

# HEDGEFONDS-AKTIVISMUS IN DEUTSCHLAND

von **Oliver Böhm** und **Prof. Dr. Michael Grote**

MBA LL.M. / Frankfurt School of Finance & Management

## Einleitung

Der vorliegende Artikel analysiert die tatsächlichen Veränderungen in deutschen Zielunternehmen, die bei Einstieg von potenziell aktivistischen Hedgefonds vorstatten gehen. Mit Ausnahme der wenigen Fälle bei denen sowohl die engagierten Hedgefonds als auch die betroffenen Unternehmen intensiv mit der Presse kommuniziert – beziehungsweise diese für ihre Zwecke instrumentalisiert – haben, existieren kaum empirischen Auswertungen in Bezug auf die Frage, mit welchen Mitteln Hedgefonds ihre Ziele erreichen, ob sie im Rahmen einer Beteiligung zwangsweise aktivistisch tätig werden und welche Veränderungen sie dann in Unternehmen herbeiführen, um ihre Ziele zu erreichen. Wir haben für den Zeitraum vom Jahr 2000 bis 2008 insgesamt 86 Anteilsenerwerb an deutschen Unternehmen identifiziert; der Erhebung liegen Meldungen der BAFin und eine umfangreiche Recherche von Pressemitteilungen zugrunde. Wir zeigen, dass in der Tat im Zeitraum von bis zu zwei Jahren nach Anteilsenerwerb in der Mehrzahl der Fälle teils erhebliche Veränderungen im Hinblick auf Corporate Governance, strategische Ausrichtung, M&A-Aktivitäten und Ausschüttungsverhalten bei den Zielunternehmen eintreten.

Das Phänomen des Investoren-Aktivismus gehört bereits seit Mitte der 1990er Jahre zum Alltag des angelsächsischen Kapitalmarkts und basiert auf dem altbekannten Principal-Agent-Problem – also dem Interessenkonflikt zwischen Management und Anteilseignern. Während die Aktionäre eines Unternehmens primär die Maximierung ihres Investments verfolgen, hat das Management nicht selten eigene, divergierende Interessen, die zur Unterbewertung eines Unternehmens führen können. Aktivistische Investoren suchen eben solche Unternehmen, um entsprechende Wertlücken zu schließen und dadurch eine Überrendite zu erzielen. Hedgefonds waren dabei in den



**Oliver Böhm**  
MBA LL.M.



**Prof. Dr. Michael H. Grote**  
Frankfurt School of Finance  
& Management

letzten Jahren die treibende Kraft an den weltweiten Kapitalmärkten.

Spätestens seit der ersten Jahreshälfte 2005 dürfte das Phänomen des Hedgefonds-Aktivismus auch der deutschen Öffentlichkeit ein Begriff sein. Der zu dieser Zeit stattfindende, in seiner Heftigkeit bisher einzigartige Machtkampf zwischen Anteilseignern und Unternehmensführung um die zukünftige Ausrichtung der Deutsche Börse AG hat den bis dahin ungeahnten Einfluss verdeutlicht, den aktivistische Hedgefonds im Rahmen ihrer Minderheitsbeteiligungen auf die Geschicke eines Unternehmens in Deutschland ausüben können. In den darauf folgenden Jahren wurden regelmäßig bekannte und weniger bekannte deutsche Unternehmen zum Ziel aktivistischer Hedgefonds, nicht selten mit massiven Auswirkungen für Unternehmen, Management und Anteilseigner.

Auch wenn die Hedgefonds-Branche im Zuge der globalen Finanzkrise durch Kursverluste und Mittelabflüsse geschwächt wurde, hat dies den potenziellen Zielunternehmen nur eine kurze Atempause verschafft. In den letzten Monaten haben insbesondere US-amerikanische Hedgefonds bereits wieder massiv in deutsche Unternehmen wie beispielsweise Rheinmetall (Green-

light Capital), HeidelbergCement (Paulson & Co.) und Gerresheimer (Sageview Capital, Pennant Capital, Eton Park, Brett Barakett) investiert, ohne konkret zu offenbaren, welche Ziele sie mit ihren Investments verfolgen.

