

»AR1318604

# Strategie im Aufsichtsrat und aktivistische Investoren

## Ergebnisse der 19. Panel-Befragung

**Prof. Dr. Dr. Manuel R. Theisen/Dr. Arno Probst**

Der Aufsichtsrat, seine Mitglieder, Funktion und Arbeit stehen seit mehr als fünfzehn Jahren im Mittelpunkt der Beiträge in Der Aufsichtsrat. In Zusammenarbeit mit der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Deloitte wurde im Herbst 2019 das vor über zehn Jahren eingerichtete „Aufsichtsrats-Panel“ zum 19. Mal durchgeführt, um wiederum ein Meinungsbild zu aktuellen Themen zu erhalten. Dieser Bericht fasst die Ergebnisse der jüngst abgeschlossenen Befragung zusammen.

### I. Zusammensetzung und Aufgabe

Im Mittelpunkt der Aufsichtsratsdebatte stehen die Funktionen und Aufgaben des Aufsichtsrats und deren effiziente Erbringung. Bei der diesjährigen Befragung geht es im Schwerpunkt um Antworten zum Bereich „Strategie im Aufsichtsrat und aktivistische Investoren“. Unabhängig von der Aktualität handelt es sich um eine Fragestellung, die wiederholt mit hoher Priorität von unseren Panel-Teilnehmern als Schwerpunkt genannt wurde. Ein Grund für uns, diesen Komplex aufzugreifen und unser Expertenteam dazu zu befragen (zum Panel-Aufbau s. Der Aufsichtsrat 2007, S. 66). Mithilfe strukturierter Interviews wurden die Fragen telefonisch bei 70 Panel-Teilnehmern erhoben (durchschnittliche Dauer gute 31 Minuten); die Zusammensetzung des Panels variierte im Vergleich zur Voruntersuchung. Bemerkenswert ist, dass noch vier (5,7%) der Interviewpartner an allen 19 Befragungen – und 17,1% elf Mal und öfter – teilgenommen haben. Aufgrund der Mehrfachmandate zahlreicher Panel-Teilnehmer sowie 17 erstmals interviewter Mandatsträger konnte dieses Mal die Erfahrung aus insgesamt 225 Gesellschaften erhoben werden; damit wird bei der Zahl der Interviewten erneut ein „All-time-high“-Rekord erreicht.

Einige aktuelle Details zur Zusammensetzung der anonymisiert ausgewerteten Ergebnisse: Die Anteile der im Panel repräsentierten (stellvertretenden) Vorsitzendenfunktionen sind gegenüber den Vorjahren auf mehr als drei Fünftel (62,9%) angestiegen. Erneut höher ist der Anteil der Befragten (64,3%), die ein bis drei Überwachungsmandate halten, nur mehr ein gutes Fünftel (22,9%) hält vier bis sechs, unverändert ein Zehntel (10,0%) hat aktuell zwischen sieben und zwölf Mandate inne. 18 der repräsentierten Gesellschaften (8,0%), die von insgesamt 18 Personen (25,7%) aus dem Panel überwacht werden, sind im Prime Standard gelistet (3 DAX, 7 MDAX, 4 SDAX und 4 weitere). Die Zahl der durchschnittlich von allen Panel-Teilnehmern gehaltenen Mandate liegt – erstmals wieder leicht um 0,06 Punkte angestiegen – bei 3,20 Mandaten (im Vergleich zum 2. Panel

2007: 4,21). Von den überwachten Gesellschaften beschäftigen aktuell 52,9% bis zu 500 Mitarbeiter, weitere 18,2% zwischen 501 und 2.000 Mitarbeiter und die restlichen 28,9% mehr als 2.000. Bei den Rechtsformen ist der Anteil der AG/SE/KGaA deutlich auf 36,9% gesunken, gefolgt von der GmbH (32,4%) sowie den Sonstigen (23,1%) und der Sonderform der GmbH & Co. KG (7,6%).

### II. Panel-Ergebnisse

#### 1. Hintergrund

Der Themenkomplex „Strategie im Aufsichtsrat und aktivistische Investoren“ wurde in drei Abschnitte gegliedert, die zum Teil in offener, zum Teil in geschlossener Frageform erhoben wurden; abschließend wurden noch zwei Fragen zu aktuellen Corporate-Governance-Themen gestellt.

