeitlich mehr als 17 Prozent der Anteile und handelte auf der jüngsten Hauptversammlung im Frühsommer im Rahmen eines Acting in Concert mit dem Mitgesellschafter First Holding. Auf der Versammlung repräsentierte MCGM nach eigenen Angaben mehr als 20 Prozent der Stimmrechte. Damit gelang es dem Aktivisten, sich durchzusetzen: MCGM-Chef Olaf Marx wurde gemeinsam mit zwei weiteren MCGM-Kandida-

ten in den sechsköpfigen Aufsichtsrat gewählt und übernahm dessen Vorsitz.

Doch beendet ist das Kapital SKW damit für MCGM nicht, im Gegenteil: Ende Juni ließ ein weiteres Aufsichtsratsmitglied eine einstweilige Verfügung gegen Marx erlassen, der seitdem zwar im Aufsichtsrat bleiben durfte, dessen Vorsitz aber abgeben musste – eine Aktion, die in Deutschland ihresgleichen sucht. Marx wollte sich auf FINANCE-

Anfrage nicht näher zu dem Vorgang äußern. Gerüchten zufolge könnte Aufsichtsratskollege Tarun Somani dahinterstecken. Die Somani Group hat angeboten, sich im Rahmen einer finanziellen Restrukturierung an SKW zu beteiligen – über eine Herabsetzung des Grundkapitals und eine anschließende Barkapitalerhöhung mit Bezugsrecht der Aktionäre, nach deren Abschluss die Somani Group mindestens 51 Prozent der Anteile halten will. Auch die Kreditgeber sollen sich beteiligen. Die Gruppe um die First Holding und MCGM zeigte sich in einer Mitteilung gesprächsbereit. Eine derartige Restrukturierung könnte für MCGM erneute Investitionen oder aber eine Verwässerung bedeuten. Bei Redaktionsschluss war der Anteil von MCGM an SKW auf gut 14 Prozent abgeschmolzen, konkrete Ergebnisse zur Restrukturierung sowie zur Aufsichtsratsrevolte standen noch aus.

Auch bei Stada wird das Gerangel um Aufsichtsratspositionen weitergehen. In diesen Tagen haben Aktionäre um den Investor AOC eine eigene Liste mit Kandidaten erstellt – von dem Stada-Prozess sahen sie sich bislang nicht repräsentiert. Aus Marktkreisen ist zu vernehmen, dass bereits über 20 Prozent der Aktionäre den Vorschlag unterstützen sollen. Eine Einigung mit Stada auf einen Kompromiss scheint nicht ausgeschlossen, war bei Redaktionsschluss aber noch völlig offen. Die Auseinandersetzung mit den Aktionären ist für das Stada-Management noch nicht ausgestanden.

sabine.reifenberger@finance-magazin.de

Olaf Marx

Olaf Marx ist Wirtschaftsingenieur und der Kopf hinter der Management & Capital Group (MCGM). Er leitet die Kampagne gegen SKW Metallurgie. Dort sitzt der 49-Jährige seit diesem Frühjahr im Aufsichtsrat, musste aber dessen Vorsitz Ende Juni aufgrund einer einstweiligen Verfügung abgeben. Vor seiner Zeit bei MCGM war Marx mehrere Jahre für die Unternehmensberatung Roland Berger tätig. MCGM ist 2015 bei SKW eingestiegen und macht seitdem Druck auf das Management.