### **Auswirkung von Investoren-Aktivismus auf den Unternehmenswert**

Forschungsergebnisse zeigen, dass die Ausübung von Aktionärsrechten durch institutionelle Investoren grundsätzlich dazu geeignet ist, zur Lösung von Agency-Problemen sowie zur Verbesserung der Corporate Governance beizutragen und somit auch zur Steigerung des Unternehmenswerts führt (Becht, Franks, Mayer & Rossi, 2008; Bebchuk, 2005; Drobetz, Schillhofer & Zimmermann, 2003).

Aktivistische Hedgefonds sind hier besonders erfolgreich. Für den Zeitraum kurz vor und kurz nach dem Einstieg eines aktivistischen Hedgefonds können überdurchschnittliche Steigerungen des Unternehmenswerts der Zielunternehmen zwischen fünf und elf Prozent beobachtet werden (Gillan & Starks, 2007; Brav et al., 2006; Klein & Zur, 2006). Für den Zeitraum innerhalb eines Jahres nach dem Einstieg erzielen aktivistische Hedgefonds Überrenditen zwischen elf und 17 Prozent (Klein & Zur, 2009). Ferner zeigt sich, dass insbesondere die kurzfristigen Überrenditen positiv mit der Aggressivität der Kampagnenführung korrelieren (Clifford, 2007; Brav, Jiang, Partnoy & Randall, 2006).

Im Rahmen der untersuchten Ereignisse waren die Zielunternehmen von Hedgefonds in Deutschland primär im Prime Standard notierte Mid-Cap-Unternehmen (68 Prozent). Lediglich fünf Prozent waren im DAX notiert sowie jeweils acht Prozent in MDAX und SDAX. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung aller Zielunternehmen betrug 981 Millionen Euro; die durchschnittliche Marktkapitalisierung der 95 Prozent der Zielunternehmen, die nicht im DAX 30 notiert waren, betrug 587 Millionen Euro. Dies bestätigt auch für Deutschland die These, dass Hedgefonds sich auf Unternehmen fokussieren, in denen sie mit relativ geringem Kapitaleinsatz einen signifikanten Einfluss ausüben können. Dabei gibt es keine herausragenden Branchen für aktivistische Investoren: Lediglich die Branchen EDV/Software/Internet (13 Prozent), Maschinenbau (12 Prozent) sowie Dienstleistungen, Finanzdienstleistungen und Medien (jeweils 8 Prozent) sind überdurchschnittlich vertreten.

Mehr als die Hälfte aller beobachteten Ereignisse fanden

im – aus Kapitalmarktperspektive –überaus erfolgreichen Jahr 2007 statt, was verdeutlicht, dass Hedgefonds-Aktivismus insbesondere in einem positiven Kapitalmarktumfeld mit hoher M&A-Aktivität stattfindet. Ein vermehrtes „Rudelverhalten“, welches Hedgefonds oftmals nachgesagt wird, konnten wir nicht feststellen. In 75 Prozent aller Fälle erwarb jeweils nur ein Hedgefonds Anteile an einem Zielunternehmen. In weiteren 20 Prozent der Ereignisse waren zwei Hedgefonds engagiert, nicht selten mit erheblichem Zeitverzug, so dass zwangsweise identische Investmentziele angezweifelt werden dürfen.

