

WORKING PAPER FORSCHUNGSFÖRDERUNG

Nummer 311, November 2023

Corporate Governance und aktivistische Investoren in Deutschland

Wolfgang Bessler und Marco Vendrasco

Auf einen Blick

Aktivistische Hedgefonds stellen mit ihren Forderungen die Arbeitnehmerseite grundsätzlich vor beträchtliche Herausforderungen. Institutionelle Investoren dagegen erhoffen sich erhebliche finanzielle Vorteile in Gestalt auftretender Kursanstiege („Announcement-Effekt“). Die vorliegende Studie untersucht für den deutschen Aktienmarkt die Kursbewegungen, die durch aktivistischer Investoren tatsächlich ausgelöst werden, die Gründe für die Höhe der Kursreaktion und insbesondere, wie nachhaltig diese Neubewertung des Unternehmens durch den Kapitalmarkt tatsächlich ist.

Prof. Dr. Wolfgang Bessler, Deutsche Börse Seniorprofessor für Empirische Kapitalmarktforschung, Fakultät für Betriebswirtschaft, Universität Hamburg

Dr. Marco Vendrasco, Fakultät für Betriebswirtschaft, Universität Hamburg

© 2023 by Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Straße 18, 40474 Düsseldorf
www.boeckler.de



„Corporate Governance und aktivistische Investoren in Deutschland“ von Wolfgang Bessler und Marco Vendrasco ist lizenziert unter

Creative Commons Attribution 4.0 (BY).

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.
(Lizenztext: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/de/legalcode>)

Die Bedingungen der Creative-Commons-Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Schaubildern, Abbildungen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.

ISSN 2509-2359

Inhalt

1. Einführung und Zielsetzung der Studie	12
1.1 Motivation der Studie	12
1.2 Zielsetzung und Fragestellung	13
1.3 Erweiterte Zielsetzung	14
1.4 Steigerung des Unternehmenswerts als Ziel und Maßnahme für die Stakeholder.....	15
2. Literaturüberblick	21
2.1 Charakteristika der Zielunternehmen	21
2.2 Konsequenzen für Zielunternehmen	25
2.3 Entwicklungen im Vorfeld des Shareholder-Aktivismus in Deutschland.....	28
3. Hypothesen	34
3.1 Charakteristika der Zielunternehmen von aktivistischen Investoren.....	34
3.2 Konsequenzen für Zielunternehmen von aktivistischen Investoren.....	36
4. Datensatz und deskriptive Analyse	40
4.1 Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse und CDAX-Performance	40
4.2 Verteilung nach Marktwerten	48
4.3 Verteilung nach Index	50
4.4 Verteilung nach Börsensegment	51
4.5 Verteilung nach Industrie	52
5. Empirische Ergebnisse I: Kurz- und langfristige Bewertungs- effekte	61
5.1 Kurzfristige Bewertungseffekte in den drei Subperioden – Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250).....	63
5.2 Abnormale Handelsvolumen rund um das Shareholder-Aktivismus-Ereignis (-140; +100).....	66
5.3 Abnormales Handelsvolumen rund um das Shareholder- Aktivismus-Ereignis – Subperioden	68

5.4 Aggressivität der aktivistischen Investoren – Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250).....	70
5.5 Andere institutionelle Investoren – Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +720).....	73
5.6 Industrien – Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250)	76
5.7 Erfolg der aktivistischen Investoren – Buy-and-hold-Renditen (+1; +250)	81
5.8 Untersuchung von Reputation und Aktivität der aktivistischen Investoren.....	84
5.9 Kalenderzeit-Portfolio-Ansatz für verschiedene Halte-perioden	92
5.10 Kalenderzeit-Portfolios – aktivistische Hedgefonds versus Investor-Portfolio.....	95
5.11 Kalenderzeit-Portfolios – Aggressivität der aktivistischen Taktiken	96
5.12 Zwischenergebnis: Bewertungseffekte.....	98
6. Empirische Ergebnisse II: Eigenschaften von Zielunternehmen	100
6.1 Analyse der Eigenschaften von Zielunternehmen	100
6.2 Zwischenergebnis: Effekte auf Eigenschaften der Zielunternehmen.....	108
6.3 Unterschiede zwischen Ziel- und Kontrollunternehmen.....	109
6.4 Wahrscheinlichkeit, zum Ziel eines aktivistischen Investors zu werden.....	115
6.5 Vor dem Aktivismus – Charakteristika von Zielunternehmen (Regressionsanalysen)	125
6.6 Nach dem Aktivismus – Konsequenzen für Zielunternehmen (Regressionsanalysen)	131
6.7 Ergebnisse der Hypothesentests	137
7. Historische Erkenntnisse und aktuelle Entwicklungen im Shareholder-Aktivismus	140
7.1 Shareholder-Aktivismus bei der Deutschen Börse AG	142
7.2 Die Anfänge des Shareholder-Aktivismus in Deutschland.....	143
7.3 Shareholder-Aktivismus in Japan – der Wandel des Corporate-Governance-Umfelds	144

7.4 Veränderte Strategie eines aktivistischen Investors – Elliott versus Duke Energy	146
7.5 Veränderungen im Shareholder-Aktivismus	148
8. Zusammenfassung und Ausblick	152
Literatur.....	156
Anhang.....	164

Abbildungen

Abbildung 1: Vierteljährliche Anzahl der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse und CDAX-Performance im Zeitablauf.....	41
Abbildung 2: Verteilung der Buy-and-hold-Renditen im Zeitablauf I.....	44
Abbildung 3: Verteilung der Buy-and-hold-Renditen im Zeitablauf II.....	45
Abbildung 4: Verteilung der Buy-and-hold Abnormal Returns im Zeitablauf I	46
Abbildung 5: Verteilung der Buy-and-hold Abnormal Returns im Zeitablauf II.....	47
Abbildung 6: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Marktkapitalisierung	49
Abbildung 7: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Auswahlindex.....	50
Abbildung 8: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Börsensegment.....	52
Abbildung 9: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industrien und Subperioden	55
Abbildung 10: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industrien im Zeitablauf	57
Abbildung 11: Relativer Anteil der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industrien im Zeitablauf	57
Abbildung 12: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industriegruppen im Zeitablauf	59
Abbildung 13: Relativer Anteil der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industriegruppen im Zeitablauf	59
Abbildung 14: Buy-and-hold-Returns (-40; +250) über den gesamten Untersuchungszeitraum	62
Abbildung 15: Buy-and-hold-Renditen (-40; +250) in den einzelnen Subperioden	64
Abbildung 16: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) über den gesamten Untersuchungszeitraum und Subperioden	65
Abbildung 17: Abnormales Handelsvolumen (-140; +100) über den gesamten Untersuchungszeitraum.....	67

Abbildung 18: Abnormales Handelsvolumen (-140; +100) nach Subperioden	69
Abbildung 19: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach Aggressivität der Taktiken über den gesamten Untersuchungszeitraum	70
Abbildung 20: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach Aggressivität der Taktiken in den einzelnen Subperioden.....	72
Abbildung 21: Buy-and hold abnormal Returns (-40; +720) nach dem Grad der institutionellen Investoren über den gesamten Untersuchungszeitraum	74
Abbildung 22: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach dem Grad der institutionellen Investoren in den einzelnen Subperioden	75
Abbildung 23: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) der größten Industrien über den gesamten Untersuchungszeitraum	77
Abbildung 24: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) der größten Industrien in den einzelnen Subperioden	78
Abbildung 25: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach Industriegruppen über den gesamten Untersuchungszeitraum	79
Abbildung 26: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach Industriegruppen in den einzelnen Subperioden	80
Abbildung 27: Buy-and-hold-Renditen (+1; +250) nach Erfolg des Aktivismus über den gesamten Untersuchungszeitraum.....	82
Abbildung 28: Buy-and-hold-Renditen (+1; +250) nach Erfolg des Aktivismus in den einzelnen Subperioden.....	83
Abbildung 29: Kumulierte abnormale Renditen (-80; +140) der fünf aktivsten aktivistischen Investoren	87
Abbildung 30: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) der fünf aktivsten aktivistischen Investoren	88
Abbildung 31: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +720) der fünf aktivsten aktivistischen Investoren	90
Abbildung 32: Prinzip des Kalenderzeit-Portfolio-Ansatzes	93
Abbildung 33: Performance von Kalenderzeit-Portfolios bei Investitionen vor und nach dem Ereignis	94
Abbildung 34: Kalenderzeit-Portfolios – aktivistische Investoren versus Investor-Portfolio	95

Abbildung 35: Kalenderzeit-Portfolios nach Aggressivität der Taktiken und verschiedenen Haltedauern	97
Abbildung 36: Entwicklung von Wachstum und Performance rund um den Shareholder-Aktivismus	102
Abbildung 37: Entwicklung von Wachstum und Performance rund um den Shareholder-Aktivismus (Subperioden)	103
Abbildung 38: Entwicklung von Finanzierung und Ausschüttungen rund um den Shareholder-Aktivismus	104
Abbildung 39: Entwicklung von Finanzierung und Ausschüttungen rund um den Shareholder-Aktivismus (Subperioden)	105
Abbildung 40: Entwicklung der Unternehmensstrategie rund um den Shareholder-Aktivismus	107
Abbildung 41: Entwicklung der Unternehmensstrategie rund um den Shareholder-Aktivismus (Subperioden)	108
Abbildung 42: Histogramm der Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) über den gesamten Untersuchungszeitraum	164
Abbildung 43: Histogramm der Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) in den einzelnen Subperioden	165
Abbildung 44: Histogramm der BHAR (-40; +250) nach Industriegruppen über den gesamten Untersuchungszeitraum	167
Abbildung 45: Kumulierte (abnormale) Rendite (-80; +140) über den gesamten Untersuchungszeitraum	170
Abbildung 46: Kumulierte Renditen (-80; +140) in den einzelnen Subperioden	171
Abbildung 47: Kumulierte abnormale Renditen (-80; +140) in den einzelnen Subperioden	172
Abbildung 48: Streudiagramme Buy-and-hold Abnormal Returns I	174
Abbildung 49: Streudiagramme Buy-and-hold Abnormal Returns II	175
Abbildung 50: Streudiagramme Buy-and-hold Abnormal Returns III	177
Abbildung 51: Streudiagramme Sechs- und Zwölf-Monats-BHAR I	178
Abbildung 52: Streudiagramme Sechs- und Zwölf-Monats-BHAR II	179
Abbildung 53: Streudiagramme Sechs- und Zwölf-Monats-BHAR – Marktkapitalisierung der Zielunternehmen	181

Tabellen

Tabelle 1: Anzahl der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industrien im Zeitablauf	53
Tabelle 2: Anzahl und Anteil der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industrien in den einzelnen Subperioden und dem gesamten Untersuchungszeitraum.....	56
Tabelle 3: Anzahl der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse und Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach Industrien	60
Tabelle 4: Die 20 aktivsten aktivistischen Investoren nach Anzahl der Investitionen	85
Tabelle 5: Differenzen zwischen Ziel- und Kontrollunternehmen vor dem Shareholder-Aktivismus (gesamter Untersuchungszeitraum)	111
Tabelle 6: Differenzen zwischen Ziel- und Kontrollunternehmen vor dem Shareholder-Aktivismus in den einzelnen Subperioden....	113
Tabelle 7: Wahrscheinlichkeit, zum Ziel eines aktivistischen Investors zu werden (gesamter Untersuchungszeitraum und Finanzkrise)	117
Tabelle 8: Wahrscheinlichkeit, zum Ziel eines aktivistischen Investors zu werden (Subperioden 2000–2006 und 2009–2020) ...	122
Tabelle 9: Entwicklung der Eigenschaften vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (gesamter Untersuchungszeitraum)	127
Tabelle 10: Entwicklung der Eigenschaften vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2000–2006)	128
Tabelle 11: Entwicklung der Eigenschaften vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2007–2008)	129
Tabelle 12: Entwicklung der Eigenschaften vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2009–2020).....	130
Tabelle 13: Entwicklung der Eigenschaften nach dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (gesamter Untersuchungszeitraum)	132
Tabelle 14: Entwicklung der Eigenschaften nach dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2000–2006)	133
Tabelle 15: Entwicklung der Eigenschaften nach dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2007–2008)	134

Tabelle 16: Entwicklung der Eigenschaften nach dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2009–2020)	135
Tabelle 17: Ergebnisse der Hypothesentests I (vor dem Shareholder-Aktivismus)	138
Tabelle 18: Ergebnisse der Hypothesentests II (nach dem Shareholder-Aktivismus)	139

Abkürzungen

AG	Aktiengesellschaft
AUM	<i>assets under management</i> (verwaltetes Vermögen)
BHAR	<i>buy-and-hold abnormal return</i> (abnormale Buy-and-hold-Rendite)
BHR	<i>buy-and-hold return</i> (Buy-and-hold-Rendite)
CapEx	<i>capital expenditures</i> (Investitionen in langfristige Anlagegüter)
CAR	<i>cumulated abnormal returns</i> (kumulierte abnormale Renditen)
CDAX	Composite DAX
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CO ₂	Kohlen(stoff)dioxid
DAX	Deutscher Aktienindex
EBIT	<i>earnings before interest and taxes</i> (Gewinn vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	<i>earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i> (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
ESG	<i>environmental, social and governance</i> (ökologische, soziale und leitungsbezogene Nachhaltigkeit)
ETF	<i>exchange traded fund</i>
F&E	Forschung und Entwicklung (siehe „R&D“)
FE	<i>fixed effects</i>
ICB	<i>Industry Classification Benchmark</i>
M&A	<i>mergers and acquisitions</i> (Fusionen und Übernahmen)
MDAX	Mid-Cap-DAX (Aktienindex für mittelgroße Unternehmen)
NGO	<i>non-governmental organization</i> (Nichtregierungsorganisation)
R&D	<i>research and development</i> (siehe „F&E“)
ROA	<i>return on assets</i> (Gesamtkapitalrentabilität)
ROCE	<i>return on capital employed</i> (Rendite des eingesetzten Kapitals)
ROE	<i>return on equity</i> (Eigenkapitalrendite)
SDAX	Small-Cap-DAX (Aktienindex für kleinere Unternehmen)
TecDAX	Technology-DAX (Aktienindex für die größten Technologieunternehmen)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

1. Einführung und Zielsetzung der Studie

1.1 Motivation der Studie

Motivation und Ausgangspunkt der Studie sind die politisch angestrebten Veränderungen der Rahmenbedingungen, die durch Corporate-Governance-Reformen in Deutschland ab dem Jahr 2000 realisiert wurden. Diese Reformen hatten zum Ziel, die „Macht der Banken“ einzuschränken und die „Deutschland AG“ aufzulösen. Sie haben zu weitreichenden Veränderungen in der Corporate Governance geführt (Rapp und Strenger, 2015). Dazu beigetragen hat auch der Einfluss der ausländischen institutionellen Investoren, der zu einer relativen Erhöhung des professionell angelegten Vermögens in Deutschland geführt hat.

Den anfänglichen Reformen und dem Rückzug der deutschen Banken folgten sehr schnell gravierende Veränderungen in den Eigentümerstrukturen der deutschen Unternehmen. Daraus resultierte zeitnah ein Stimmrechtsvakuum, das durch den Rückzug der Banken von den Abstimmungen in den Hauptversammlungen ausgelöst wurde. Dadurch konnte die Einflussnahme von aktivistischen Investoren in den Hauptversammlungen trotz ihres geringen Aktienanteils erheblich ausgeweitet werden.

Nachfolgend entwickelte sich ein starkes Wachstum der Aktivitäten und Einflussnahme der aktivistischen Investoren. Zudem verstärkte sich der konzentrierte Anteilsbesitz bei den aktiv gemanagten Investmentfonds und den passiven Anlageinstrumenten (ETF und Indexfonds). Die Reformen haben zweifelsohne auch dazu geführt, dass die Kontrolle der gelisteten Unternehmen über den Kapitalmarkt in Deutschland an Bedeutung gewonnen hat. Daraus folgte, dass aktivistisch agierende Investoren jederzeit Aktien erwerben und Einfluss auf die Unternehmensleitung ausüben können, oftmals durch direkte Gespräche mit dem Vorstand, aber auch über die Hauptversammlung und den Aufsichtsrat.

Auch die relativen Anteile des Vermögens, das in passiven Fonds (ETF und Indexfonds) angelegt wird, sind erheblich angewachsen und haben zu einer Konzentration der Stimmrechte unter Einfluss der Stimmrechtsberater („proxy advisors“) geführt. Zudem hat sich das Verhalten der Marktteilnehmer langsam an die amerikanische Interpretation von Corporate Governance angeglichen. Die Zunahme und die Veränderung des allgemeinen Shareholder-Aktivismus in Deutschland über einen längeren Zeitraum ist daher von Interesse für die Corporate Governance im Allgemeinen, aber auch für den Vorstand, den Aufsichtsrat sowie die Arbeitnehmervertreter*innen.

Nach den anfänglichen Problemen und Widerständen haben die aktivistischen Investoren mittlerweile gelernt, auch im speziellen deutschen Corporate-Governance-System (Trennung Vorstand und Aufsichtsrat mit Arbeitnehmervertreter*innen) ihre Ziele erfolgreich durchzusetzen, oftmals auch mit weniger aggressiven Strategien und Taktiken. Aber auch die Vorstände sind inzwischen eher bereit, den Analysen und den Vorschlägen der aktivistischen Investoren zu folgen. Denn vieles deutet darauf hin, dass die Umsetzung der von aktivistischen Investoren gemachten Vorschläge oftmals zu einer höheren Bewertung am Kapitalmarkt führt.

1.2 Zielsetzung und Fragestellung

Die Inhalte des Forschungsprojektes und das Untersuchungsdesign werden durch zwei umfassende Fragestellungen bestimmt, die zu folgender Struktur der nachfolgenden Ausführungen und Analysen führen:

- A.** Zunächst werden die zunehmende Bedeutung und Einflussnahme der aktivistischen Investoren in deutschen börsennotierten Unternehmen untersucht. Darauf basierend werden dann die grundsätzlichen Konsequenzen für die Corporate Governance aufgezeigt.
- B.** Aus den aus der Analyse gewonnenen Erkenntnissen werden Handlungsfelder identifiziert, die besonders häufige Angriffspunkte für aktivistische Investoren bieten und somit unter verstärkter Aufmerksamkeit von Management und dem mitbestimmten Aufsichtsrat gestellt werden müssen.

A. Bestandsaufnahme

1. Unter welchen Bedingungen werden Unternehmen zum Ziel von aktivistischen Investoren?
2. Welche Strategien wenden aktivistische Investoren an, um die Corporate Governance im Sinne des Kapitalmarkts anzupassen, und welche Erfolgsfaktoren bestimmen das Ergebnis?
3. Was sind die Konsequenzen des Shareholder-Aktivismus und welche strategischen und finanzwirtschaftlichen Maßnahmen werden ergriffen?

B. Konstruktive Maßnahmen

4. Wie können Vorstand und Aufsichtsrat das Unternehmen rechtzeitig so positionieren, dass es kein attraktives Ziel für aktivistische Investoren wird?

5. Welche konstruktiven Handlungsalternativen stehen vor und nach der Attacke zur Verfügung, um negative Konsequenzen auszuschließen oder zu minimieren?
6. Inwieweit ist es sinnvoll, einen konstruktiven Dialog zwischen Unternehmen und den aktivistischen Investoren aufzubauen?

1.3 Erweiterte Zielsetzung

Die Ergebnisse des Forschungsprojektes sollen für die Hans-Böckler-Stiftung eine auf einer breiten Literatur- und Datenbasis fundierte Fakten sammlung zu dem genannten Phänomen liefern. Dieses Wissen und diese Erkenntnisse sind relevant, wenn Arbeitnehmer in mitbestimmten Aufsichtsräten in die Entscheidungsprozesse über angemessene Reaktionen auf aktivistische Attacken eingebunden werden. Die Strukturen der Attacken von aktivistischen Investoren, deren Strategien und Taktiken lassen sich didaktisch aufbereiten und vermitteln. Eine „Landkarte“ über aktivistische Investoren und eine Differenzierung nach stärkerer oder geringerer Aggression kann dabei helfen.

Auch ist es wichtig für den Vorstand, stets Informationen über die aktuelle Eigentümerstruktur zu haben, um nicht von Angriffen überrascht zu werden. Denn ein höherer institutioneller Anteilsbesitz ermöglicht es den aktivistischen Investoren, leichter eine Mehrheit in Abstimmungen zu erreichen. Es ist auch wichtig zu verstehen, welche proaktiven Maßnahmen zur Abwehr oder Vermeidung einer aktivistischen Attacke aus Sicht des Unternehmens implementiert werden können. Ein geeignetes Frühwarn system könnte Fehlentscheidungen frühzeitig erkennen und verhindern sowie offenlegen, warum das eigene Unternehmen für aktivistische Investoren besonders attraktiv ist.

Denn die empirische Evidenz deutet darauf hin, dass erfolgreiche Unternehmen nur sehr selten zum Ziel von Aktivisten werden. Kurz- und mittelfristige Kurssteigerungen durch aktivistische Investoren sind nur möglich, wenn das Potenzial des Unternehmens aus Sicht des Kapitalmarkts nicht voll ausgeschöpft wird oder substanzelle unternehmerische Fehlentscheidungen getroffen wurden. Im Branchenvergleich lässt sich schnell eine „Underperformance“ anhand des Aktienkurses und der Bilanzkennzahlen ermitteln. Zudem eröffnen Vergleiche von Kennzahlen im Zeitablauf weitere Einsichten, die Anlass zum Handeln geben können.

Aus Sicht des Kapitalmarktes kann oftmals durch bestimmte einfache Maßnahmen im finanziellen Bereich eine kurzfristige Erhöhung des Aktienkurses erzielt werden, die aber nicht langfristig für das Unternehmen optimal und wertschaffend sein muss. Dazu zählt die Erhöhung des Ver-

schuldungsgrades, die Verringerung von liquiden Mitteln, die Erhöhung von Dividenden und die Verhinderung von Unternehmensübernahmen (Mergers und Acquisitions, M&A). Diese relativ einfachen Maßnahmen, die oft von aktivistischen Investoren gefordert werden, können Vorstand und Aufsichtsrat vorwegnehmen und somit verhindern, ein attraktives Zielunternehmen von aktivistischen Investoren zu werden.

Dabei ist allerdings besonders darauf zu achten, dass nur ökonomisch sinnvolle Maßnahmen durchgeführt werden, die nicht nur kurzfristig zu Wertsteigerungen am Kapitalmarkt führen, sondern auch langfristig zusätzlichen Wert für das Unternehmen schaffen. Denn die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes ist nicht nur eine sinnvolle Strategie, um Attacken von aktivistischen Investoren zu verhindern, sondern auch, um die Arbeitsplätze und den Fortbestand des Unternehmens langfristig zu sichern.

1.4 Steigerung des Unternehmenswerts als Ziel und Maßnahme für die Stakeholder

In der Unternehmenspolitik und Finanztheorie gilt das allgemein anerkannte und weitverbreitete Ziel der Maximierung des Unternehmenswertes, was auf eine langfristig orientierte und ökonomische Allokation aller Ressourcen abstellt. Das Konzept wird allerdings oftmals missverstanden und mit einer kurzfristigen Maximierung des Aktienkurses gleichgesetzt, was dann auch entsprechendes Handeln des Vorstandes einfordern würde.

In einer ökonomisch sinnvoller Sichtweise geht es um den langfristigen erfolgreichen Bestand des Unternehmens, was auch die Beziehungen zu Mitarbeitern, Kunden, Zulieferern etc. sowie die Berücksichtigung von Nachhaltigkeit (ESG) und die verschiedenen Facetten des Umweltschutzes (Fama, 2021) umfasst. Nur dadurch lässt sich langfristig der Wert des Unternehmens erhalten und steigern und nur dadurch können langfristig attraktive Arbeitsplätze geschaffen und erhalten sowie der Fortbestand des Unternehmens gesichert werden.

Das Management muss dieses Ziel der langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes durch die Umsetzung aller erforderlichen und zielführenden Maßnahmen adressieren und realisieren. Die Bereiche, in denen Maßnahmen für die Erhöhung des Unternehmenswertes umgesetzt werden können, kann man in drei Gruppen aufteilen, die man auch einzeln analysieren und optimieren kann:

- Maßnahmen der Aktionäre – Corporate Governance
- Maßnahmen des Managements – Investitionspolitik
- Maßnahmen des Managements – Finanzierungspolitik

Im Folgenden werden die Grundkonzepte und Strategien zur Werterhöhung für die einzelnen Maßnahmen kurz dargestellt und erläutert.

1.4.1 Maßnahmen der Aktionäre – Corporate Governance

Durch den Shareholder-Aktivismus auf den Hauptversammlungen versuchen die einzelnen Anteilseigner – individuelle Aktionäre, Investmentfonds, Private-Equity-Fonds, Hedgefonds und sonstige aktivistische Aktionärsgruppen –, das Management zu beeinflussen und zu bewegen, bestimmte Ziele zu verfolgen und Ineffizienzen zu beseitigen, um dadurch insbesondere den Unternehmenswert und den Aktienkurs langfristig und nachhaltig zu erhöhen. Zu den Zielen zählt mittlerweile auch der Umweltschutz, der in der Hauptversammlung immer mehr angemahnt und eingefordert wird.

Dazu gehören auch Anpassungen in den Führungs- und Kontrollgremien (Vorstand und Aufsichtsrat), mehr Unabhängigkeit und Diversität in Vorstand und Aufsichtsrat, um den langfristigen Erfolg des Unternehmens sicherzustellen. Für aktivistische Investoren kann es allerdings problematisch sein, sich in das Board von US-Unternehmen wählen zu lassen, da sie dann Insider wären und die Informationen, die sie durch ihre Tätigkeit erhielten, nicht profitabel ausnutzen könnten.

Eine Abwahl und Neubesetzung des Aufsichtsrats mit aktivistischen Investoren sind auch in Deutschland weiterhin relativ selten, denn hier gibt es ähnliche Bedenken und Beschränkungen. Nur bei einem sehr langfristigen Engagement und besonderen Fähigkeiten der aktivistischen Investoren erscheint ein Sitz im Aufsichtsrat sinnvoll. Dagegen versuchen in den USA insbesondere Umweltaktivisten, verstärkt Sitze im Board einzunehmen, um ihre Forderungen nach einer Reduzierung des CO₂-Footprints durchzusetzen. Eigene finanzielle Vorteile sind in diesem Fall oftmals nicht das primäre Ziel, sodass es hier weniger zu Insider-Aktivitäten kommen sollte.

Weitere Forderungen, die in letzter Zeit immer häufiger erhoben werden, sind auch eine hohe Unabhängigkeit und Diversität der Aufsichtsratsmitglieder. Auch hier sind die Forderungen in den USA derzeit noch weitreichender als in Deutschland. Veränderungen im Management betreffen die Besetzung des CEO- und CFO-Postens. Dabei ist auch die Auswahl der CEOs von Tochtergesellschaften wichtig.

Insgesamt kann man also davon ausgehen, dass sich diese Einsichten und Erkenntnisse verändern können und werden, wenn Klima-Aktivisten versuchen, ihre ökologischen Ziele zu verwirklichen (siehe Kapitel 7.5).

Denn dann stehen nicht die ökonomischen Interessen und Aktienkursgewinne im Vordergrund, sondern die Umwelt und der Einfluss, um nachhaltige gesellschaftliche Ziele zu verwirklichen. Das gilt auch für Diversität und andere ESG-Kriterien. Daher ist ein Kauf und Verkauf von Aktien aufgrund von Insiderwissen von diesen Aktivisten eher nicht zu erwarten, sondern der Einfluss durch den Aufsichtsrat auf die Unternehmensführung ist hier das primäre Ziel.

Auch Anreizsysteme für das Management werden mittlerweile kritisch gesehen. Grundsätzlich umfassen sie einen variablen Bonus, Aktienoptionspläne und die Vergütung in Aktien. Daher hat „say on pay“ an Bedeutung gewonnen, insbesondere auch im Zusammenhang mit der Erreichung von Umweltzielen. Direkte oder indirekte Einflussnahme kann durch Abstimmungen auf Hauptversammlungen, Blockholder oder deren „acting in concert“ erfolgen.

Dabei kommt *BlackRock* und den anderen großen institutionellen Anlegern eine große Bedeutung zu. Einen großen Einfluss haben in diesem Zusammenhang auch die Informations-Intermediäre und die Stimmrechtsberater wie *ISS* und *Glass Lewis*, die kritisch zu sehen sind, da sie erheblichen Einfluss ausüben können, aber kein ökonomisches Risiko übernehmen (vgl. Bessler und Rapp, 2022a, 2022b).

1.4.2 Maßnahmen des Managements – Investitionspolitik

Für die Entwicklung von neuen Produkten und das langfristige erfolgreiche Wachstum von Unternehmen haben Strategien und Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E), Anmeldung von Patenten und neuen Technologien einen hohen Stellenwert. Durch die Optimierung der Beschaffung von Rohstoffen, Vorprodukten und Produktionsprozessen sowie Marketing und Distributionskanälen wird der Prozess essenziell unterstützt. Die aktuellen Probleme einiger Unternehmen, ausreichend Vorprodukte (z. B. Chips in der Automobilindustrie) für die eigene Produktion zu erhalten, verdeutlichen diese Wichtigkeit.

Akquisitionen von Geschäftseinheiten (F&E, Ideen) für das Kerngeschäft und von Konkurrenten können die eigene Wettbewerbsposition weiter stärken und ausbauen. Akquisitionen haben insbesondere für Technologieunternehmen (z. B. *Amazon*, *Apple*, *Facebook/Meta*, *Google*, *Microsoft*) heute einen sehr hohen Stellenwert.

Auch eine internationale Expansion des Geschäfts führt zu Umsatzsteigerungen und effizienteren Produktions- und Vertriebswegen, aber auch zu Verlagerungen von Arbeitsplätzen ins Ausland. Dabei können

vertikale und horizontale Integrationen in dem Unternehmen zu Synergien führen. Anlagevermögen und Umlaufvermögen (Working Capital) werden durch Sale-and-lease-back, effiziente Cashflow-Cycles und Standortauswahl optimiert.

