



Welchen Einfluss hat Eigenkapital auf die Unternehmenssteuerung?

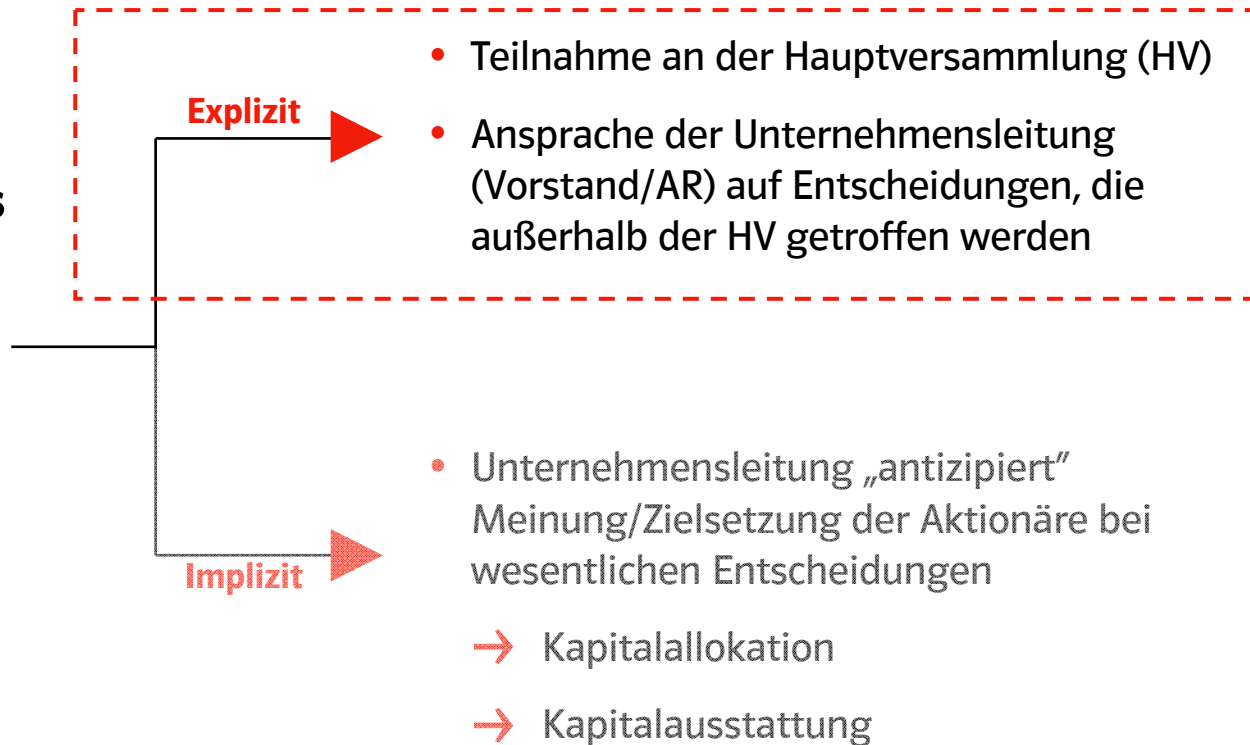
Dr. Marcus Schenck

65. Deutscher-Betriebswirtschaftler-Tag

Frankfurt am Main, 21. September 2011

Ein alter Zopf: Das Interesse der Eigenkapitalgeber wird entweder direkt geäußert oder fließt implizit in die Unternehmenssteuerung ein

Aktionäreseinfluss



Die „aktive“ Einflussnahme hat in Europa in den vergangenen Dekaden klar erkennbare Phasen durchlaufen



Seit 2000 sind neben den oft diskutierten „Shareholder Activists“ auch klassische „Long Only’s“ in einen engeren Dialog getreten

„Shareholder Activists“

- Teilweise „situativ motiviert“
- Inhaltlich höchst kompetent

Beispiele

- TCI/Atticus „gegen“ Deutsche Börse (2005) – erster Sturz eines Dax-Vorstands durch Initiative von „Activists“
- Carl Icahn „gegen“ Time Warner – nicht erfolgreich mit Forderung nach Company Split-Up und Austausch des Vorstands



