

Stada

Aufstand der Aktionäre

Yes, we can.“ Den Slogan, mit dem sich US-Präsident Barack Obama vor acht Jahren ins Weiße Haus kämpfte, können sich jetzt auch die Vertreter von Active Ownership Capital ans Revers heften.

Beim Pharmahersteller Stada setzten sie einen weitreichenden Umbruch durch.

Die Einzelergebnisse der Hauptversammlung sprechen dabei keineswegs für einen durchschlagenden Erfolg der Angreifer. Nur einer ihrer vier Kandidaten erhielt eine Stimmenmehrheit. Weder der Aufsichtsrat im Ganzen noch der Vorsitz in dem Gremium ist im Sinne der AOC-Vertreter besetzt. Aber die Aktivisten schafften das seltene Kunststück, den amtierenden Aufsichtsratsvorsitzenden eines MDax-Unternehmens - ganz im Stile eines amerikanischen Proxy-Fights (eines Stimmrechtskampfs um die Firmenkontrolle) - abwählen zu lassen und durch einen eigenen Kandidaten zu ersetzen. Und sie können für sich beanspruchen, dass sie letztlich auch den Austausch von vier weiteren Aufsichtsratspositionen bei dem Pharmahersteller angestoßen haben.

Denn eines erscheint klar: Ohne den Auftritt der AOC-Truppe hätte sich bei Stada vorerst gar nichts getan. Der Bad Vilbeler Konzern würde wohl weiterhin vom hochbezahlten Firmenchef Hartmut Retzlaff geführt, dessen Sohn weiter die Karriereleiter bei Stada nach oben klettern, das Ganze weiterhin absegnet von einem Aufsichtsrat, im dem ein ergrautes Apotheker-Quartett die Stimmenmehrheit auf der Kapitalseite hält.

Erst in letzter Minute, in Reaktion auf den Angriff von AOC, hatte sich die Stada-Führung Forderungen der Opponenten zu eigen gemacht, selbst einen organisatorischen Umbau eingeleitet und vier eigene neue Kandidaten für den Aufsichtsrat nominiert. Auch wenn sie mit keinem einzigen ihrer Anträge auf der Hauptversammlung durchgekommen wären, könnten sich die AOC-Vertreter und ihre Geldgeber schon als Sieger fühlen. Kritische Investoren in Deutschland und anderswo haben daher allen Grund, sowohl das Prozedere auf der Stada-HV als auch die Strategie der Opponenten in den nächsten Monaten intensiv zu studieren.

Drei Schlussfolgerungen lassen sich schon heute ableiten. Erstens: Die viel beschworene Aktionärsdemokratie kann funktionieren. Institutionelle Investoren sind nicht immer auf den Deal im Hinterzimmer angewiesen, um Veränderungen durchzusetzen. Auch der offene Kampf kann erfolgreich sein. Zweitens: Der Trend, dass institutionelle Investoren auch über ihr Abstimmungsverhalten auf Hauptversammlungen aktiv Einfluss nehmen, scheint sich weiter zu

verstärken. Und drittens: Angelsächsische Investoren sind im Falle von Fehlentwicklungen eher bereit, auf die Seite von Opponenten zu treten, als deutsche Aktionäre. Im Falle Stada waren es offenbar vor allem amerikanische und britische Fonds, die am Ende den Ausschlag gaben. Die deutlich höhere HV-Präsenz lässt sich ohne ein stärkeres Engagement dieser Aktionäre, die zusammen etwa 45 Prozent des Kapitals halten, kaum erklären. Vieles deutet darauf hin, dass AOC noch zwei weitere Kandidaten durchgesetzt hätte, wenn US-Investoren bei ihren Vorgaben zur Stimmrechtsausübung genauer auf die Modalitäten und den Abstimmungsmodus bei Gegenanträgen auf deutschen Hauptversammlungen geachtet hätten.

Es wäre sicherlich voreilig, aus dem Beispiel Stada nun auf eine Welle an neuen Attacken auf deutsche Industriekonzerne zu schließen. Denn zum einen ist der Konzern in vieler Hinsicht auch ein Sonderfall. Er hat die Grundsätze ordentlicher Unternehmensführung an mehreren Stellen missachtet und den Eindruck vermittelt, dass in Bad Vilbel Selbstbedienung und Vetternwirtschaft geduldet werden. Die Vorstandsbezüge erreichten in den letzten Jahren weit überdurchschnittliche sechs Prozent der Nettogewinne. Dabei war die operative Performance eher bescheiden im Vergleich zu vielen Konkurrenten aus der Branche. Retzlaff hatte in den letzten zehn Jahren sehr viel investiert und hohe Schulden gemacht für relativ wenig Umsatz- und Ertragswachstum - und dies in einer Branche, die generell als relativ wachstumsstark gilt. Die Attacke von AOC kam insofern vielen Investoren gelegen. Sie waren seit längerem frustriert.

Zum anderen bleibt die Frage nach dem Langfrist-erfolg der Revolte. Skeptische Aktionäre werden sich etwa das Beispiel Bilfinger vor Augen führen, wo sich der Finanzinvestor Cevian nicht gerade mit Ruhm bekleckert hat, seit er seinen Einfluss im Aufsichtsrat des Bau- und Industrieservice-Konzerns geltend macht. Die neuen Aufsichtsräte bei Stada tragen daher besondere Verantwortung. Sie sollten zeigen, dass sie das besser können.

Aber selbst unabhängig davon ist der Umsturz bei Stada ein Warnsignal für Manager und ihre Kontrolleure. Er zeigt, dass Investoren auch mit kleinerem Kapitalanteil einen Aufstand der Aktionäre nicht nur anzetteln, sondern auch zum Erfolg führen können. Das ist ein gutes Signal.

Der Autor ist Korrespondent in Frankfurt.

Sie erreichen ihn unter:

hofmann@handelsblatt.com

Der Umsturz bei Stada ist ein positives Signal für die deutsche Aktionärskultur, meint **Siegfried Hofmann**.

”

Institutionelle Investoren sind nicht immer auf den Deal im Hinterzimmer angewiesen, um Veränderungen durchzusetzen.