Verkauf (Desinvestition) von nicht profitablen Einheiten, die nicht zum Kerngeschäft gehören oder die nicht in dem Unternehmen sinnvoll umstrukturiert werden können, kann den Unternehmenswert bzw. die Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt nachhaltig steigern. Diese Unternehmensteile können aber ggf. alleinstehend oder als Teil von anderen Unternehmen wieder erfolgreich werden.

Insbesondere die aktuellen Strategien vieler Unternehmen, ihren CO₂-Footprint zu senken, haben dazu geführt, dass besonders CO₂-belastende Unternehmensteile verkauft werden und andere klimaneutrale Unternehmen hinzugekauft werden, um die durch das Unternehmen selbst verursachten Umweltbelastungen zu reduzieren. Dabei müssen natürlich nicht nur die selbst verursachten, sondern auch die bereits durch die Vorprodukte verursachten Umweltschäden mit eingerechnet werden. Eine Optimierung der Beschaffung weniger belasteter Vorprodukte ist dabei besonders wichtig und mittlerweile Ziel von vielen Unternehmen geworden.

Zudem ist zu beachten, dass der Verkauf von hoch belasteten Unternehmensteilen an private Unternehmen oft nicht zu einer Reduzierung der Umweltbelastung insgesamt führt. Eine Transformation im eigenen Unternehmen ist daher oftmals sinnvoller, um die CO₂-Belastung weltweit zu reduzieren. Diese Erkenntnis ist insbesondere dann wichtig, wenn Klimaaktivisten sich das Unternehmen als Ziel ausgewählt haben, denn dann geht es nicht um Unternehmenswertsteigerung, sondern um Reduzierung des CO₂-Footprints meistens nur in diesem einen Unternehmen, was für die gesamte Umwelt aber nicht unbedingt optimal sein muss.

M&A sind also genauso wie der Verkauf (Desinvestition) ein bedeutendes strategisches Element, mit dem bei falschen Entscheidungen viel Unternehmenswert vernichtet werden kann. Aktivistische Investoren können hier das Management vor falschen Entscheidungen bewahren, z.B. M&A verhindern, bessere Konditionen aushandeln und das Management unterstützen, die nicht rentablen Unternehmenteile zu verkaufen (Desinvestitionen).

1.4.3 Maßnahmen des Managements – Finanzierungs- politik

Aus Sicht der Finanzierungstheorie sollte die Ausschüttung von frei verfügbaren Cashflows durch Dividenden und Aktienrückkäufe mögliche In-

teressenkonflikte und Agency-Probleme zwischen Vorstand und Aktionären reduzieren. Zudem haben Ausschüttungen und Kapitalerhöhungen durch Gesellschaftsmittel eine starke positive Signalwirkung (Free-Cashflow-Hypothese)¹ auf die Aktionäre und führen oftmals bei Ankündigung zum unmittelbaren Kursanstieg.

Eine Optimierung der langfristigen Kapitalstruktur wird oftmals vom Kapitalmarkt erwartet. Optimierung bedeutet in diesem Zusammenhang die längerfristige Minimierung der Finanzierungskosten oder Kapitalkosten. Das kann mit einer Erhöhung oder Reduzierung des Verschuldungsgrades einhergehen.

Geringere Finanzierungskosten führen dazu, dass die vorhandenen Investitionsprojekte vorteilhafter sind (positiver Nettobarwert) und damit realisiert werden sollten. Somit führen mehr Investitionen in Projekte mit positivem Barwert zu Unternehmenswachstum und zu mehr Arbeitsplätzen und damit zu einer höheren Bewertung am Kapitalmarkt. Eine ökonomisch sinnvolle Erhöhung oder Verringerung des Verschuldungsgrads schlagen sich somit positiv in der Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt nieder, weil es die Finanzierungskosten und die Steuerlast reduzieren kann.

Kapitalerhöhungen und Spin-offs sollten bei optimalen Finanzierungsentscheidungen berücksichtigt werden. Inwieweit das Management aber hier ein optimales Timing vornehmen kann, ist fraglich. Mittlerweile werden auch hohe liquide Mittel von Unternehmen gehalten, um sich gegen Krisen abzusichern und von Banken unabhängiger zu sein. Aufgrund der Verschiebung der Wirtschaftsstruktur in Deutschland, weg von der Industriegesellschaft hin zur Netzwerkgesellschaft, haben Unternehmen auch weniger Vermögensgegenstände in der Bilanz aktiviert und damit weniger Kreditsicherheiten. Der Anteil der immateriellen Vermögensgegenstände nimmt stetig zu.

Der Kapitalmarkt erwartet vom Management also eine optimale Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik sowie Investitionspolitik, die die Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt nachhaltig steigern. Denn bei zu großen Abweichungen von diesem Ziel lassen sich relativ einfach

1 Die Free-Cashflow-Hypothese von Jensen (1986) basiert auf den Agency-Problemen, die aus Trennung von Eigentum und Kontrolle entstehen. Es handelt sich bei den Free Cashflows um liquide Mittel, denen keine Investitionsprojekte mit positiven Nettobarwerten gegenüberstehen. Das Management hat den Anreiz, diese Mittel ineffizient für externes Unternehmenswachstum (sogenanntes *empire building*) und/oder den privaten Konsum zu verwenden. Da im Unternehmen keine effiziente Allokation der Ressourcen erfolgen kann, sollten sie an die Aktionäre in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen ausgezahlt werden. Daher reduzieren Ausschüttungen das Free-Cashflow-Problem und signalisieren dem Kapitalmarkt, dass das Management eine ineffiziente Verwendung der frei verfügbaren Cashflows verhindern will und somit im Sinne der Aktionäre und des Unternehmens handelt.

kurzfristige Kurssteigerungen durch simple Maßnahmen erreichen, auch ohne im operativen Bereich größere Veränderungen vorzunehmen.

Branchenkenntnisse sind daher für aktivistische Investoren in diesem Fall nicht unbedingt erforderlich. Oftmals reicht schon ein Branchenvergleich, um zu hohe liquide Mittel und einen zu geringen Verschuldungsgrad zu erkennen. Deshalb ist es wichtig, bei den aktivistischen Investoren zu differenzieren zwischen denen, die langfristig einen Beitrag zur Schaffung von Unternehmenswert leisten können, und denen, die nur kurzfristige Kursteigerungen zum Ziel haben und damit keinen nachhaltigen Wert für das Unternehmen generieren.

1.4.3 Zusammenfassung

Für die Steigerung des Unternehmenswerts sind eine optimale Investitions- und Finanzierungspolitik sowie eine effiziente Corporate Governance sehr wichtig. Die erforderlichen Maßnahmen kann das Management in der Regel selbst implementieren und gibt somit den aktivistischen Investoren wenig Anlass, das Unternehmen anzugreifen, da kein oder nur noch wenig ungenutztes Wertsteigerungspotenzial vorhanden ist. Die Erfahrung bei deutschen Unternehmen deutet darauf hin, dass die aktivistischen Investoren oftmals solche Unternehmen angreifen, die hier ein offensichtliches Defizit vorweisen.

Interessanterweise bleiben häufig nach dem Ende des Angriffs die neu etablierte Ausschüttungs- und Kapitalstrukturpolitik erhalten und werden nicht wieder auf das alte Niveau zurückgeführt. Das deutet darauf hin, dass die alte Unternehmenspolitik nicht optimal war und dass die aktivistischen Investoren deshalb einen Beitrag zur Verbesserung der Strukturen leisten konnten. Das sollte sich dann in einem höheren Aktienkurs und Unternehmenswert widerspiegeln. Aus diesem Grund bekommen aktivistische Investoren oftmals auch die Unterstützung von institutionellen Investoren.

Entscheidend bleibt aber die Erkenntnis, dass die Analysen und Maßnahmen, die aktivistische Investoren ergreifen und durchführen, auch von Vorstand und mitbestimmtem Aufsichtsrat rechtzeitig selbst initiiert und realisiert werden können, sodass das Unternehmen erst gar nicht in das Blickfeld dieser Investorengruppe gerät und dadurch auch kein Ziel einer Attacke werden sollte.

2. Literaturüberblick

2.1 Charakteristika der Zielunternehmen

2.1.1 Unternehmensbewertung und -performance

Unternehmen, die bestimmte Eigenschaften aufweisen, haben eine höhere Wahrscheinlichkeit und damit eine höhere Attraktivität, zum Ziel von aktivistischen Investoren zu werden. Dabei spielen Informationsasymmetrien und Ineffizienzen eine zentrale Rolle für die Auswahl der Zielunternehmen. Kleinere Unternehmen mit niedrigeren Bewertungen sind einfacher anzugehende Ziele, da weniger Kapital investiert werden muss, um Einfluss auszuüben. Zudem könnten größere Beteiligungen in Zielunternehmen ein übermäßig hohes unsystematisches Risiko in das Portfolio des aktivistischen Investors einbringen.

Unterbewertung (Markt-Buchwert-Verhältnis) bei sonst hoher Profitabilität (EBIT, ROA, ROE)² und hohen Wachstumsmöglichkeiten (Tobin's q)³ weckt ebenfalls die Aufmerksamkeit von aktivistischen Investoren. Denn aktivistische Investoren suchen nach vom Kapitalmarkt unterbewerteten Zielunternehmen, die ansonsten aufgrund ihrer ökonomischen Stabilität ein hohes Potenzial für Verbesserungen und daher auch Wertsteigerungspotenzial vorweisen.

Mit ihren Maßnahmen schaffen es aktivistische Investoren in der Regel, kurzfristige Kurssteigerungen herbeizuführen, die dann entweder nachhaltig sind und zu einer langfristigen Erhöhung des Unternehmenswertes führen oder nur zu kurzfristigen positiven Ankündigungseffekten, die dann langfristig in negativen Kursentwicklungen enden.

Zu diesem Themenkomplex existiert bereits eine Vielzahl von empirischen Studien für den amerikanischen Kapitalmarkt (u. a. Aslan und Kumar, 2016; Becht et al., 2017; Brav et al., 2008; Brav et al., 2022; Boyson und Mooradian, 2011; Clifford, 2008; Greenwood und Schor, 2009; Klein und Zur, 2009; Krishnan et al., 2016), aber nur vereinzelte Studien

2 EBIT („earnings before interest and taxes“) ist der operative Gewinn aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit des Unternehmens. ROA („return on assets“) ist der Jahresüberschuss dividiert durch die Bilanzsumme. Als Gesamtkapitalrendite setzt sie den Gewinn eines Unternehmens ins Verhältnis zu dessen eingesetztem Gesamtkapital. ROE („return on equity“) ist definiert als Jahresüberschuss dividiert durch das Eigenkapital. Die Rentabilitätskennzahl gibt an, wie sich das Eigenkapital eines Unternehmens innerhalb eines Geschäftsjahres verzinst hat.

3 Tobin's q ist das Verhältnis zwischen Bilanzsumme, abzüglich des Buchwertes des Eigenkapitals plus Marktwert des Eigenkapitals relativ zur Bilanzsumme. Ein Wert von größer als 1 ist ein Ausdruck von positiven Erwartungen über künftige Erträge, immaterielle Werte und den Marktwert der Aktie.

für den deutschen Kapitalmarkt (Bessler, Drobetz und Holler, 2015; Achleitner, Betzer und Gier, 2010; Weber und Zimmermann, 2013).

2.1.2 Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik

Eine aus Sicht des Kapitalmarkts suboptimale Kapitalstruktur, und damit zu hohe Kapitalkosten, locken oftmals aktivistische Investoren an. Ziel ist es dann, den Verschuldungsgrad („leverage“) zu optimieren, um dadurch die Kapitalkosten zu senken.

Einfache Strategien, um den Verschuldungsgrad anzupassen, sind die Aufnahme von Fremdkapital zur Finanzierung von Aktienrückkäufen (Ausgabe von Fremdkapital und Rückkauf von Eigenkapital). Gerade bei hohen liquiden Mitteln („cash holdings“) können diese Gelder auch direkt ausgeschüttet werden. Das erhöht zumindest die Rentabilität, da liquide Mittel keinen Ertrag für das Unternehmen erbringen, aber die Kapitalkosten trotzdem durch die Rentabilität der Aktiva gedeckt werden müssen.

Bei Unternehmen mit hohen liquiden Mitteln, die relativ niedrige Dividenden auszahlen, gehören zu den Forderungen dann oftmals die Erhöhung der Ausschüttungsquote an die Aktionäre sowie eine Erhöhung des Verschuldungsgrades. Dadurch werden die Free-Cashflow-Probleme reduziert (u. a. Aslan und Kumar, 2016; Autore et al., 2019; Becht et al., 2017; Bessler, Drobetz und Holler, 2015; Brav et al., 2015; Brav et al., 2022; Buchanan et al., 2020; Klein und Zur, 2009).

Ein Beispiel für eine drastische Erhöhung des Verschuldungsgrades mit extrem hohen Aktienrückkäufen innerhalb eines kurzen Zeitraums ist die *Deutsche Börse AG* (siehe Kapitel 7.1), die diese neue Kapitalstruktur und die jährlich steigenden Ausschüttungen auch bis heute beibehalten hat. Man könnte vermuten, dass die *Deutsche Börse* dadurch ihre optimale Ausschüttungs- und Verschuldungspolitik erreicht hat.

Somit haben die aktivistischen Investoren dazu beigetragen, dass der Aktienkurs kurzfristig durch die höheren Ausschüttungen und die geringeren Kapitalkosten sehr stark angestiegen ist. Später ist der Kurs dann allerdings wieder gefallen, weil es keine Verbesserung im operativen Bereich gab. Dazu fehlte den aktivistischen Investoren das spezielle Branchenwissen.

Die Strategien und die Einflussnahme der aktivistischen Investoren bei der *Deutschen Börse* sind eine interessante Fallstudie aus den ersten Jahren des Aktivismus in Deutschland, weil die Hedgefonds *Atticus* und *The Children's Investment Fund* hier fast alle der möglichen aktivistischen Maßnahmen ergriffen haben: Rücktritt des Vorstands, Rücktritt zweier Aufsichtsratsvorsitzenden, Start eines Aktienrückkaufprogramms, Divi-

dendenerhöhung, Verhinderung der Übernahme der London Stock Exchange und Maßnahmen im operativen Bereich, wie z.B. Kostensenkungsprogramme.

2.1.3 Unternehmensstrategie

Wenn Entscheidungen des Managements von den Aktionären als wertvernichtend beurteilt werden, können diese Unternehmen schnell ins Visier von aktivistischen Investoren geraten. Dazu gehört auch die Möglichkeit von Restrukturierungen, wie z.B. durch Desinvestitionen oder Übernahmen (Mergers & Acquisitions, M&A), oder der Verkauf des Unternehmens. Bei Unternehmen mit zahlreichen und diversifizierenden M&As, die während Fusionswellen getätigten werden, ist die Wahrscheinlichkeit wesentlich höher, zum Ziel von aktivistischen Investoren zu werden.

Dabei spielt auch die Qualität der vergangenen M&A-Entscheidungen eine wichtige Rolle, sodass zu große und aktienfinanzierte Übernahmen mit anschließend schwacher Performance das Interesse von aktivistischen Investoren wecken können. Dagegen werden Unternehmen mit wertsteigernden und durch Barmittel finanzierten M&A sowie mit größeren Desinvestitionen seltener zum Ziel (Bessler, Drobetz und Zimmermann, 2011).

Aktivistische Investoren intervenieren auch bei – nach Wahrnehmung der Kapitalmarktakteure – zu hohen Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) und zu hohen Investitionen („capital expenditures“, CapEx). Bei einem zu hohen Diversifikationsgrad drängen die Aktivisten oft auch zu einer Fokussierung auf das Kerngeschäft (Spin-offs), um den Diversifikations-Discount⁴ zu reduzieren. (u.a. Becht et al., 2017; Brav et al., 2018; Brav et al., 2022; Boyson et al., 2017; Boyson und Pichler, 2019; Gantchev et al., 2020; Greenwood und Schor, 2009; Klein und Zur, 2009; Swidler et al., 2019; Wu und Chung, 2021).

Beispiele für deutsche Unternehmen, die den aktivistischen Investoren mit dieser Strategie vorgegriffen haben, sind *Siemens* und *Bayer*. Siemens führte zwischen 1999 und 2020 sechs Spin-offs durch: *EPCOS* (1999), *Infineon* (2000), *Gamesa* (2000), *Osram* (2013), *Healthineers* (2018) und *Energy* (2020). Bayer führte zwei Spin-offs durch, nämlich *Lanxess* (2005) und *Covestro* (2015). Immer mehr Unternehmen in

4 Unter dem Konglomerats- oder Diversifikationsabschlag (*conglomerate or diversification discount*) wird das Phänomen eines Bewertungsabschlags auf zu breit diversifizierte, relativ zu fokussierte Unternehmen, am Kapitalmarkt verstanden. Mögliche Erklärungsansätze umfassen die komplexeren Strukturen in Mischkonzernen, die mit einem ineffizienteren Management, geringerer Transparenz und höheren Agency-Kosten assoziiert werden.

Deutschland sind bestrebt, sich über Abspaltungen auf bestimmte Kernkompetenzen zu konzentrieren, um den Konglomerats- bzw. Diversifikationsabschlag am Kapitalmarkt zu vermeiden.

2.1.4 Corporate Governance

Aktivistische Investoren engagieren sich auch, wenn sie Anpassungspotenziale in der Governance erkennen, die am Kapitalmarkt positiv aufgenommen werden. Schwächen in der Effizienz von Führungs- und Kontrollgremien – wie eine zu geringe Unabhängigkeit des Boards oder zu viele Abwehrmaßnahmen von Übernahmen – sind typische Gründe der aktivistischen Investoren, das Management von Unternehmen anzugreifen.

Ein hoher Anteil von institutionellen Investoren (aktiv verwaltete Fonds, aber auch ETFs und Indexfonds) ist für aktivistische Investoren grundsätzlich vorteilhaft, weil sie diese Investoren bei ihren aktivistischen Kampagnen oftmals unterstützen. Denn diese Investorengruppen verfolgen dieselben Ziele, nämlich die Steigerung des Unternehmenswertes und die Erzielung einer hohen abnormalen Rendite.

Zudem ist ein hoher institutioneller Besitz mit einer höheren Liquidität im Aktienhandel verbunden, die den Aufbau einer maßgeblichen Beteiligung im Zielunternehmen durch die aktivistischen Investoren fördert (Alilaire und Dauphin, 2016; Becht et al., 2008; Bellini, 2019; Brav et al., 2021; Boyson et al., 2017; Boyson und Mooradian, 2011; Boyson und Pichler, 2019; Gantchev und Jotikasthira, 2017; Kastiel, 2016; Kedia et al., 2021; Krishnan et al., 2016).

Inwieweit institutionelle Anleger die aktivistischen Investoren nur bei einer langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes unterstützen oder auch bei nur kurzfristigen Kurssteigerungsversuchen dabei sind, ist nicht eindeutig. Denn falls sie differenzieren, würden sie als Investor eine bestimmte Governance-Rolle ausüben, möglicherweise auch die Aktionen der Aktivisten kontrollieren.

Neuere Studien für die USA deuten darauf hin, dass institutionelle Investoren die Angriffe von aktivistischen Investoren oftmals dann nicht unterstützen, wenn sie in einer Geschäftsbeziehung mit dem Zielunternehmen stehen (Loureiro und Mendonça, 2022). Daraus folgt, dass die Konzentration bei bestimmten institutionellen Investoren wieder zu denselben Interessenkonflikten führt, die im deutschen Finanzsystem („Macht der Banken“) vor den Corporate-Governance-Reformen zu beobachten waren. Die wachsende Bedeutung von Stimmrechtsberatern verstärkt dieses Problem (Bessler und Rapp, 2022a, 2022b).

Zudem zeigt sich, dass einige Aktivisten mehr Fähigkeiten bzw. „Skill“ haben als andere, durch ihre Maßnahmen die Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt positiv zu beeinflussen (Goel und Rettl, 2021). Das führt insgesamt zu dem Ergebnis, dass die Interventionen von aktivistischen Investoren auch in Deutschland längerfristig entweder zu positiven oder negativen Bewertungseffekten am Kapitalmarkt führen, also steigenden oder fallenden Aktienkursen (Bessler und Vendrasco, 2022a, Internet-Appendix, S. 30–39).

2.2 Konsequenzen für Zielunternehmen

2.2.1 Unternehmensbewertung und -performance

Kurzfristig hat die Ankündigung der Beteiligung eines aktivistischen Investors oftmals positive Bewertungseffekte für das Zielunternehmen, wobei die meisten Wertsteigerungen bereits in den Tagen vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis realisiert werden. Die Höhe der Kursreaktionen ist von der Reputation, dem Verhalten und den Forderungen des aktivistischen Investors abhängig. Weitere erklärende Faktoren sind die Eigentümerstruktur des Unternehmens sowie dessen bisherige und aktuelle Performance und Bewertung, die sich auf die Erwartungen des Kapitalmarktes an die aktivistischen Investoren auswirken.

Zudem bestimmt das Ausmaß der Agency-Probleme zwischen Vorstand und Aktionären aus dem Free-Cashflow-Problem die Höhe der kurzfristigen Bewertungseffekte. Dagegen werden über einen längeren Zeitraum sowohl positive wie auch negative Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung beobachtet. Diese sind abhängig davon, welche Ziele und Strategien der aktivistische Investor verfolgt und welche Fähigkeiten er besitzt, die Performance des Unternehmens zu verbessern.

Mehrere Studien deuten darauf hin, dass durch aktivistische Investoren erhebliche Verbesserungen in der Profitabilität und operativen Performance erreicht werden können. Aber häufig werden nur die einfachen Maßnahmen umgesetzt, wie kurzfristige finanzielle Maßnahmen (höhere Dividenden und Aktienrückkäufe), da diese oftmals keine besonderen Kenntnisse der Industrie oder des Unternehmens voraussetzen (Artiga González und Calluzzo, 2019; Bebchuk et al., 2015; Brav et al., 2008; Brav et al., 2015; Brav et al., 2022; Bessler, Drobetz und Seim, 2015; Boyson et al., 2017; Boyson und Mooradian, 2011; Boyson und Pichler, 2019; Clifford, 2008; Cremers et al., 2021; deHaan et al., 2019; Greenwood und Schor, 2009; Klein und Zur, 2009; Krishnan et al., 2016; Swidler et al., 2019; von Lilienfeld-Toal und Schnitzler, 2020; Weber und Zimmermann, 2013).

2.2.2 Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik

Zu den Maßnahmen der aktivistischen Investoren zählt oftmals die einmalige starke Erhöhung von Dividenden auf ein höheres Niveau, um danach dann wieder auf ein relativ normales Dividendenwachstum zurückzukehren. Aktienrückkäufe, also die Ausschüttung von freien Cashflows, sind eine weitere Alternative, um zu hohe liquide Mittel auszuschütten oder den Verschuldungsgrad zu erhöhen. Damit wird also einerseits beabsichtigt, die frei verfügbaren Cashflows zu reduzieren, andererseits wird aber auch die Verschuldung erhöht, möglicherweise bis hin zu einem optimalen oder maximalen Verschuldungsgrad.

Durch Anpassungen in der Finanzierungspolitik kann die Bonität des Unternehmens gesteigert werden. Es kann aber auch das Insolvenzrisiko erhöht werden, wenn der Verschuldungsgrad zu hoch gewählt wird (Becht et al., 2017; Brav et al., 2008; Boyson und Mooradian, 2011; Buchanan et al., 2020; Klein und Zur, 2011; Lim, 2015; Sunder et al., 2014).

Ob durch solche Maßnahmen nur kurzfristig der Aktienkurs und der Unternehmenswert erhöht werden können oder ob auch eine langfristige Wertsteigerung erzielbar ist, ist nicht eindeutig zu beantworten, weil oftmals gleichzeitig auch andere Maßnahmen ergriffen werden. Dass eine nachhaltige Unternehmenswertsteigerung alleine durch finanzielle Maßnahmen erzielt werden kann, erscheint fraglich, denn der Wert im Unternehmen wird, neben minimalen Kapitalkosten, überwiegend auf der Aktivseite durch Investitionen und operationelle Effizienz erzielt.

2.2.3 Unternehmensstrategie

Auf aktivistische Interventionen folgen oftmals Aufspaltungen, M&A und Entlassung von Arbeitnehmern. Weitere Veränderungen umfassen Desinvestitionen (z. B. Spin-offs), Fusionen innerhalb der Branche oder den Verkauf des Unternehmens. Nach dem Einstieg der aktivistischen Investoren steigt die Wahrscheinlichkeit, ein Übernahmeangebot zu erhalten, erheblich, was aber auch zu höheren Renditen und Prämien für die Aktionäre des Zielunternehmens führt.

Bei Desinvestitionen erhöhen aktivistische Investoren das Tempo, um die Fokussierung auf das Kerngeschäft zu beschleunigen. Sie erzielen dabei oftmals höhere Erlöse für die veräußerten Geschäftseinheiten. Bei laufenden M&A verbessern aktivistische Investoren die Konditionen, verhindern aus ihrer Sicht nicht-wertschaffende sowie diversifizierende Übernahmen und realisieren positive Bewertungseffekte auf der Käuferseite.

Kosteneinsparungen erfolgen nicht immer durch eine Reduzierung der Ausgaben für F&E und Investitionen. Oftmals wird die Innovationseffizienz verbessert, indem die Anzahl und Zitation von Patenten erhöht werden, wobei dieser Effekt bei Unternehmen mit einem diverseren Portfolio von Innovationen noch stärker ist (Brav et al., 2018; Brav et al., 2022; Boyson et al., 2017; Boyson und Pichler, 2019; Gantchev et al., 2020; Greenwood und Schor, 2009; Klein und Zur, 2009; Swidler et al., 2019; Wu und Chung, 2021).

2.2.4 Corporate Governance

Der Shareholder-Aktivismus kann zu erheblichen Veränderungen in Vorstand und Aufsichtsrat führen, wenn die Gründe für die „Underperformance“ in einer fehlerhaften Strategie bei bestimmten Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern gesehen werden. Dazu gehören der Austausch von CEO und Aufsichtsrat, die Anpassung der CEO-Vergütung und interner Entscheidungsprozesse. Verbesserung der Rechnungslegungsqualität und des Earnings-Managements⁵ erhöhen die Transparenz im Unternehmen (Bebchuk et al., 2020; Boyson und Mooradian, 2011; Becht et al., 2017; Cheng et al., 2015; Keusch, 2021; Krishnan et al., 2016; Khurana et al., 2018).

Auch das Earnings-Management ist in vielen Unternehmen in Deutschland zu beobachten (Bessler und Stanzel, 2010). Dazu reduzieren die Analysten gezielt ihre Prognose der Gewinne kurz vor der Veröffentlichung des Gewinns, sodass das Management diese Gewinnprognosen übertreffen kann (zu den Agency-Problemen der Analysten im deutschen Finanzsystem vgl. auch Bessler und Stanzel, 2007, 2009). Da in den letzten Jahren fast alle DAX-Unternehmen die Gewinnprognosen („consensus forecast“) der Analysten übertrafen, kann man davon ausgehen, dass das Problem weiterhin besteht.

5 Das *Earnings-Management* ist ein Phänomen, das an vielen Kapitalmärkten auftritt und theoretisch gut mit den Interessenkonflikten der Analysten zu erklären ist. So fällt immer wieder auf, dass die Analysten zuerst sehr optimistisch sind und dadurch möglicherweise das Management des Unternehmens unter Druck setzen, einen bestimmten anvisierten Gewinn pro Aktie zu realisieren, dann aber später diese Gewinnerwartungen nach unten korrigieren, je dichter der Zeitpunkt der veröffentlichten Prognose an der Gewinnveröffentlichung liegt. Zudem liegt kurz vor der Gewinnveröffentlichung die Prognose der Analysten unterhalb des realisierten Gewinns, um dadurch dem Management die Möglichkeit zu eröffnen, den „consensus forecast“, d. h. die durchschnittliche Gewinnprognose aller Analysten für eine Aktie, zu übertreffen. Dies führt dann zu positiven Kursreaktionen und zu einem guten Verhältnis des Vorstandes zu den Analysten und vice versa, für die sich daraus Vorteile ergeben.

2.3 Entwicklungen im Vorfeld des Shareholder-Aktivismus in Deutschland

2.3.1 Das traditionelle deutsche Corporate-Governance-System

Das traditionelle deutsche Finanzsystem (bankorientiertes Finanzsystem) war lange durch den besonderen Einfluss und die „Macht der Banken“ gekennzeichnet. Auch galt das deutsche Corporate-Governance-System traditionell als ein besonderes Beispiel für ein Modell, das stark von Insidern beeinflusst wurde und sich am Stakeholder-Value-Ansatz orientierte (Franks und Mayer, 2001). Dafür typisch waren eine hohe Konzentration der Eigentümerstruktur und durch Mehrheit kontrollierende Aktionäre (Familien und auch Banken; Faccio und Lang, 2002).

Zudem hatte die Mitbestimmung der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat einen besonderen Stellenwert. Inwieweit bei Angriffen durch aktivistische Investoren auch die Mitarbeitervertreter eine oder keine aktive Rolle spielten (genauso wie bei M&A), ist in der Literatur nicht eindeutig belegt.

Die „Macht der Banken“ und ein bankbasiertes Finanzsystem mit Universalbanken als primären Kapitalgeber für Unternehmen waren also lange Zeit typisch für das deutsche Finanzsystem und beeinflussten somit die Corporate Governance (Allen und Gale, 2000). Dabei hatten die Banken bis 2002 aus mehreren Gründen einen erheblichen Einfluss auf die Unternehmen. Sie hielten direkt oder indirekt (Investmentfonds) hohe eigene Beteiligungen an den Unternehmen, die durch Kapitalverflechtungen sowie personelle Verflechtungen zwischen den Vorständen und Aufsichtsräten („Deutschland AG“) weiter verstärkt wurden (Baums, 1995; Adams, 1999; Andres et al., 2011).