„Long Only“

- Nehmen größere Einzelpositionen (2-10%)
 - Wollen Governance + Strategie diskutieren mit dem Ziel, [langfristig] Wert zu schaffen
-

- Blackrock hält rund
 - 5% an E.ON
 - 10% an Bayer
- Capital hält rund
 - 6% an Daimler

Dabei werden konkrete Themen diskutiert, die weit über die traditionelle Einflussnahme von Aktionären hinausgehen

Dear Chairman,

We suggest to discuss:

- a) Merits of a share buy-back**
- b) Your strategy to expand into xyz**
- c) Lessons learned from your recent acquisitions**

We are looking forward to a constructive dialogue.

Yours sincerely

XYZ INVESTMENT CO. LTD

Typische Themen

- Aktuelle Lage des Unternehmens und mittelfristige Geschäftsentwicklung
- Unternehmens- und Segmentstrategie(n)
- Diskussion von „Performance“-Strukturen (z.B. Kosten, Effizienz)
- Einblick in aktuelle Vorhaben des Vorstands („management attention“)
- Optimierung der Kapitalstruktur

Durch Sovereign Wealth Funds kommt eine neue Kategorie hinzu, die ebenfalls diskreten Kontakt zur Unternehmensleitung fordert

Beispiele

Fonds

IPIC
(Abu Dhabi)

NBIM
(Norwegen)

Adia
(Abu Dhabi)

SAFE
(China)

CIC
(China)

Investments (u.a.)

OMV (~19%)
EDP (~4%)

Axa S.A. (~2%)
Daimler AG (~2%)

London Gatwick (~15%)
Citigroup (~5%)

Total (~1%)
BP (~1%)

AES (~15%)
Morgan Stanley (~10%)

