

Active ownership

Citation for published version (APA):

Viehs, P. M. (2013). *Active ownership*. [Doctoral Thesis, Maastricht University]. Universitaire Pers Maastricht. <https://doi.org/10.26481/dis.20131023pv>

Document status and date:

Published: 01/01/2013

DOI:

[10.26481/dis.20131023pv](https://doi.org/10.26481/dis.20131023pv)

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

Deutsche Zusammenfassung

(Summary in German)

Die vorliegende Dissertation beschäftigt sich mit dem Thema *Corporate Governance*, der Bezeichnung für gute Unternehmensführung und –kontrolle. Der Begriff *Corporate Governance*, wie er in dieser Arbeit definiert wird, beinhaltet alle Maßnahmen und Mechanismen, die von internen sowie externen Interessengruppen genutzt werden können, um börsennotierte Unternehmen und deren Geschäftspraktiken zu kontrollieren, zu beeinflussen, aber auch um Managementverhalten nachhaltiger zu gestalten. Dazu zählt auch die kritische Auseinandersetzung mit Vergütungs- und Anreizmechanismen, die in der Regel installiert werden, um die Interessenkonflikte zwischen Unternehmens-Eigentümern – den Aktionären – und den Managern zu reduzieren, wie schon durch Jensen und Meckling im Jahre 1976 belegt wurde.

Eine besondere Rolle bei der *Corporate Governance* schreibt diese Dissertation den Eigentümern börsennotierter Unternehmen zu: den Aktionären. Als direkte Eigentümer der Unternehmen haben Aktionäre die Aufgabe, Kontrolle über Manager und die Geschäftspraktiken der einzelnen Unternehmen auszuüben. In der Regel investieren Kleinanleger in Aktien, ohne sich bewusst zu sein, dass sie durch den Kauf eines Aktien-teils zugleich Eigentümer des Unternehmens werden. Zumeist werden einzelne Aktienpakete gehalten, ohne direkte Kontrolle auszuüben. Dabei hat jeder Aktionär die Gelegenheit mindestens einmal jährlich mittels Stimmrechtsausübung auf der Jahreshauptversammlung (JHV) eines börsennotierten Unternehmens über Geschäftspolitik, Managementvergütungen, oder die Zusammensetzung des Aufsichtsrates direkte Kontrolle auszuüben. Leider findet diese Aktionärsbeteiligung von Kleinanlegern noch nicht häufig genug statt. Der Grund für dieses Verhalten ist laut Grossman und Hart (1980) vor allem das so genannte Free-Rider Verhalten (Trittbrettfahrerverhalten), das vor allem bei im weiten Streubesitz befindlichen Unternehmen auftritt: Zu geringe Anteilspositionen bringen nicht genügend Anreize mit sich, um Kontrolle auf Manager auszuüben, da die Kosten den ökonomischen Nutzen – der mit allen anderen Aktionären geteilt werden muss – meistens übersteigen. Daher veräußern Kleinanleger eher ihre Aktien, sobald sie mit der finanziellen Performance des Unternehmens oder mit dessen ökologischen, sozialen und ethischen Standards unzufrieden sind, als dass sie aktiv einen Veränderungsprozess anstoßen.

Daher kommt vor allem den großen, institutionellen Anlegern, wie z.B. Pensionskassen, Versicherungen, und Investmentfonds eine *Corporate Governance* Rolle zu, wie auch durch Shleifer und Vishny (1997) beschrieben. Diese institutionellen Anleger halten vergleichsweise große Anteile an börsennotierten Firmen und haben dementsprechend einen größeren finanziellen Anreiz sicherzustellen, dass das Unternehmen in

ihrem Sinne geleitet und ein langfristiger Planungsansatz verfolgt wird. Heutzutage werden institutionelle Anleger auch durch ihre eigenen Kunden und durch ihre Benefizianten, wie Pensionäre und Investmentfonds-Anleger, dazu angehalten, die Geschäftspraktiken der einzelnen Anlagepositionen genauer zu beleuchten und kritisch zu hinterfragen. Dabei steht oftmals der Grundgedanke eines nachhaltigen Investments-Ansatzes im Vordergrund, wie weiter unten beschrieben wird.