Den Banken wurden in der Regel auch die Depotstimmrechte übertragen, da die meisten Kunden ihre Stimmrechte nicht selbst ausübten (Baums und von Randow, 1995). Durch die Sitze in den Aufsichtsräten, oftmals auch mit Aufsichtsratsvorsitz, konnten die Banken die Unternehmen genau kontrollieren und beeinflussen und dabei oftmals risikominimierende Entscheidungen (Kreditausfallrisiko) herbeiführen und risikoreiche Investition in Innovationen etc. verhindern, um dadurch die Kreditrückzahlungen nicht zu gefährden (Dittman et al., 2010).

Das System hat sich in den letzten beiden Dekaden jedoch grundlegend verändert, indem verstärkt der Kapitalmarkt die Kontrollfunktion übernommen hat. Allerdings ist zu beobachten, dass sich auch hier mittlerweile eine erhebliche Konzentration der Geldanlagen und Stimmrechte bei einigen größeren Vermögensanbietern ergeben hat (*BlackRock, StateStreet*

und *Vanguard*). Das gilt sowohl für die aktive wie für die passive Geldanlage durch ETFs und Indexfonds (Bessler und Hockmann, 2021).

Zudem nutzen immer mehr Fonds Stimmrechtsberater („proxy advisor“ wie *ISS* und *Glass Lewis*), um die Kosten bei der Fondsverwaltung zu minimieren, gleichzeitig aber der Verpflichtung nachzukommen, die Stimmrechte der Aktien für die Anleger auszuüben.

Die „Macht der Banken“ wurde mittlerweile durch die „Macht der großen Vermögensverwalter und der Stimmrechtsberater“ in Deutschland ersetzt. Das ist kritisch zu sehen. Diese Konzentration der Stimmrechte und der Einfluss in der Hauptversammlung haben zu neuen Herausforderungen für das Management und den Aufsichtsrat geführt. Denn es werden immer mehr Entscheidungen in die Hauptversammlung verlagert („say on pay“, Diversität, ESG). Mittlerweile haben auch Nachhaltigkeitsziele einen hohen Stellenwert, auch wenn es bisher keine verbindlichen Vorschriften darüber gibt, wie ein ESG-Score genau zu ermitteln ist. Die EU hat aktuell einige Maßnahmen ergriffen, um eine Taxonomie zu erstellen.

2.3.2 Änderungen in der Regulierung führten zu einem Kontrollvakuum in Deutschland

Nach jahrelangen Diskussionen um die „Macht der Banken“ beabsichtigte der deutsche Gesetzgeber, durch verschiedene Reformen eine Konvergenz zu einem mehr marktisierten Finanzsystem herzustellen und orientierte sich dabei vorwiegend an der amerikanischen Auffassung von zielführender Corporate Governance.

Die Transparenz in den Unternehmen wurde substanziell erhöht, indem neue Offenlegungsvorschriften und Übernahmeregeln eingeführt wurden. Auch wurden die international vergleichbaren Rechnungslegungsstandards IAS/IFRS 2005 auf EU-Ebene eingeführt (Bessler, Gonenc und Hernandez, 2023). Im Gesellschaftsrecht und durch den Schutz von Minderheitsaktionären wurde die Rolle der Aktionäre insgesamt gestärkt.

2.3.3 Corporate-Governance-Reformen führten zu Veränderungen in der Eigentümerstruktur

Die Steuerreform im Jahr 2002 führte dazu, dass Banken und Unternehmen einen sehr lukrativen Anreiz bekamen, ihre Anteile an den Unternehmen erheblich zu verringern und aufzulösen, also ihre großen Aktienbe-

stände zu verkaufen.⁶ Denn die erheblichen langfristigen Kursgewinne, die unversteuert in den Büchern der Banken lagen, konnten von diesen plötzlich steuerfrei vereinnahmt werden (Weber, 2009).⁷

Banken übten zudem das Depotstimmrecht nicht mehr aus und reduzierten ihre Sitze in den Aufsichtsräten. Zusammen mit niedrigeren Präsenzen auf der Hauptversammlung entstand ein Kontrollvakuum bei den am deutschen Kapitalmarkt gelisteten Unternehmen. Ausländische institutionelle Investoren und aktivistische Investoren erhöhten ihre Beteiligungen und konnten relativ einfach Einfluss auf die deutschen Unternehmen ausüben, da die Präsenzen der anderen Aktionäre auf den Hauptversammlungen in den folgenden Jahren sehr gering waren.

2.3.4 Monitoring durch den Kapitalmarkt in Deutschland

Grundsätzlich reduziert die relative Bewertung der Fonds-Performance und damit die Vergütung der Manager von Investmentfonds den Anreiz, konzentrierte Positionen zu bilden, die für ein aktivistisches Engagement benötigt werden (Scharfstein und Stein, 1990). In der Vergangenheit bestand eine geringe Beziehung zwischen Performance und den Zu- und Abflüssen bei deutschen Investmentfonds, da die Fondsgesellschaften selbst Tochtergesellschaften der Banken waren und diese ihren Kunden oftmals gezielt Anlageempfehlungen gaben, die im eigenen Interesse waren (Del Guercio und Tkac, 2002).

Die Abhängigkeit der Investmentfonds von den Banken führte zu Interessenkonflikten mit den kreditvergebenden Banken und verhinderte, dass eine kritische Corporate Governance entstehenden konnte. Auch

-
- 6 Allein die Ankündigung löste starke positive Kursreaktionen aus: „Eichels Revolution. Rot-Grün huldigt dem Shareholder-Value: Mit ihren Steuerplänen löste die Regierung ein Kursfeuerwerk aus, begeistert feiern die Börsen das Ende der Deutschland AG. Von dem Milliardengeschenk profitieren nicht nur die Banken, sondern auch die Kleinaktionäre. [...] Innerhalb weniger Minuten schossen die Aktienkurse von Dresdner und Deutscher Bank, von Allianz und Münchener Rückversicherung in die Höhe. Plus 10, plus 11, plus 15 Prozent – die Werte jener Konzerne, die von Eichels ‚Steuer-Rakete‘ [...] besonders profitieren, explodierten förmlich“ (Reuter, Sauga und Schäfer, 2000). Um den Bundesrat zum Einlenken zu bewegen, verschob Finanzminister Hans Eichel das Inkrafttreten der Steuerbefreiung für Veräußerungsgewinne um ein Jahr auf den 1. Januar 2002.
 - 7 Die Steuerreform im Jahr 2002 gab wichtige Impulse für die Modernisierung des deutschen Corporate-Governance-Systems und das Ende der „Deutschland AG“, indem sie die Kapitalverflechtungen zwischen Banken und Unternehmen indirekt auflöste. Durch eine Änderung des § 8b Abs. 2 Körperschaftssteuergesetz (KStG) konnten Kapitalgesellschaften ab dem 1.1.2002 ihre Beteiligungen, die oftmals schon Jahrzehnte lang gehalten wurden und erhebliche Wertsteigerungen aufwiesen, steuerfrei veräußern. Grundsätzlich wurden die Veräußerungsgewinne mit 40 Prozent besteuert.

waren die Analysten (Informationsintermediäre) „abhängige“ Bankmitarbeiter, was sich insbesondere in den mit Interessenkonflikten behafteten und verzerrten Anlageempfehlungen am Neuen Markt zeigte (Bessler und Stanzel, 2007, 2009).

Die geringe feindliche Übernahmearbeität in Deutschland verstärkte die Verschanzung des Managements. Dadurch konnte kein Markt für Unternehmenskontrolle entstehen, ein sogenannter „Market for Corporate Control“ (Köke, 2004; Jenkinson und Ljungqvist, 2001; Franks und Mayer, 2001). Auch den Pensionsfonds konnte man Versagen bei der Kontrolle des Managements und beim Schutz der Aktionärsinteressen vorwerfen. Diese standen in Geschäftsbeziehung und Verbindung mit großen Banken in Deutschland und hatten daher ebenfalls große Interessenkonflikte.

Die Strukturen und die Ziele von Hedgefonds fördern in der Regel aktivistische Verhaltensweisen und eine aktive Anlagestrategie. Der Total-Return-Index⁸ als Benchmark erhöht die Fähigkeit und Bereitschaft der Portfolio-Manager, die erforderlichen konzentrierten Positionen aufzubauen und zu halten, um Einfluss ausüben zu können (Brav et al., 2008). Die Ausgestaltung der performanceabhängigen Fondsgebühren schafft den finanziellen Anreiz für Manager, im Zielunternehmen zu intervenieren und eine hohe Gewinnsteigerung anzustreben.

Der Erfolg ist auch abhängig von der Glaubwürdigkeit einer aktivistischen Intervention. Dabei spielen die Reputation der Aktivisten sowie die Höhe der Beteiligung eine entscheidende Rolle. Zudem ist die Signalwirkung, die das Engagement bestimmter aktivistischer Investoren erzeugt, mit der Zeit gestiegen (Tirole, 2006).

Mit dem Handel von Stimmrechten („vote trading“) kann die Einflussnahme der aktivistischen Investoren noch verstärkt werden, insbesondere aber auch durch die Unterstützung von Investmentfonds (Hu und Black 2007, Christoffersen et al. 2007). Die optionsähnlichen Anreize der Hedgefonds-Manager könnten allerdings dazu führen, dass sie das Risiko im Unternehmen erhöhen, um es auf die Gläubiger abzuwälzen⁹ (John und

8 Ein *Total-Return-Index* ist ein Index, der zur Performancemessung nicht nur die Kursentwicklungen der betreffenden Wertpapiere berücksichtigt (Kurs- oder Preisindex), sondern auch Dividenden, Zinsen und sonstige Barausschüttungen durch deren fiktive Reinvestition einbezieht (Performance-Index).

9 Durch den Erwerb eines relativ kleinen Aktienanteils haben aktivistische Investoren den Anreiz (wie bei einer Kaufoption), das Risiko des Zielunternehmens übermäßig zu erhöhen. Denn Aktien kann man als Optionen mit unendlicher Laufzeit interpretieren, und eine Erhöhung des Risikos führt zu Wertsteigerungen bei der Option, da der Verlust begrenzt ist und die Gewinnsteigerungen sehr hoch sein können. Die Aktien eröffnen den aktivistischen Investoren also die Möglichkeit, von kurzfristigen Wertsteigerungen überproportional zu profitieren, aber gleichzeitig das eigene Risiko auf den eingesetzten Betrag, also den Kaufpreis der Aktien (Optionspreis), zu begrenzen. Weniger eingesetztes Kapital und größere Risikoerhöhung (z.B. durch höhere Verschuldung wie durch Fremdkapitalaufnahme oder Auszahlung von hohen Dividenden)

John 2006, Allen und Gale 1994). Daher ist es erforderlich, einen rechtlichen Rahmen zu schaffen, der Fehlverhalten der aktivistischen Investoren zulasten anderer Anleger verhindert und sanktioniert.

2.3.5 Aktivistische Investoren und deutsche Corporate Governance (2000–2007)

Für den deutschen Kapitalmarkt deuten empirische Studien darauf hin, dass bestimmte Anpassungen der Corporate Governance in der Regel mit einer höheren Bewertung verbunden sind (Drobertz et al., 2004). Aktivistische Investoren machten sich zunehmend das Kontrollvakuum innerhalb der Eigentümerstruktur vieler deutscher Unternehmen nach den Corporate-Governance-Reformen zunutze. Dadurch erfolgte eine Umverteilung der Unternehmenskontrolle von den Universalbanken zum Kapitalmarkt und zunächst insbesondere zu aktivistischen Investoren.

Fondsmanager verfolgen grundsätzlich das Ziel, sich einerseits auf die langfristige Steigerung des Aktienkurses und damit der Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt zu konzentrieren, und andererseits, in möglichst wenige Interessenkonflikte mit anderen Aktionären zu geraten.

Für Deutschland existieren einige Studien zu diesem Thema. Hinsichtlich der Eigenschaften von Zielunternehmen aktivistischer Investoren finden Achleitner et al. (2010), dass Beteiligungen von Hedgefonds und Private-Equity-Fonds insbesondere durch Schwächen in der Corporate Governance und deren Verbesserungspotenzial angetrieben sind. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass Hedgefonds eher Zielunternehmen ohne einflussreiche Mehrheitsaktionäre (z.B. Familien) auswählen und Private-Equity-Fonds eher in Unternehmen mit geringerer Beteiligung des Managements investieren.

Beide Investorengruppen adressieren die Free-Cashflow-Probleme und Agency-Konflikte: Hedgefonds sind in der Regel eher auf eine kurzfristige Erhöhung der Dividenden aus, Private-Equity-Fonds tendieren mehr zu langfristigen Strategien, bei denen eine Erhöhung des Verschuldungsgrades keine finanziellen Schwierigkeiten im Zielunternehmen verursacht.

schaffen für aktivistischen Investoren ein attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis. Damit haben sie eine andere Position als die Gläubiger, die an höheren Gewinnen nicht teilhaben, aber bei steigendem Unternehmensrisiko und großen Verlusten oftmals weniger als die vertraglich festgelegten Tilgungs- und Zinszahlungen erhalten. Es kann hier also zu einer Risikoverschiebung durch die aktivistischen Investoren zulasten der Gläubiger kommen.

In einer umfassenden empirischen Untersuchung der Auswirkungen des Hedgefonds-Aktivismus für den deutschen Kapitalmarkt dokumentieren Bessler, Drobotz und Holler (2015), dass die aktivistischen Investoren die Bewertungen der Zielunternehmen im Durchschnitt kurz- und langfristig erhöhen können. Bei einer Differenzierung nach aggressiven und nicht-aggressiven Strategien wird festgestellt, dass aggressive Hedgefonds nur anfänglich höhere Bewertungseffekte erzielen und sich ihre Outperformance¹⁰ bereits nach wenigen Monaten umkehrt. Dagegen erzielen die nicht-aggressiven Hedgefonds langfristig einen positiven Einfluss auf den Aktienkurs des Unternehmens.

Zudem analysieren Weber und Zimmermann (2013) detailliert den gesamten Offenlegungsprozess der Beteiligung des aktivistischen Hedgefonds. Sie dokumentieren am Veröffentlichungsdatum nicht nur einen positiven Informationseffekt, sondern auch einen ebenso bedeutenden volumenbedingten Preisdruckeffekt. Interessanterweise finden sie, dass diese Effekte nur temporär sind, da bereits in den 20 Tagen nach der Veröffentlichung die Kurse wieder fallen.

Insgesamt deuten diese ersten Studien zu den Strategien von aktivistischen Investoren nach den Corporate-Governance-Reformen in Deutschland darauf hin, dass diese sehr schnell versucht haben, das entstandene Kontrollvakuum profitabel auszunutzen, entweder nur kurzfristig und aggressiv, oder auch längerfristig mit einer weniger aggressiven Vorgehensweise. Es bleibt jedoch zu untersuchen, ob diese ersten Einsichten aus den Jahren von 2000 bis 2008 auch noch längerfristig und bis in die jüngste Vergangenheit Bestand haben.

10 Eine *Outperformance* beschreibt eine positive und bessere Wertentwicklung eines Wertpapiers/Portfolios relativ zu einem anderen Wertpapier/Portfolio oder zu einem Vergleichsindex (Benchmark).

3. Hypothesen

In diesem Kapitel entwickeln wir zunächst die verschiedenen Hypothesen für unsere empirische Untersuchung. Die Hypothesen beziehen sich auf die folgenden beiden Fragenkomplexe in Bezug auf Zielunternehmen und aktivistische Investoren:

1. Welche Charakteristika haben die Zielunternehmen, die von aktivistischen Investoren attackiert werden?
2. Welche Konsequenzen ergeben sich für die Zielunternehmen durch die aktivistischen Investoren?

Diese beiden Fragenkomplexe unterteilen wir dann weiter in jeweils vier Fragestellungen und Hypothesen mit weiteren spezifischen Thesen.

3.1 Charakteristika der Zielunternehmen von aktivistischen Investoren

Basierend auf den Ergebnissen und den Erkenntnissen aus den empirischen Studien für den Shareholder-Aktivismus in den USA und in Deutschland, die im Literaturüberblick diskutiert wurden, entwickeln wir verschiedene Gruppen von Fragestellungen und Hypothesen, die für den deutschen Kapitalmarkt relevant sind. Dabei unterstützen die Studien die Beobachtung, dass aktivistische Investoren typischerweise auf mindestens vier Aspekte bei der Auswahl ihrer Zielunternehmen achten.

Erste Fragestellung: Erhöhen bestimmte fundamentale Eigenschaften die Wahrscheinlichkeit dafür, dass ein Unternehmen zum Ziel von aktivistischen Investoren wird?

Es zeigt sich, dass kleinere Unternehmen mit niedrigen Bewertungen attraktiver als große Unternehmen sind, da die Aktivisten weniger Kapital investieren müssen, um eine maßgebliche Beteiligung aufzubauen und erfolgreich Einfluss auszuüben. Darüber hinaus ist bei unterbewerteten, aber hochprofitablen Unternehmen mit hohem Wachstum der Erfolg einer aktivistischen Intervention wahrscheinlicher.

Daraus folgt die erste Gruppe von Hypothesen, die sich auf die Bewertung und die Performance der Zielunternehmen bezieht:

Hypothese 1

Zielunternehmen haben

- a) eine geringere Bewertung und Größe,
- b) eine Unterbewertung, gemessen am Markt-Buchwert-Verhältnis,
- c) ein geringes Wachstum und weniger Wachstumsmöglichkeiten,
- d) eine höhere operative Performance und Profitabilität.

Zweite Fragestellung: Zieht eine signifikante Abweichung von der branchenüblichen Kapitalstruktur und Ausschüttungspolitik eines Unternehmens das Interesse aktivistischer Investoren auf sich?

Es ist zu beobachten, dass große Bestände an flüssigen Mitteln, ein zu geringer Verschuldungsgrad, relativ niedrige Dividendenzahlungen und zu geringe Aktienrückkäufe die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass das Unternehmen Ziel von aktivistischen Investoren wird. Auch deutet die empirische Evidenz darauf hin, dass aktivistische Investoren potenzielle Agency-Probleme, die z.B. aus zu hohen frei verfügbaren Cashflows entstehen können, in der Regel mit relativ einfachen Maßnahmen reduzieren.

Daraus folgt die zweite Gruppe von Hypothesen, die sich auf die Finanzierungstrategien und die Ausschüttungspolitik von Unternehmen bezieht:

Hypothese 2

Zielunternehmen haben

- a) höhere liquide Mittel,
- b) niedrigere Dividenden und Aktienrückkäufe,
- c) einen geringeren Verschuldungsgrad.

Dritte Fragestellung: Ermutigen schlechte unternehmerische Entscheidungen des Managements, die der Kapitalmarkt als wertvernichtend bewertet, aktivistische Investoren zu intervenieren?

Dazu gehört einerseits das Potenzial für Restrukturierungen wie die Fokussierung auf das Kerngeschäft durch Desinvestitionen (Spin-offs) von Geschäftseinheiten, also Unternehmen mit zu hohem Diversifikationsgrad über verschiedene Branchen oder Produktsegmente. Andererseits gehören dazu auch Interventionen bei ausstehenden und geplanten M&A-Transaktionen oder die Forderung nach einem Verkauf des gesamten Zielunternehmens. Darüber hinaus greifen aktivistische Investoren auch Unternehmen mit hohen Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) und zu hohen langfristigen Investitionen (CapEx) an.

Daraus folgt die dritte Gruppe von Hypothesen, die sich auf die Strategien von Unternehmen bezieht:

Hypothese 3

Zielunternehmen haben

- a) höhere F&E-Ausgaben,
- b) höhere Investitionsausgaben (CapEx),
- c) einen hohen Diversifikationsgrad.

Vierte Fragestellung: Sind Unternehmen mit bestimmten Merkmalen und Qualitäten in ihrer Corporate Governance bevorzugte Ziele von aktivistischen Investoren?

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass aktivistische Investoren in Unternehmen mit hoher Eigentumskonzentration auf den Widerstand der Mehrheitsaktionäre stoßen werden. Wenn dagegen das Zielunternehmen einen hohen Anteil von institutionellen Investoren aufweist, dann ist das für die aktivistischen Investoren von Vorteil, da diese Investorengruppe ähnliche finanzielle Ziele verfolgt. Daher sind sie oftmals bereit, die aktivistischen Kampagnen zu unterstützen.

Daraus folgt die vierte Gruppe von Hypothesen, die sich auf die Corporate Governance von Unternehmen bezieht:

Hypothese 4

Zielunternehmen haben

- a) eine geringere Eigentumskonzentration,
- b) einen höheren Anteil an institutionellen Investoren.

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung für die Hypothesen des ersten Fragenkomplexes werden in den Kapiteln 5 und 6 dargestellt und diskutiert. Zunächst wenden wir uns dem zweiten Fragenkomplex zu und formulieren die Hypothesen zu den Auswirkungen des Shareholder-Aktivismus.

3.2 Konsequenzen für Zielunternehmen von aktivistischen Investoren

Fünfte Fragestellung: Welche Auswirkungen haben aktivistische Investoren auf die Bewertung der Zielunternehmen am Kapitalmarkt und welche auf deren operative Performance?

Frühere Studien dokumentierten für die Ankündigung der Beteiligung eines aktivistischen Investors einen kurzfristigen positiven Anstieg der abnormalen Renditen für das Zielunternehmen. Im Gegensatz dazu sind die Ergebnisse zu den langfristigen Bewertungseffekten des Aktivismus weniger eindeutig. Oftmals finden die Studien eine positive Performance für

die aktivistischen Investoren, wenn diese schon vor der Ankündigung die gesamte oder nur einen Teil ihrer Aktienposition erworben haben. Beste-nfalls neutrale Auswirkungen haben die Aktionen für andere Aktionäre, die in der Regel erst nach der Ankündigung reagieren und investieren können.

Die bisherige empirische Evidenz könnte man so interpretieren, dass die Zielunternehmen nicht besser „performen“ als die Kontrollunterneh-men, was darauf hindeutet, dass Aktivisten zwar über gute Selektions- und Timing-Fähigkeiten bei der Auswahl der Aktien verfügen, aber selbst nicht in der Lage sind, langfristig zusätzlichen Wert zu schaffen. Allerdings werden in Bezug auf die Profitabilität und andere Bilanzkennzahlen in ei-nigen Studien positive Bewertungseffekte beim Zielunternehmen gefun-den, die auf eine Verbesserung der operativen Performance des Shareholder-Aktivismus hindeuten.

Daraus folgt die fünfte Gruppe von Hypothesen, die sich auf die Be-wertung und Performance von Unternehmen bezieht:

Hypothese 5

Zielunternehmen erfahren nach der Beteiligung von Aktivisten

- a) positive kurzfristige Bewertungseffekte,
- b) langfristige Bewertungseffekte, die in der Höhe von der Aggres-sivität der aktivistischen Maßnahmen abhängen,
- c) einen Anstieg der operativen Performance und Profitabilität.

Sechste Fragestellung: Führen aktivistische Interventionen zu Verände-rungen in der Finanzierungsstrategie und Ausschüttungspolitik der Ziel-unternehmen?

Die kurzfristigen Bewertungseffekte infolge des Aktivismus sind häufig auf leicht umzusetzende Maßnahmen und Änderungen der Unternehmens-politik zurückzuführen. Dazu gehören eine Erhöhung der Ausschüttun-gen, eine Verringerung der frei verfügbaren Cashflows und ein Anstieg des Verschuldungsgrades durch Aufnahme von Fremdkapital, also eine Erhöhung des finanziellen Risikos des Zielunternehmens. Aufgrund des Optionscharakters von Aktien (siehe Fußnote 9 in Kapitel 2.3.4) führt ein höheres Risiko (Varianz des Aktienkurses) zu einer Werterhöhung des Eigenkapitals, oftmals aber zulasten des Fremdkapitals.

Daraus folgt die sechste Gruppe von Hypothesen, die sich auf die Fi-nanzierungsstrategie und die Ausschüttungspolitik von Unternehmen be-zieht:

Hypothese 6

Beteiligungen durch Aktivisten führen zu

- a) höheren Dividenden und größeren Aktienrückkäufen,
- b) geringeren liquiden Mitteln,
- c) einem höheren Verschuldungsgrad.

Siebte Fragestellung: Beeinflussen aktivistische Investoren die Strategie und Investitionspolitik von Zielunternehmen?

Eine weitere wichtige Auswirkung des Aktivismus auf die Unternehmensstrategie ist, dass es zu mehr wertsteigernden M&A-Aktivitäten, einer steigenden Anzahl von Verkäufen (Desinvestitionen) von Nicht-Kerngeschäfts-Aktivitäten und zur Suche nach Übernahmeangeboten für das Zielunternehmen führt. Daraus ergeben sich attraktive Exit-Strategien für die aktivistischen Investoren, nachdem sie zunächst durch ihre Aktivitäten den Unternehmenswert gesteigert haben.

Obwohl die Interventionen aktivistischer Investoren oftmals mit geringeren F&E-Ausgaben verbunden sind, scheint die Innovationseffizienz zu steigen, gemessen an einer höheren Anzahl von Zitierungen von Patenten. Zudem wird oftmals die Anzahl der Mitarbeiter reduziert, um die operative Effizienz zu steigern.

Daraus folgt die siebte Gruppe von Hypothesen, die sich auf die Strategie von Unternehmen bezieht:

Hypothese 7

Eine Beteiligung durch aktivistische Investoren führt anschließend zu

- a) weniger eigenen Akquisitionen,
- b) einem niedrigeren Beschäftigungsniveau,
- c) weniger Ausgaben für F&E und CapEx.

Achte Fragestellung: Ist die Eigentümerstruktur von Zielunternehmen entscheidend für den Erfolg von aktivistischen Interventionen?

Da aktivistische Investoren nur Minderheitspositionen in den Zielunternehmen aufbauen, sind sie auf die Unterstützung von anderen institutionellen Investoren angewiesen. Diese haben meist das gleiche Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes und ähnliche Auffassungen zur Corporate Governance.

Daraus folgt die achte und letzte Gruppe von Hypothesen, die sich auf die Corporate Governance bezieht:

Hypothese 8

Beteiligungen durch aktivistische Investoren sind erfolgreicher bei einem hohen Anteil von institutionellen Investoren.

In den nächsten Kapiteln folgen die detaillierten Untersuchungen und statistischen Tests der verschiedenen Hypothesen für die beiden Fragekomplexe in den acht Hypothesen inklusive ihrer Unterpunkte. Abschließend werden die Ergebnisse in Tabellenform zusammengefasst (Kapitel 6.7) und diskutiert.

4. Datensatz und deskriptive Analyse

In diesem Kapitel erläutern wir den für die empirische Untersuchung verwendeten Datensatz, stellen einige deskriptive Analysen vor und diskutieren deren Relevanz für unsere Studie. Wir beginnen mit der Darstellung der Anzahl der monatlichen Shareholder-Aktivismus-Ereignisse und der monatlichen Performance (CDAX) für den Zeitraum von 2000 bis 2020 in Kapitel 4.1. Anschließend erfolgt eine Darstellung der Verteilung der Marktwerte der Zielunternehmen (Kapitel 4.2) sowie deren Indexzugehörigkeit (Kapitel 4.3) und schließlich deren Zugehörigkeit zu einem der verschiedenen Börsensegmente der Deutschen Börse (Kapitel 4.4).

Besonders interessant und daher umfassender dargestellt sind die Analysen und die Ergebnisse zu den Industriestrukturen unserer Zielunternehmen in Kapitel 4.5, denn wie wir später verdeutlichen, hat die Industriezugehörigkeit einen besonderen Einfluss auf die Anzahl der Ereignisse und auf die Performance.

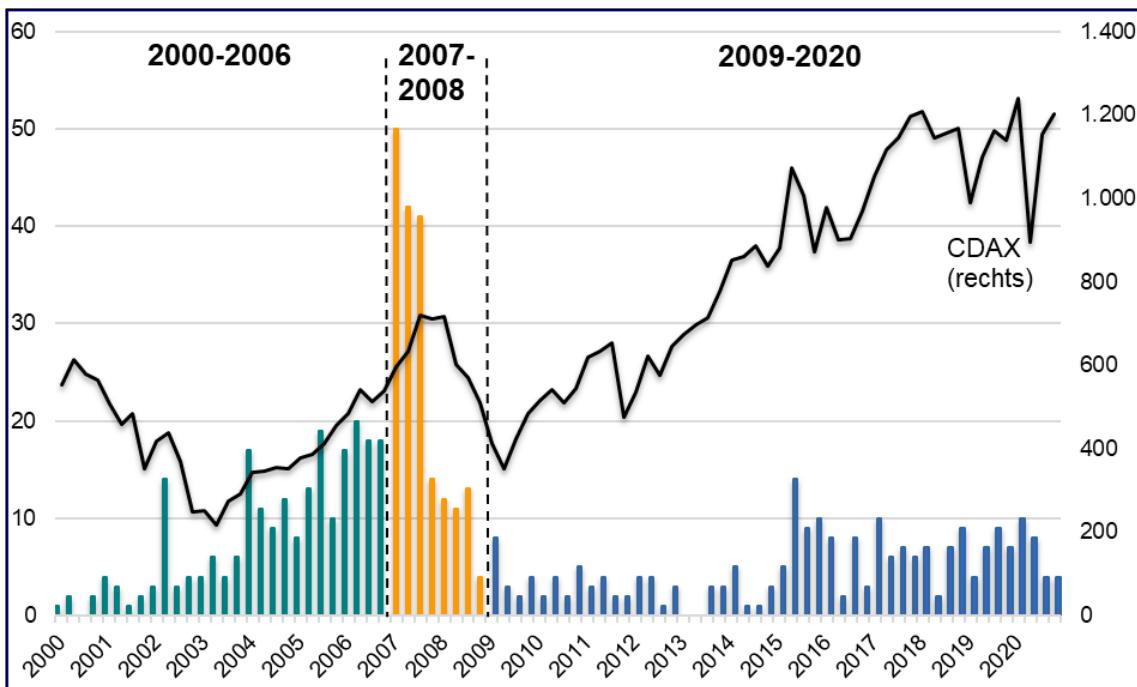
4.1 Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse und CDAX-Performance

Nach den umfassenden Corporate-Governance-Reformen in Deutschland zu Beginn des neuen Millenniums nahm der Shareholder-Aktivismus seinen Anfang. Die Anzahl der aktivistischen Aktivitäten (653 Ereignisse) von 2000 bis 2020 sind in Abbildung 1 dargestellt. Dabei kann man die Entwicklung während der letzten beiden Dekaden in die folgenden drei Zeiträume unterteilen, die sich hinsichtlich vieler Aspekte unterscheiden:

- Beginn des Aktivismus und vor der Finanzkrise (2006–2006),
- in der Finanzkrise (2007–2008) und
- nach der Finanzkrise bis heute (2009–2020).