Besonderheiten

Investments in Energiesektor und periphere Industrien

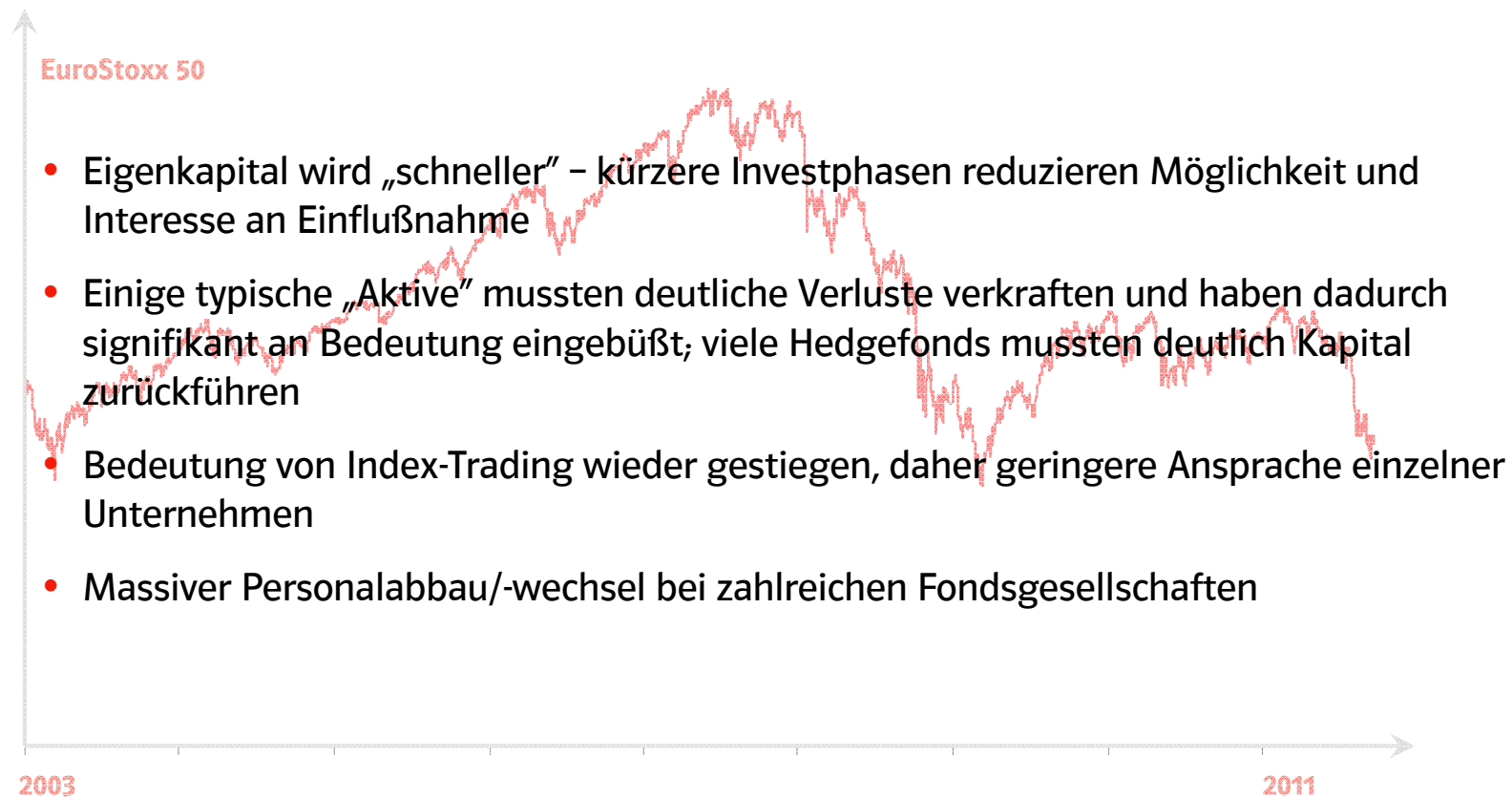
Weltgrößter Investmentfonds mit > €600 Mrd. „assets under management“

Explizit: keine Einflussnahme auf Management von „Holdings“

Im Wesentlichen „Forex“-Reserve Depot der chinesischen Regierung

Anleihenfinanziert – daher rein finanziellen und ökonomischen Interessen verpflichtet

Aber: Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat zu einem deutlichen Rückgang in der „Einflusskultur“ geführt



Schade, denn die Unternehmensleitung hat durch direkte Kontakte mit (Kern-) Aktionären zusätzlichen Blickwinkel auf Entscheidungen

Vorteile für Unternehmensleitung

Möglichkeit Strategie, Maßnahmen und Meinung im Dialog zu „testen“

Zugang zu hochqualifizierter Markt- und Investmentexpertise

Frühzeitige Berücksichtigung von Erwartungen der Kapitalgeber an das Management

Entscheidungsfindung wird durch „externen“ Blickwinkel angereichert und ggf. validiert

Ein alter Zopf: Das Interesse der Eigenkapitalgeber wird entweder direkt geäußert oder fließt implizit in die Unternehmenssteuerung ein

Aktionäreseinfluss



Explizit



- Teilnahme an der Hauptversammlung (HV)
- Ansprache der Unternehmensleitung (Vorstand/AR) auf Entscheidungen, die außerhalb der HV getroffen werden

Implizit



- Unternehmensleitung „antizipiert“ Meinung/Zielsetzung der Aktionäre bei wesentlichen Entscheidungen
 - Kapitalallokation
 - Kapitalausstattung