Diese Dissertation argumentiert, dass ökologische, soziale und ethische Belange stärker von Anlegern in den Unternehmensgestaltungsprozess mit eingebracht werden müssen. In Zeiten von Klimaerwärmung, Umweltverschmutzung, Menschenrechts-Verletzungen in Produktionsprozessen, sowie die Nichteinhaltung von Sicherheitsstandards, haben vor allem die Eigentümer und Investoren eine direkte Pflicht, Unternehmen dahingehend zu kontrollieren und zu verändern, sodass die Geschäftspraktiken nachhaltiger ausgestaltet werden, und Manager noch verantwortlicher die Geschicke der ihnen anvertrauten Firmen leiten. Ich argumentiere, dass sich vor allem die Eigentümer der Unternehmen einbringen sollen, um bessere soziale, ökologische, und ethische Standards durchzusetzen, damit eine Rendite nicht um jeden Preis erwirtschaftet wird.

Daher fordert die vorliegende Dissertation – folgend dem Titel der Arbeit – eine aktive Eigentumskultur unter Aktionären: *Active ownership*. Zu oft werden die Anteile an Unternehmen als passive Investments betrachtet, die keine direkten Pflichten nach sich ziehen. Ich argumentiere, dass genau das Gegenteil der Fall ist: Anleger haben eine Pflicht, sich aktiv an der Corporate Governance eines Unternehmens zu beteiligen. Dies gilt sowohl für die direkten Aktionäre als auch für Vermögensverwalter, die eine Pflicht haben, im Sinne ihrer Benefizianten das ihnen anvertraute Vermögen zu verwalten. Warum ist dies der Fall?

Kleinanleger, Pensionäre und Versicherungsnehmer verlangen immer öfter, dass ihre Renditen nachhaltig und verantwortlich erwirtschaftet werden, das heißt, dass ökologische, soziale und ethische Standards von den investierten Firmen eingehalten werden. In der Finanzbranche wird oftmals proklamiert, dass durch das Implementieren sogenannter „Ausschlusskriterien“ verantwortlich und nachhaltig investiert werde. Diese Ausschlusskriterien folgen vorab bestimmten Faktoren, die dazu herangezogen werden, um zu überprüfen, ob ein Unternehmen in das Investitionsportfolio aufgenommen werden kann oder nicht. Diese Kriterien schließen von vornherein die Industrien aus, die gemeinhin als *sin industries* (Sünden-Industrien) bezeichnet werden, also all die Firmen, die zum Beispiel in den Geschäftsfeldern Tabakproduktion, Glücksspiel, Alkoholproduktion und –vertrieb, sowie Waffenproduktion tätig sind. Ob das Ausschließen von ganzen Industrien als Anlagemöglichkeit finanziell sinnvoll ist, sei an dieser Stelle dahingestellt. Es wurde jedoch von Hong und Kascperczyk (2009) belegt, dass vor allem diese Sünden-Industrien positive Renditen abwerfen, die über der durchschnittlichen Renditeerwartung einer konventionellen Industrie liegen.

Des Weiteren werden in der Finanzbranche so genannte „Auswahlkriterien“ herangezogen, die dazu dienen, die besten Unternehmen einer jeden Industrie hinsichtlich derer ökologischen, sozialen und ethischen Leistung für das Investitionsportfolio auszuwählen. Dabei werden die Firmen mittels sogenannter ökologischer und sozialer Ra-

tings herausgefiltert, die hinsichtlich dieser Aspekte eine relativ schlechtere Performance abliefern.

Meine Dissertation wirft daher die Frage auf, ob durch das Implementieren dieser beiden Methoden, also das einfach Ausschließen von bestimmten Firmen und Industrien sowie das Investieren in die relativ besten Unternehmen hinsichtlich Ökologie, Sozialen, und Ethik, wirklich verantwortliches und nachhaltiges Investieren ist. Meine Antwort auf diese Frage lautet *Nein*.