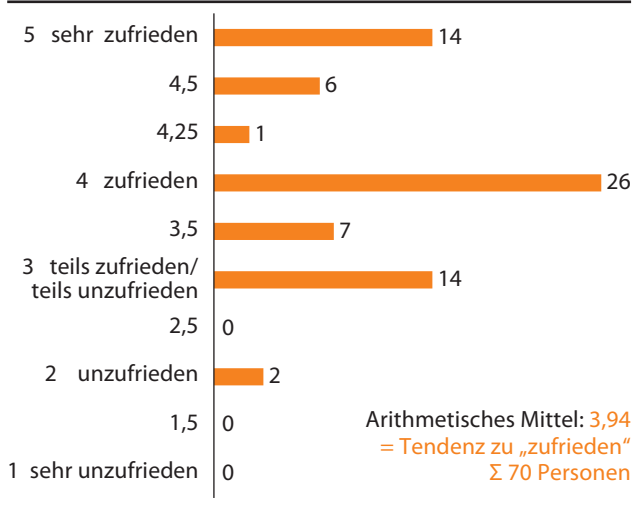
#### 2. Strategie im Aufsichtsrat

Zu Beginn des Interviews wurden die Befragten in fünf Schritten gebeten, ihre persönlichen Einschätzungen zur Bedeutung der Strategiediskussion und ihrer Erfahrung bei der Mitwirkung zu strategischen Fragen in ihren Aufsichtsratsmandaten in den letzten zwei Jahren zu geben. Zum Einstieg berichtet mehr als die Hälfte der Interviewten (38/54,3%) von einer ausführlichen Befassung mit der Strategie des Unternehmens in ihren Aufsichtsräten. Mehr als zwei Fünftel (30/42,9%) sprechen von einer – graduell niedriger einzustufenden – stattgefundenen Diskussion, lediglich zwei Personen (2,8%) haben eine Strategiethematisierung bisher in ihren Gremien nicht erlebt. Mehr als die Hälfte (70/51,5%) aller Anmerkungen zur Einstiegsfrage beziehen sich auf das Verhältnis und die Aufgabenverteilung von Vorstand und Aufsichtsrat bei der Strategiediskussion. Hierzu haben sich 44 Personen (62,9% aller 70 Interviewten) geäußert. Nahezu zwei Drittel der Aussagen (45/64,3%) fokussieren die Qualität und Standards der Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat. Ein knappes Drittel (13/29,5%) der Antwortenden betont, dass der Vorstand seine strategischen Vorstellungen entwickelt und dem Aufsichtsrat vorträgt. Die Auseinandersetzung von Vor-

stand und Aufsichtsrat wird als konstruktive Kooperation (6/13,6%) eingeordnet, der Aufsichtsrat hinterfragt und diskutiert die Strategie des Vorstands (5/11,4%). Jeder vierte Antwortende (12/27,3%) äußert sich zur erlebten Bereitschaft zur Zusammenarbeit der Organe oder deren Verweigerung. Sechs Personen berichten von einer positiven Haltung von Vorständen, die sich eine Beratung des (Sparringspartners) Aufsichtsrat in strategischen Fragen wünschen. Hingegen wird von sechs weiteren Personen berichtet, sie hätten in verschiedener Weise den Eindruck, dass eine vertiefte Diskussion der Strategie durch den Vorstand verhindert werde.

In einem zweiten Schritt wurden die Interviewten aufgefordert, ihre Praxis der Diskussion über die „Unternehmensstrategie im Aufsichtsrat“ auf einer Skala von 1 bis 5 zu bewerten. Die „1“ steht für „sehr unzufrieden“ und die 5 für „sehr zufrieden“ (vgl. Abb. 1).

**Abb. 1: Bewertung der Praxis der Behandlung und Diskussion über die Unternehmensstrategie im AR**



In diesem Zusammenhang erscheint erwähnenswert, dass bei einer später folgenden Abfrage zu potenziell anzustrebenden Verbesserungen in Bezug auf die Behandlung der Unternehmensstrategie in der eigenen Aufsichtsratsarbeit von 49 (70%) Befragten dezidiert Angaben gemacht und Vorschläge/Wünsche vorgetragen wurden. Hierbei werden thematisiert: ein aktiver Vorstand, der für Transparenz und Beteiligung des Aufsichtsrats sorgt (14/28,6% der Antwortenden [d.A.]), eine professionelle Aufbereitung der Informationen zur Strategiediskussion (14/28,6% d.A.), mehr Zeit und kürzere Frequenzen für die Strategiediskussion (12/24,5% d.A.), die Optimierung der Aufsichtsratsbesetzung und die Qualifizierung der Aufsichtsratsmitglieder (10/20,4% d.A.) sowie eine ergebnisoffene Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat (8/16,3% d.A.).