Der Shareholder-Aktivismus insbesondere durch Hedgefonds ist in der ersten Periode (2000–2006) zunehmend angestiegen. Dieser Anstieg fing ab dem Jahr 2002 an, nachdem die Banken begannen ihre Aktienpakete zu verkaufen und auch die „Deutschland AG“ sich langsam aufzulösen begann. Zeitgleich waren das auch der Niedergang und das Ende des Neuen Marktes mit extrem fallenden Aktienkursen.

Abbildung 1: Vierteljährliche Anzahl der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse und CDAX-Performance im Zeitablauf



Anmerkung: x-Achse – Zeit in Quartalen; linke y-Achse – Anzahl der Ereignisse;

rechte y-Achse – Indexkurs des CDAX

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Eine zunehmende Anzahl an Ereignissen ergab sich in der nachfolgenden Phase mit steigenden Marktindizes wie dem CDAX (2004–2007). Die Gründe dafür waren die hohen Gewinne und die hohe Liquidität der Unternehmen, die schließlich auch zu hohen Ausschüttungen führten. Als Konsequenz der Reformen im Jahr 2002 führte die neue Corporate-Governance-Situation zunächst zu weniger Stimmrechten, die durch Banken ausgeübt wurden (eigene Aktien und Stimmrechtsvertretung). Dadurch ergaben sich auch niedrigere Präsenzen (vertretenes Kapital) in den Hauptversammlungen.

Diese Situation nutzten aktivistische Investoren aus, um mit einem relativ geringen Aktienbesitz einen signifikanten Einfluss auszuüben. Der Höhepunkt, gemessen an der Anzahl der Ereignisse, lag im Jahr 2007, unmittelbar vor dem Beginn der globalen Finanzkrise, in der die aktivistische Aktivität zurückging. Möglicherweise gab es in dieser Zeit noch kei-

nen negativen Aktivismus.¹¹ Dieser hat das Ziel, Kursrückgänge profitabel auszunutzen.

In den Folgejahren blieb der Aktivismus auf einem niedrigen Niveau bis zum Jahr 2014, obwohl sich die Aktienmärkte schon vorher gut erholt hatten. Seit 2015 beobachten wir wieder zunehmend aktivistische Ereignisse am deutschen Kapitalmarkt. Insgesamt gewinnt man den Eindruck, dass die aktivistischen Investoren im Zeitablauf besser verstanden haben, wie man im deutschen Corporate-Governance-System erfolgreicher interveniert und die eigenen Ziele profitabler umsetzt.

Bevor wir mit unseren detaillierteren Analysen und verschiedenen Aufteilungen der Unternehmen, Investoren oder Ereignisse nach bestimmten Charakteristika in den nachfolgenden Abschnitten beginnen, ist eine zentrale Frage, wie sich die Performance der aktivistischen Investoren bei den einzelnen Attacken oder Ereignissen im Zeitablauf ganz allgemein entwickelt hat. Ist sie besser geworden, schlechter geworden, oder unverändert geblieben?

In Abbildung 1 kann man gut erkennen, dass die Intensität der aktivistischen Aktivität, gemessen an der Anzahl der Ereignisse, im Zeitablauf schwankend war, weshalb wir zwischen den drei dargestellten Perioden unterscheiden. Das gilt auch für die Performance am Aktienmarkt, gemessen durch den CDAX-Index. Eindeutige Bull-, Bear- und Bull-Markets wechseln sich ab.

Deshalb stellen wir zunächst in Abbildung 2 als Einführung die *normale* Rendite für jedes einzelne Ereignis im Zeitablauf dar. Dabei differenzieren wir zwischen den drei folgenden Anlagezeiträumen:

- vor dem Ereignis oder Run-up¹² (-40; 0),
- Run-up und sechs Monate nach dem Ereignis (-40; +125 Tage) und
- Erweiterung um die darauffolgenden sechs Monate (-40; +250 Tage).

Bei Abbildung 2 beginnen wir immer am Tage -40 und erweitern das Zeitfenster bis 125 und bis 250 Tage. Der erste Zeitraum (-40; 0) umfasst den Beginn der nicht öffentlichen Attacke und somit die Renditen, die ein aktivistischer Investor erzielt hätte. Eine Differenzierung der Er-

11 Beim Konzept des *negativen Aktivismus* handelt es sich in der Regel um aktivistische Strategien von Leerverkäufern, die von fallenden Kursen der Zielunternehmen profitieren wollen (Leerverkaufs-Aktivismus), wobei sie diese fallenden Kurse durch negative Informationen oftmals erst selbst herbeiführen. Nach dem Eingehen und der Offenlegung ihrer Leerverkaufposition werden durch die Leerverkäufer Research-Reports und andere negative Informationen verbreitet, die darlegen, dass das Unternehmen zu hoch bewertet ist, nicht alle Probleme, z.B. in den Bilanzen, bekannt sind oder andere Missstände vorhanden sind.

12 Der *Run-up-Effekt* ist die Kursentwicklung einer Aktie, die in der Vorankündigungsperiode beobachtbar ist und durch Erwartungen des Marktes, Einstieg von anderen aktivistischen Investoren und Gerüchte erklärt werden kann.

eignisse nach den drei Perioden (2000–2006; 2007–2008; 2009–2020), die sich aus Abbildung 1 ergibt, erfolgt nicht (in Abbildung 2 sind die Liniens aber eingezeichnet), denn diese Strukturbrüche ergeben sich ganz offensichtlich.

Um detailliertere Erkenntnisse zu gewinnen, differenzieren wir die Ergebnisse weiter nach Investitionszeitpunkten und Renditeberechnungen (Performance). Die Ergebnisse sind in Abbildung 3–5 dargestellt. In Abbildung 4 ist die *abnormale* Rendite (um den Marktindex bereinigt) für die sich erweiternden Zeitfenster mit festem Anfangszeitpunkt (−40) dargestellt, um die relative Renditeentwicklung (Performance) aufzuzeigen. In den Abbildungen 3 und 5 nutzen wir einen variablen Anfangszeitpunkt, daher ist die (abnormale) Rendite auch nur von diesem Zeitpunkt an berechnet. Das könnte die Investition eines institutionellen oder privaten Investors sein und umfasst nicht den Run-up (−40; 0) oder die ersten sechs Monate (+1; +125).

In allen Abbildungen ist zu erkennen, dass in der ersten Periode (2000–2006) eine große Aktivität mit extremen positiven und negativen Renditen der einzelnen Attacken vorlag. Während der Finanzkrise (2007–2008) beobachten wir ein Cluster negativer und fallender Renditen. In der letzten Periode (2009–2020) ergab sich nach dem Ende der Finanzkrise zunächst eine geringere Aktivität, die dann im Verlauf wieder zunahm.

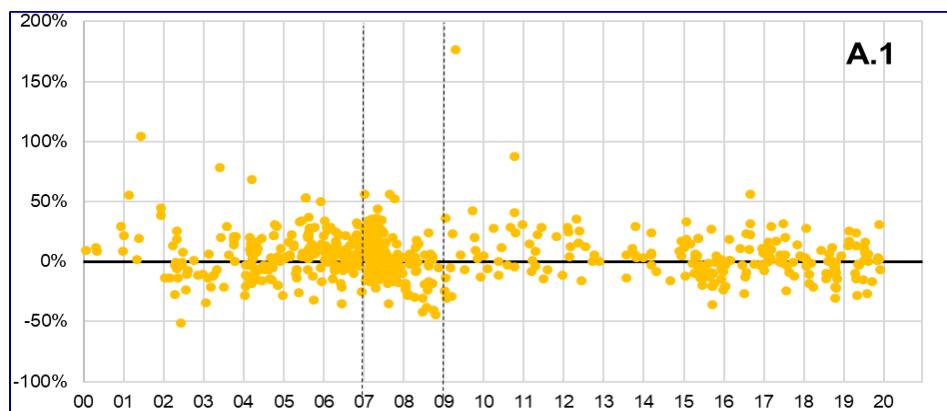
Bei den *abnormalen Renditen* oder der Performance, also den Aktienrenditen, die um den Index bereinigt sind, ergaben sich naturgemäß etwas schwächere Effekte (Abbildung 4 und 5). Das sieht man insbesondere während der Finanzkrise, da dort alle Kurse am Aktienmarkt gefallen sind. Insgesamt war die Streuung der Renditen in der dritten Periode geringer als in der ersten Periode oder dem ersten Bull-Market.

Das kann verschiedene Gründe haben. Zum einen könnte das Wertschöpfungspotenzial, das einfach zu realisieren war, in der ersten Periode – nach den Governance-Reformen und der Auflösung der „Deutschland AG“ – am größten gewesen sein. Zum anderen haben möglicherweise auch die Unternehmen nach der Finanzkrise reagiert und Maßnahmen selbst umgesetzt und sind damit der Attacke aktivistischer Investoren zuvorgekommen.

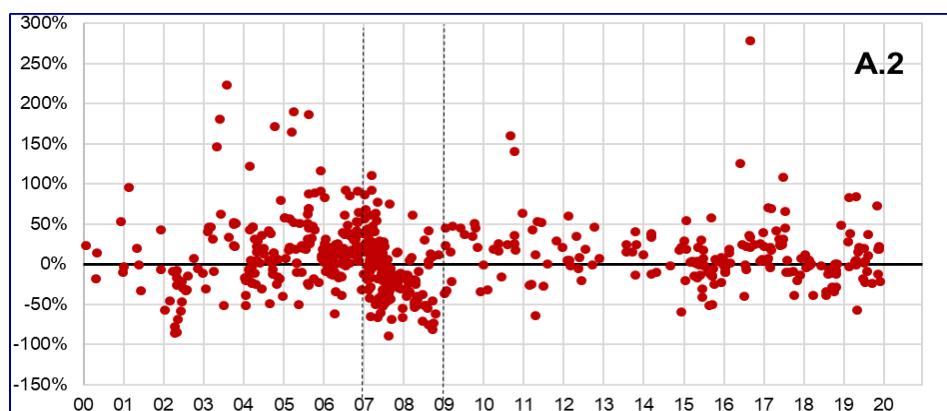
Ein Vergleich von Abbildung 2 mit Abbildung 3 und von Abbildung 4 mit Abbildung 5, also Renditeberechnungen mit festem (−40) oder variablen Anfangszeitpunkt, verdeutlicht, dass die Ergebnisse in Abbildung 2 und 4 immer von den hohen Ergebnissen während des Run-ups (−40; 0) beeinflusst waren. Um diesen Effekt auszuschließen, haben wir die Ergebnisse in Abbildung 3 und 5 auch ohne Run-up dargestellt. Die Schwankung der Renditen ist in Abbildung 5 am geringsten, weil dort die Renditen um Run-up und Marktindex bereinigt sind.

Abbildung 2: Verteilung der Buy-and-hold-Renditen im Zeitablauf I

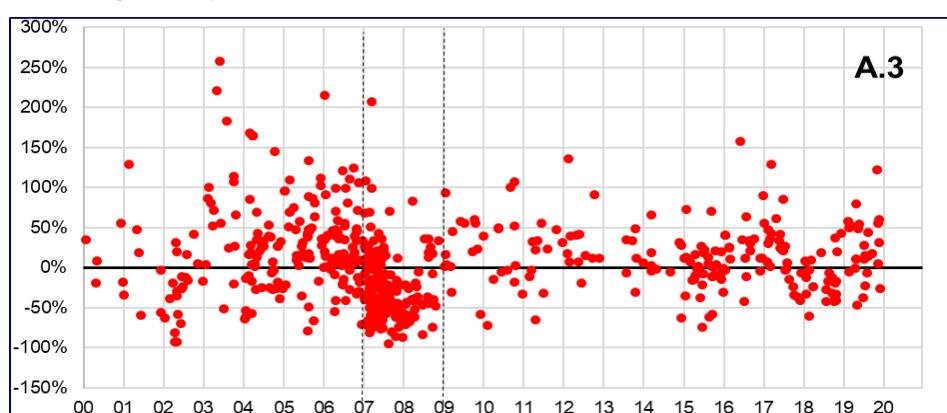
Verteilung der Buy-and-hold-Renditen (-40; 0)



Verteilung der Buy-and-hold-Renditen (-40; +125)



Verteilung der Buy-and-hold-Renditen (-40; +250)

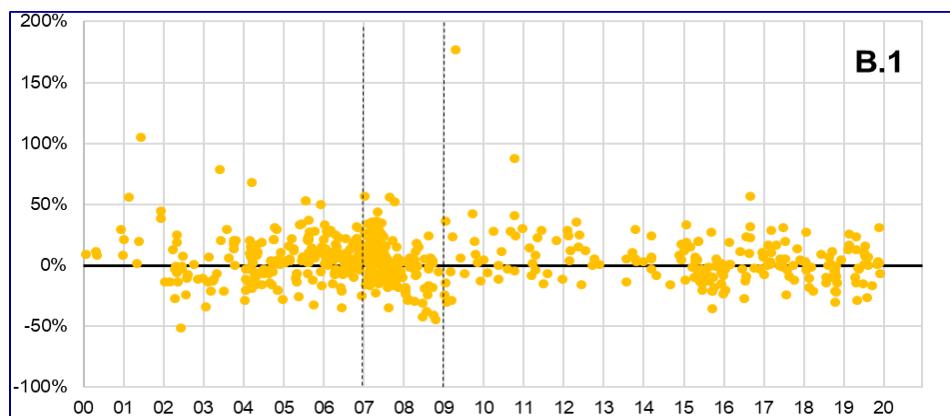


Anmerkung: x-Achse – Zeit in Monaten; y-Achse – BHR in Prozent

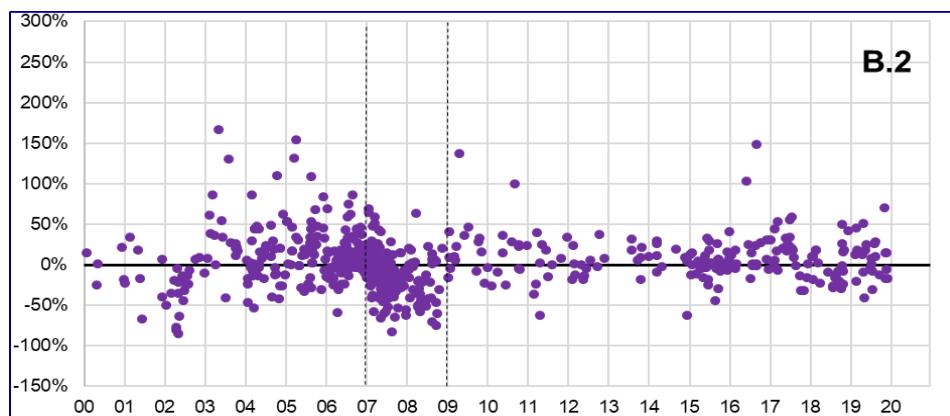
Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Abbildung 3: Verteilung der Buy-and-hold-Renditen im Zeitablauf II

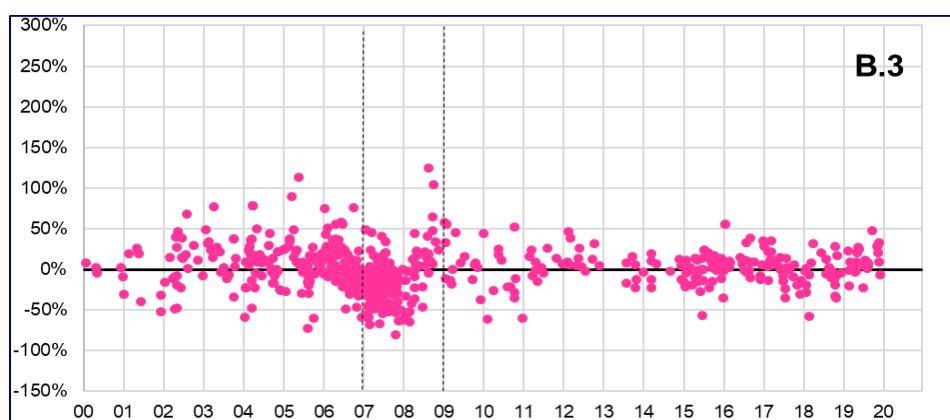
Verteilung der Buy-and-hold-Renditen (-40; 0)



Verteilung der Buy-and-hold-Renditen (+1; +125)



Verteilung der Buy-and-hold-Renditen (+126; +250)

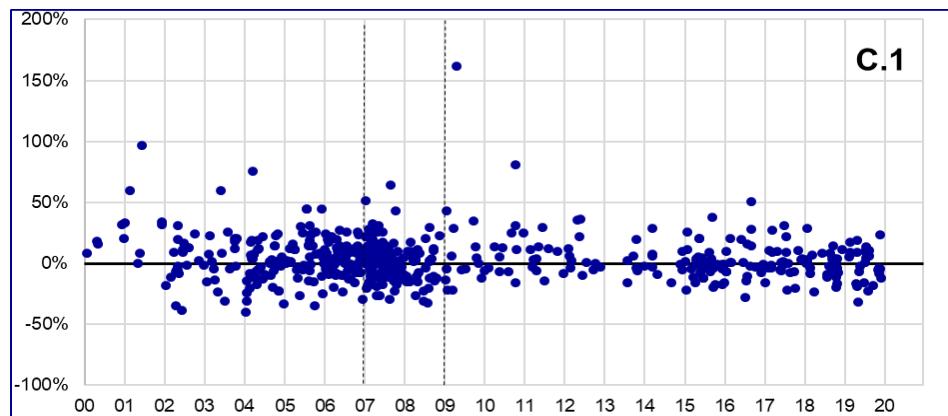


Anmerkung: x-Achse – Zeit in Monaten; y-Achse – BHR in Prozent

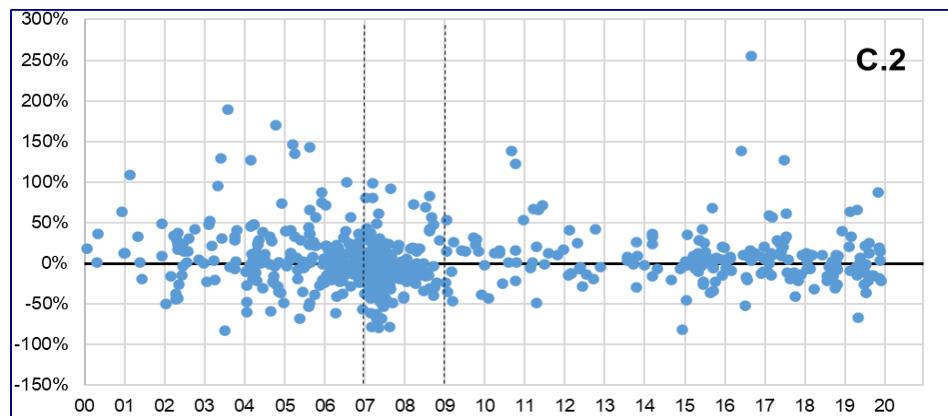
Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Abbildung 4: Verteilung der Buy-and-hold Abnormal Returns im Zeitablauf I

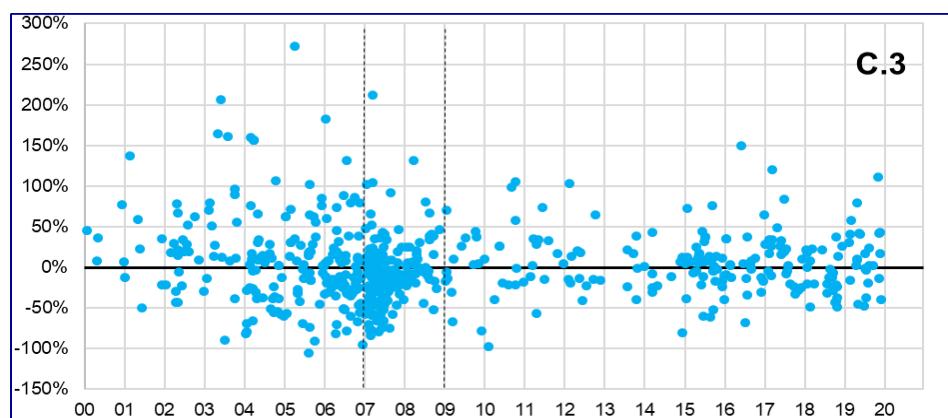
Verteilung der Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; 0)



Verteilung der Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +125)



Verteilung der Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250)

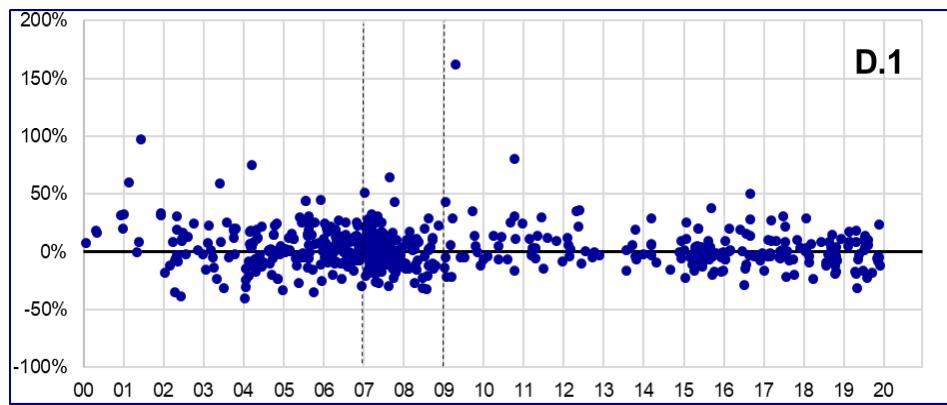


Anmerkung: x-Achse – Zeit in Monaten; y-Achse – BHAR in Prozent

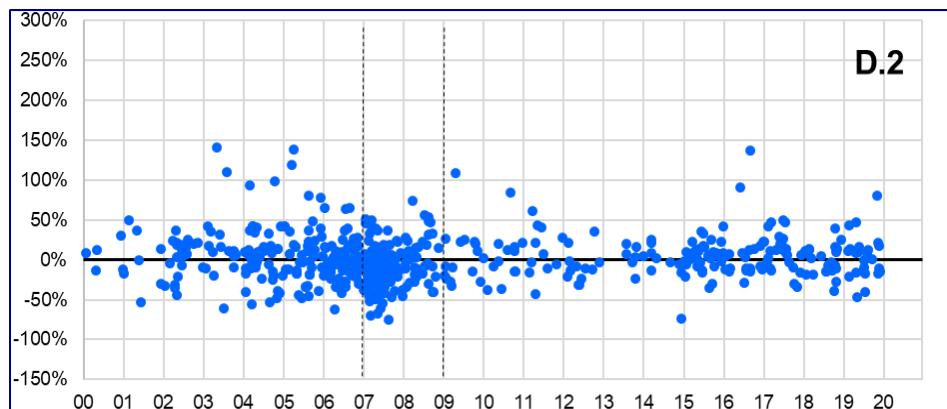
Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Abbildung 5: Verteilung der Buy-and-hold Abnormal Returns im Zeitablauf II

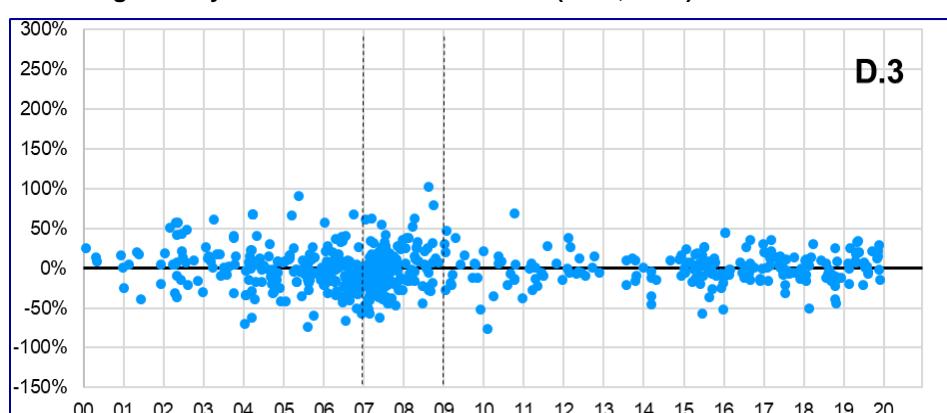
Verteilung der Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; 0)



Verteilung der Buy-and-hold Abnormal Returns (+1; +125)



Verteilung der Buy-and-hold Abnormal Returns (+126; +250)



Anmerkung: x-Achse – Zeit in Monaten; y-Achse – BHAR in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Insgesamt weisen diese ersten Ergebnisse für die weiteren Analysen darauf hin, dass wir zwischen den verschiedenen Perioden differenzieren müssen, denn nicht nur die Anzahl der Ereignisse pro Jahr sowie die Höhe der positiven und negativen Renditen unterscheiden sich, sondern es ist davon auszugehen, dass auch die Anzahl und die Stärke der Einflussfaktoren, die diese Unterschiede erklären können, verschieden sind.

Die Abbildungen 2–5 verdeutlichen sehr anschaulich, dass aktivistische Investoren nicht nur positive, sondern auch negative normale und abnormale Renditen realisieren, d.h. entweder Wert schaffen oder Wert vernichten. Deshalb ist es wichtig, in unseren empirischen Analysen die Charakteristika zu finden, mit denen wir die Renditeunterschiede genau differenzieren und die Gründe für den Erfolg oder Misserfolg erklären können.

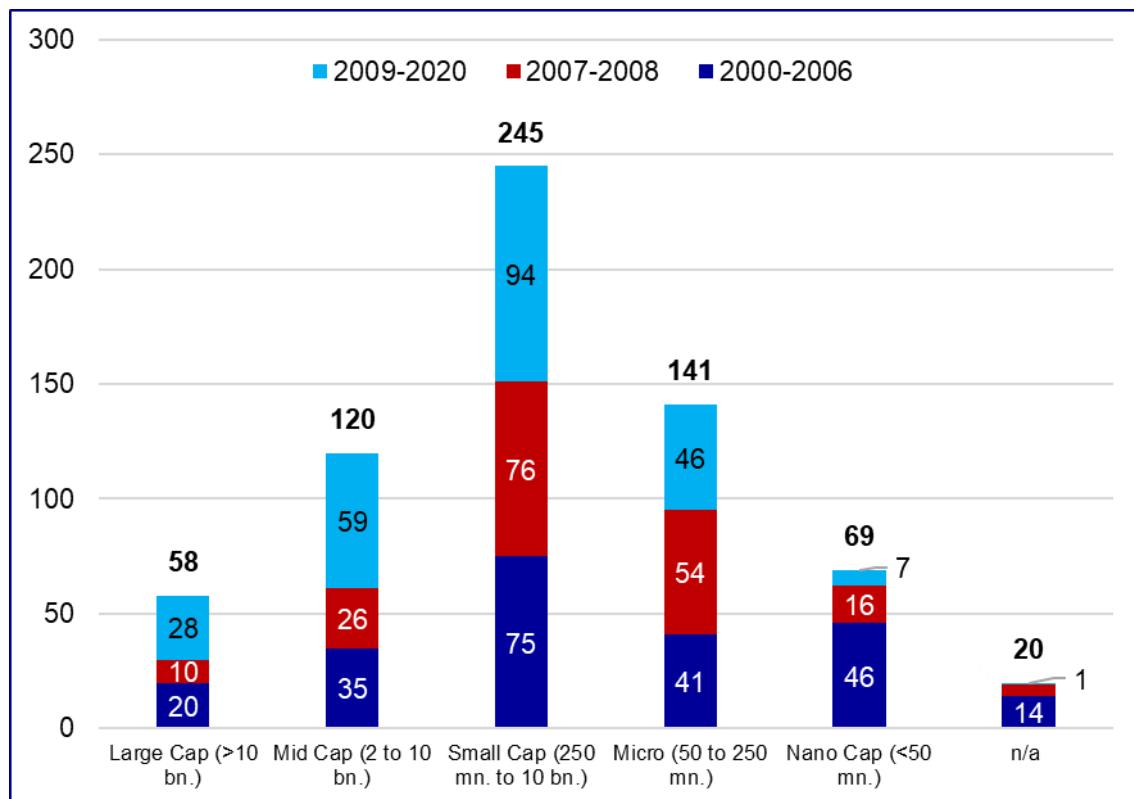
4.2 Verteilung nach Marktwerten

Ein weiterer wichtiger Aspekt bei der Analyse der Aktivitäten der aktivistischen Investoren ist die Frage, welchen Einfluss die Unternehmensgröße hat. Eine nähere Untersuchung der Marktwerte bestätigt die bisherigen Ergebnisse zur Größe der Zielunternehmen. In Abbildung 6 werden alle Aktien anhand der Marktkapitalisierung am Ereignistag in fünf Kategorien eingeteilt.

Die meisten aktivistischen Investoren attackierten Unternehmen aus den Kategorien Micro (21,6 Prozent) und Small Cap (37,5 Prozent), die Marktwerte kleiner als 50 Millionen bzw. von 50 Millionen bis 250 Millionen Euro haben. Mid Caps umfassten 18,4 Prozent der Ereignisse, während Large Caps zur kleinsten Gruppe gehörten (8,9 Prozent) und Marktwerte von 2 Milliarden bis 10 Milliarden bzw. größer als 10 Milliarden Euro umfassen.