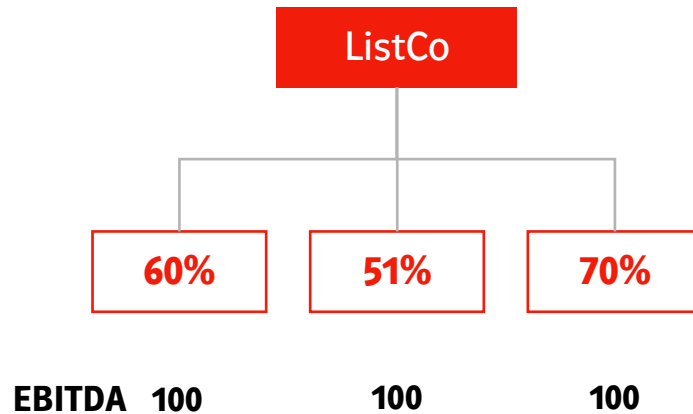
Die Bewertungsmethode der Aktienmärkte kann massiven Einfluss auf die Unternehmenssteuerung haben

Typische Bewertungsmethoden

| | <u>Typisch für...</u> | <u>Mögliche Konsequenz</u> |
|--|-----------------------|--|
| $\frac{\text{Unternehmenswert (EV)}}{\text{EBITDA}}$ | ... Europa | <ul style="list-style-type: none"> • Bei knappem Kapital Abgabe von Minderheitspositionen • ROCE-Orientierung incentiviert die „Nicht-Investition“ |
| $\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}}$ | ... USA | <ul style="list-style-type: none"> • Investitions-/Desinvestitionsentscheidungen fokussiert auf EPS-Einfluss der nächsten 1-3 Jahre • Kapitalstruktur tritt in den Hintergrund |

Beispiel: EV/EBITDA – orientierte Unternehmen „optimieren“ sich über Hereinnahme von „Minderheiten“

Unternehmensstruktur



Wesentliche Finanzkennzahlen

| | |
|------------------------|------|
| Umsatz | 1000 |
| EBITDA | 300 |
| Jahresüberschuss (JÜ) | 100 |
| „Minderheiten“ | 40 |
| JÜ nach „Minderheiten“ | 60 |
| Net Debt ¹ | 600 |
| Net Debt / EBITDA | 2x |

← EBITDA nicht vollständig kontrolliert; EBITDA-Wachstum nicht unbedingt gleich JÜ-Wachstum

← Achtung: wenn Net Debt auf Ebene ListCo sitzt, dann irreführend

¹ Minderheiten zum Buchwert oder ggf. ohne Minderheiten

Beispiel: Zahlreiche Unternehmensentscheidungen werden immer noch auf EPS-Basis getroffen

Grundlogik

- Aktionäre bewerten Aktie auf Basis
 - EPS nächste 1-3 Jahre
 - EPS-Wachstum
- Unternehmensleitung ermittelt maximalen Kaufpreis bei einer Akquisition aus z.B.

$$\frac{\text{Earnings} + \frac{\text{Erkaufte}}{\text{Earnings}_{T+1}} + \frac{\text{Kaufpreis} \times \text{Nachsteuerzins}}{\text{Kaufpreis}_{T+1}}}{\text{Aktien} + \text{Neue Aktien}} > \text{EPS}_{T+1}$$