Bei der skalierten Zufriedenheitsabfrage waren es dagegen nur 23 Personen (32,9%), die Qualitätseinstufungen unterhalb von „zufrieden“ vorgenommen haben. Bei den Verbes-

serungsvorschlägen haben dagegen – möglicherweise aus einer eher subjektiv empfundenen „zufriedenen“ Situation heraus – weitere 26 Personen (37,1%) einen klaren Optimierungsbedarf thematisiert.

Im dritten Befragungsschritt wurden die Teilnehmer aufgefordert, die aus ihrer Sicht aktuell wichtigen strategischen Themen und Inhalte zu benennen (vgl. Abb. 2).

**Abb. 2: Aktuell wichtige strategische Themen**

- 31 Digitale Transformation und KI mit Auswirkungen auf Geschäftsmodelle und Wettbewerb (44,3%)
- 19 Mitarbeitergewinnung: Managementnachwuchs und Fachkräfte sowie Qualifizierung der Mitarbeiter (27,1%)
- 16 Internationale Handelsbeziehungen/„-kriege“/ Protektionismus (22,9%)
- 13 Technologischer Wandel (Automotive, Produktionstechnik etc.) (18,6%)
- 11 Veränderte Märkte/Marktentwicklung (15,7%)
- 9 Finanzierungsstrategie (12,9%)

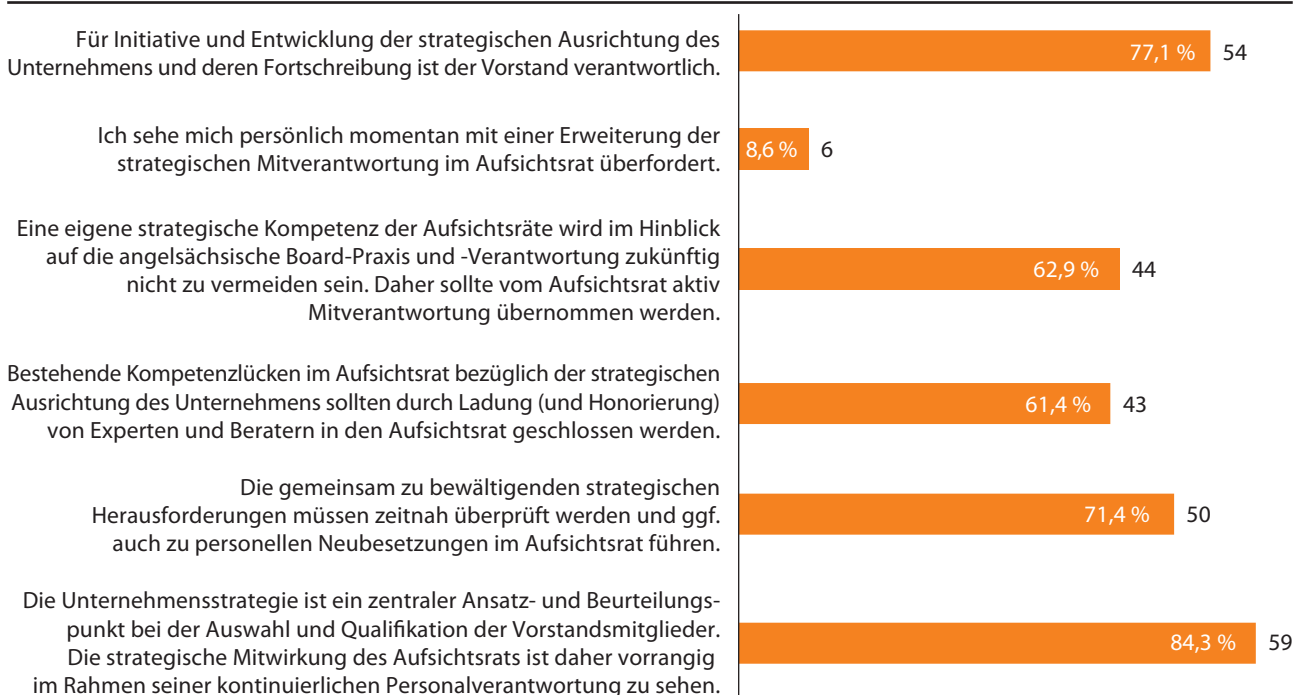
Im vierten Teil thematisieren die Teilnehmer die idealen Zeitpunkte/-räume für die Diskussion von Strategiethemata. Die dominanten Aussagen beziehen sich auf die Durchführung von einer oder zwei Aufsichtsratssitzungen pro Jahr mit dem Schwerpunkt Strategie (40/57,1%), die Hälfte (34/48,6%) empfiehlt dagegen, in jeder Aufsichtsratssitzung strategische Themen wiederkehrend aufzugreifen, zwei Fünftel (28/40,0%) halten einen (oder mehrere) gesonderte Strategietage bzw. -Workshops im Jahr für zielführend. Insgesamt räumt ein Fünftel (15/21,4%) ein, dass die strategische Diskussion (deutlich) zugenommen habe.