Die Ergebnisse verdeutlichen, dass aktivistische Aktionäre kleinere und weniger transparente Unternehmen als Ziel bevorzugten. Möglicherweise waren diese Unternehmen auch weniger in der Lage oder vorbereitet, um auf die Aktionen der aktivistischen Investoren angemessen zu reagieren. Zudem hatten diese Unternehmen auch weniger Unterstützung bei möglichen Abwehrmaßnahmen durch andere Investoren („white knight“) oder institutionelle Investoren.

Abbildung 6: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Marktkapitalisierung



Anmerkung: x-Achse – Marktkapitalisierung in Millionen Euro (mn.) bzw. Milliarden Euro (bn.); y-Achse – Anzahl der Ereignisse

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Aktivistische Investoren sind oftmals an den Unternehmen interessiert, bei denen eine Unterbewertung wahrscheinlicher ist und bei denen ihre Maßnahmen zu größeren Wertsteigerungen führen könnten. Zudem erfordern diese Unternehmen ein geringeres Investitionsvolumen für den Erwerb von ausreichenden Anteilen, um eine wesentliche Position aufzubauen und dadurch aktiven Einfluss auf das Unternehmen ausüben zu können.

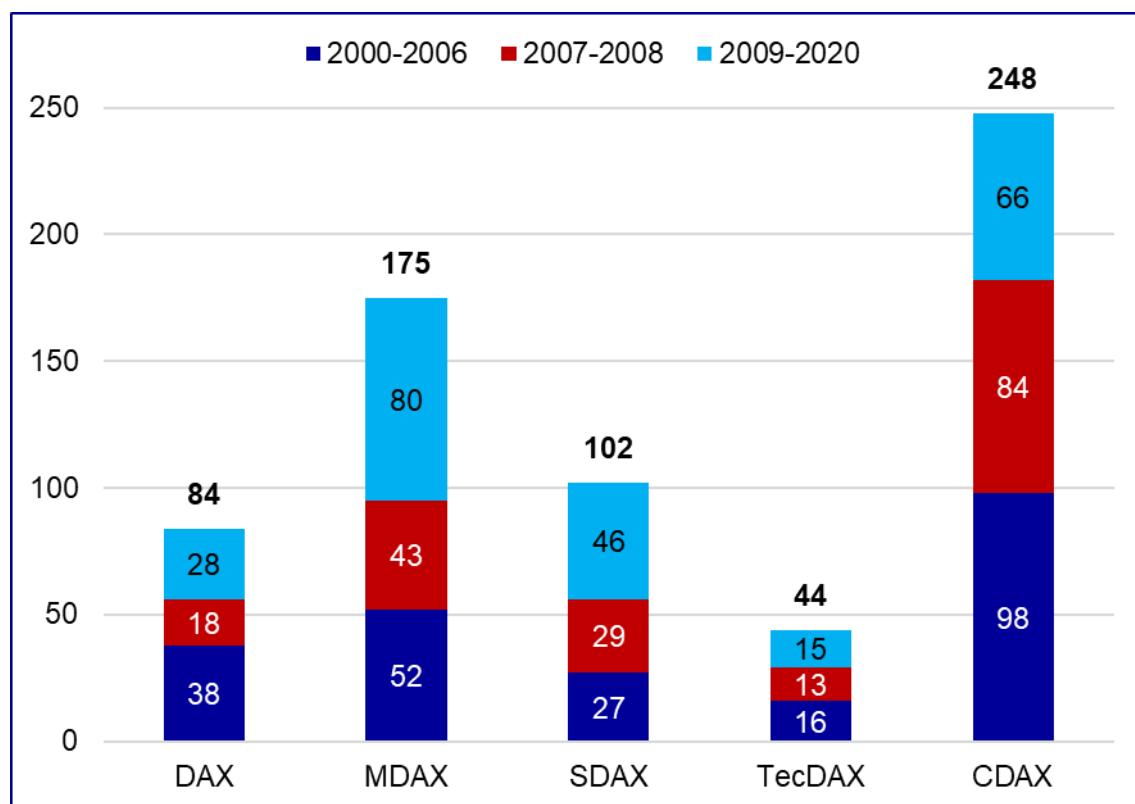
Wenn man sich die Unternehmensgröße der Zielunternehmen im Zeitablauf anschaut, dann stellt man sowohl für die USA (Baker, 2021) als auch für Deutschland (Bessler und Vendrasco, 2022a, 2022c) fest, dass relativ mehr große und relativ weniger kleine Unternehmen zum Ziel von aktivistischen Investoren werden.

4.3 Verteilung nach Index

Ebenso relevant ist eine Analyse der Frage, welche Bedeutung das Unternehmen am Kapitalmarkt hat und in welchen Börsenindex es deshalb aufgenommen wurde. Die Verteilung über die wichtigsten Auswahlindizes eröffnet zudem Einblicke in die Größe und Transparenzanforderungen der Unternehmen, die zum Ziel von aktivistischen Investoren werden.

Abbildung 7 verdeutlicht, dass der Shareholder-Aktivismus im Wesentlichen auf kleine und mittelgroße Unternehmen abzielte, mit 42,4 Prozent im SDAX (15,6 Prozent) bzw. MDAX (26,8 Prozent). Dabei waren nur 12,9 Prozent der Zielunternehmen aus dem DAX, während die restlichen 38 Prozent im CDAX enthalten waren. Damit wird deutlich, dass die meisten Zielunternehmen, gemessen anhand der Marktkapitalisierung, eher kleiner sind und eine geringere Sichtbarkeit am Kapitalmarkt haben.

Abbildung 7: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Auswahlindex



Anmerkung: x-Achse – Börsenindex; y-Achse – Anzahl der Ereignisse

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Dennoch haben Aktien aus den höheren Auswahlindizes eine höhere Liquidität, Streubesitz, mehr Analysten und mehr institutionelle Investoren, was für die Aktivisten von Vorteil sein könnte. In diesem Zusammenhang ist auch die Frage relevant, ob sich im Zeitablauf die Charakteristika der Zielunternehmen verändert haben. Dies könnte man aufgrund der Unterschiede zwischen den drei Perioden durchaus erwarten. Die Ergebnisse deuten aber darauf hin, dass die Verteilung der Indexzugehörigkeit zwischen den Perioden relativ unverändert geblieben ist.

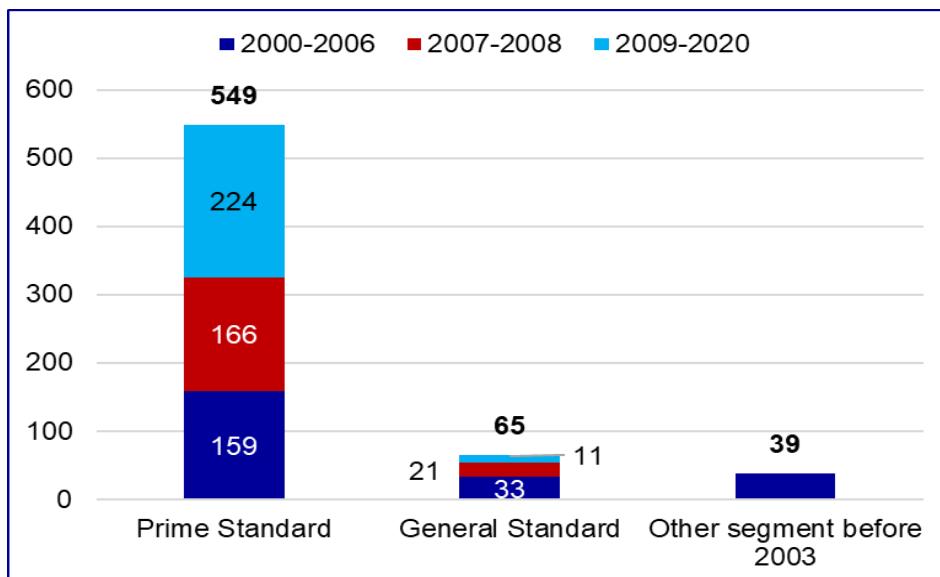
4.4 Verteilung nach Börsensegment

Auch die Analyse des Börsensegments, in dem ein Unternehmen gelistet ist, hat eine Bedeutung für unsere Studie. Denn davon hängen auch die Transparenzanforderungen der Börse ab, die ein Unternehmen für ein Listing erfüllen muss. Zudem können von der Zugehörigkeit zu einem Börsensegment weitere Rückschlüsse auf die Sichtbarkeit und Internationalität der Zielunternehmen gezogen werden. Abbildung 8 verdeutlicht, dass der Shareholder-Aktivismus fast ausschließlich Unternehmen betraf, die im Prime Standard gelistet sind (84,1 Prozent). Dabei wurden 10 Prozent der Unternehmen aus dem General Standard und 6 Prozent aus sonstigen Segmenten zum Ziel von aktivistischen Investoren.

Weil die meisten Zielunternehmen im Prime Standard notierten, hatten sie alle hohe Transparenzstandards zu erfüllen. Zudem haben sie eine höhere Liquidität, mehr Analysten und eine höhere Internationalität. Insbesondere die verpflichtende Berichterstattung auf Englisch ist attraktiv für ausländische Investoren, da ansonsten die Berichte auf Deutsch verfasst werden können. Zudem sind Quartalsberichte zu erstellen.

Insbesondere im Zeitraum von 2009 bis 2020 sind die allermeisten Zielunternehmen im Prime Standard notiert. Das ist aber auch der Zeitraum nach der Finanzkrise, in dem viele Unternehmen den Prime Standard verlassen hatten und in den General Standard gewechselt sind (Bessler und Schneck, 2016; Bessler, Beyenbach, Rapp und Vendrasco, 2021, 2022). Die Vermutung oder die Hypothese, dass ein Grund für diesen Wechsel die geringeren Anforderungen sind (keine Quartalsberichte auf Englisch, sondern nur jährliche Berichte auf Deutsch) – und damit einhergehend die geringere Attraktivität für aktivistische Investoren sowie die geringere Wahrscheinlichkeit für eine Attacke –, lässt sich empirisch nicht eindeutig aufzeigen.

Abbildung 8: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Börsensegment



Anmerkung: x-Achse – Börsensegment; y-Achse – Anzahl der Ereignisse

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

4.5 Verteilung nach Industrie

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die Frage, ob in allen Industrien das gleiche Wertschöpfungspotenzial vorhanden ist und auch realisiert werden kann oder ob für bestimmte Industrien eine höhere Wahrscheinlichkeit besteht, dass Unternehmen zum Ziel von aktivistischen Investoren werden. Basierend auf der „Industry Classification Benchmark“ (ICB) ordnen wir alle Zielunternehmen einer Industrie zu. Das ermöglicht Einblicke in die Überlegungen der aktivistischen Aktionäre und verdeutlicht, ob deren Strategien in allen Unternehmen anwendbar sind, ob alle Industrien das gleiche Wertsteigerungspotenzial aufweisen und ob es realisiert werden kann.

Die Analyse konzentriert sich in diesem Teil also auf die Aktivitäten oder den Fokus der aktivistischen Investoren auf einzelne Industrien. Tabelle 1 stellt die Anzahl der Ereignisse in den einzelnen Industrien für jedes einzelne Jahr des gesamten Untersuchungszeitraums (2000–2020) dar. Die Daten sind nach der relativen Häufigkeit sortiert und bieten weitere detaillierte Einblicke in die Entscheidungen der aktivistischen Investoren, in welchem Jahr wie viele Unternehmen in einer bestimmten Industrie attraktiv erschienen und von den Investoren attackiert worden sind.

Tabelle 1: Anzahl der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industrien im Zeitablauf

	An- zahl	Vor der Krise							Krise		Nach der Krise										
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Industrien mit einer relativen Häufigkeit von unter 5 Prozent																					
Energie	11	0	0	0	0	0	1	3	4	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
Basiskonsum	9	2	2	1	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
Sonstige	8	0	0	1	0	1	1	1	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Versorger	5	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	0
Summe	33	2	2	2	0	1	2	4	11	1	1	0	0	0	0	1	0	1	0	2	2
gesamt		13							12		8										
Gesamtsumme	653	5	10	24	20	49	50	73	147	40	17	13	11	12	6	10	38	21	29	25	27
		231							187		235										

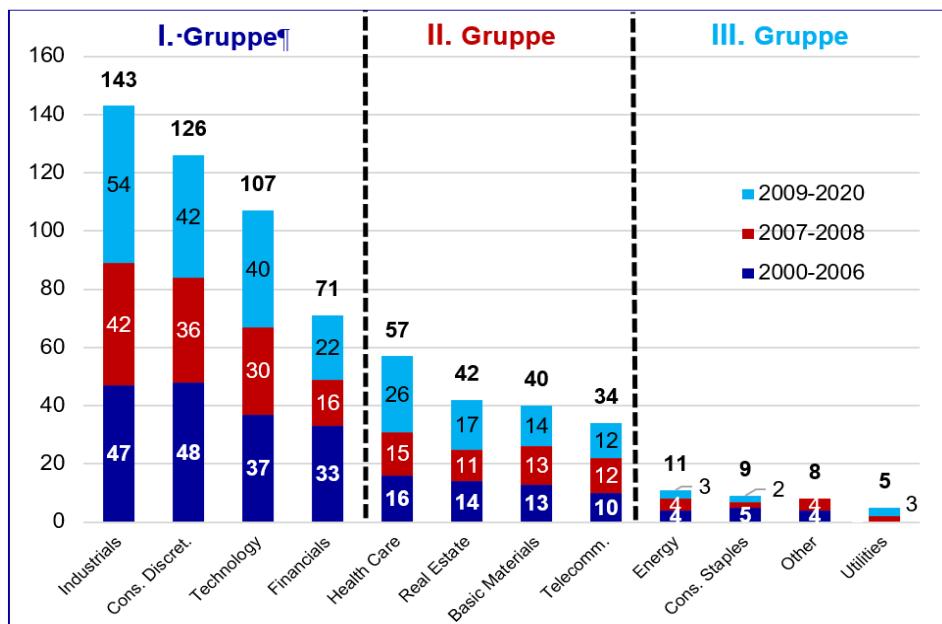
Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Zudem sortieren wir die Industrien nach Gruppen von jeweils vier Industrien. Die erste Gruppe enthält Industrien mit einer relativen Häufigkeit von größer als 10 Prozent, die zweite Gruppe von 5–10 Prozent und die dritte Gruppe von unter 5 Prozent. Demzufolge analysieren wir drei Gruppen mit den vier größten Industrien, den vier mittleren Industrien und den vier kleinsten Industrien. Mit abnehmender Gruppengröße nimmt auch die Anzahl der Ereignisse von Periode zu Periode ab.

Die Aktivität der aktivistischen Investoren konzentrierte sich auf die erste Gruppe und die darin enthaltenen vier Industrien, die bereits ca. 70 Prozent der Ereignisse umfassen. Die ersten beiden Gruppen oder die ersten acht Industrien umfassten ca. 95 Prozent der Ereignisse. Die Verteilung entspricht weitgehend der Struktur der deutschen Wirtschaft, mit einem hohen Anteil von Industrieunternehmen (21,9 Prozent). Ähnliche Muster lassen sich auch in US-Studien finden.

In Abbildung 9 ist die Anzahl der Ereignisse nach einzelnen Industrien und den drei Industriegruppen dargestellt. Zudem ist bei jedem Balken nach den drei Perioden differenziert. Es ist deutlich zu erkennen, dass die Ereignisse in der ersten Industriegruppe die anderen beiden Gruppen dominierten und dass es in der dritten Gruppe nur wenige Ereignisse gab.

Abbildung 9: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industrien und Subperioden



Anmerkung: x-Achse – Industrie nach ICB; y-Achse – Anzahl der Ereignisse
Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Tabelle 2: Anzahl und Anteil der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industrien in den einzelnen Subperioden und dem gesamten Untersuchungszeitraum

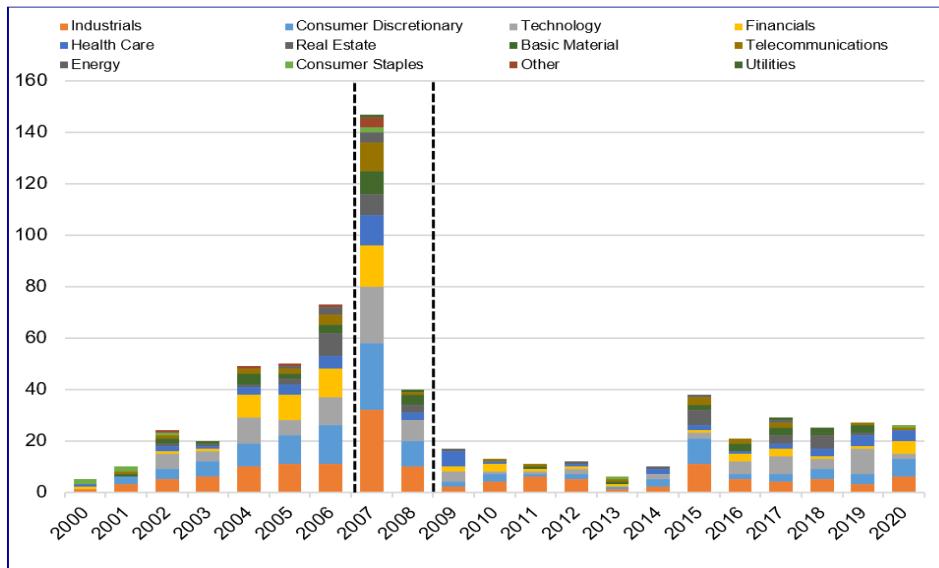
	2000–2006		2007–2008		2009–2020		2000–2020	
	n	Anteil	n	Anteil	n	Anteil	n	Anteil
Grundstoffe	13	5,6 %	13	7 %	14	6 %	40	6 %
Nicht-Basis-konsumgüter	48	20,8 %	36	19,3 %	42	17,9 %	126	19,3 %
Basiskonsumgüter	5	2,2 %	2	1,1 %	2	0,9 %	9	1,4 %
Energie	4	1,7 %	4	2,1 %	3	1,3 %	11	1,7 %
Finanzen	33	14,3 %	16	8,6 %	22	9,4 %	71	10,9 %
Gesundheitswesen	16	6,9 %	15	8,0 %	26	11,1 %	57	8,7 %
Industriegüter	47	20,3 %	42	22,5 %	54	23,0 %	143	21,9 %
Sonstige	4	1,7 %	4	2,1 %	0	0,0 %	8	1,2 %
Immobilien	14	6,1 %	11	5,9 %	17	7,2 %	42	6,4 %
Technologie	37	16,0 %	30	16,0 %	40	17,0 %	107	16,4 %
Telekommunikation	10	4,3 %	12	6,4 %	12	5,1 %	34	5,2 %
Versorger	0	0,0 %	2	1,1 %	3	1,3 %	5	0,8 %
gesamt	231	100 %	187	100 %	235	100 %	653	100 %

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

In Tabelle 2 sind die Anzahl und die relativen Anteile der verschiedenen Industrien für die Gesamtperiode und für die einzelnen drei Teilperioden dargestellt. Große periodenabhängige Industrieveränderungen sind nicht zu erkennen.

In Abbildung 10 stellen wir die jährliche absolute Verteilung und in Abbildung 11 die relativen Anteile der Ereignisse nach verschiedenen Industrien dar. Dabei ist zu erkennen, dass die meisten Ereignisse in der ersten Periode und insbesondere im Jahr 2007 auftraten. Wir rechnen 2007 der Krisenperiode zu, weil die Performance der Ereignisse, die 2007 stattfanden, überwiegend in das Jahr 2008 fällt. In den Folgejahren fällt der Aktivismus auf ein niedrigeres Niveau, bleibt dann relativ konstant.

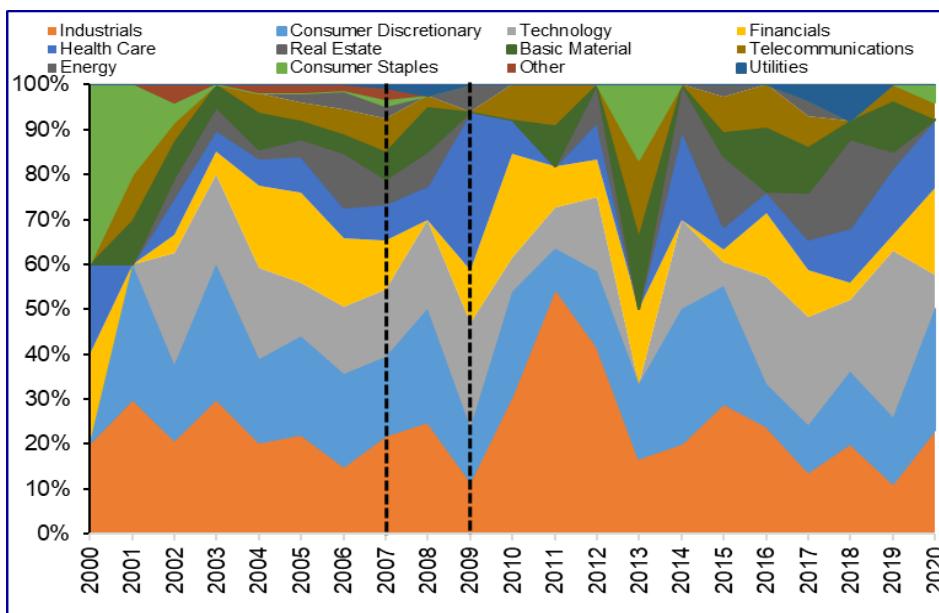
Abbildung 10: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industrien im Zeitablauf



Anmerkung: y-Achse – Anzahl der Ereignisse

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Abbildung 11: Relativer Anteil der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industrien im Zeitablauf



Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Industrien mit den meisten Ereignissen bleiben über den gesamten Zeitraum relativ stabil. In der ersten Periode (2000–2006) und in der Finanzkrise (2007–2008) waren die relativen Anteile nahezu unverändert, während zwischen 2009 und 2014 insbesondere Industrieunternehmen eine höhere Wahrscheinlichkeit hatten, zum Ziel von aktivistischen Investoren zu werden. Ab 2015 entsprechen die relativen Anteile wieder der ersten Periode (2000–2006).

Knapp 70 Prozent aller Ereignisse fanden also in vier Industrien statt und über 50 Prozent in nur drei Industrien. In den Jahren 2000–2003 wurden Technologieunternehmen häufiger zum Ziel, da die aktivistischen Investoren möglicherweise nach der „New Economy“-Periode potentielle Wertsteigerungen in diesen Unternehmen entdeckten. In der globalen Finanzkrise 2007–2009 sank der relative Anteil der Finanzinstitutionen, die attackiert wurden, da diese zunächst die Konsequenzen der Finanzkrise zu bewältigen hatten. Für spätere Jahre ergibt sich kein klares Muster.

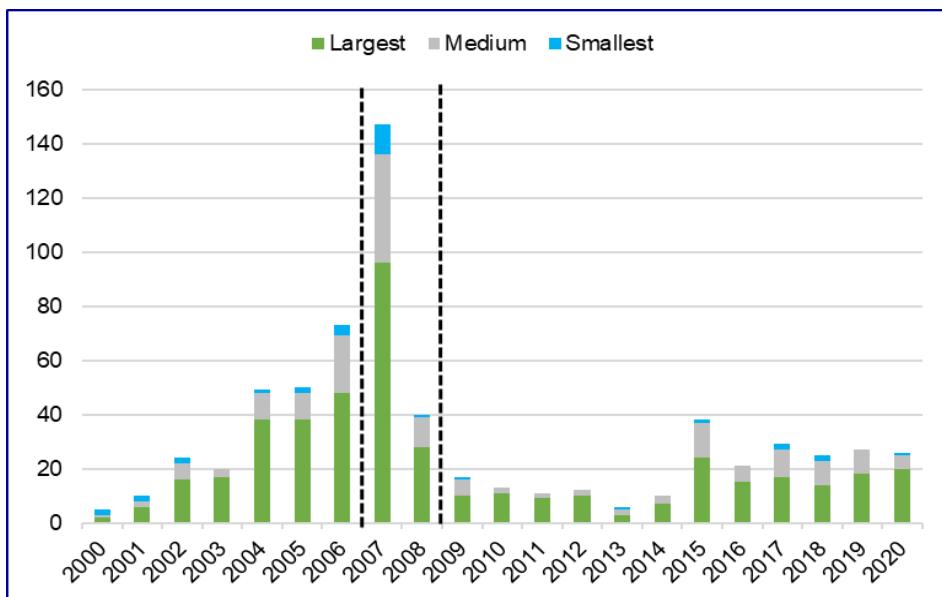
Banken sind sicherlich ein besonderer Fall, zum einen wegen der Finanzkrise, zum anderen aber auch wegen der immer schärfer werdenden Regulierung. Die anderen drei Sektoren in der ersten Gruppe scheinen den aktivistischen Investoren interessante Investitionsmöglichkeiten zu bieten oder sie haben spezialisierte Branchenkenntnisse. Zudem könnten die Maßnahmen der aktivistischen Investoren in diesen Industrien leichter umzusetzen sein.

In Abbildung 12 und 13 werden nicht wie vorher die einzelnen Industrien, sondern jeweils die drei Industriegruppen dargestellt. Die Abbildungen verdeutlichen, dass die erste und größte Gruppe durchschnittlich 70 Prozent aller Ereignisse umfasste. Das war mit einigen Ausnahmen auch über die Gesamtperiode zu beobachten.

Tabelle 3 stellt die Verteilung der Ereignisse über die verschiedenen Perioden dar. Wir sortieren diese nach den relativen Anteilen der Ereignisse in den verschiedenen Industrien über den gesamten Untersuchungszeitraum. Dabei differenzieren wir zwischen den Subperioden und berechnen die *Buy-and-hold Abnormal Returns* (BHAR) für das Intervall von 40 Tagen vor bis 250 Tagen nach der Attacke. Diese *abnormalen Renditen* stellen die Performance für einen Anleger dar, der einmal in die Aktie anstatt in den Index investiert und die Aktien dann über einen bestimmten oder den gesamten Zeitraum hält bzw. gehalten hätte.

Unsere Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Industrien mit den meisten Ereignissen im Durchschnitt auch eine höhere Outperformance vorweisen konnten.

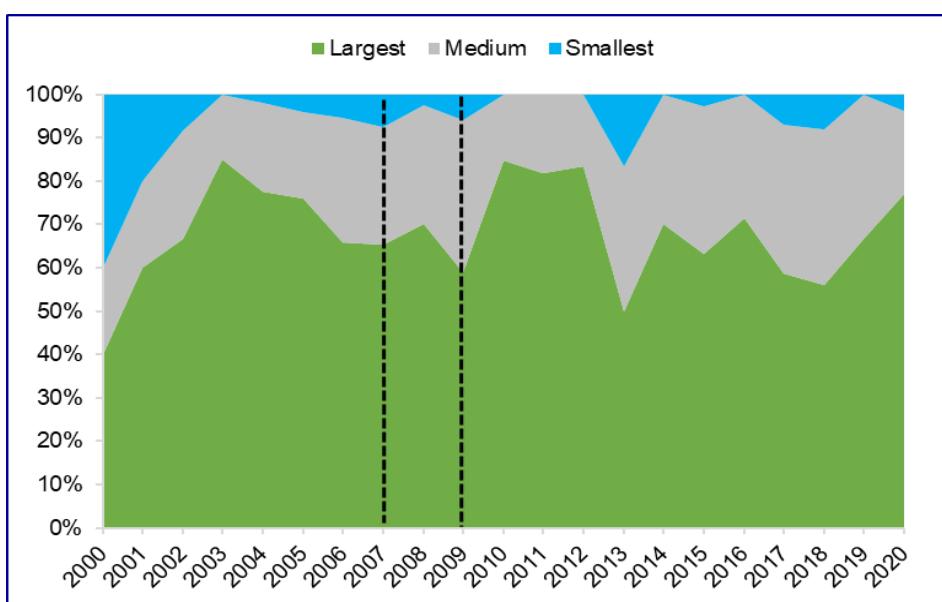
Abbildung 12: Verteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industriegruppen im Zeitablauf



Anmerkung: y-Achse – Anzahl der Ereignisse

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Abbildung 13: Relativer Anteil der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse nach Industriegruppen im Zeitablauf



Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Tabelle 3: Anzahl der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse und Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach Industrien

		2000–2020		2000–2006		2007–2008		2009–2020	
		n	BHAR	n	BHAR	n	BHAR	n	BHAR
Industrien mit einer relativen Häufigkeit von über 10 Prozent									
Industriegüter	22 %	143	14,10 %	47	37,94 %	42	-8,18 %	54	10,79 %
Nicht-Basis-konsum	19 %	126	0,56 %	48	13,86 %	36	-14,25 %	42	-2,06 %
Technologie	16 %	107	11,12 %	37	-7,61 %	30	15,20 %	40	24,52 %
Finanzen	11 %	71	-4,09 %	33	-0,96 %	16	-14,14 %	22	-0,73 %
Industrien mit einer relativen Häufigkeit von 5–10 Prozent									
Gesundheit	9 %	57	0,01 %	16	4,68 %	15	-2,62 %	26	-1,49 %
Immobilien	6 %	42	-17,96 %	14	-31,18 %	11	-42,64 %	17	6,63 %
Grundstoffe	6 %	40	6,16 %	13	21,11 %	13	1,41 %	14	0,10 %
Telekommuni-kation	5 %	34	-14,49 %	10	-5,07 %	12	-42,27 %	12	18,28 %
Industrien mit einer relativen Häufigkeit von unter 5 Prozent									
Energie	2 %	11	17,65 %	4	75,80 %	4	-25,13 %	3	-11,99 %
Basiskonsum	1 %	9	16,51 %	5	34,43 %	2	-59,19 %	2	38,45 %
Sonstige	1 %	8	-19,56 %	4	-13,14 %	4	-25,99 %	0	6,66 %
Versorger	1 %	5	16,63 %	0	0,29 %	2	14,15 %	3	5,17 %
gesamt	100 %	653	3,37 %	231	10,19 %	187	-9,49 %	235	7,54 %

Anmerkung: BHAR (-40; +250)

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Zwischen den Subperioden stiegen bei Technologieunternehmen die BHAR kontinuierlich an (-7,61 Prozent; 15,20 Prozent; 25,52 Prozent), während bei Industrieunternehmen nach der Finanzkrise kaum noch das alte Niveau erreicht werden konnte (37,94 Prozent gegenüber 10,79 Prozent). Für die dritte Gruppe mit den wenigsten Ereignissen ermitteln wir vereinzelt eine sehr hohe Outperformance (BHAR). Jedoch sind die Ergebnisse aufgrund der niedrigen Anzahl an Beobachtungen eher vorsichtig zu interpretieren. Insgesamt verdeutlicht die Performance-Analyse, dass die aktivistischen Investoren durch ihre Attacken im Durchschnitt positive abnormale Renditen erzielen konnten.