Ich behaupte in dieser Arbeit, dass institutionelle Investoren *nicht* nachhaltig und verantwortlich investieren, wenn sie bestimmte Industrien und Firmen nicht in ihr Anlageportfolio aufnehmen. Grundlage dieser Behauptung sind die Ergebnisse von Bebchuk, Cohen, und Yang aus dem Jahre 2013. Bis dahin galt es als profitabel, in die nachhaltigsten Firmen zu investieren, da diese eine positive Rendite gegenüber weniger nachhaltigen Firmen abwarfen (siehe zum Beispiel Gompers, Ishii, und Metrick, 2003). Bebchuk und seine Co-Autoren konnten im Jahre 2013 jedoch belegen, dass dieser Effekt nicht mehr vorhanden ist und keine überaus positiven Renditen mit einem solchen Investmentansatz zu erwirtschaften sind. Ein Grund dafür ist die Tatsache, dass der Markt all diese Faktoren bereits in die Aktienkurse eingepreist hat und daher keine abnormalen Renditen mehr zu realisieren sind.

Daher argumentiere ich, dass institutionelle Anleger nur dann nachhaltig und verantwortlich investieren, wenn sie sich aktiv daran beteiligen, weniger nachhaltige Unternehmen nachhaltiger und verantwortlicher zu gestalten, und somit auch finanziell davon profitieren können. Aber wie können sich Anleger aktiv in ein Unternehmen einbringen?

Die vier empirischen Kapitel der vorliegenden Dissertation beschäftigen sich mit den wichtigsten zwei Maßnahmen, die Aktionäre nutzen können, um Unternehmen zu beeinflussen und deren ökologische, soziale, und ethische Qualität zu verbessern. Dazu gehört zum einen das Einreichen von Aktionärsanträgen auf Jahreshauptversammlungen und zum anderen das direkte Engagement bei den investierten Firmen durch direkte Kontaktaufnahme mit dem Management oder dem Aufsichtsrat. Diese beiden Maßnahmen fasse ich unter dem Begriff „Aktionärs-Engagement“ zusammen, welches dem im angelsächsischen Raum bekannten Begriff *shareholder engagement* entspricht.

Im Folgenden wird diese Zusammenfassung die wichtigsten theoretischen Grundlagen sowie empirischen Ergebnisse eines jeden Kapitel erläutern.

Kapitel Zwei dieser Dissertation beschäftigt sich mit dem US-amerikanischen Kapitalmarkt und beleuchtet die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen mit Aktionärsanträgen auf einer Jahreshauptversammlung (JHV) konfrontiert werden. Aktionärsanträge sind Anträge die in den Vereinigten Staaten von Amerika von jedem Aktionär eingereicht werden können, der mindestens 1% der sich im Umlauf befindlichen Aktien hält, oder mit mindestens 2.000 US Dollar am Unternehmen beteiligt ist. Oftmals fordern Aktionäre in ihren Anträgen, dass bestimmte Geschäftspolitiken verändert werden, dass die Höhe der Vergütungen begrenzt wird, oder dass die Zusammensetzung des Management Teams oder Aufsichtsrates geändert wird. Im Allgemeinen zielen diese Anträge darauf ab, den Wert eines Unternehmens zu steigern, aber gleichzeitig auch eine nachhaltigere Unternehmenspolitik durchzusetzen. Daher ist die Frage nach

der Konfrontationswahrscheinlichkeit eine wichtige Fragestellung für Manager als auch für Aktionäre.

Grundhypothese dieses Kapitels ist, dass Unternehmen, die einer mangelnden Kontrolle durch zwei externe Mechanismen unterliegen, – dem sogenannten Übernahmemarkt sowie durch Konkurrenzdruck – eine höhere Wahrscheinlichkeit aufweisen, mit Aktionärsanträgen konfrontiert zu werden. Das heißt, dass Aktionäre schlecht kontrollierte Unternehmen identifizieren können und diese infolgedessen mit Anträgen konfrontieren. Durch Giroud und Mueller (2011) sowie Gompers, Ishii, und Metrick (2003) wurde bereits belegt, dass sowohl der Übernahmepressure durch konkurrierende Unternehmen sowie der Konkurrenzdruck selbst als Corporate Governance Mechanismen funktionieren, die Manager dazu veranlassen, das Unternehmen besser zu führen und profitabler zu machen. Die empirischen Ergebnisse meines zweiten Kapitels stützen diese Hypothese: Schlecht kontrollierte Unternehmen weisen eine statistisch und ökonomisch höhere Wahrscheinlichkeit auf, mit Aktionärsanträgen konfrontiert zu werden.