### 3. Gemeinsame strategische Verantwortung von Vorstand und Aufsichtsrat

Den zweiten Fragenkomplex einleitend wurde gefragt, ob aktuell mit der strategischen Ausrichtung des zu überwachenden Unternehmens die Aufgabenteilung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat eine neue, originäre Herausforderung für den Aufsichtsrat und dessen Funktion erfährt. Fast drei Viertel der befragten Aufsichtsratsmitglieder (50/71,4%) sehen diesbezüglich keine neue Herausforderung für das Gremium. Ein Viertel der Befragten (18/25,7%) bezeichnet diese Aktivitäten hingegen als Novum für den Aufsichtsrat.

Ergänzend wurde gefragt, ob sich zukünftig die Rolle des Aufsichtsrats und der Austausch zwischen den Organen unter Berücksichtigung des „Checks-and-balances-Ansatzes“ des deutschen Systems mit der Behandlung von und „Mitwirkung“ bei strategischen Herausforderungen ändern wird. Die Antworten hierzu ergeben ein stark polarisiertes Ergebnis: Etwas mehr als die Hälfte der Antwortenden (35/51,5%) sieht/befürwortet eine Rollenänderung

**Abb. 3: Handlungsdimensionen des Aufsichtsrats bei der Strategie**



Σ 256 Antworten, Σ 70 Personen

des Aufsichtsrats und einen veränderten Austausch zwischen den Organen. Mehr als zwei Fünftel (29/42,6%) sehen aber die Rolle des Aufsichtsrats und den Austausch der Organe als unverändert an.

Insgesamt liegen 41 Nennungen der 35 Interviewten vor, die eine veränderte Rolle des Aufsichtsrats und/oder einen veränderten Austausch zwischen den Organen annehmen bzw. bejahen: Allein 33 der Anmerkungen (80,5%/31 der Befragten) thematisieren die veränderte Rolle des Aufsichtsrats und die Rollenerwartungen und -zuschreibungen an den Aufsichtsrat. Die zunehmende Verantwortung und Einbindung des Aufsichtsrats ist nach Auffassung von sechs Interviewten bereits seit Jahren beobachtbar, die Unternehmenssituation und das Unternehmensumfeld erforderten die stärkere Aktivität des Aufsichtsrats bei der Strategie (5). Zudem würden sich Vorstand und Aufsichtsrat auf eine Kooperation/Teamarbeit zubewegen (5) und das Bewusstsein sei gestiegen, sich weiter auf die Strategiedebatte einzulassen (2). Das One-Tier-System erscheint hier gar als Option, die begrüßt wird (2).

Mehr als vier Fünftel (59/84,3%) der 70 Interviewten halten die Unternehmensstrategie für einen „zentralen Ansatz- und Beurteilungspunkt bei der Auswahl und Qualifikation der Vorstandsmitglieder.“ Mehr als drei Viertel (54/77,1%) sehen allerdings „für die Initiative und Entwicklung der strategischen Ausrichtung des Unternehmens und deren Fortschreibung“ den Vorstand als verantwortlich (an). 50 Interviewte (71,4%) sind der Auffassung, „die gemeinsam zu bewältigenden strategischen Herausforderungen müssen zeitnah überprüft werden und ggf. auch zu personellen

Neubesetzungen im Aufsichtsrat führen („Strategiekompetenz im Aufsichtsrat“).