5. Empirische Ergebnisse I: Kurz- und langfristige Bewertungseffekte

Wir untersuchen jetzt die Forschungsfrage, ob die Ankündigung und das Engagement eines aktivistischen Investors kurzfristig zu positiven Kursreaktionen und Bewertungseffekten und damit zu einem höheren Wert des Zielunternehmens führen. In Hypothese 5a postulieren wir, dass wir kurzfristig positive Bewertungseffekte nach der Beteiligung von Aktivisten erwarten.

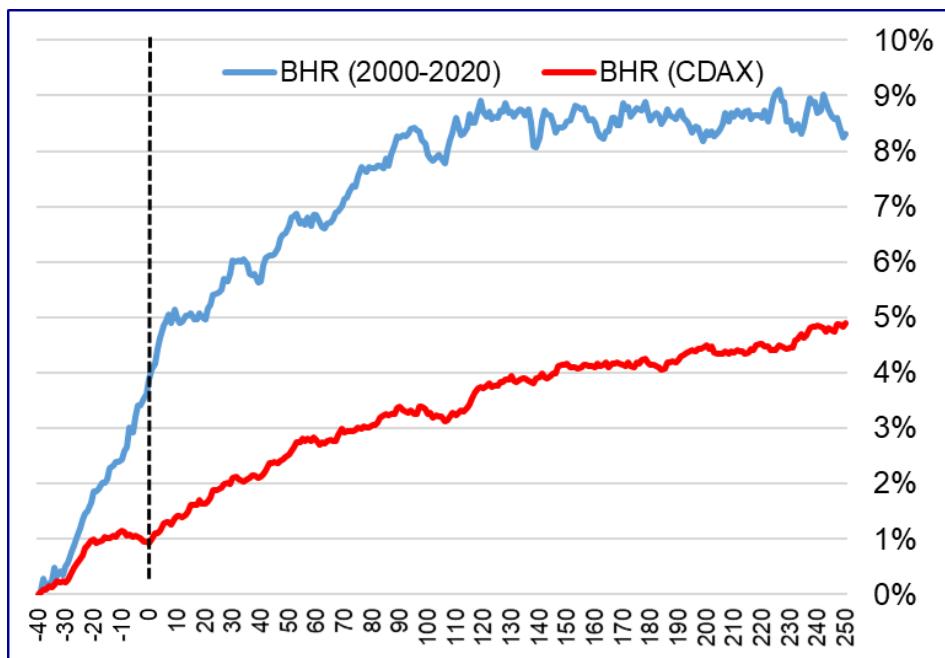
Um die Bewertungseffekte und Wertsteigerungen, die zunächst durch die Ankündigung und später durch die Einflussnahme von aktivistischen Investoren erzeugt werden, besser ermitteln zu können, verwenden wir die übliche Methodik der Ereignisstudie. Dazu berechnen wir Buy-and-hold-Renditen (BHR) und Buy-and-hold Abnormal Returns (BHAR) mit dem CDAX als Marktrendite (Benchmark). Die abnormalen Renditen berechnen wir wie folgt:

$$BHAR = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^N (\prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t})) - (\prod_{t=1}^T (1 + R_{M,t})) \quad (1)$$

Mit diesem Maß ermitteln wir die durchschnittliche Performance einer Buy-and-hold-Anlagestrategie. Dazu vergleichen wir die Rendite einer Anlage in einem Portfolio, bestehend aus allen Zielunternehmen, mit der durchschnittlichen Rendite der Benchmark, in unserem Fall dem Marktindex (CDAX). Wir analysieren ein Zeitfenster von 291 Handelstagen rund um die Offenlegung der Position des aktivistischen Investors durch das Zielunternehmen (Stimmrechtsmitteilung, Tag = 0). Das Zeitfenster umfasst die Periode von 40 Tagen vor bis 250 Tagen nach der Veröffentlichung.

Um die Methodik der verschiedenen Renditeberechnungen zu verdeutlichen, stellen wir sowohl BHR (Abbildung 14 und Abbildung 15 in Kapitel 5.1) als auch BHAR (Abbildung 16 in Kapitel 5.1) dar. Abbildung 14 enthält die durchschnittliche Rendite (BHR) für einen Zeitraum von 291 Handelstagen (-40; +250) bei einer Anlage entweder in die Zielunternehmen (hellblau) oder in den CDAX (rot). Es ist deutlich zu erkennen, dass die Zielunternehmen im Durchschnitt eine höhere Rendite als der CDAX erzielten, da die hellblaue Linie immer oberhalb der roten Linie verläuft.

Abbildung 14: Buy-and-hold-Retuns (-40; +250) über den gesamten Untersuchungszeitraum



Anmerkungen: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;
y-Achse – BHR (-40; +250) in Prozent; Untersuchungszeitraum 2000–2020

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Das muss dann zwangsläufig, wie in Abbildung 16 dargestellt (siehe Kapitel 5.1), auch zu höheren abnormalen Renditen (BHAR) führen, die die Outperformance der Zielunternehmen über die Benchmark darstellen. Es ist die Differenz zwischen beiden Linien, wobei die Berechnung zunächst für jedes einzelne Shareholder-Aktivismus-Ereignis erfolgt und dann alle Ereignisse summiert werden (für Details zur Methodik der kumulierten abnormalen Renditen (CAR) siehe Kapitel A2 im Anhang).

Die Gruppe der Zielunternehmen erzielte über den gesamten Zeitraum (-40; +250) also eine Outperformance (BHAR) in Höhe von durchschnittlich 3,37 Prozent relativ zum CDAX (siehe Abbildung 16 in Kapitel 5.1). Kürzere Zeitfenster weisen ebenfalls signifikante BHAR in Höhe von 4,85 Prozent (-40; +125) und 3,76 Prozent (-40; +40) auf.

Bemerkenswerterweise beobachten wir den höchsten abnormalen Renditeanstieg vor dem Ereignis, d. h. vor der Veröffentlichung der Information, dass ein aktivistischer Investor die Meldeschwelle von 3 Prozent (5 Prozent) überschritten hat. Danach steigen die Renditen noch bis

sechs Monate (125 Tage) danach an, um dann wieder auf das Niveau am Ereignistag zu fallen.

Der Run-up kann aufgrund der höheren Nachfrage (Volumen von Kauf-orders) durch die aktivistischen Investoren entstanden sein, ggf. aber auch durch andere Marktteilnehmer, die Information von der geplanten oder bereits begonnenen Attacke hatten. Der Kapitalmarkt als Gesamtheit aller Investoren erwartete am Ankündigungstag nur ca. 2 Prozent zusätzliche positive Effekte durch die Maßnahmen des aktivistischen Investors im Unternehmen (operativ, strategisch).

Insgesamt führte die Veröffentlichung der Beteiligung von aktivistischen Investoren zu positiven Bewertungseffekten (Hypothese 5a). Allerdings wurde im Zeitraum vor der Ankündigung die höchste Wertsteigerung realisiert, da die aktivistischen Investoren bereits vorher beginnen, Anteile von bis zu 3 Prozent (5 Prozent) zu erwerben.

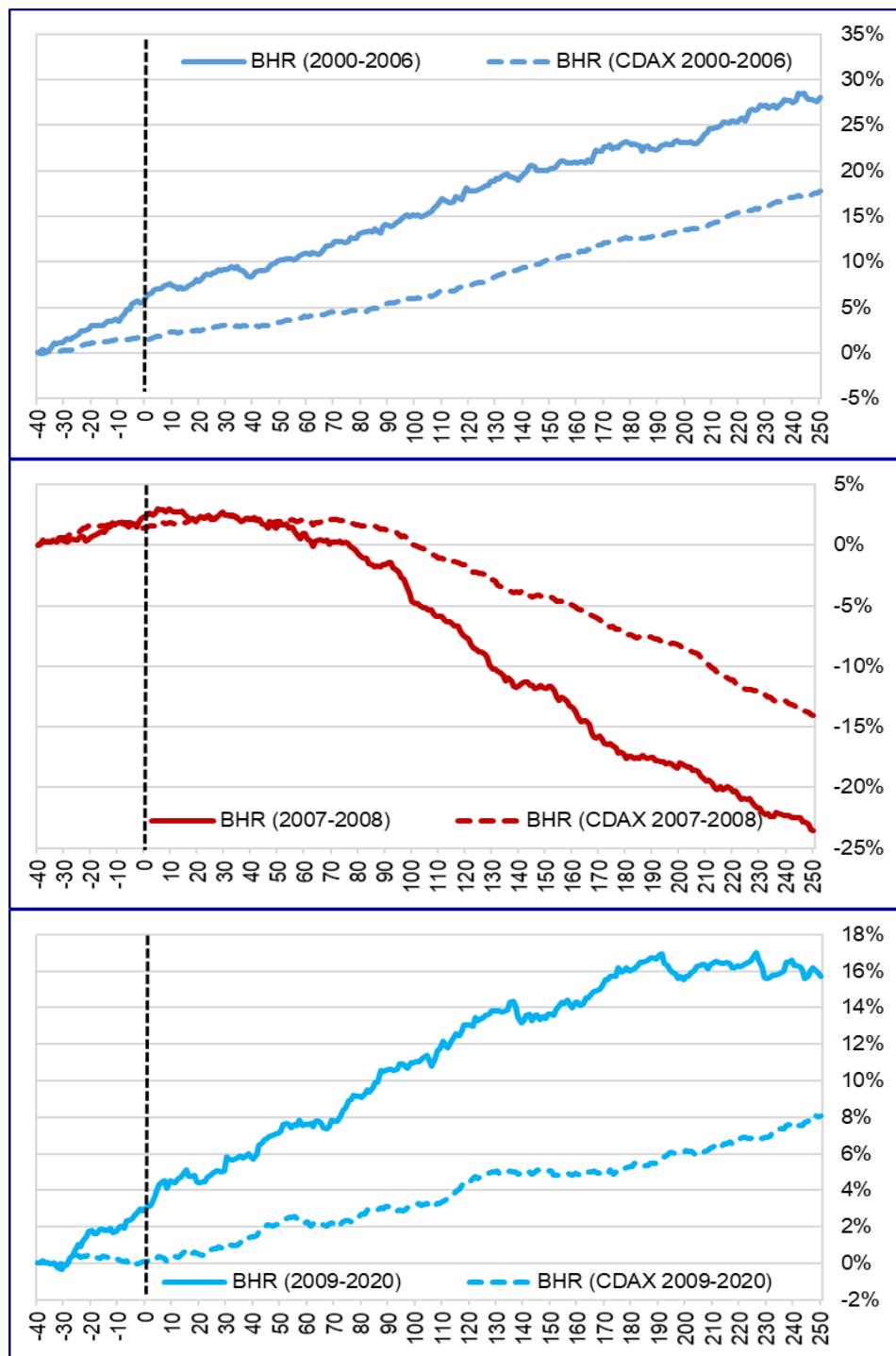
5.1 Kurzfristige Bewertungseffekte in den drei Subperioden – Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250)

Nachdem wir zunächst die kurzfristigen Bewertungseffekte für den gesamten Untersuchungszeitraum (2000–2020) ermittelt haben, stellt sich nun die Frage, ob signifikante Unterschiede zwischen den einzelnen Perioden zu beobachten sind. Da sich die drei Perioden, wie bereits dargestellt, stark unterscheiden (Bull-Market, Finanzkrise, Bull-Market¹³) und auch das Verhalten der aktivistischen Investoren sich verändert haben kann, ist die Erwartung, dass die Ergebnisse sich periodenabhängig unterscheiden können.

Die Analyse basiert ebenfalls auf den BHR und BHAR mit dem CDAX als Benchmark für ein Zeitfenster von 291 Handelstagen rund um die Offenlegung der aktivistischen Beteiligung. Das Zeitfenster umfasst die 291 Tage von 40 Tagen vor bis 250 Tagen nach der Veröffentlichung. In Abbildung 15 sind zunächst wieder die BHR dargestellt, und zwar getrennt für jede einzelne der drei Teilperioden.

13 *Bull- und Bear-Markets* („Bullen- und Bärenmärkte“) beschreiben an der Börse einen steigenden bzw. fallenden Trend der Kursentwicklung.

Abbildung 15: Buy-and-hold-Renditen (-40; +250) in den einzelnen Subperioden



Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

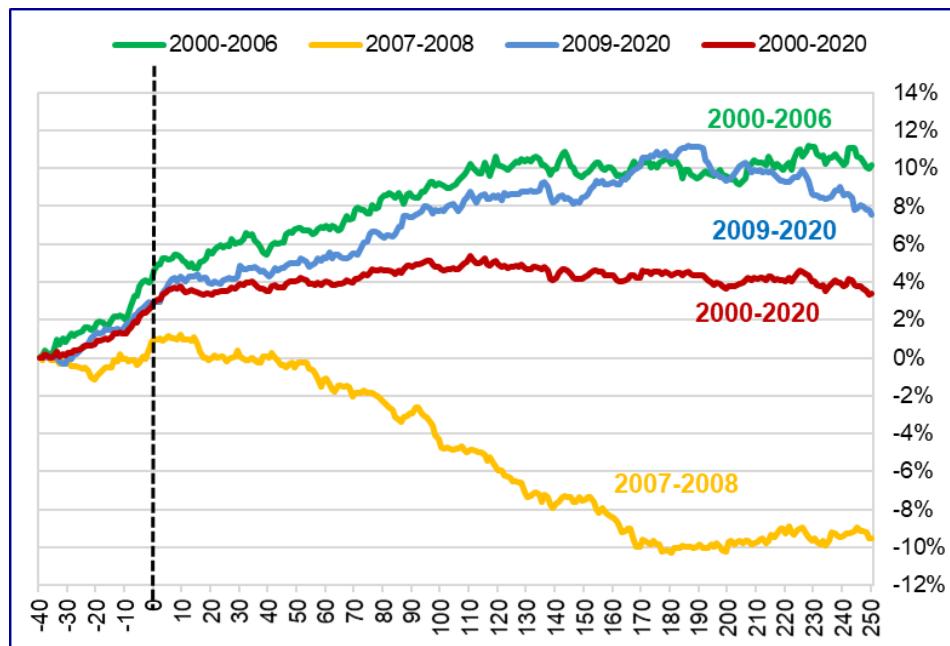
y-Achse – BHR (-40; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

In der ersten und dritten Periode mit steigenden Aktienkursen waren alle Renditen positiv, in der Finanzkrise aufgrund des Kurseinbruchs dagegen negativ. Auffallend ist, dass für die Perioden mit steigenden Kursen die aktivistischen Investoren eine höhere Rendite als der CDAX generierten. Dagegen wurde in der Krisenperiode nur eine geringe Rendite erzielt. Das bedeutet, dass die attackierten Unternehmen eine noch schlechtere Kursentwicklung hatten als die anderen Unternehmen.

In Abbildung 16 sind die Ergebnisse für die BHAR zusammenfassend dargestellt. Alle Zielunternehmen als Gruppe hatten eine erhebliche Outperformance über den gesamten Zeitraum (2000–2020) in Höhe von durchschnittlich 3,37 Prozent. In den beiden Phasen mit steigenden Aktienkursen konnten positive BHAR in Höhe von 10,20 Prozent (2000–2006) und 7,54 Prozent (2009–2020) erzielt werden. In der Finanzkrise (2007–2008) wurde dagegen eine negative Performance von –9,50 Prozent realisiert. Diese Ergebnisse verdeutlichen, dass es wichtig ist, zwischen den Subperioden zu differenzieren.

Abbildung 16: Buy-and-hold Abnormal Returns (–40; +250) über den gesamten Untersuchungszeitraum und Subperioden



Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

y-Achse – BHAR (–40; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Bemerkenswert ist, dass aktivistische Investoren mittelfristig und im Durchschnitt den Unternehmenswert nur in guten Marktphasen erhöhen konnten. Dann ist allerdings die Rendite höher als eine Anlage in den Marktindex erbracht hätte (Outperformance). Dagegen konnten sie in Krisen mit ihren Maßnahmen keinen zusätzlichen positiven Wert schaffen, sondern im Gegenteil, sie haben Unternehmenswert vernichtet, und zwar in einem höheren Ausmaß, als eine Anlage in den Marktindex an Wert verloren hätte (Underperformance).

Das ist mit den typischen Maßnahmen der aktivistischen Investoren zu erklären. So sind Desinvestitionen, Erhöhungen des Verschuldungsgrades und Dividendenerhöhungen nur bei hohen Kursen bzw. hoher Liquidität, also in Bull-Markets sinnvoll. Dagegen ist die Überwachungsfunktion der Aktivisten während fallenden Kursen in Bear-Markets eingeschränkt, da in Krisen alle Manager ohnehin auf die Effizienz ihrer Unternehmen achten müssen.

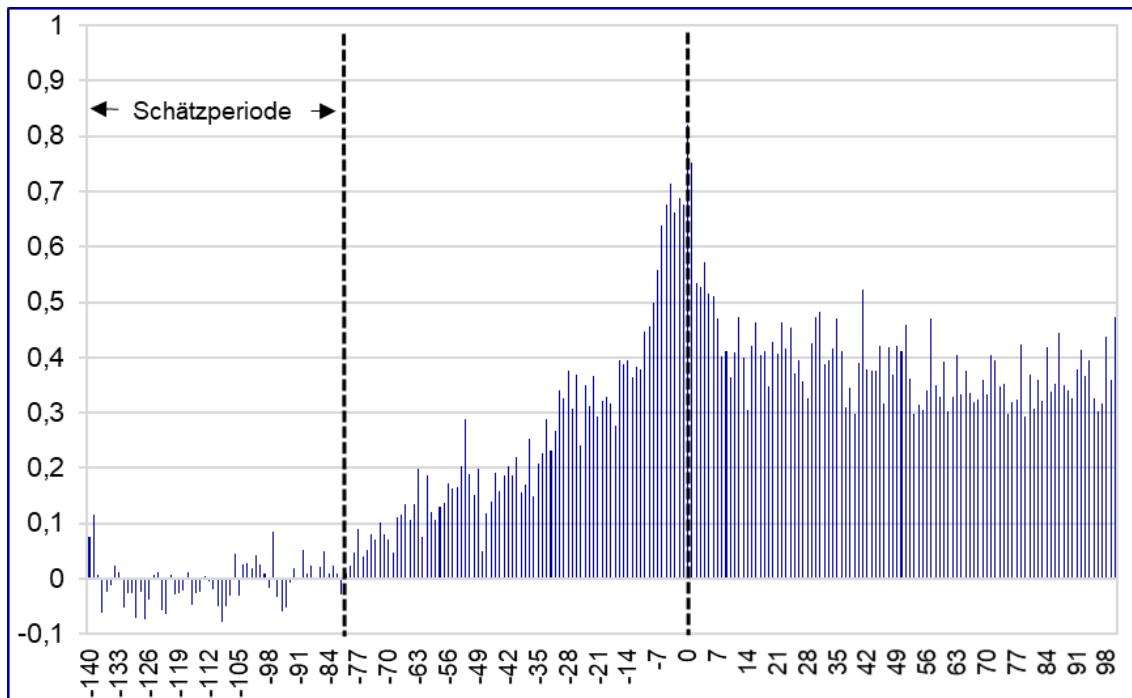
Über alle Perioden ist zu erkennen, dass die Beteiligung eines aktivistischen Investors im Durchschnitt kurzfristig zu positiven Bewertungseffekten führt (Hypothese 5a). Langfristig hängt die Performance aber sehr stark von der allgemeinen Kapitalmarktentwicklung ab.

5.2 Abnormale Handelsvolumen rund um das Shareholder-Aktivismus-Ereignis (-140; +100)

Wenn man die positiven Bewertungseffekte insbesondere vor dem Ereignis betrachtet und sich die üblichen Begründungen dafür anschaut, würde man erwarten, dass das abnormale Handelsvolumen vor dem Ereignis ebenfalls ansteigt. Um zu untersuchen, ob der Run-up-Effekt im Aktienkurs vor dem Ereignis von einem wesentlichen Anstieg im Handelsvolumen begleitet wird, schätzen wir das abnormale Volumen basierend auf dem Ansatz von Brav und Gompers (2003). Für jede Aktie berechnen wir das abnormale Volumen als Handelsvolumen in der Zeitperiode t im Verhältnis zum Durchschnitt des Handelsvolumens während des Schärfesters (-140; -81) vor dem Ereignis:

$$AV_{i,t} = \frac{V_{i,t}}{\frac{1}{60} \sum_{\tau=-140}^{-81} V_{i,\tau}} - 1 \quad (2)$$

Abbildung 17: Abnormales Handelsvolumen (-140 ; $+100$) über den gesamten Untersuchungszeitraum



Anmerkungen: gestrichelte Linien – Ende der Schätzperiode (-140 ; -80) / Ereignistag ($t=0$); x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0; y-Achse – abnormales Handelsvolumen (-140 ; $+100$); Untersuchungszeitraum 2000–2020

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Abbildung 17 verdeutlicht, dass der Anstieg ungefähr mit dem Muster der abnormalen Renditen übereinstimmt, dass also der Kursanstieg durch die höhere Nachfrage, insbesondere durch die Hedgefonds, getrieben wird. Für die Schätzperiode (-140 ; -80) beobachten wir zunächst kein signifikant unterschiedliches Handelsvolumen. Jedoch beginnt die tägliche Handelsaktivität bereits über den Zeitraum von ca. 80 Tagen vor dem Ereignis kontinuierlich anzusteigen. Nach dem Ereignis verbleibt sie auf einem höheren Niveau, jedoch nicht auf dem Spitzenniveau.

Daher erscheint es plausibel, dass andere Investoren auch anfangen zu investieren, um von den Kurssteigerungen zu profitieren. Ob diese Käufe aufgrund von Informationen oder Spekulationen über das Hedgefonds-Engagement oder nur aufgrund von abnormalen Kursteigerungen (technische Analyse) erfolgen, ist nicht genau zu differenzieren.

Zusammenfassend kann man also feststellen, dass die Hedgefonds durch ihre eigenen Aktivitäten einen substanzialen Einfluss auf die Handelsaktivität und den Kursanstieg der Aktien ihrer Zielunternehmen haben. Bereits 80 Tage vor dem Ereignis beginnt das abnormale Handelsvolumen und der Aktienkurs anzusteigen und bleibt anschließend auf einem höheren Niveau als vor dem Ereignis.

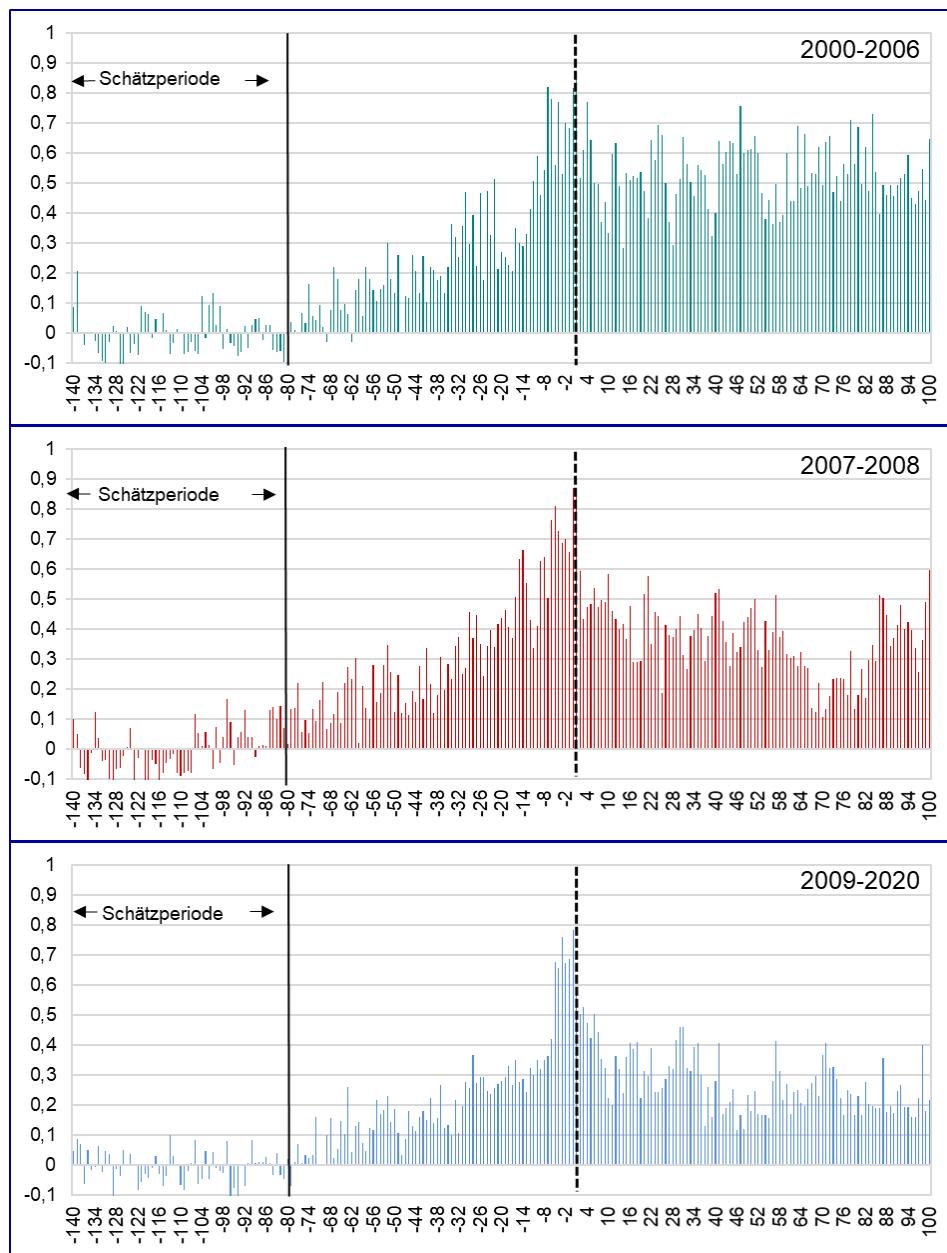
5.3 Abnormales Handelsvolumen rund um das Shareholder-Aktivismus-Ereignis – Subperioden

Um Unterschiede in den Handelsaktivitäten zwischen den Perioden zu untersuchen, unterteilen wir die Ereignisse in drei Gruppen. Die Ergebnisse sind in Abbildung 18 dargestellt. Über alle Perioden hinweg beobachten wir das allgemeine Muster eines kontinuierlichen Anstiegs des abnormalen Handelsvolumens, das ca. 80 Tage vor dem Ereignis beginnt. Nach dem Ereignis bleibt der Handel auf dem gleichen hohen Niveau, insbesondere in der ersten Periode 2000–2006. Während der Finanzkrise ist ein tendenziell höheres abnormales Volumen zu erkennen, relativ zu den beiden anderen Perioden. Nach der Krise (2009–2020) beobachten wir das gleiche Muster, jedoch auf einem niedrigen Niveau.

Insgesamt scheint der Anstieg der Handelsaktivität plausibel zu sein, da andere Investoren von den Wertsteigerungen aufgrund der aktivistischen Einflussnahme partizipieren möchten und die Aktien kaufen. Zusammenfassend bleibt als Ergebnis festzuhalten, dass sich der typische Verlauf des Handelsvolumens im Zeitablauf über die drei Perioden kaum verändert hat. Dieser bleibt auch unverändert, nachdem die gesetzliche Meldestchwelle von 5 Prozent auf 3 Prozent abgesenkt wurde.

Es ist weiterhin zu beobachten, dass aktivistische Investoren, bevor sie die Meldestchwelle erreichen, also ca. 80 Tage vorher, begonnen haben, Aktien zu erwerben. Das Ziel dieser Strategie ist es, vor dem Anstieg des Aktienkurses, der bei der Ankündigung erfolgt, so billig wie möglich und so viel Aktien wie erlaubt zu erwerben, um den durchschnittlichen Einstiegspreis und damit die eigenen Kosten zu minimieren. Anleger, die keine Information über die Aktivitäten der Hedgefonds haben, verkaufen also ihre Aktien vor dem Ereignis zu einem zu niedrigen Preis und erleiden dadurch einen Vermögensverlust.