### **Auswirkungen der Anteilserwerbe durch Hedgefonds**

Grundsätzlich konnten die Ereignisse in zwei Gruppen unterteilt werden. Bei 88 Prozent der Ereignisse sind Veränderungen in den Zielunternehmen erfolgt, nachdem ein Hedgefonds Aktionär wurde. Diese Gruppe von Ereignissen soll im Folgenden „Strategische Investments“ genannt werden. Bei 12 Prozent der Zielunternehmen haben Hedgefonds in selbige investiert, nachdem für diese Unternehmen ein Übernahmeangebot belegbar erwartet wurde beziehungsweise angekündigt war oder ein Squeeze-Out beschlossen wurde. Bei dieser Gruppe soll von „Merger-Arbitrage“ gesprochen werden. Die geringe Anzahl der Fälle von Merger-Arbitrage kann zum einen damit begründet werden, dass die zu erwartenden Renditen durch die nachträgliche Erhöhung von Abfindungsangeboten im Hinblick auf die anspruchsvollen Renditeziele von aktivistischen Hedgefonds als niedrig einzustufen sind. Zum anderen scheint diese Strategie wenig Erfolg versprechend zu sein. In den beobachteten Fällen waren die engagierten Hedgefonds mit ihren Forderungen nach höheren Abfindungs- beziehungsweise Übernahmeangeboten mehrheitlich nicht erfolgreich.

Im Rahmen der Strategischen Investments konnten in Folge eines Anteilserwerbs durch einen oder mehrere Hedgefonds am häufigsten maßgebliche Veränderungen im Vorstand (CEO und CFO), vermehrte M&A-Aktivitäten der Zielunternehmen sowie Strategieänderungen und Restrukturierungen beobachtet werden.

Pro Zielunternehmen erfolgten im Mittel zwei Veränderungen, wobei in Unternehmen, in denen der Aufsichtsrat und/oder der Vorstand wechselten, mit im Mittel mehr als drei Veränderungen insgesamt überdurchschnittlich viele Veränderungen beobachtet wurden. Die beobachteten

Veränderungen traten im Durchschnitt nach neun Monaten ein, wobei Kapitalerhöhungen, Veränderungen im Aufsichtsrat sowie Strategieänderungen beziehungsweise Restrukturierungen am zügigsten eintraten.



Lediglich in knapp einem Viertel aller von uns betrachteten Fälle kommt es zu Sonder- Ausschüttungen von Liquidität an die Anteilseigner. Darüber hinaus wurde kein augenscheinliches Indiz dafür gefunden, dass die betroffenen Unternehmen in der Folge Wettbewerbsnachteile ausgesetzt oder in ihrer Existenz bedroht waren – das oft befürchtete „Ausquetschen“ der Zielunternehmen scheint also in der Strategie der Hedgefonds keine herausragende Rolle zu spielen. Zwischen den vereinzelt beobachteten Insolvenzen von Zielunternehmen (7 Prozent) nach dem Anteilserwerb durch einen Hedgefonds und dem Engagement dieses Hedgefonds konnte ebenfalls kein Kausalzusammenhang gefunden werden. Keines der betroffenen Unternehmen hat im Untersuchungszeitraum Sonderdividenden ausgeschüttet oder Aktienrückkäufe getätigt. Bei zwei Unternehmen wurden sogar nach dem Einstieg von Hedgefonds Kapitalerhöhungen durchgeführt.

In zirka einem Viertel aller Ereignisse konnten gar keine Veränderungen in den Zielunternehmen festgestellt werden. Besonders auffällig war hier, dass die Zielunternehmen im Untersuchungszeitraum nahezu ausschließlich Erfolge im Hinblick auf die Entwicklung von Umsatz und Ertrag zu vermelden hatten.

Öffentliche aktivistische Kampagnen wurden lediglich in zehn Prozent aller Fälle beobachtet. Auffällig ist, dass die Zielunternehmen im Vergleich zur Gesamtheit aller Zielunternehmen einen deutlich höheren Bekanntheitsgrad hatten und in Bezug auf die Unternehmensgröße signifikant höhere Marktkapitalisierungen aufwiesen. In Fällen, in denen das Investment eines Hedgefonds mit einer aktivistischen Kampagne begleitet wurde, konnten die Aktivisten ihre Forderungen in 75 Prozent der Fälle auch durchsetzen. Es traten dann überdurchschnittlich viele Veränderungen in den Zielunternehmen ein, die zudem deutlich zügiger erfolgten. Die dennoch geringe Zahl der geführten Kampagnen liegt, „ankedotischer Evidenz“ zufolge, darin begründet, dass eine öffentliche Kampagne als Ultima Ratio angesehen wird, da solche Kampagnen mit erheblichen Kosten für beide Parteien verbunden sind.