Des Weiteren wird in diesem Kapitel untersucht, welche Faktoren die Abstimmungsresultate dieser Anträge beeinflussen. Wie viele Stimmen Aktionärsanträge auf der JHV schlussendlich bekommen ist eine Maßgröße für den Erfolg der Anträge. Zwar sind in Aktionärsanträge in den USA nicht bindend für das Management, d.h. selbst wenn die Anträge mehr als 50% der Stimmrechte auf sich vereinigen können, muss das Management die Vorgaben des jeweiligen Antrages nicht zwingend implementieren. Die Bedeutung eines Abstimmungsresultates eines Aktionärsantrags über 20% sollte jedoch nicht unterschätzt werden. Oft reicht ein solches Ergebnis aus, um genügend Druck auf das Management auszuüben, bestimmte Praktiken zu verändern. Die Arbeitshypothese zu den Abstimmungsergebnissen lautet, dass der Anteil von Stimmrechten, die sogenannte *Unternehmens-Insider*, also Manager, Aufsichtsratsmitglieder, und andere dem Management nahe stehende Personen, auf sich vereinigen, einen negativen Einfluss auf die Abstimmungsergebnisse von Aktionärsanträgen haben, da diese *Unternehmens-Insider* generell gegen Aktionärsanträge stimmen. Auch hier belegen die empirischen Ergebnisse meine Hypothese: Die Stimmrechte von *Unternehmens-Insider* haben einen negativen Einfluss auf die Ergebnisse von Aktionärsanträgen bei Abstimmungen auf der JHV. Zum einen argumentiere ich in diesem Kapitel, dass die *Unternehmens-Insider* selbst gegen diese Anträge stimmen, zum anderen können auch die Managementempfehlungen zu jedem der Aktionärsanträge einen negativen Einfluss haben, da diese in den meisten Fällen eine Empfehlung gegen diese Anträge zu stimmen beinhaltet.

Zusammenfassend zeigt dieses Kapitel, dass Investoren – sowohl Kleinanleger als auch institutionelle Anleger – richtigerweise schlecht kontrollierte Unternehmen, die eine relative schlechtere finanzielle Performance aufweisen, mit ihren Anträgen auf Jahreshauptversammlungen konfrontieren. Des Weiteren wird die Effizienz eines Kontrollmechanismus durch Aktionärsanträge dadurch limitiert, dass Unternehmens-Insider ihre Stimmrechte dazu nutzen, um die Ergebnisse dieser Anträge negativ zu beeinflussen. Generell argumentiere ich, dass dieser Mechanismus durch Aktionärsanträge aber als wichtiger Bestandteil der Corporate Governance gesehen werden muss, da öffentlicher Druck auf Manager ausgeübt werden kann, selbst wenn die Abstimmungsergebnisse nicht über 20% liegen.

Kapitel Drei meiner Dissertation untersucht ebenfalls den Kontrollmechanismus durch Aktionärsanträge. Dieses Kapitel fokussiert sich aber in seiner Fragestellung auf eine bestimmte Gruppe von Anträgen, nämlich die Anträge, die bereits im Vorfeld der JHV durch die Aktionäre wieder zurückgezogen werden, und welche daher nicht zur Abstimmung auf der Tagesordnung der JHV erscheinen. Dieses Kapitel zielt darauf ab, einerseits die Gründe für das Zurückziehen von Anträgen zu erläutern, und andererseits die statistischen und ökonomischen Bestimmungsgrößen aufzuzeigen, die dazu führen, dass einige Anträge zurückgezogen werden, und andere nicht.

In Kapitel Drei argumentiere ich, dass vor allem die Anträge von Aktionären, die nachteilig für Manager sein könnten, etwa hinsichtlich der Höhe der Vergütungen oder in anderer Weise der Reputation der Manager und Aufsichtsratsmitglieder schaden könnten, zurückgezogen werden. Ich schließe jedoch nicht aus, dass auch andere Anträge, die nicht direkt auf die Manager und deren Macht abzielen, zurückgezogen werden.