Abbildung 18: Abnormales Handelsvolumen (-140; +100) nach Subperioden



Anmerkungen: schwarze Linie – Ende der Schätzperiode (-140; -80); gestrichelte Linie – Ereignistag ($t=0$); x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0; y-Achse – abnormales Handelsvolumen (-140; +100)

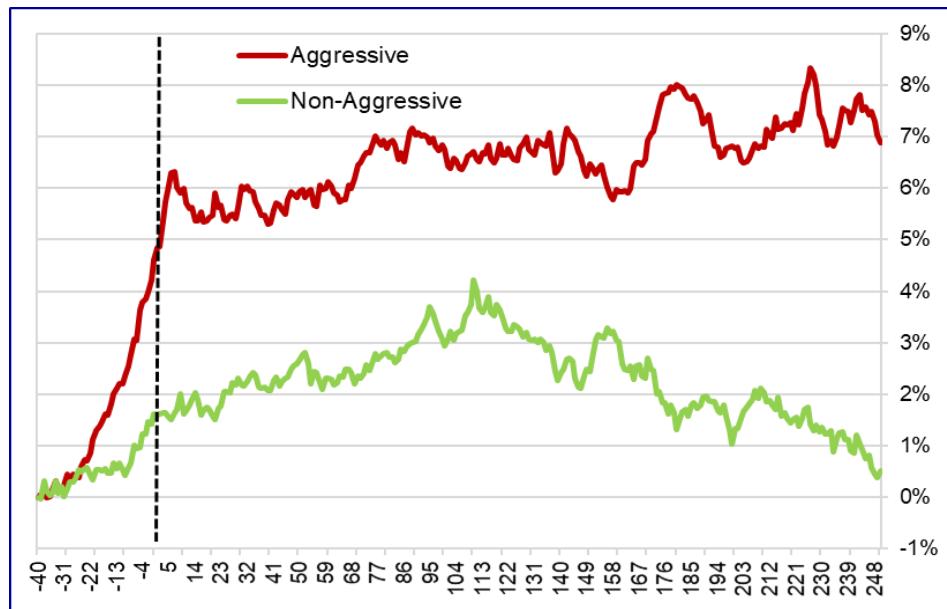
Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

5.4 Aggressivität der aktivistischen Investoren – Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250)

Ein wesentlicher Unterschied zwischen den verschiedenen Strategien und Taktiken der aktivistischen Investoren ist das Ausmaß der Aggressivität mit der sie gegenüber dem Management auftreten und ihre Ziele verfolgen. Aufgrund unserer Hypothese 5b erwarten wir, dass die Höhe der langfristigen Bewertungseffekte von der Aggressivität der aktivistischen Maßnahmen abhängt. In der Untersuchung klassifizieren wir aktivistische Investoren als aggressiv, wenn sie einen öffentlich-feindlichen Ansatz wählen oder in der Vergangenheit bereits solche Taktiken einsetzten. Alle anderen aktivistischen Investoren werden als nicht-aggressiv eingestuft.

Die signifikanten Unterschiede in der Performance zwischen den aggressiven und nicht-aggressiven Ansätzen der aktivistischen Investoren sind deutlich in Abbildung 19 zu erkennen. Das Ergebnis unterstützt unsere Hypothese 5b.

Abbildung 19: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach Aggressivität der Taktiken über den gesamten Untersuchungszeitraum



Anmerkungen: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;
y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent; Untersuchungszeitraum
2000–2020

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Aggressivere Engagements weisen zunächst höhere BHAR auf. Möglicherweise ist das eine Überreaktionen von zu optimistischen Investoren. Der Grund könnte aber auch gezielte Aktivitäten der aggressiven Investoren und eine zu positive Darstellung der Wertsteigerungsmöglichkeiten sein. Das Ziel ist es oftmals, durch Maßnahmen wie Abspaltungen, Aktienrückkäufe, höhere Dividenden und einen höheren Verschuldungsgrad kurzfristige Kurssteigerungen herbeizuführen. Zudem werden häufig mit größerer öffentlicher Aufmerksamkeit die Aktien gehandelt, um dadurch kurzfristig höhere Gewinne zu realisieren.

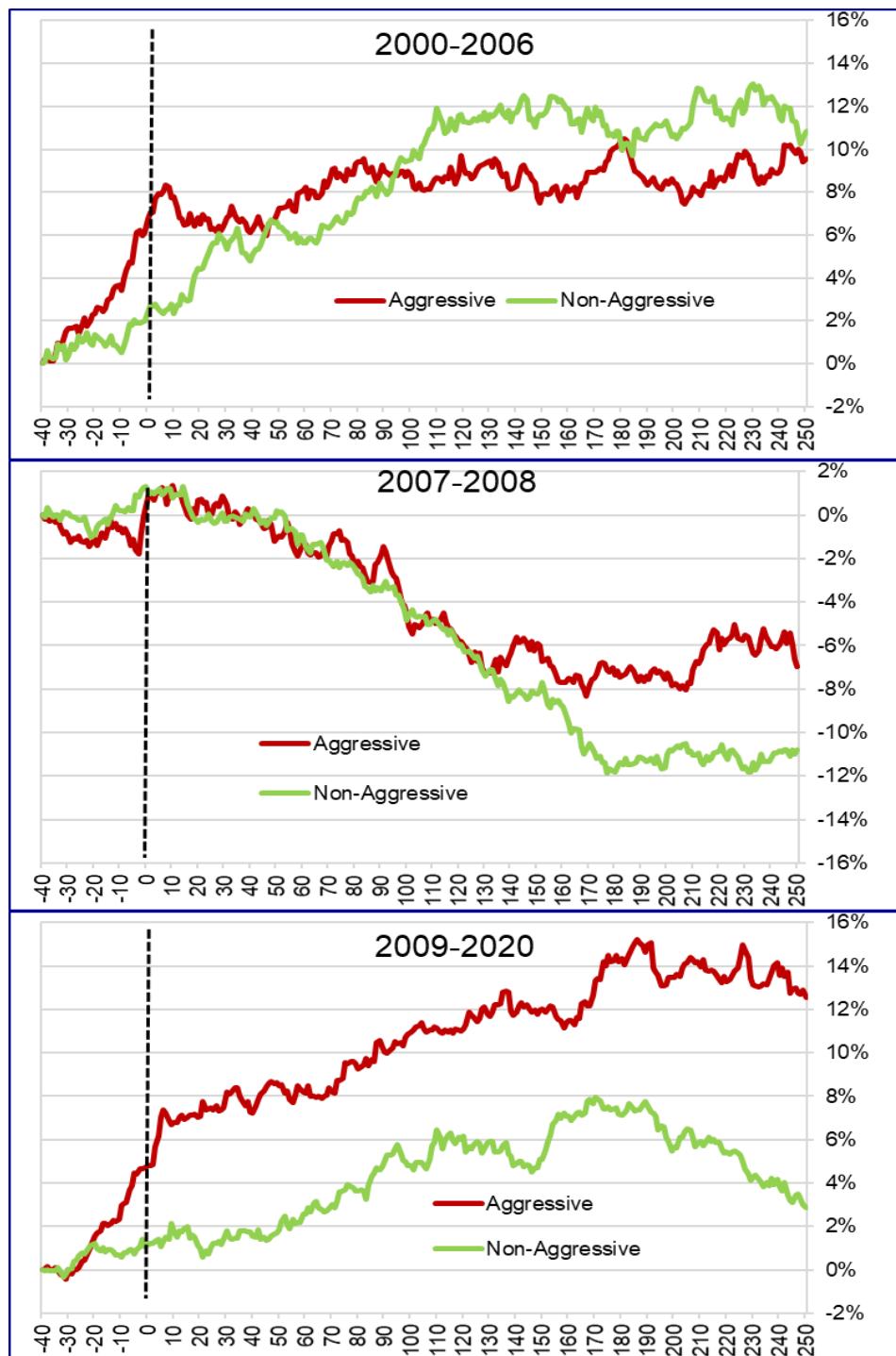
Interessanterweise haben die aggressiven Investoren bereits die höchste Wertsteigerung vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis, die in dem ersten Jahr danach auf eine normale Performance abfällt. Es sind also die hohen positiven Ankündigungseffekte, die dann auch die Gesamtperformance bestimmten.

Die Gruppe der nicht-aggressiven Investoren erzielt zwar ebenfalls eine Outperformance gegenüber der Benchmark, jedoch liegt diese zunächst auf einem viel niedrigeren Niveau als bei aggressiven Taktiken. Interessanterweise steigt im Zeitverlauf die Performance bei nicht-aggressiven Taktiken weiter an. Somit ist die gewählte Strategie (s. o.) der aktivistischen Investoren entscheidend für die langfristige Performance (Hypothese 5b). Bemerkenswerterweise ist zu beobachten, dass sich in den letzten Jahren die Einstellung einiger aktivistischer Investoren, die für ihre besonders aggressive Vorgehensweise bekannt geworden sind, zu einer weniger aggressiven Vorgehensweise geändert hat.

So hat der US-Hedgefonds *Elliott* bei *Duke Energy* und *GlaxoSmithKline (GSK)* im Jahr 2021 auf eine konstruktive und produktive Kommunikation mit dem Management der Zielunternehmen gesetzt. Ein aktuelles Beispiel ist der US-Hedgefonds *Pershing Square*, dessen Gründer Bill Ackman ankündigte, bei aktivistischen Kampagnen keine aggressiven Taktiken mehr anwenden zu wollen (Financial Times, 2022; für mehr Details zu diesen Entwicklungen siehe Kapitel 7).

Um weitere Einsichten in die Bewertungseffekte von aggressiven relativ zu nicht-aggressiven Taktiken der Aktivisten zu erhalten, unterteilen wir die Ereignisse in drei Perioden (vor, während und nach der Finanzkrise; Abbildung 20). In der ersten Periode wird deutlich, dass die aggressiven Maßnahmen nur kurzfristig erfolgreicher sind, aber langfristig die nicht-aggressiven Taktiken überlegen sind. Während der Finanzkrise ist die Performance allgemein negativ und anfangs sind keine Unterschiede zu beobachten. In der letzten Periode (2009–2020) zeigte sich allerdings, dass die aggressiveren Investoren eine bessere Performance aufweisen.

Abbildung 20: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach Aggressivität der Taktiken in den einzelnen Subperioden



Anmerkungen: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;
y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent
Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Möglicherweise haben die aktivistischen Investoren gelernt, besser mit dem rechtlichen Umfeld und den Corporate-Governance-Strukturen (Vorstand, Aufsichtsrat) in Deutschland umzugehen oder ihre Strategien besser daran auszurichten.

5.5 Andere institutionelle Investoren – Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +720)

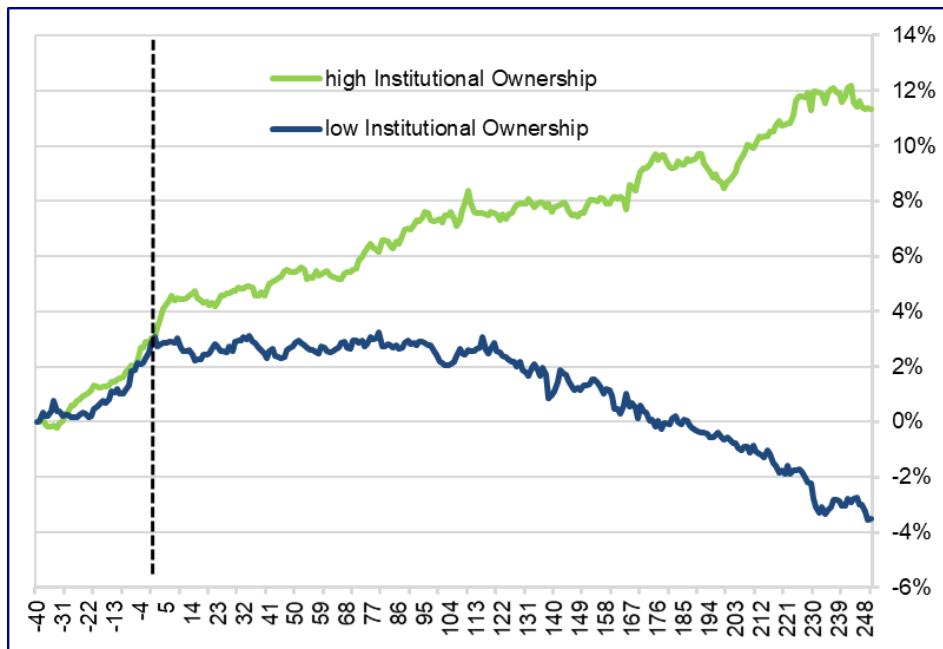
In der Regel basiert die Strategie von aktivistischen Investoren darauf, nur eine Minderheitsbeteiligung am Zielunternehmen zu erwerben. Deshalb benötigen sie die Unterstützung von anderen Investoren, um ihre Ziele zu realisieren. Hypothese 8 beinhaltet deshalb die Erwartung, dass die Beteiligungen, gemessen an der Höhe der Bewertungseffekte, bei einem hohen Anteil von institutionellen Investoren höher ausfallen. Die Unterstützung durch die anderen institutionellen Investoren wird in der Regel aber unterschiedlich sein. Während einige Aktionäre gegen die Maßnahmen sind oder sich neutral verhalten, unterstützen andere die Ziele der aktivistischen Investoren, was erfolgskritisch für das Engagement sein kann.

Ob dies auf die unterschiedliche Einschätzung der Erfolgsaussichten der Maßnahmen zurückzuführen ist oder andere Gründe relevant sind, ist für Deutschland aufgrund der fehlenden Daten nicht genau festzustellen. Eigentlich könnte man vermuten, und darauf basieren auch die Strategien der aktivistischen Investoren, dass Anleger die Maßnahmen unterstützen, wenn diese zu Kursteigerungen führen, unabhängig davon, ob sie für das Unternehmen langfristig optimal sind oder nicht.

Neuere Studien für die USA berichten jedoch, dass die Unterstützung auch davon abhängt, ob der institutionelle Investor (inklusive Mutter- und Tochtergesellschaften) eine Geschäftsbeziehung mit dem Zielunternehmen unterhalten (Loureiro und Mendonça 2022). Damit ergeben sich dann ähnliche Interessenkonflikte wie früher im deutschen Finanzsystem („Macht der Banken“) mit allen negativen Konsequenzen.

In Abbildung 21 ist die Performance von Zielunternehmen mit hohem und niedrigem institutionellem Aktienbesitz dargestellt. Dabei verwenden wir den jährlichen Medianwert der Beteiligung dieser Investoren zur Differenzierung. Um die langfristigen Bewertungseffekte zu ermitteln, berechnen wir den BHAR über einen 291-Tage-Zeitraum. Die Ergebnisse zeigen eine erhebliche Outperformance der Gruppe mit hohen institutionellen Anteilen relativ zum CDAX in Höhe von 11,34 Prozent. Gegenüber der Gruppe mit niedrigen institutionellen Anteilen, die keine abnormale Performance ausweist, sich also wie der Aktienindex (CDAX) entwickelt, beträgt die Outperformance 14,84 Prozent.

Abbildung 21: Buy-and hold abnormal Returns (-40; +720) nach dem Grad der institutionellen Investoren über den gesamten Untersuchungszeitraum



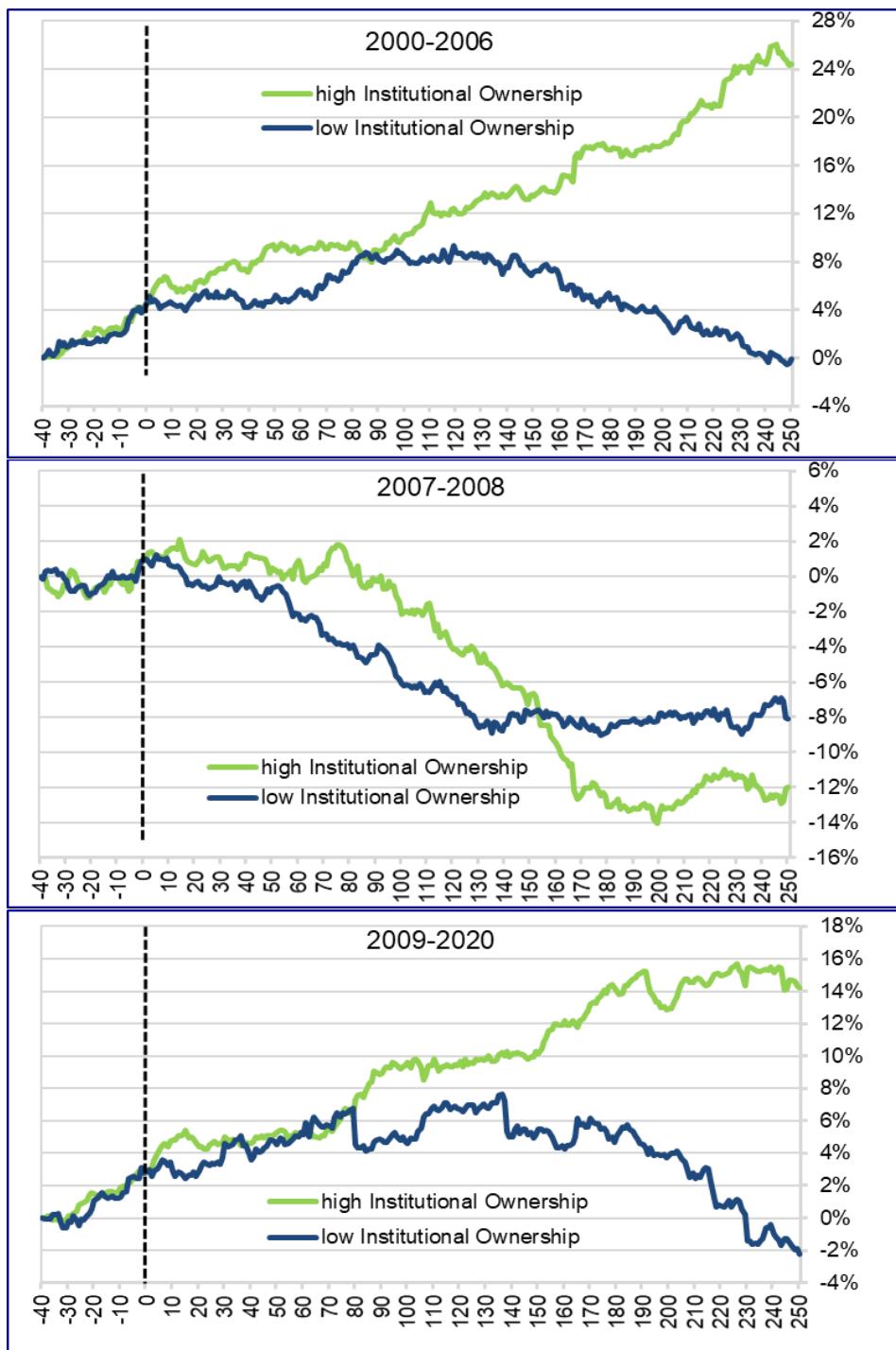
Anmerkungen: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;
y-Achse – BHAR (-40; +720) in Prozent; Untersuchungszeitraum
2000–2020

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Zusammenfassend kann man feststellen, dass Investoren, damit sie ihre aktivistischen Strategien implementieren können, auf die Zustimmung der breiten Aktionärsbasis angewiesen sind. Diese finden sie oft bei anderen institutionellen Investoren. Aktivistische Kampagnen in Zielunternehmen, die einen hohen institutionellen Besitz aufweisen, sind daher langfristig erheblich erfolgreicher (Hypothese 8).

Um die langfristigen Bewertungseffekte abhängig von der Eigentümerstruktur der Zielunternehmen detaillierter untersuchen zu können, unterteilen wir die Shareholder-Aktivismus-Ereignisse in Abbildung 22 wiederum in die drei Perioden 2000–2006, 2007–2008 und 2009–2020. Es ist zu beobachten, dass insbesondere in der ersten Periode eine hohe Outperformance in den Zielunternehmen mit hohem institutionellen Anteilsbesitz realisiert wurde. Die Gruppe mit einem geringen Anteil von institutionellen Investoren erreicht dagegen nach einem Jahr nur eine Performance, die nahe bei null oder im negativen Bereich liegt.

Abbildung 22: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach dem Grad der institutionellen Investoren in den einzelnen Subperioden



Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Während der Finanzkrise waren auch hier hohe Verluste nicht zu vermeiden, die sogar höher sind als bei weniger institutionellen Investoren. In der letzten Periode konnte wieder eine erheblich bessere Performance bei Unterstützung durch andere institutionelle Investoren generiert werden. Insgesamt ist also die Höhe der Performance und damit der Erfolg von aktivistischen Strategien von der Höhe des institutionellen Anteilsbesitzes abhängig.

5.6 Industrien – Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250)

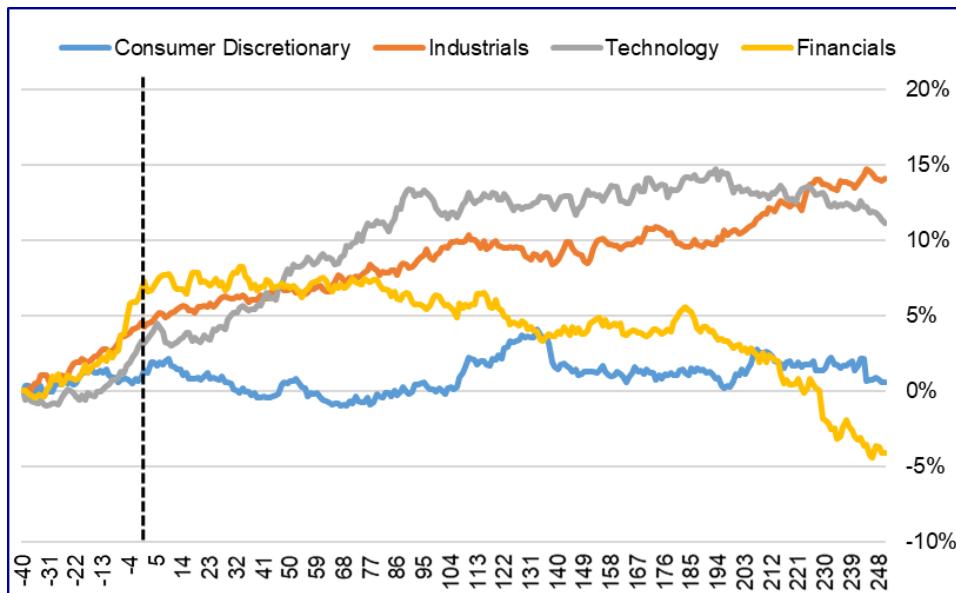
In unseren Analysen beobachten wir, dass Unternehmen in bestimmten Industrien häufiger zum Ziel von aktivistischen Investoren werden. Es ist daher zu vermuten, dass dort ein hohes Wertschöpfungspotenzial vorhanden ist und letztendlich auch hohe Wertsteigerungen realisiert werden können.

Möglicherweise lassen sich die Maßnahmen und die Wertsteigerungsstrategien der aktivistischen Investoren in diesen Industrien am einfachsten implementieren, wie z. B. die Erhöhung von Ausschüttungen, die Erhöhung des Verschuldungsgrades, die Reduzierung von liquiden Mitteln sowie die Veräußerung von Geschäftseinheiten. Zudem könnten die Unternehmen in diesen Industrien aufgrund von Ineffizienzen und bevorstehenden Transformationen ein hohes Restrukturierungspotenzial bieten.

In Abbildung 23 stellen wir die vier größten Industrien mit der höchsten Anzahl an Shareholder-Aktivismus-Ereignissen und einem relativen Anteil von knapp 70 Prozent über den gesamten Untersuchungszeitraum dar. Unsere Ergebnisse verdeutlichen, dass Industrieunternehmen und Technologieunternehmen eine deutliche Outperformance von 11,12 Prozent bzw. 14,10 Prozent BHAR über das Intervall von 40 Tagen vor bis 250 Tage nach dem Ereignis erzielten.

Dabei ist bemerkenswert, dass Unternehmen aus der Nicht-Basiskonsumgüterindustrie („consumer discretionary“) durchschnittlich nur eine relativ schwache Performance von 0,5 Prozent aufweisen. Finanzdienstleister realisierten sogar nur eine negative Performance von -4,80 Prozent.

Abbildung 23: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) der größten Industrien über den gesamten Untersuchungszeitraum



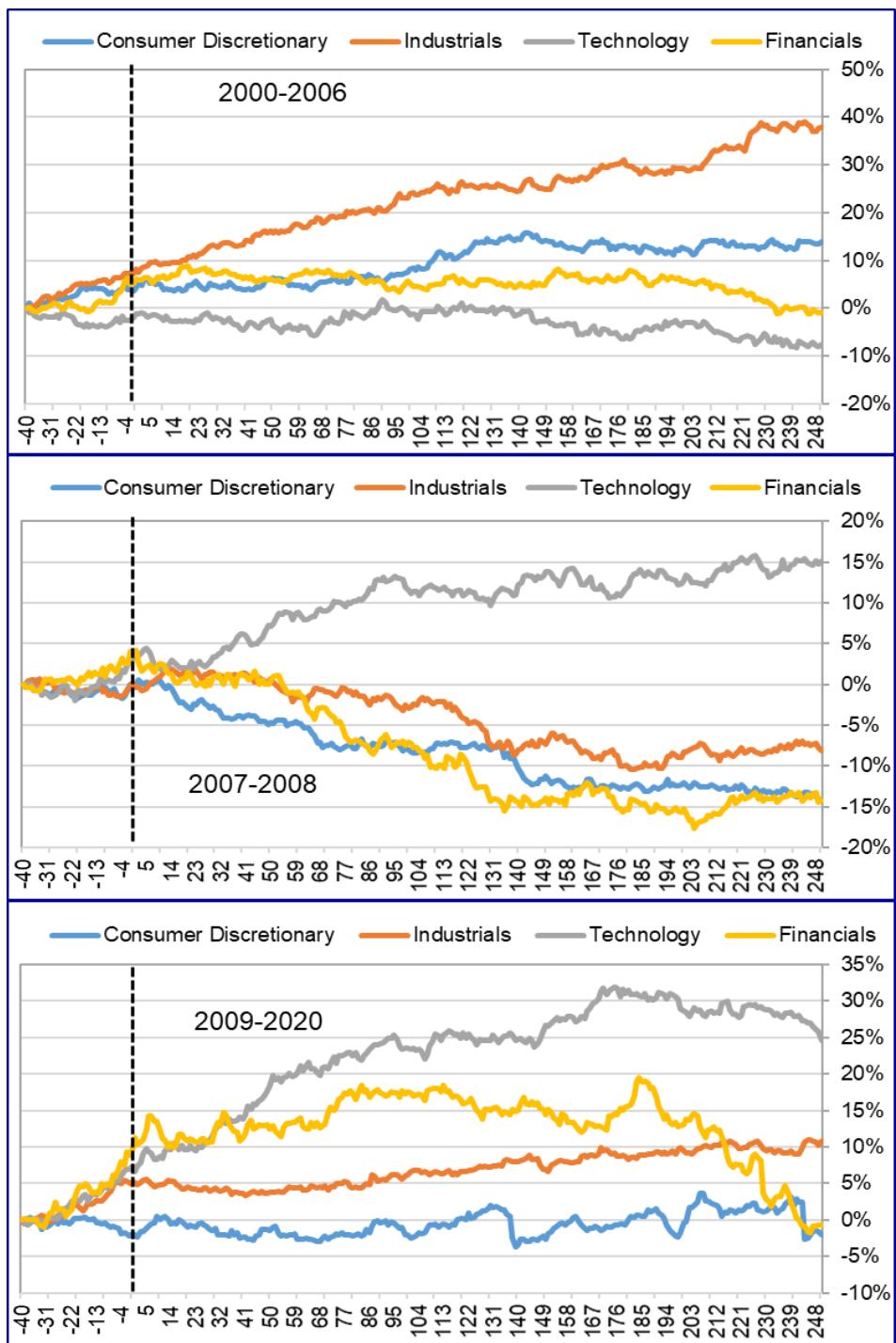
Anmerkungen: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;
y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent; Untersuchungszeitraum
2000–2020

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

In Abbildung 24 stellen wir die Bewertungseffekte für die Subperioden vor (2000–2006), während (2007–2008) und nach (2009–2020) der Finanzkrise dar. Es zeigt sich, dass aktivistische Investoren in der ersten Periode in Industrieunternehmen eine sehr hohe Outperformance von 37,94 Prozent erreichten, und zwar mit einem deutlichen Abstand von 24,54 Prozentpunkten zur nächsten Industrie (Nicht-Basiskonsumgüter). Diese Entwicklung ist konsistent mit dem hohen Wertsteigerungspotenzial in der deutschen Industrie nach den umfassenden Corporate-Governance-Reformen und der Auflösung der „Deutschland AG“.

In der Finanzkrise (2007–2008) konnten auch in den bevorzugten Industrien keine Verluste vermieden werden. Eine Ausnahme bilden die Technologieunternehmen, die positive BHAR von 15,20 Prozent erzielten. Zudem waren Technologieunternehmen die Spitzengruppe in der Periode 2009–2020 (25,86 Prozent), was zur allgemeinen positiven Entwicklung dieser Industrie passt.

Abbildung 24: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) der größten Industrien in den einzelnen Subperioden



Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

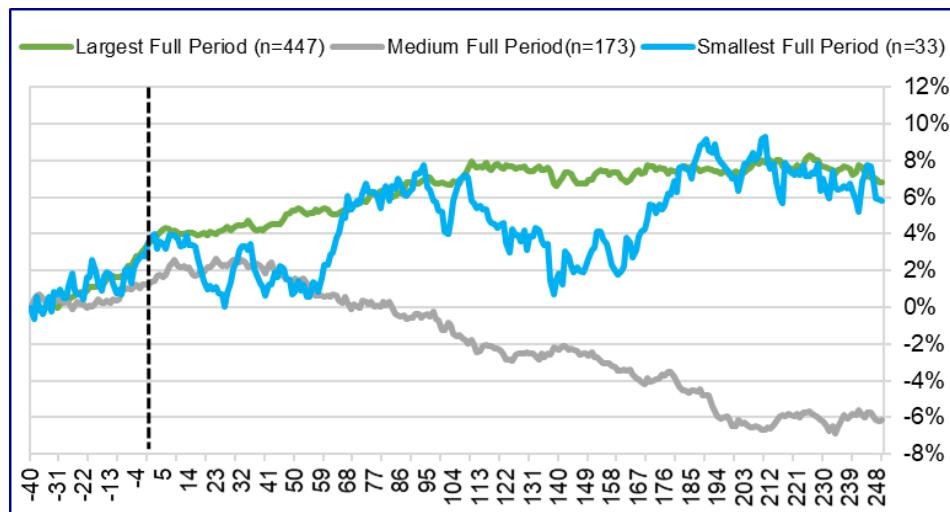
y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

In Abbildung 25 und 26 präsentieren wir die durchschnittliche Performance separat für die drei Industriegruppen, bestehend aus den größten, mittleren und kleinsten Industrien, geordnet nach dem relativen Anteil der Ereignisse. Zunächst betrachten wir wieder die Gesamtperiode und danach die drei Einzelperioden. Die mittlere Gruppe hat über die Gesamtperiode die schlechteste und eine negative Performance (BHAR), während die anderen beiden Gruppen positive Renditen erzielten. Dabei unterscheidet sich die Anzahl n erheblich, nämlich um den Faktor 13,5.