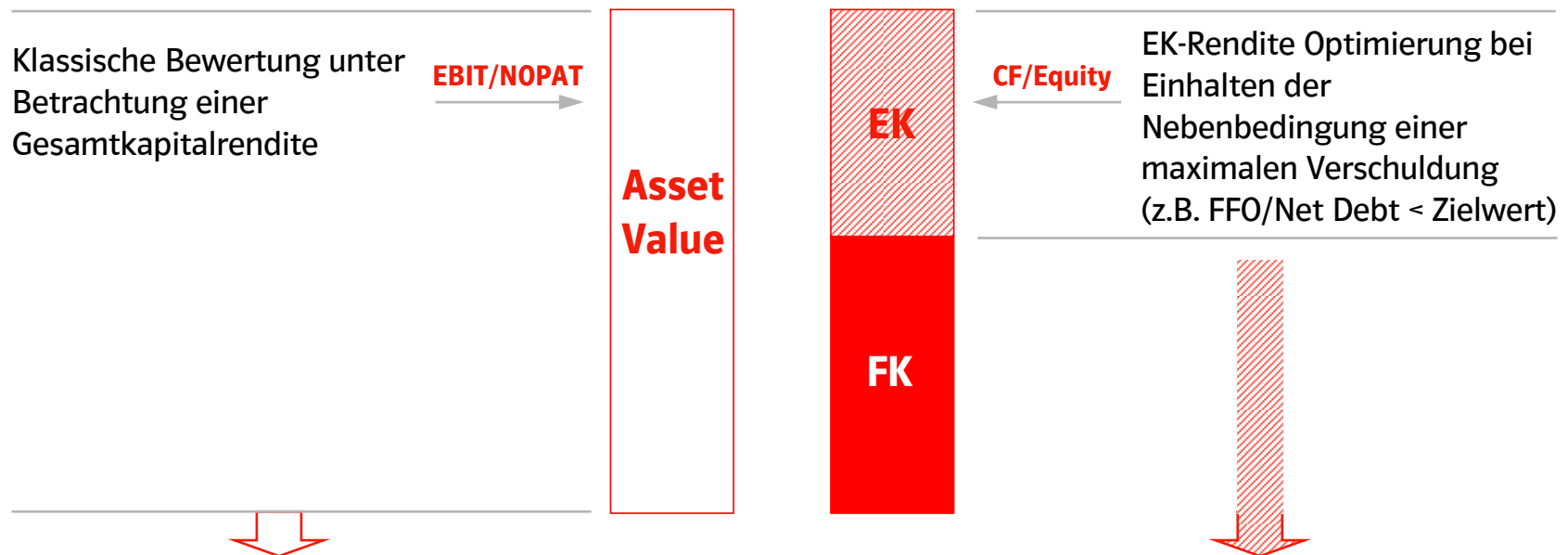
Konsequenz

- Fokus auf „Fast Return“ Projekte
- Organisches Wachstum eher unattraktiv
- In Niedrigzinsperioden klare Beförderung von Investitionen
- In Summe: Projekte müssen nicht wertsteigernd, aber EPS-accretive sein



In der Krise ist die Bedeutung von EPS gestiegen, vor allem weil sich Dividenden an dieser Größe orientieren