Wenn im Vorfeld der JHV alle Aktionärsanträge eingegangen sind, hat das Management in den Vereinigten Staaten die Möglichkeit den eingereichten Antrag entweder zur Abstimmung auf der JHV zuzulassen, ihn abzulehnen, oder den einreichenden Aktionär zu Verhandlungen über eine Zurückziehung des Antrags einzuladen. Dies bedeutet im Rückschluss, dass nicht alle eingereichten Anträge auch zur JHV zugelassen. Das Management darf bestimmte Anträge ablehnen, wenn die Finanzaufsichtsbehörde, die Securities and Exchange Commission (kurz SEC), dies erlaubt. In den meisten Fällen geschieht eine Ablehnung, wenn der Antrag grundsätzliche Veränderungen in den Geschäftsfeldern des Unternehmens fordert, wie z.B. die Umstrukturierung eines Chemiekonzerns in einen Mischkonzern.

Wie bereits erläutert, werden einige Aktionäre zu Verhandlungen über eine freiwillige Zurückziehung ihres Antrages eingeladen. In vielen Fällen sind diese Verhandlungen erfolgreich, und der Antragssteller zieht seinen oder ihren Antrag zurück. Falls die Verhandlungen nicht erfolgreich verlaufen, wird der Antrag in der Regel zur Abstimmung auf der JHV zugelassen. Dass Aktionärsanträge zurückgezogen werden, geschieht relativ oft in den USA. Meine Resultate in Kapitel Drei zeigen, dass durchschnittlich 20% aller in jedem Jahr eingereichten Anträge zurückgezogen werden, und somit nicht auf der Tagesordnung der JHV erscheinen. Warum aber ziehen so viele Aktionäre ihre eingereichten Anträge zurück?

Im dritten Kapitel argumentiere ich, dass dies meistens dann geschieht, wenn das Management einen zufriedenstellenden Kompromiss anbietet, wie z.B. die komplette oder zumindest die teilweise Implementierung der im Antrag formulierten Forderungen. Ansonsten würde der antragstellende Aktionär nicht freiwillig den Antrag zurückziehen. Daher bewerte ich – wie zum Beispiel auch Landier und Nair (2009) – einen zurückgezogenen Antrag als erfolgreiches Aktionärs-Engagement, da das Management den Antrag in gewisser Weise implementiert hat.

Der empirische Teil des dritten Kapitels geht der Frage nach, welche Faktoren dazu führen, dass Aktionäre ihren eingereichten Antrag zurückziehen. Dieser Analyse liegen drei Hypothesen zugrunde. Erstens argumentiere ich, dass Anträge von institutionellen Investoren eher zurückgezogen werden als Anträge von Kleinanlegern. Zweitens stelle ich die Hypothese auf, dass Aktionäre eher ihre Anträge zurückziehen, wenn diese bei

Unternehmen eingereicht wurden, die einen hohen Anteil an institutionellen Anlegern aufweisen. Drittens argumentiere ich, dass der Anteil an Stimmrechten, die von Unternehmens-Insidern gehalten werden, einen negativen Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit hat, dass Anträge vorab zurückgezogen werden.