#### Fazit

Aufgrund der begrenzten Daten- und Dokumentationslage lässt sich nicht für alle Fälle mit Gewissheit ein Kausalzusammenhang zwischen dem Anteilserwerb durch Hedgefonds und den beobachteten Veränderungen in den Zielunternehmen herstellen. Die Untersuchung der 86 beobachteten Anteilserwerbe von Hedgefonds an deutschen Unternehmen zwischen 2000 und 2008 zeigt, dass diese im Zeitraum von bis zu zwei Jahren nach Anteilserwerb in der Mehrzahl der Fälle nicht unerheblichen Veränderungen im Hinblick auf Corporate Governance, strategische Ausrichtung, M&A-Aktivitäten und Ausschüttungsverhalten ausgesetzt waren. Im Rahmen der individuellen Analysen der Ereignisse lässt sich feststellen, dass zum einem „Lehrbuchfälle“ existieren, in denen beispielsweise kurz nach dem Anteilserwerb durch einen Hedgefonds erst Aufsichtsrat und Vorstand wechselten und in der Folge zügig eine Strategieänderung oder Restrukturierung mit entsprechenden Maßnahmen beschlossen wurde. Diese sehr klassische Reihenfolge lässt darauf schließen, dass die beteiligten Hedgefonds in diesen Fällen aktiv wurden. Auch in den Fällen, in denen Sonderausschüttungen und Aktienrückkaufprogramme beschlossen wurden, konnten

klare Hinweise dafür gefunden werden, dass dies auf Betreiben der neuen Anteilseigner geschah. Zum anderen existiert jedoch eine ebenso große Zahl von Ereignissen, bei denen nur partielle Veränderungen in den Zielunternehmen stattfanden, die zeitlich oftmals weit auseinander lagen und zudem nicht in der oben aufgeführten klassischen Reihenfolge auftraten. In diesen Fällen kann davon ausgegangen werden, dass die beteiligten Hedgefonds eher wie Value-Investoren agierten und Unternehmensentscheidungen im Zweifelsfall aktiv mittragen beziehungsweise -gestalteten.

### Literatur

Bebchuk, Lucian A. (2005): The Case for Increasing Shareholder Power. In: Harvard Law Review Vol. 118 January 2005 Number 3, p. 836-913.

Becht, Marco, Franks, Julian, Mayer, Colin und Rossi, Stefano (2008): Returns to Shareholder Activism. London Business School. Centre for Corporate Governance. Finance Working Paper Series Number – FIN 462. Forthcoming in: Review of Financial Studies.

Brav, Alon, Jiang, Wei, Partnoy, Frank und Randall, Thomas (2006): Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance. Duke University, Columbia University, University of San Diego and Vanderbilt University. Working Paper.

Clifford, Christopher (2007): Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists. Arizona State University. Working Paper.

Drobetz, Wolfgang, Schillhofer Andreas und Zimmermann, Heinz (2003): Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. University of Basel und Otto Beisheim Graduate School of Management (WHU). ECGI Finance Working Paper No. 11/2003.

Gillan, Stuart L. und Starks, Laura T. (2007): The Evolution of Shareholder Activism in the United States. University of Texas. Working Paper.

Klein, April und Zur, Manuel (2009): Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors. In: The Journal of Finance, Vol. 64 Issue 1, p. 187-229.

Klein, April und Zur, Manuel (2006): Hedge Fund Activism. New York University und ECGI. ECGI Finance Working Paper No. 140/2006.

### Kontaktdaten:

Prof. Dr. Michael H. Grote,  
Vizepräsident,  
Frankfurt School of Finance & Management gemeinnützige GmbH,  
Sonnemannstraße 9-11,  
D – 60314 Frankfurt am Main

Tel +49 (0)69 154008-326  
Fax +49 (0)69 154008-4326  
m.grote@frankfurt-school.de  
www.frankfurt-school.de/fipema