Shareholder-Aktivismus war ein wiederkehrendes Thema bei unseren wesentlichen Stimmrechtsentscheidungen dieser Saison. Wir erläutern, wie wir aktive Eigentümerschaft von Aktivismus abgrenzen und wie vertraulicher Dialog zur Schaffung langfristigen Aktionärswerts beitragen kann. Unabhängiges Urteilen im Einzelfall bleibt zentral dafür, wie wir unsere Verantwortung als Treuhänder von Kapital wahrnehmen.

EINLEITUNG

Wie in den Vorjahren nutzen wir unseren Stewardship-Insights-Beitrag im dritten Quartal, um auf eine Auswahl unserer wesentlichen Stimmrechtsentscheidungen zurückzublicken. In dieser Saison trat Shareholder-Aktivismus unternehmens- und regionenübergreifend als wiederkehrendes Thema hervor. Das überrascht wenig, denn Aktivismus nimmt weltweit zu und hat sich in den vergangenen Jahren deutlich über die USA hinaus ausgebreitet. Die Bedeutung dieses Themas hat uns veranlasst, über das Zusammenspiel von Aktivismus und aktivem Management und die feinen Unterschiede zwischen beiden Philosophien nachzudenken. Im Folgenden veranschaulichen wir diese Nuancen an mehreren Beispielen.

„AKTIV" HEISST NICHT ZWANGSLÄUFIG „AKTIVISTISCH"

Es gibt keine eindeutige Definition, die einen „aktiven" von einem „aktivistischen" Investor trennt. Wir haben uns jedoch stets als Ersteres verstanden. Für uns liegt der Unterschied in den eingesetzten Mitteln, nicht im Ziel oder im Grad der Überzeugung. Anders gesagt: Wir können dieselben Ziele verfolgen wie ein Aktivist, würden dafür aber in der Regel andere Wege wählen. Im Kern nutzt ein Aktivist eher öffentliche oder halböffentliche Mechanismen – etwa offene Briefe, Proxy Contests und Vote-no-Kampagnen gegen amtierende Verwaltungsratsmitglieder –, während wir den vertraulichen, fortlaufenden Dialog bevorzugen.

Wir verwenden unsere Zeit darauf, Unternehmen gründlich zu analysieren und jene zu finden, die gemessen an ihrem langfristigen Gewinnpotenzial unterbewertet sind. Das erfordert einen kontinuierlichen Austausch mit den Managementteams der Unternehmen, in die wir investieren. Da wir uns als Miteigentümer dieser Unternehmen verstehen, bauen wir langfristige, konstruktive Beziehungen auf, vergleichbar mit denen eines vertrauten Beraters. Wenn wir mit dem Management nicht übereinstimmen, treten wir nachdrücklich in den Dialog und legen dar, welcher Weg aus unserer Sicht den langfristigen Aktionärswert maximiert.

DIE BEWERTUNG VON „AKTIVISMUS"

Sind wir in ein Unternehmen investiert, das Ziel einer aktivistischen Kampagne wird, gehört es zu unserer Aufgabe, die Agenda des Aktivisten unabhängig zu bewerten. Wie die folgenden Beispiele zeigen, beurteilen wir das im Einzelfall und stimmen entsprechend ab.

Übereinstimmung mit dem Aktivisten: DB Insurance, koreanischer Versicherer

Die jüngste „Value Up"-Gesetzgebungsagenda der koreanischen Regierung sollte Kapitaleffizienz und Governance-Qualität koreanischer Unternehmen verbessern. Dieses unterstützende regulatorische Umfeld scheint Aktivisten in der Region ermutigt zu haben; wir beobachten zunehmend professionellere Aktivismusbemühungen. Ein koreanischer Aktivist trat in dieser Saison an uns heran, um Governance und Kapitalallokation bei verschiedenen koreanischen Unternehmen zu verbessern – DB Insurance hatte dabei besondere Priorität. Im Gespräch zeigten sich Überschneidungen zwischen seinen Zielen und denen unseres eigenen, separaten Dialogs mit DB Insurance. Nach Gesprächen mit beiden Seiten stimmten wir für die Kandidaten des Aktivisten, um eine Erneuerung des Verwaltungsrats zu fördern, sowie für seinen Aktionärsantrag zur Einrichtung eines internen Transaktionsausschusses unabhängiger Mitglieder, der Geschäfte mit nahestehenden Personen besser überwachen soll. Wir wären zu denselben Schlüssen gekommen, wären die Anträge vom Management oder einem anderen Aktionär gekommen. Unsere Stimmabgabe spiegelt unser Urteil darüber wider, was die langfristige Wertschöpfung bei DB Insurance voranbringt. Einer der Kandidaten des Aktivisten wurde gewählt; der Antrag zum Transaktionsausschuss fand keine Mehrheit. Wir werden den Verwaltungsrat weiterhin auf die Bedeutung umsichtiger Kapitalallokation ansprechen.