Meine empirischen Ergebnisse stützen diese drei Hypothesen. Zum einen belegen meine Ergebnisse die These, dass Anträge von institutionellen Anlegern eher zurückgezogen werden, als Anträge, die von Kleinanlegern eingereicht wurden. Ein Grund hierfür ist die Tatsache, dass sich Manager von institutionellen Anträgen stärker konfrontiert und unter Umständen einer negativen Presse ausgesetzt sehen, als das bei Anträgen von Kleinanlegern der Fall ist. Dies spiegelt auch die Verhandlungsstärke der institutionellen Anleger wider: Manager sind eher dazu bereit Kompromisse einzugehen und die in den Anträgen gestellten Forderungen ganz oder teilweise zu implementieren, wenn diese von Großanlegern vorgebracht werden. Ferner belegen meine Ergebnisse, dass Anträge eher zurückgezogen werden, wenn das Unternehmen einen hohen Anteil von institutionellen Anlegern aufweist. Dieser Effekt ist statistisch und ökonomisch signifikant, was bedeutet, dass Anträge am ehesten zurückgezogen werden, wenn diese bei Unternehmen mit einem hohen Anteil an institutionellen Aktionären eingereicht wurden. Abschließend stützen meine Ergebnisse meine dritte Hypothese: Halten Manager oder Aufsichtsratsmitglieder einen relativ höheren Anteil an Stimmrechten, wird es unwahrscheinlicher, dass ein Antrag zurückgezogen wird. Das bedeutet, dass Manager – sofern sie selbst ein großes Paket an Aktien halten – weniger dazu bereit sind, Kompromisse einzugehen und die Forderungen der Aktionäre zu implementieren. In diesem Falle sehen sich die Manager in günstigerer Verhandlungsposition und lassen dann den Antrag zur Abstimmung auf der JHV zu. Dann können sie ihre Stimmrechte selbst ausüben und gegen den jeweiligen Aktionärsantrag stimmen und so das Abstimmungsergebnis zu ihren Gunsten beeinflussen – wie auch in Kapitel Zwei beschrieben wurde.

Zusammenfassend kann konstatiert werden, dass meine Ergebnisse in Kapitel Drei auf die außergewöhnlich wichtige Rolle von institutionellen Anlegern in der Corporate Governance hinweisen. Grundlage für diese Behauptung sind die empirischen Ergebnisse dieses Kapitels: Manager sind eher dazu bereit, Aktionärsanträge zu implementieren, wenn diese von institutionellen Anlegern eingereicht wurden und wenn der Anteil von institutionellen Anlegern am Unternehmen hoch ist.

In Kapitel Vier meiner Dissertation beleuchte ich die Aktionärs-Engagement Aktivitäten eines großen britischen Vermögensverwalters etwas genauer. Dieser Vermögensverwalter ist verantwortlich für mehr als 100 Milliarden US Dollar und führt die direkten Aktionärs-Engagements für weitere institutionelle Anleger, wie Versicherungen oder Pensionskassen aus. Wie weiter oben beschrieben, beinhaltet Aktionärs-Engagement alle Maßnahmen, die von Aktionären ergriffen werden, um Unternehmenspraktiken zu verändern, Unternehmen nachhaltiger zu machen, oder Managementvergütungs-Systeme zu reformieren. Kapitel Vier beschäftigt sich mit allen Maßnahmen, die von dem genannten britischen Vermögensverwalter ergriffen wurden, um – im Auftrag von weiteren institutionellen Anlegern – Unternehmen und deren Verhalten zu verändern. Dazu zählen der direkte, aber private, Management-Kontakt (über Telefonate, Emails oder Briefe), Unternehmensbesuche, regelmäßiger Email Kontakt zu Vorstandsmitgliedern, und

andere Kontaktaufnahmen, die allesamt dazu genutzt werden, um die ökologischen, sozialen, und ethischen Aspekte eines Unternehmens zu verbessern.

Der hier beschriebene britische Vermögensverwalter ermöglichte mir Einblicke in seine Engagement Politik und stellte mir seine vertraulichen Daten über die jeweiligen Engagements zur Verfügung. Mittels dieser Daten war es mir möglich, alle einzelnen Engagements bei 397 Unternehmen aus 37 verschiedenen Ländern zu analysieren. Ferner stellte mir der Vermögensverwalter alle Informationen über erfolgreiche Engagements zur Verfügung. Das heißt, dass ich in meiner Studie genau nachvollziehen kann, wann und bei welchem Unternehmen ein Engagement erfolgreich war. Dies bedeutet, dass meine Studie in Kapitel Vier eine der ersten Studien ist, die direkte Rückschlüsse auf den Erfolg von Aktionärs-Engagement zulässt.

Grundidee dieses Kapitels ist die Untersuchung der geografischen Breite der Engagements des britischen Vermögensverwalters. Dies ist vor allem wichtig vor dem Hintergrund der Tatsache, dass dieser Vermögensverwalter von anderen institutionellen Großanlegern aus ganz Europa angeheuert wird, ihre Engagements durchzuführen, da sie unter Umständen nicht die Kapazitäten besitzen, selbst Aktionärs-Engagements durchzuführen.