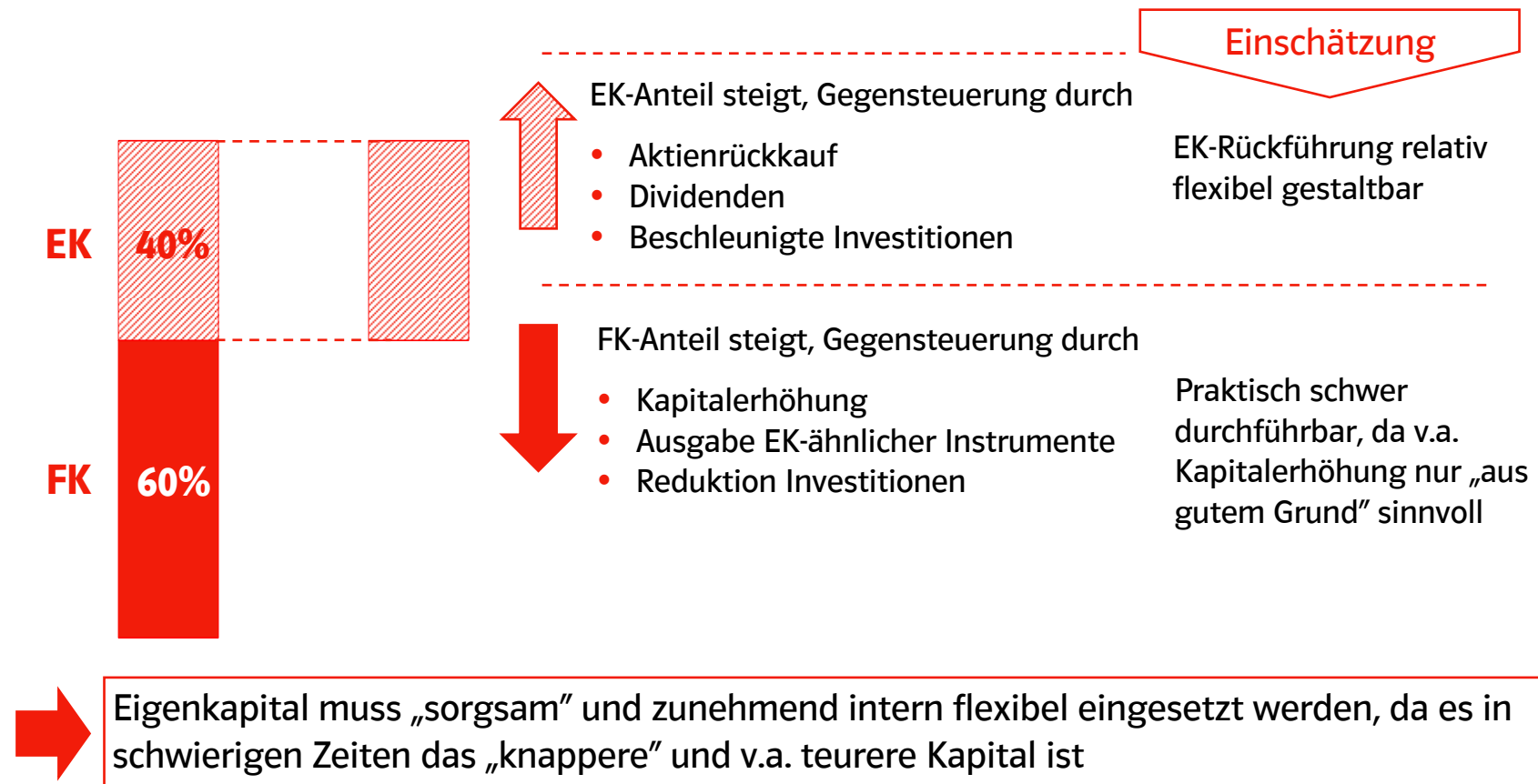
Sicherlich werden DCF-Betrachtungen für interne Entscheidungen weiterhin eine wichtige Basis darstellen