Abweichung vom Aktivisten: Genesco, US-Spezialeinzelhändler

Wir können auch mit Einzelheiten einer aktivistischen Agenda nicht übereinstimmen. So war es bei Genesco, wo ein Aktivist auf eine Erneuerung des Boards drängte und zwei eigene Kandidaten vorschlug, um bestimmte amtierende Mitglieder zu ersetzen. Wir haben im Vorfeld des Proxy Contest intensiv mit diesem Aktivisten gesprochen, da wir die Auffassung teilten, dass eine Erneuerung des Boards helfen könnte, eine längere Phase schwacher Entwicklung zu adressieren. Allerdings nominierte der Aktivist keine Kandidaten mit einschlägiger Einzelhandelserfahrung, und wir hielten sie aufgrund ihres individuellen Hintergrunds nicht für geeigneter als die amtierenden Mitglieder. Daher unterstützten wir die Kandidatenliste des Managements (die letztlich wiedergewählt wurde). Das Beispiel zeigt: Auch wenn wir das

Ziel eines Aktivisten teilweise teilen, steckt der Teufel im Detail. Wir stimmen nur dann für Kandidaten eines Aktivisten, wenn wir überzeugt sind, dass dies zu einem besseren Ergebnis für langfristige Aktionäre führt.

AUCH „AKTIV" KANN GENAUSO VIEL BEWIRKEN

Unsere Rolle als aktiver Manager geht über die Frage hinaus, ob wir die Ziele von Aktivisten teilen. Wir können bei diesen Unternehmen auch unmittelbar Veränderungen bewirken, oft mit subtileren Mitteln. So konnten wir in dieser Saison durch direkten Dialog im Vorfeld einzelner Abstimmungen erreichen, dass konkrete Tagesordnungspunkte zum besseren Schutz der Aktionärsrechte angepasst wurden. Dadurch konnten wir diese Punkte letztlich unterstützen, und andere Investoren konnten über aus unserer Sicht bessere Vorschläge abstimmen.

Baxter, US-Medizintechnikhersteller
Baxter wollte seine Satzung hinsichtlich der Boardgröße ändern, was dem Board die Befugnis gegeben hätte, die Zahl der Mitglieder auf bis zu 17 zu erhöhen. Die akademische Literatur[1] stützt unsere Auffassung, dass kleinere Gremien mit besseren Entscheidungen einhergehen. Baxters vorgeschlagene Obergrenze lag zudem deutlich über den Marktstandards: Boards vergleichbarer Large-Cap-Unternehmen umfassen typischerweise 10 bis 11 Mitglieder[2]. Wir traten mit dem Unternehmen in den Dialog und legten unsere Präferenz für ein kleineres Gremium dar. Im Anschluss beschloss das Board eine Satzungsänderung, die die Boardgröße auf 7 bis 12 Mitglieder festlegt. Damit waren unsere Bedenken hinreichend ausgeräumt, bei weiterhin ausreichender Flexibilität für Neuberufungen. So konnten wir dem ursprünglichen Antrag zustimmen und haben aus unserer Sicht die Corporate-Governance-Praxis des Unternehmens auch für andere Aktionäre verbessert. Dass der Antrag letztlich angenommen wurde, überrascht wenig.

ArcelorMittal, globaler Stahl- und Bergbaukonzern
ArcelorMittal beantragte die Ermächtigung zur Aktienausgabe unter Ausschluss des Bezugsrechts. Solchen Anträgen stimmen wir in der Regel zu, sofern die Ausgabe 20 % des Grundkapitals nicht übersteigt. Bei Arcelor war diese Schwelle nicht beziffert, sondern an die bisherige Praxis geknüpft. Berechnungen von Institutional Shareholder Services (ISS) zeigten, dass die maximale Ausgabe unsere Grenze von 20 % hätte überschreiten können. Wir traten mit Arcelor in den Dialog und regten an, im Antrag eine ausdrückliche Grenze zu nennen. Arcelor passte den Antrag schließlich an und beschränkte die Ermächtigung auf 10 % des Grundkapitals, was uns und anderen Investoren die Zustimmung ermöglichte. Der Beschluss wurde mit 98 % Zustimmung angenommen.