Die Haupthypothese dieses Kapitels lautet, dass britische Unternehmen eher vom untersuchten Vermögensverwalter mit Engagement konfrontiert werden, als Unternehmen aus anderen Kapitalmärkten, wie z.B. den USA oder Kontinentaleuropa. Dieser These liegen die Ergebnisse der Investmentliteratur zu Grunde – wie z.B. Coval and Moskowitz (1999) –, die belegen, dass Investoren vor allem in naheliegende Unternehmen investieren, die sie kennen und sich daher eher mit diesen identifizieren können (das sogenannte „home bias“). In meinem Kapitel schreibe ich auch möglichen Informations-Asymmetrien und Transaktionskosten eine wichtige Rolle bei der Entscheidung über bestimmte Engagements zu, da der Vermögensverwalter eine genaue Auswahl über die Ziele seines Engagements treffen muss. Da Informations-Asymmetrien und Transaktionskosten von Aktionärs-Engagement im heimischen Kapitalmarkt niedriger sind, als bei Engagements im Ausland, behaupte ich, dass britische Unternehmen häufiger das Ziel der Aktionärs-Engagements sind, als ausländische Firmen.

Die empirischen Ergebnisse dieses Kapitels bestätigen meine Hypothese: Britische Unternehmen weisen statistisch und ökonomisch mehr Engagements auf, als ausländische Unternehmen. Die Implikationen sind vor allem für andere institutionelle Anleger von großer Bedeutung. Wenn zum Beispiel ein deutscher institutionelle Investor Aktionärs-Engagement durchführen möchte und einen ausländischen Vermögensverwalter auswählt, um diese Engagements auszuführen, muss sich der deutsche Anleger dessen bewusst sein, dass der ausländische Vermögensverwalter unter Umständen eine ganz andere geografische Ausrichtung besitzt, als der deutsche Investor selbst. Dies kann dazu führen, dass sich die Engagements auf einzelne Unternehmen konzentrieren, die für den deutschen Investor nicht unbedingt von höchster Wichtigkeit sind. Daher machen meine empirischen Ergebnisse deutlich, dass sich Investoren bewusst sein müssen, welchen geografischen Fokus das Engagement-Portfolio des angeheuertem Engagement-Anbieters tatsächlich hat.

Die Untersuchung der erfolgreichen Aktionärs-Engagements ergibt, dass Unternehmen aus dem US-amerikanischen Raum und aus Japan die höchsten Erfolgsraten aufweisen. Diese Ergebnisse bedeuten, dass der britische Vermögensverwalter zwar häufiger einheimische, britische Unternehmen mit Engagements konfrontiert, aber in bestimmten ausländischen Märkten erfolgreicher die Unternehmenspolitik beeinflusst. Eine mögliche Erklärung hierfür ist vor allem die ebenfalls vorhandene Ressourcenknappheit beim Vermögensverwalter selbst. Dieser unterzieht ausländische Unternehmen einer sorgfältigeren Voruntersuchung, bevor tatsächliche Engagements durchgeführt werden, als dies bei einheimischen Unternehmen der Fall ist. Daher werden womöglich nur diese Engagements durchgeführt, für welche sich der Vermögensverwalter die größte ex-ante Erfolgswahrscheinlichkeit errechnet.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die privaten Aktionärs-Engagements durch spezialisierte Intermediär-Unternehmen, wie den hier beschriebenen britischen Vermögensverwalter, eine durchaus praktikable Alternative zu den gängigen, publik durchgeführten Engagement Methoden, wie z.B. Aktionärs-Anträge darstellen. Zwar sollten sich Investoren einer gewissen Tendenz dieser Intermediäre bewusst sein, eher einheimische Firmen anzusprechen (das sogenannte „home bias“). Die Erfolgsraten solcher Aktionärs-Engagements sind durchaus ansehnlich und stellen daher für institutionelle Anleger eine effiziente Methode dar, sich aktiv an der Corporate Governance zu beteiligen.