Mehr als drei Fünftel der Interviewten (44/62,9%) unterstützen die Aussage, dass „eine eigene strategische Kompetenz der Aufsichtsräte im Hinblick auf die angelsächsische Board-Praxis und -Verantwortung zukünftig nicht zu vermeiden sein wird. Daher sollte vom Aufsichtsrat aktiv Mitverantwortung übernommen werden.“ Bei dieser Frage wird von acht Personen (11,4%) eine Relativierung vorgenommen in Bezug auf die „aktive Mitverantwortung“, die im Sinne einer „Sparringspartnerschaft“ verstanden werden sollte, da grundsätzlich der Vorstand die Strategie gestalte.

Drei Fünftel (43/61,4%) begrüßen zudem die Aussage, „bestehende Kompetenzlücken im Aufsichtsrat bezüglich der strategischen Ausrichtung des Unternehmens sollten durch Ladung (und Honorierung) von Experten und Beratern in den Aufsichtsrat geschlossen werden.“ Allerdings sehen sich aktuell nur sechs der Antwortenden (8,6%) „persönlich momentan mit einer Erweiterung der strategischen Mitverantwortung im Aufsichtsrat überfordert“ (vgl. Abb. 3).

#### 4. Maßnahmen zur Sensibilisierung der Gremien für aktivistische Investoren

Das zweite Panel-Thema waren „Aktivistische Investoren“. Die Thematik steht auch in Zusammenhang mit den Fragen zur Strategieeinbindung des Aufsichtsrats: Die Unternehmensentwicklung und -strategie führt die Liste der von den Investoren präferierten Gesprächsthemen mit dem Aufsichtsrat an.

Zunächst wurde erhoben, ob bei den Befragten in der Funktion als Aufsichtsrat in den letzten Jahren das Thema „Aktivistische Investoren“ aufgegriffen oder gar Schutz-Aktivitäten ergriffen wurden. Ein Fünftel (14/20,0%) berichtet davon, das Thema in den letzten Jahren aufgegriffen, fünf Personen (7,1%) berichten gar davon, Schutz-Aktivitäten ergriffen zu haben. Aufgrund ihrer besonderen Struktur (9) bzw. personalistischen Ausrichtung (26) hat die Hälfte der Interviewten mit der Thematik keine eigenen Erfahrungen. Somit verbleibt die andere Hälfte aller Panel-Teilnehmer (35/50%) für die Befassung mit den beiden Folgefragen zu geeigneten Schutzmaßnahmen sowie der Notwendigkeit, konkrete Schutzmaßnahmen zu ergreifen.

Mit dem höchsten Wert (34/97,1%) besteht in der Befragten-Gruppe Konsens, dass die „Pflegerische von bzw. verstärkte Bemühungen um Ankeraktionäre und stabile Hauptversammlungsmehrheiten“ die beste Schutzmaßnahme gegen „Aktivistische Investoren“ sei. Von jeweils 25 Befragten (71,4%) werden als weitere geeignete Maßnahmen gewählt (a.) die „regelmäßige Thematisierung im Aufsichtsrat bzw. in geeigneten Ausschüssen“ und (b.) die „Analyse der Investorenansatzpunkte und -strategien“. Zwei Drittel (23/65,7%) halten auch noch die „systematische Suche und Analyse von Schwachstellen und gering performenden Geschäftseinheiten auf allen Ebenen im Unternehmen“ sowie die „regelmäßige Analyse der eigenen Corporate-Governance-Strukturen sowie der Aufsichtsratsbesetzung“ für empfehlenswert. Die Existenz des Themas hat anscheinend präventiven Charakter. Noch die Hälfte (18/51,4%) spricht sich für die „Sensibilisierung des Vorstands im Rahmen der Unternehmensorganisations-Diskussion“ aus und eine knappe Hälfte (17/48,6%) hält die „Aktivierung und verstärkte Kommunikation mit den Arbeitnehmervertretern“ für eine geeignete Sensibilisierungsmaßnahme. Mehr als zwei Fünftel (15/42,9%) sehen dies in „regelmäßigen Investorengesprächen des Aufsichtsratsvorsitzenden („Road-Show““)“ erfüllt.