WIRKUNG BRAUCHT MITUNTER ZEIT

Wir scheuen auch nicht davor zurück, Veränderungen anzustoßen, die schwer erreichbar sind oder Zeit brauchen. So ermutigen wir japanische Unternehmen weiterhin, über das hinauszugehen, was die neuen Reformen der Tokioter Börse (TSE) zur Verbesserung von Corporate Governance und Kapitalallokation verlangen. Zuletzt haben wir beschlossen, uns für vollständig unabhängige Prüfungsausschüsse[3] bei japanischen Unternehmen mit Drei-Ausschuss-Struktur[4] einzusetzen (der Struktur, die dem westlichen Modell am nächsten kommt). Bislang waren japanische Unternehmen von dieser Engagement-Priorität ausgenommen, da es kulturell und marktüblich ist, Unternehmensinsider in Schlüsselausschüssen zu besetzen. Für ehemalige Unternehmensinsider definieren wir „Unabhängigkeit" über eine fünfjährige Karenzzeit, da dies dem strengsten unter den globalen Marktstandards entspricht.

Sumitomo Mitsui Financial, japanische multinationale Bank
Da Sumitomo eine Drei-Ausschuss-Struktur hat, haben wir unsere neue Präferenz für einen vollständig unabhängigen Prüfungsausschuss über unsere Stimmabgabe zum Ausdruck gebracht. Konkret stimmten wir gegen eine ehemalige Führungskraft im Prüfungsausschuss, deren fünfjährige Karenzzeit noch nicht abgelaufen war. Unsere Gegenstimme hat das Abstimmungsergebnis zwar nicht wesentlich beeinflusst, doch halten wir die Stimmabgabe für ein geeignetes Mittel, unseren Dialog mit Unternehmen im japanischen Markt zu eskalieren. Mit der Zeit wird dieses Vorgehen Unternehmen zeigen, dass es uns mit der Forderung nach größerer Unabhängigkeit in Prüfungsausschüssen ernst ist.

FAZIT

Der rote Faden all dieser Beispiele aus der Saison ist unabhängiges Urteilen im Einzelfall. Aus unserer Sicht ist es genau dieses Urteilsvermögen, das uns durch Stewardship und Dialog reale Wirkung ermöglicht. Wir werden weiterhin über eigenes Fundamentalresearch und aktive Eigentümerschaft Wirkung anstreben und Veränderungen bei einem Unternehmen dann unterstützen, wenn sie aus unserer Sicht den besten langfristigen Interessen der Aktionäre und damit unserer Kunden dienen.

1 Siehe https://www.pzena.com/emea/institutional-investors/insights/assessing-corporate-governance/
2 Spencer Stuart Board Index
3 Nach unserer Auffassung ist die Unabhängigkeit des Prüfungsausschusses, gestützt auf wissenschaftliche Erkenntnisse (siehe Fußnote 1), eines der wichtigsten Signale für die künftige Unternehmensentwicklung.
4 In Japan gibt es drei Governance-Strukturen: das traditionelle Statutory-Auditor-Modell, bei dem Prüfer ohne Verwaltungsratsmandat den Verwaltungsrat gesondert überwachen; das Supervisory-Committee-Modell, das die Aufsicht über stimmberechtigte Verwaltungsratsmitglieder in den Verwaltungsrat integriert; und das Drei-Ausschuss-Modell, das Nominierung, Prüfung und Vergütung trennt und westlichen Governance-Strukturen am nächsten kommt.

WEITERE INFORMATIONEN

Diese Unterlagen dienen ausschließlich Informationszwecken. Die darin geäußerten Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung von Pzena Investment Management („PIM“) zum heutigen Datum wider und können sich ändern. PIM ist ein bei der United States Securities and Exchange Commission (US-amerikanische Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde) registrierter Anlageberater (Registered Investment Adviser). PIM verpflichtet sich nicht, Sie über Änderungen der hierin geäußerten Ansichten zu informieren. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Prognosen, Vorhersagen oder Einschätzungen in diesem Material realisieren. Die frühere Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Erträge.