Im fünften und letzten empirischen Kapitel dieser Arbeit kombiniere ich die zugrundeliegenden Datensätze aus den vorangegangenen Kapiteln. Das Ziel dieses Kapitels ist es, die Interaktion von publik durchgeführten Aktionärs-Engagements, also Aktionärs-Anträgen, und von privaten Engagements, also den privaten Kontaktaufnahmen durch wie den in Kapitel Vier beschriebenen britischen Vermögensverwalter zu dokumentieren. Folgender Grundgedanke steht bei diesem Kapitel im Vordergrund: Viele Unternehmen werden sowohl mit publik durchgeführten, aber gleichzeitig auch mit privaten Aktionärs-Engagements konfrontiert. Die Eigentümerbasis von Unternehmen ist oft sehr breit gestreut und besteht aus einer Vielzahl von verschiedenen institutionellen Investoren. Daher liegt es nahe anzunehmen, dass Unternehmen, sowohl mit publikem Engagement als auch mit privaten konfrontiert werden. Die Frage wie diese beiden Mechanismen interagieren und die Wahrscheinlichkeit beeinflussen, mit Aktionärs-Engagements konfrontiert zu werden, steht im Mittelpunkt dieses Kapitels. Des Weiteren wird untersucht, was den Erfolg der verschiedenen Aktionärs-Engagements beeinflusst. Hier spielt auch die Zusammenwirkung von publikem und privaten Aktionärs-Engagement Strategien womöglich eine wichtige Rolle, da diese unter Umständen positiv zu einander korreliert sind.

Meine empirischen Ergebnisse dieses Kapitels verdeutlichen die Bedeutung beider Engagement Strategien (publik und privat) für die Wahrscheinlichkeit das Unternehmen auch in Zukunft mit mindestens einem dieser beiden Mechanismen konfrontiert werden. Dies bedeutet, dass Firmen, die mit publikem und privaten Aktionärs-Engagements konfrontiert werden, weisen eine statistisch und ökonomisch signifikant höhere Wahrscheinlichkeit auf, auch im kommenden Jahr mit mindestens einem dieser beiden Mechanismen konfrontiert zu werden. Ferner kann ich die These belegen, dass Unternehmen, die

eine hohe Reputation hinsichtlich publiker Engagement Strategien aufgebaut haben eine höhere Wahrscheinlichkeit aufweisen, auch in Zukunft häufiger publike Aktionärs-Engagements zu implementieren. Diese Ergebnisse haben eine große Bedeutung für institutionelle Anleger, die sich aktiv an der Corporate Governance beteiligen wollen, und für Unternehmen, die sich verschiedener Aktionärs-Engagements ausgesetzt sehen. Die Ergebnisse können helfen, dass institutionelle Anleger besser attraktive Ziele für ihre Engagements auswählen.

Alles in allem verdeutlicht die vorliegende Dissertation, dass Aktionäre – sowohl Kleinanleger aber auch institutionelle Investoren – mehrere Möglichkeiten besitzen, sich aktiv an der Corporate Governance zu beteiligen und auch ökologisches, soziales, und ethisches Fehlverhalten von Unternehmen zu korrigieren. Im Falle eines institutionellen Anlegers sollte dies in engem Dialog mit den eigenen Kunden und Benefizianten erfolgen. Institutionelle Investoren haben die ökonomische Macht, von Unternehmen gehört zu werden und sollten daher noch stärker Teil der Corporate Governance werden. Dabei geht es nicht darum, Renditen aufzugeben, sondern vielmehr darum, Renditen noch verantwortlicher und nachhaltiger zu erwirtschaften. Aktionärs-Engagements, wie sie in dieser Arbeit beschrieben wurden, stellen eine Möglichkeit dar. Auf der anderen Seite sollten sich auch Kleinanleger stärker in die Corporate Governance einbringen, indem sie z.B. aktiv von ihrem Stimmrecht auf der JHV Gebrauch machen. Dies kann durchaus auch über Treuhänder geschehen.

Ein Investor sollte sich meiner Meinung nach jederzeit darüber bewusst sein, dass mit einer gewissen ökonomischen Macht auch eine gesellschaftliche Verantwortung einhergeht, die es zu erfüllen gilt.