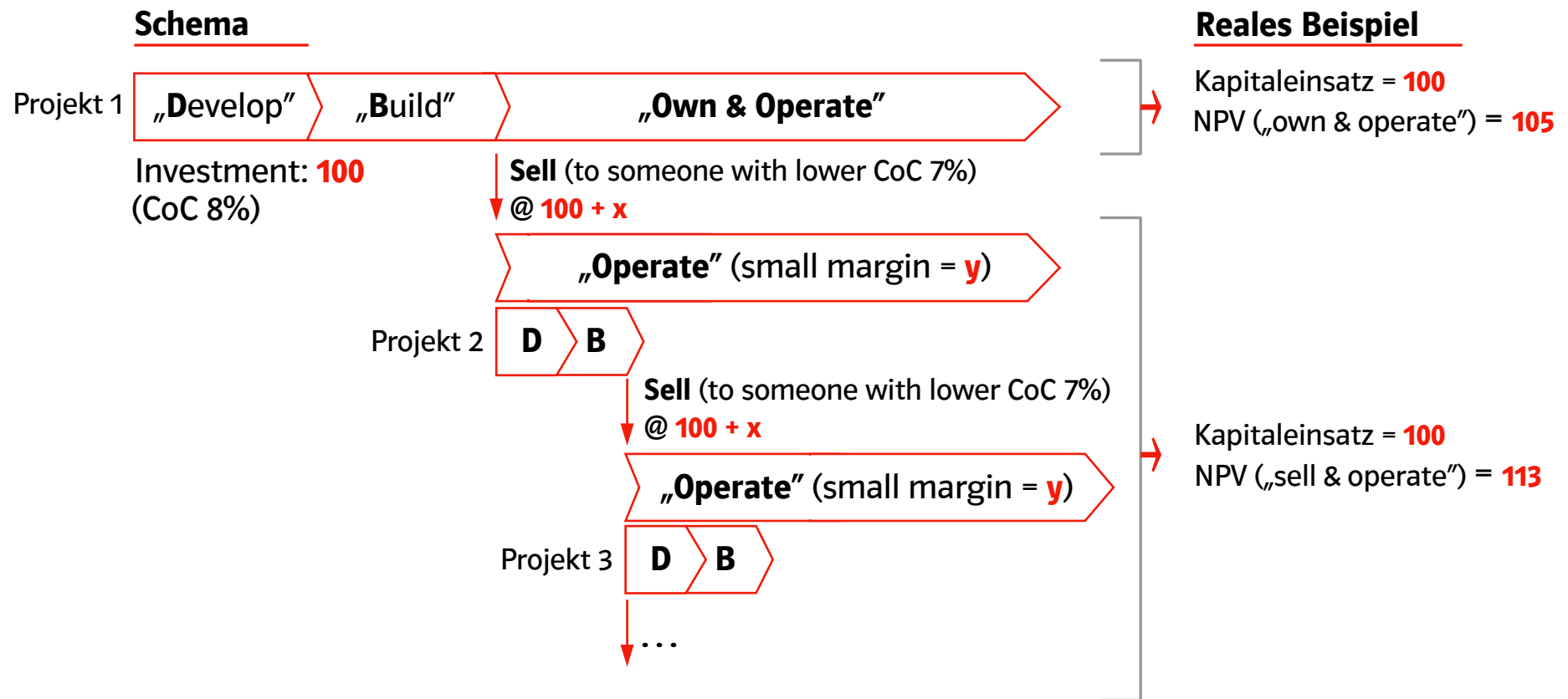
- Analyse wird auf Einzelprojektebene konkreter Unternehmenssituation nicht unbedingt gerecht (Ist-Kapitalstruktur \neq Zielkapitalstruktur)
- Unproblematisch, sofern Kapitalstruktur aktiv „gemanaged“ wird

- Situationsspezifischere Optimierung der Kapitalstruktur aus Aktionärssicht, da tatsächlich vorhandener Verschuldungsspielraum optimal ausgenutzt wird

In der Theorie lässt sich die Kapitalstruktur flexibel steuern – in der Praxis ist dies oftmals schwieriger

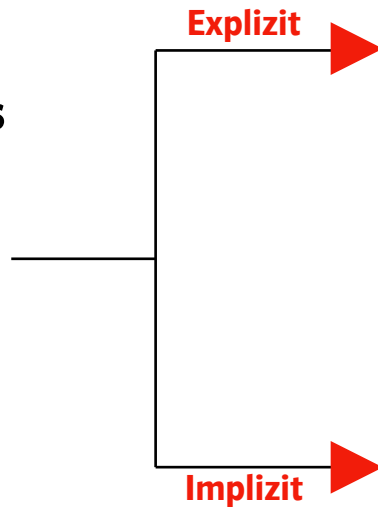


„Capital Velocity“ - Trennung von finanzieller und operativer Beteiligung an Windpark erlaubt vielfachen Einsatz des Kapitals



Fazit: Aktionäre werden wieder aktiver werden, und Industrieunternehmen müssen ihr Kapital (bankähnlich) zukünftig flexibler einsetzen

Aktionäreseinfluss



- Nach der Krise ist mit einer wiedererstarteten Investorenan- und -mitsprache und konzentrierten Aktienpositionen zu rechnen
- Unternehmensleitung sollte dies als Chance auffassen, da zusätzliche Kompetenz eingebracht wird
- Eigenkapital eines Industrieunternehmens wird noch stärker für die eigentliche Kompetenz eingesetzt werden, die nicht immer das langfristige Eigentum sein muss
- Entwicklung der Finanzmärkte, die zunehmend direkte „Asset-Exposure“ suchen, und knapper werdendes Kapital ermöglichen und erfordern dies
- Schnelleres „Drehen“ von Eigenkapital in den unterschiedlichen Phasen eines Investitionsprojektes als eine Option