Der gleiche Personenkreis wird gefragt, ob persönlich weitere Maßnahmen für die Verbesserung von Schutzmaßnahmen und den Ausbau von Vorbeugeaktivitäten für nötig/wünschenswert gehalten werden. Diese Frage bejahen vier Fünftel (27/81,8%), lediglich sechs Antwortende (18,2%) sehen keine Veranlassung. 14 Befragte (58,3% der Antwortenden) sehen in qualifizierten Gremien und erfolgreichen Unternehmen eine wichtige Schutzmaßnahme. Ein gut geführtes und erfolgreiches Unternehmen seien die besten Abwehrkräfte (4) und eine enge Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat sei geboten (4).

## 5. Aktuelle Corporate-Governance-Fragen

Abschließend wurde traditionell die Einschätzung zu zwei aktuellen Corporate-Governance-Themen abgefragt. Die erste thematisiert den Vorschlag eines DAX-Aufsichtsratsmitglieds, dass der Corporate Governance Kodex zukünftig „auch die Aufgabe (haben sollte), Marktentwicklungen aufzunehmen und diese über den Kodex mitzugestalten“. Die Einschätzung dieser Idee ist eindeutig: Mehr als drei

Viertel (53/77,9%) der Antwortenden lehnt die Aufnahme von Marktentwicklungen in den Kodex ab. Für ein weiteres Zehntel (7/10,3%) ist der Vorschlag nicht nachvollziehbar oder unverständlich; insgesamt sechs Personen (8,8%) befürworten die Aufnahme der Marktentwicklung in den Kodex.

Die zweite aktuelle Corporate-Governance-Frage bezieht sich auf die im AktG eingeräumte Möglichkeit, vom Aufsichtsrat in den Vorstand derselben Gesellschaft für eine maximal auf zwölf Monate begrenzte Zeit zu wechseln. In der Deutschen Bank AG wurde jüngst zum zweiten Mal ein Aufsichtsratsmitglied dauerhaft zum ordentlichen Vorstandsmitglied bestellt. Fast ein Drittel (21/30%) der Befragten lehnt diese Praxis einer „Reservebank“ ab, mehr als zwei Fünftel (30/42,9%) wollen dies nur für den Notfall realisiert sehen, nur jeder Siebte (10/14,3%) stimmt dem zu, jeder Achte (9/12,9%) will dies im Einzelfall geprüft wissen. Von denjenigen, die sich grundsätzlich für eine solche Möglichkeit aussprechen, lehnen mehr als drei Fünftel (30/62,5%) eine umgekehrte Cooling-off-Periode für diese besonderen Fälle ab; mehr als ein Viertel (14/29,2%) begrüßt dagegen diesen Vorschlag.

## III. Fazit

Mit den Ergebnissen der 19. Aufsichtsrats-Panel-Befragung liegt ein aktuelles Stimmungsbild zur „Strategie im Aufsichtsrat und aktivistische Investoren“ vor. Die Ergebnisse dieser Befragung von Mandatsträgern, der in ihrer Struktur und ihrem Ansatz Alleinstellungscharakter unter den Aufsichtsratsbefragungen zuzusprechen ist, zeugen davon, dass das Thema „Strategie im Aufsichtsrat“ in den Gremien angekommen ist. Die Bearbeitungstiefe von Strategie wird unterschiedlich dargestellt, auch mit Verweis auf Zögerlichkeiten, Ängste bis hin zu Widerstand vonseiten des Vorstands, der seine Zuständigkeit im Strategiebereich nicht immer „teilen“ will. Angesichts der gesamten Ausführungen zu strategischen Themen stellt sich allerdings auch die Frage, welches Strategieverständnis das jeweilige Handeln als Aufsichtsrat treibt. Die strategische Befassung des Aufsichtsrats wird von der Mehrheit der Antwortenden als Herausforderung angenommen.

Die „Aktivistischen Investoren“ haben die Landschaft des Kapitalmarkts und die Auseinandersetzungen auf den Hauptversammlungen verändert. Einschätzungen zur Sensibilisierung und zu geeigneten Maßnahmen orientieren sich an den „Hausaufgaben“ für ein kraftvolles Unternehmen und transparenter Kommunikation. ■

Eine Zusammenfassung der Ergebnisse erhalten Sie auf Anfrage unter: [ar.redaktion@fachmedien.de](mailto:ar.redaktion@fachmedien.de)

### Autoren:

**Prof. (em.) Dr. Dr. Manuel R. Theisen**, Ludwig-Maximilians-Universität München, geschäftsführender Herausgeber und Mitbegründer von Der Aufsichtsrat; **Dr. Arno Probst**, WP/StB, Partner, Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hamburg.