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des Verlusts des eingesetzten Kapitals. Anlagen können in verschiedenen Währungen erfolgen, weshalb Wechselkursänderungen zwischen Währungen dazu führen können, dass der Wert der Anlagen sinkt oder steigt. Die Kurse von Aktien können aufgrund wirtschaftlicher oder politischer Veränderungen oder Veränderungen der finanziellen Lage eines Unternehmens steigen oder fallen, mitunter schnell oder unvorhersehbar. Anlagen in ausländische Wertpapiere sind mit politischen, wirtschaftlichen und Währungsrisiken, höherer Volatilität sowie Unterschieden bei den Rechnungslegungsmethoden verbunden. Diese Risiken sind bei Anlagen in Schwellenländern höher. Anlagen in Unternehmen mit kleiner oder mittlerer Marktkapitalisierung bergen zusätzliche Risiken, wie eine begrenzte Liquidität und eine höhere Volatilität als bei größeren Unternehmen. Die Strategien von PIM legen den Schwerpunkt auf einen „Value“-Anlagestil, der auf unterbewertete Unternehmen mit Merkmalen für verbesserte Bewertungen abzielt. Dieser Anlagestil unterliegt dem Risiko, dass sich die Bewertungen nie verbessern oder dass sich die Renditen von „Value“-Wertpapieren nicht im Gleichklang mit den Renditen anderer Anlagestile oder des Aktienmarkts insgesamt entwickeln.

Dieses Dokument stellt weder eine aktuelle oder frühere Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren oder zur Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen dar und ist nicht als solches auszulegen. Die hierin enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und stellen keine Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung dar. PIM übernimmt keine ausdrückliche oder stillschweigende Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Interessenten wird empfohlen, sich hinsichtlich der Folgen einer Anlage in Wertpapiere oder Anlageberatungsdienstleistungen von ihren eigenen professionellen Beratern beraten zu lassen.

Die in dieser Präsentation behandelten einzelnen Portfoliowerte dienen ausschließlich der Veranschaulichung und wurden danach ausgewählt, inwieweit sie Ihnen helfen, unseren Anlageprozess besser zu verstehen. Sie wurden aus den Wertpapieren einer oder mehrerer unserer Strategien ausgewählt, und zwar nicht auf Grundlage ihrer Wertentwicklung. Sie stellen nicht alle Wertpapiere dar, die in einem bestimmten Zeitraum für unsere Kundenkonten gekauft oder verkauft wurden, und es sollte nicht davon ausgegangen werden, dass Anlagen in diese Wertpapiere gewinnbringend waren oder sein werden. PIM ist ein diskretionärer Vermögensverwalter und gibt keine „Empfehlungen“ zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren ab. Es besteht keine Gewähr dafür, dass die hierin besprochenen Wertpapiere zum Zeitpunkt des Erhalts dieser Präsentation noch in unseren Portfolios enthalten sind oder dass verkaufte Wertpapiere nicht wieder zurückgekauft wurden.

Nur für EU-Anleger:

Diese Marketingmitteilung wird von Pzena Investment Management Europe Limited („PIM Europe“) herausgegeben. PIM Europe (Nr. C457984) ist von der Central Bank of Ireland als OGAW-Verwaltungsgesellschaft zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt (gemäß den European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2011 in der jeweils gültigen Fassung). Zudem verfügt PIM Europe über eine zusätzliche Zulassung für die Verwaltung von Anlageportfolios nach Maßgabe von Mandaten, die Anleger auf diskretionärer, kundenindividueller Basis erteilen, sofern diese Portfolios eines oder mehrere der in Abschnitt C des Anhangs der MiFID (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017 (S.I. No. 375 of 2017, in der jeweils gültigen Fassung) aufgeführten Anlageinstrumente umfassen, sowie für die Anlageberatung in Bezug auf eines oder mehrere der in Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) aufgeführten Instrumente. PIM Europe ist in Irland beim Companies Registration Office (Nr. 699811) eingetragen; der Sitz der Gesellschaft befindet sich in Riverside One, Sir John Rogerson’s Quay, Dublin 2, Irland. Die frühere Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Der Wert Ihrer Anlage kann sowohl fallen als auch steigen, und bei der Rückgabe erhalten Sie möglicherweise nicht den vollen ursprünglich angelegten Betrag zurück. Die hierin enthaltenen Ansichten und Aussagen stammen von Pzena Investment Management und beruhen auf interner Analyse.

© Pzena Investment Management, LLC, 2026. Alle Rechte vorbehalten.