Zudem beobachten wir, dass die größte Industriegruppe, bis auf die erste Periode, die beste Performance erreicht. Insbesondere in der Finanzkrise sind die Renditeeinbrüche geringer. Zudem zeigt sich, dass die kleinste Industriegruppe teilweise sehr hohe BHAR erzielt, was aufgrund der sehr geringen Anzahl an Beobachtungen in dieser Gruppe eher vorsichtig zu interpretieren ist und von einzelnen Unternehmen und Ereignissen getrieben sein kann. Möglicherweise werden die Ergebnisse in diese Periode auch von den IPOs des Neuen Marktes beeinflusst.

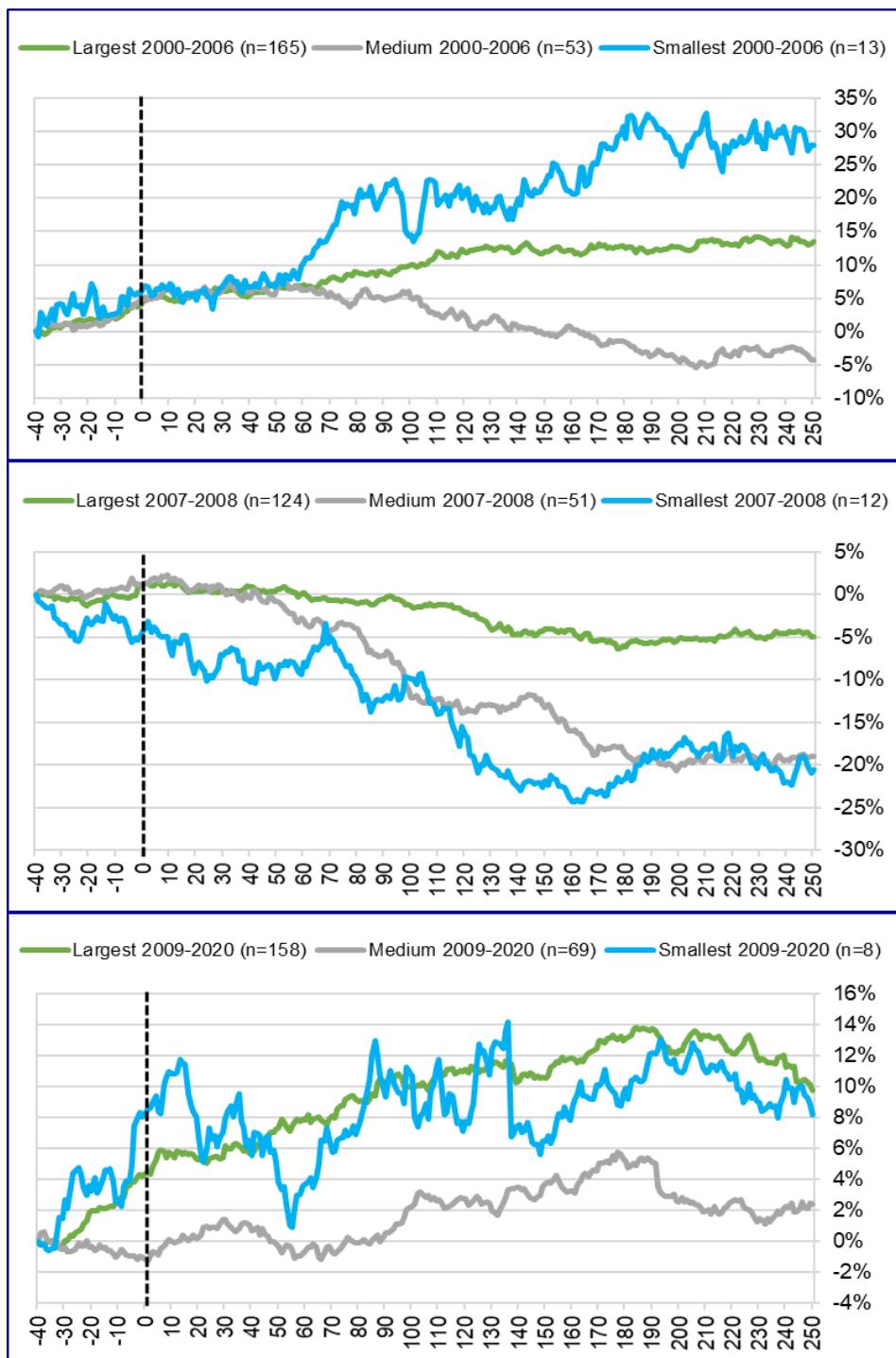
Abbildung 25: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach Industriegruppen über den gesamten Untersuchungszeitraum



Anmerkungen: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;
y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent; Untersuchungszeitraum
2000–2020

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Abbildung 26: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) nach Industriegruppen in den einzelnen Subperioden



Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

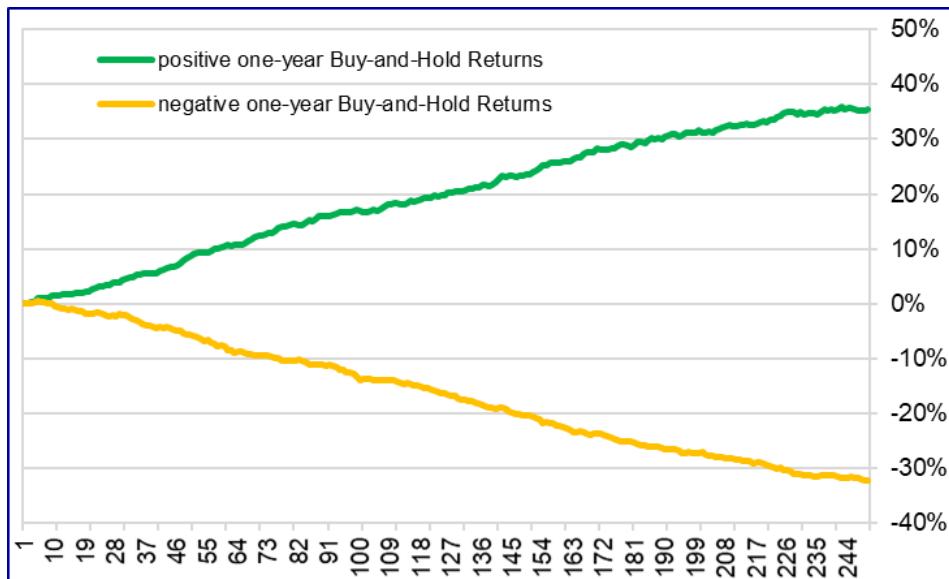
5.7 Erfolg der aktivistischen Investoren – Buy-and-hold-Renditen (+1; +250)

Die bisherigen Ergebnisse verdeutlichen, dass eine Vielzahl von unterschiedlichen Faktoren (Aggressivität, institutioneller Besitz, Industrie) den Erfolg der aktivistischen Intervention und damit die Performance des Zielunternehmens bestimmen. Bemerkenswert ist, wie bereits in den Abbildungen 2–5 deutlich zu erkennen war, dass ein fast gleich großer Anteil von kurz- und langfristigen Renditen (Performance) entweder positiv oder negativ ist. Das bedeutet also, dass Interventionen durch aktivistische Investoren den Unternehmenswert entweder erhöhen oder vernichten.

Die interessante Frage ist, welche Faktoren dieses Ergebnis bestimmen. Die meisten bisherigen Studien unterscheiden nicht zwischen diesen beiden Fällen und präsentieren nur Ergebnisse, die sich auf die durchschnittliche Wertschaffung durch Shareholder-Aktivismus in den Zielunternehmen konzentrieren. Eine differenziertere Analyse scheint hier aber zielführender zu sein. In diesem Abschnitt differenzieren wir zwischen positiven und negativen Renditen, in Kapitel 5.8 nach Reputation und Aktivität von aktivistischen Investoren.

Nachfolgend unterteilen wir unsere Stichprobe in zwei Gruppen, indem wir zwischen aktivistischen Eingriffen differenzieren, die im ersten Jahr nach der Intervention Unternehmenswert schaffen oder vernichten. Die Ergebnisse für den gesamten Untersuchungszeitraum sind in Abbildung 27 dargestellt und stellen die BHR für den Zeitraum (+1; +250) dar. Für die beiden Gruppen von Shareholder-Aktivismus-Ereignissen ergeben sich positive BHR in Höhe von 35,38 Prozent und negative BHR in Höhe von -31,17 Prozent. Für den gesamten Zeitraum ergibt sich somit ein erheblicher und signifikanter Performanceunterschied zwischen diesen beiden Gruppen in Höhe von +66,55 Prozent.

Abbildung 27: Buy-and-hold-Renditen (+1; +250) nach Erfolg des Aktivismus über den gesamten Untersuchungszeitraum

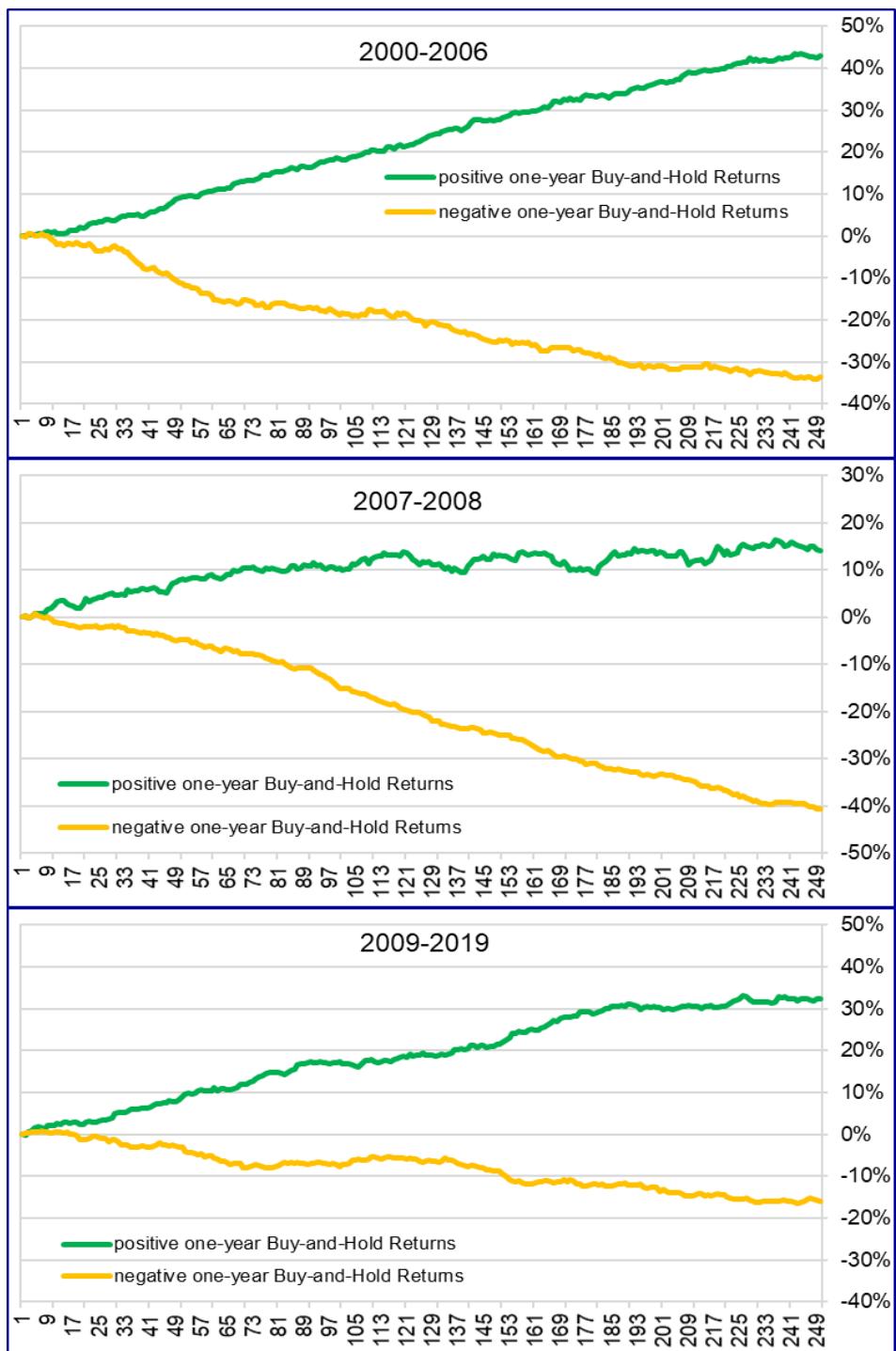


Anmerkungen: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;
y-Achse – BHR (+1; +250) in Prozent; Untersuchungszeitraum
2000–2020

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

In der ersten Periode (2000–2006) sind die Effekte stärker ausgeprägt und ergeben eine Differenz von +76,6 Prozent. Diese Differenz verringert sich kontinuierlich auf 54,7 Prozent während der Finanzkrise (2007–2008) und auf 47,3 Prozent im Zeitraum von 2009 bis 2020 (Abbildung 28). Höchstwahrscheinlich sind die abnehmenden Unterschiede darauf zurückzuführen, dass sich die Stichprobe im Laufe der Zeit von kleineren zu größeren Unternehmen verändert hat und dass die Bewertungseffekte bei kleineren Unternehmen stärker ausgeprägt sind als bei größeren Unternehmen (eine differenzierte Analyse findet sich in Bessler und Vendrasco, 2022a, Internet-Appendix, S. 30–39).

Abbildung 28: Buy-and-hold-Renditen (+1; +250) nach Erfolg des Aktivismus in den einzelnen Subperioden



Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

y-Achse – BHR (+1; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

5.8 Untersuchung von Reputation und Aktivität der aktivistischen Investoren

Eine weitere Frage ist, inwieweit die Reputation und die Strategien der aktivistischen Investoren einen Einfluss auf die Höhe der Performance hat und ob diese persistent ist, d. h. ob einzelne Hedgefonds regelmäßig eine bessere und positive Performance erzielen können. In diesem Fall würde man ihnen überlegene Fähigkeiten zuordnen („Skill“), im anderen Fall wäre eine bestimmte Outperformance auf Zufall zurückzuführen („Glück“). Zur Differenzierung gibt es für Hedgefonds bisher nur wenige Untersuchungen (Goel und Rettl, 2021), für Investmentfonds zeigt sich dagegen, dass eine persistente Performance kaum zu erzielen ist (Bessler und Wolff, 2017; Bessler, Blake, Lückoff und Tonks, 2018).

In der nachfolgenden Untersuchung wird zunächst eine Rangliste der 20 aktivistischen Investoren mit der höchsten Anzahl an Beteiligungen oder Attacken in deutschen Zielunternehmen zwischen 2000 und 2020 dargestellt (Tabelle 4). Die Analyse ist dadurch motiviert, dass die aktivistischen Investoren mit einer steigenden Anzahl von Engagements zunehmend Erfahrung im deutschen Corporate-Governance-System sammeln konnten und sich insbesondere bei Erfolg eine hohe Reputation am deutschen Kapitalmarkt aufgebaut haben. Daher wäre zu erwarten, dass die aktivsten Investoren mit den höchsten Bewertungseffekten verbunden sind, die durch ihre Reputation als aggressiver aktivistischer Investor weiter verstärkt werden.

In Abbildung 29–31 werden die kurzfristigen CAR (−40; +250), die mittelfristigen BHAR (−40; +250) und die langfristigen BHAR (−40; +720) für die fünf aktivsten Fonds ermittelt und dargestellt, und zwar jeweils für die Gesamtperiode (2000–2020) und die beiden Teilperioden mit Kursanstiegen (2000–2006) und (2009–2020).

In Tabelle 4 ist die Rangliste der aktivistischen Investoren nach Anzahl ihrer Beteiligungen dargestellt. Die 20 aktivsten Investoren machten bereits 43 Prozent von allen Shareholder-Aktivismus Ereignissen aus (284 von 653). Insbesondere die aktivistischen Investoren *Capital Group*, *Absolute Capital Management*, *Harris Associates*, *Elliott* und *Hermes Focus Asset Management* sind am häufigsten vertreten (Top 5; 23 Prozent; 150 von 653). Bei diesen Aktivisten handelt es sich um Investoren, die auch in ihren Heimatstaaten USA und Großbritannien seit Langem eine Reputation für ihre aktivistische Einflussnahme haben.

Tabelle 4: Die 20 aktivsten aktivistischen Investoren nach Anzahl der Investitionen

Rang	Investor	2000–2006	2007–2008	2009–2020	Gesamt
1	Capital Research Global Investors	33	3	26	62
2	Absolute Capital Management	24	16		40
3	Harris Associates L. P.	3	2	13	18
4	Elliott Management Corporation	2	1	12	15
5	Hermes Focus Asset Management	10	3	2	15
6	Wellington Management Company			13	13
7	Janus Henderson Investors	2		10	12
8	T. Rowe Price International (UK) Ltd.	1		10	11
9	Odey Asset Management LLP	2	5	3	10
10	Ratio Asset Management LLP	1	8	1	10
11	Artisan Partners Limited Partnership	1	1	7	9
12	Lansdowne Partners (UK) LLP	3	2	4	9
13	Wyser-Pratte Management Co	5	4		9
14	AllianceBernstein L. P.	6	1	1	8
15	Highclere International Investors LLP		6	2	8
16	Farringdon Capital Management SA		2	5	7
17	Kabouter Management, L. L. C.		1	6	7
18	Standard Capital Partners	1	6		7
19	Sterling Strategic Value Limited	2	1	4	7
20	Tweedy, Browne Company LLC	6		1	7

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Während die *Capital Group* über den gesamten Zeitraum aktiv war, sind einige der aktivsten Investoren erst nach der Finanzkrise am deutschen Aktienmarkt verstärkt eingestiegen. Dazu gehören *Harris Associates*, *Elliott*, *Wellington Management*, *Janus Henderson*, *T. Rowe Price* und *Artisan Partners*. Das deutet darauf hin, dass das deutsche Kapitalmarktumfeld besser von den ausländischen aktivistischen Investoren verstanden wurde und dass die hohen Gewinne aus der ersten Periode, ggf. auch die negativen Renditen während der Finanzkrise, zu hohen Renditeerwartungen bei den aktivistischen Investoren führten.

Zu Beginn untersuchen wir die kurzfristigen Bewertungseffekte anhand von kumulierten abnormalen Renditen (CAR) und dem CDAX als Benchmark (Abbildung 29). Die Frage ist, ob eine Beteiligung durch einen besonders aktiven Aktivisten kurzfristig zu höheren Bewertungen der Zielunternehmen führt als bei anderen Investoren.

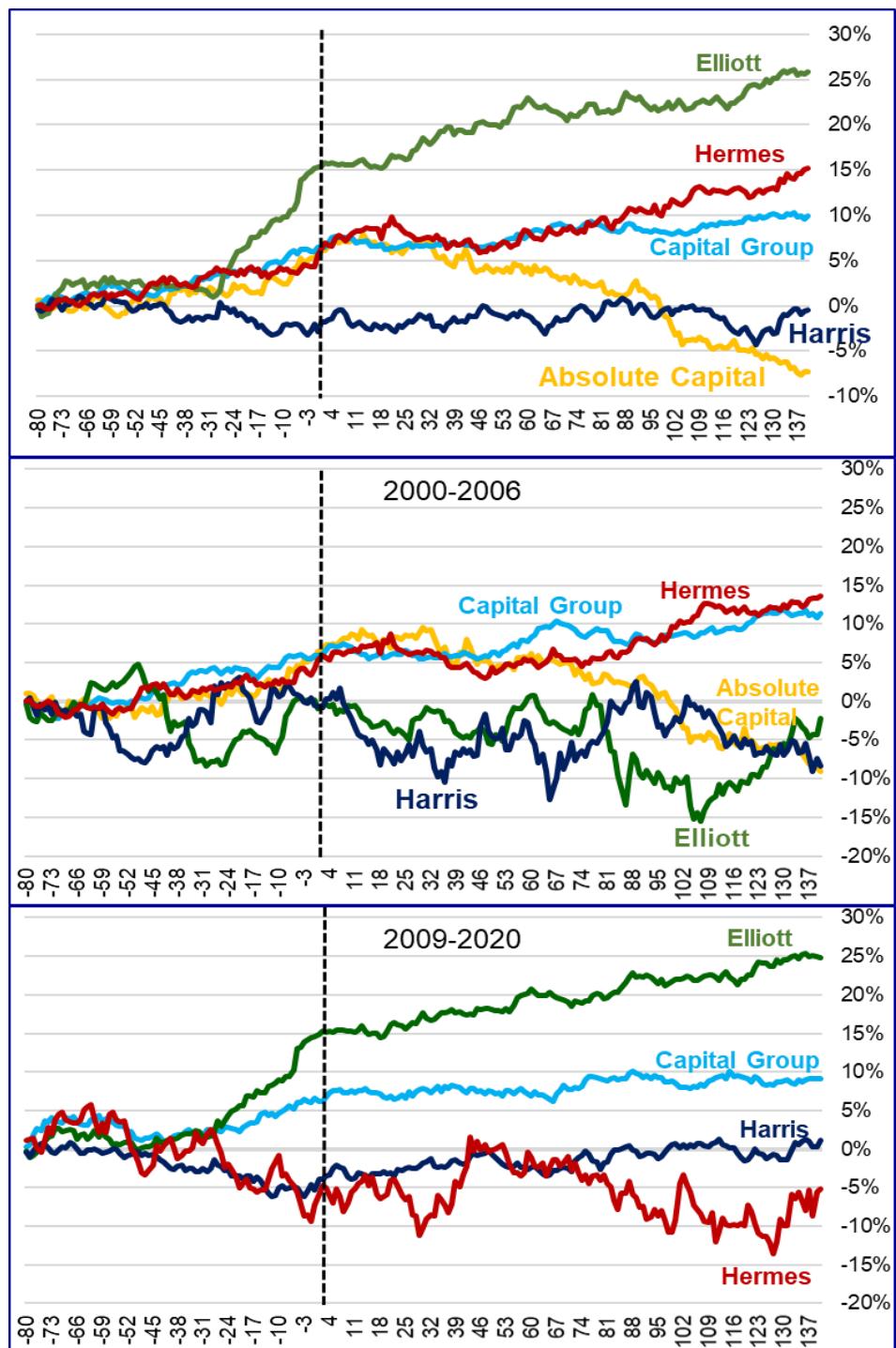
Dazu analysieren wir ein Zeitfenster von 80 Tagen vor und 140 Tagen nach dem Ereignis. Über die Gesamtperiode realisierte der aggressive Hedgefonds *Elliott* eine Outperformance von 25,84 Prozent mit einer deutlich zu erkennenden Wertsteigerung vor dem Ereignis (Run-up). Andere Fonds wie *Hermes* und *Capital Group* kamen auf 15,24 Prozent bzw. 9,92 Prozent, während *Absolute Capital* mit -7,29 Prozent relativ zum CDAX underperformed.

Bei dem öffentlich eher verhaltener auftretenden aktivistischen Investor *Harris Associates* sind tendenziell keine Bewertungseffekte festzustellen. Da es sich bei aktivistischen Investoren um eine heterogene Gruppe handelt, mit unterschiedlicher Erfahrung, Reputation und eingesetzten Taktiken, sind die Unterschiede in der kurzfristigen Performance zu erwarten. Eine Unterteilung der Ereignisse in die Perioden 2000–2006 und 2009–2020 (Abbildung 29) ergab signifikante Unterschiede in der Performance von aktivistischen Investoren mit den häufigsten Investitionen in Deutschland (Top 5).

So hat die *Capital Group* eine konsistente Outperformance zwischen 9 und 11 Prozent. Während *Elliott* in der ersten Periode noch eine geringere Rendite als der Vergleichsindex CDAX erzielte (-2,27 Prozent), hat der Investor sich seit 2009 zum erfolgreichsten aktivistischsten Investor in Deutschland, gemessen an seiner Rendite, entwickelt (25 Prozent). Somit ergeben sich erhebliche Unterschiede in den von den einzelnen aktivistischen Investoren erzielten Renditen. Diese Unterschiede bestimmen auch die Reputation des Investors am Kapitalmarkt.

In Abbildung 30 untersuchen wir die mittelfristigen abnormalen Renditen (BHAR) für die fünf aktivsten Investoren über den Zeitraum von 40 Tagen vor bis 250 Tage nach dem Ereignis. Da es sich bei den aktivistischen Investoren um eine heterogene Gruppe handelt, sind ebenfalls Unterschiede in den BHAR der Zielunternehmen zu erwarten. Dabei realisierten die Investoren *Capital Group*, *Hermes* und *Harris* eine Outperformance zum CDAX von 17,47 Prozent, 13,29 Prozent bzw. 2,98 Prozent. Alle drei Fonds sind eher für ihre zurückhaltenden Taktiken bekannt.

Abbildung 29: Kumulierte abnormale Renditen (-80 ; $+140$) der fünf aktivisten aktivistischen Investoren

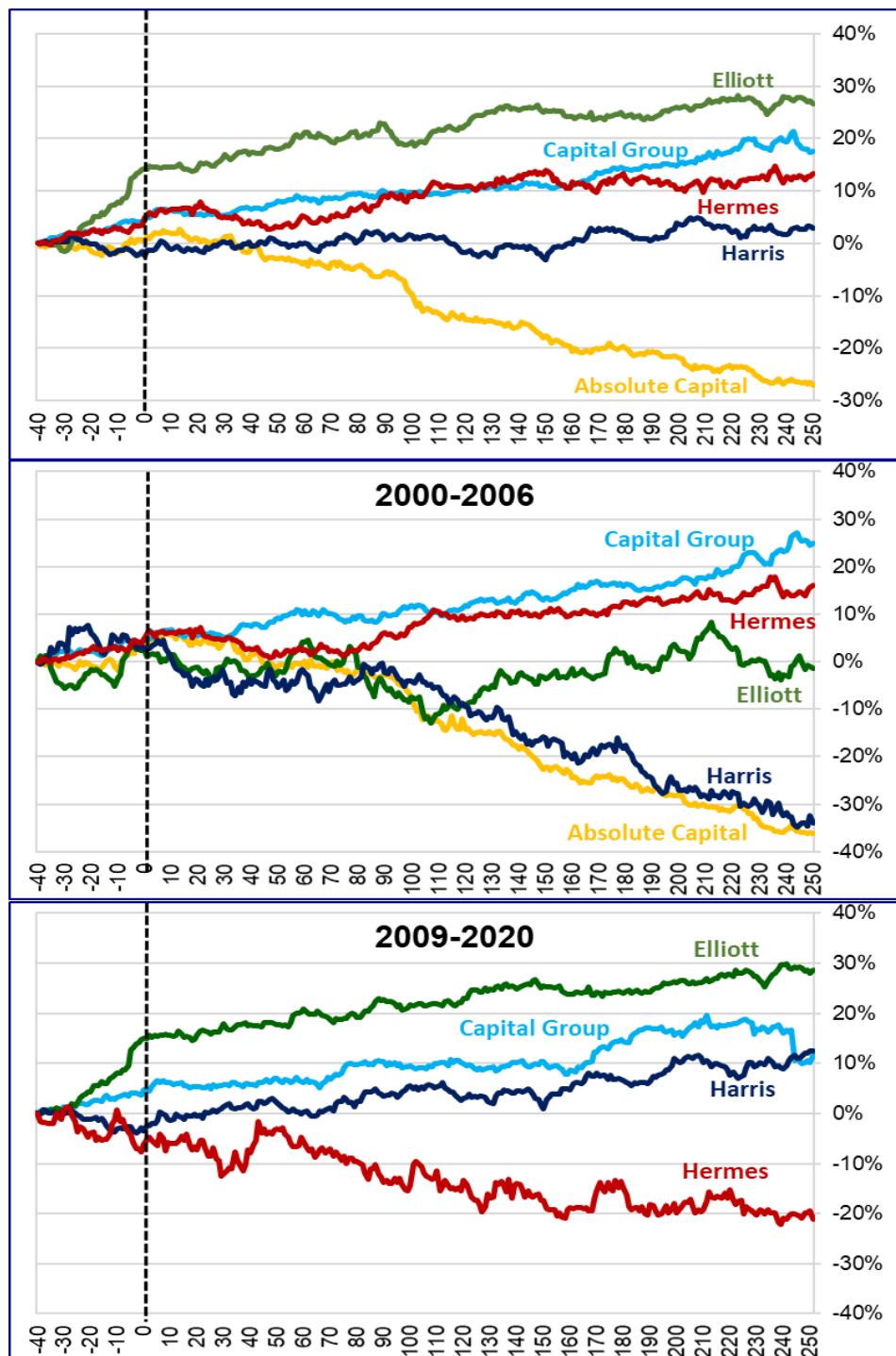


Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

y-Achse – CAR (-80 ; $+140$) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Abbildung 30: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) der fünf aktivisten aktivistischen Investoren



Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Elliott, als besonders aggressiv geltender Hedgefonds, erreichte 26,71 Prozent. Die *Absolute Capital Management*, geführt unter dem ehemaligen Hedgefonds-Manager Florian Homm, erreichte eine negative Rendite und Underperformance von -26,95 Prozent. Dies ist möglicherweise auf die hohe Anzahl an Investitionen im Jahr 2007 zurückzuführen, die unmittelbar vor dem Ausbruch der globalen Finanzkrisen eingegangen wurden und den in dieser Zeit stattfindenden Kursabstürzen an den Aktienmärkten nicht entgehen konnten. Demnach sind die Timing-Fähigkeiten von institutionellen Anlegern auch nur begrenzt vorhanden.

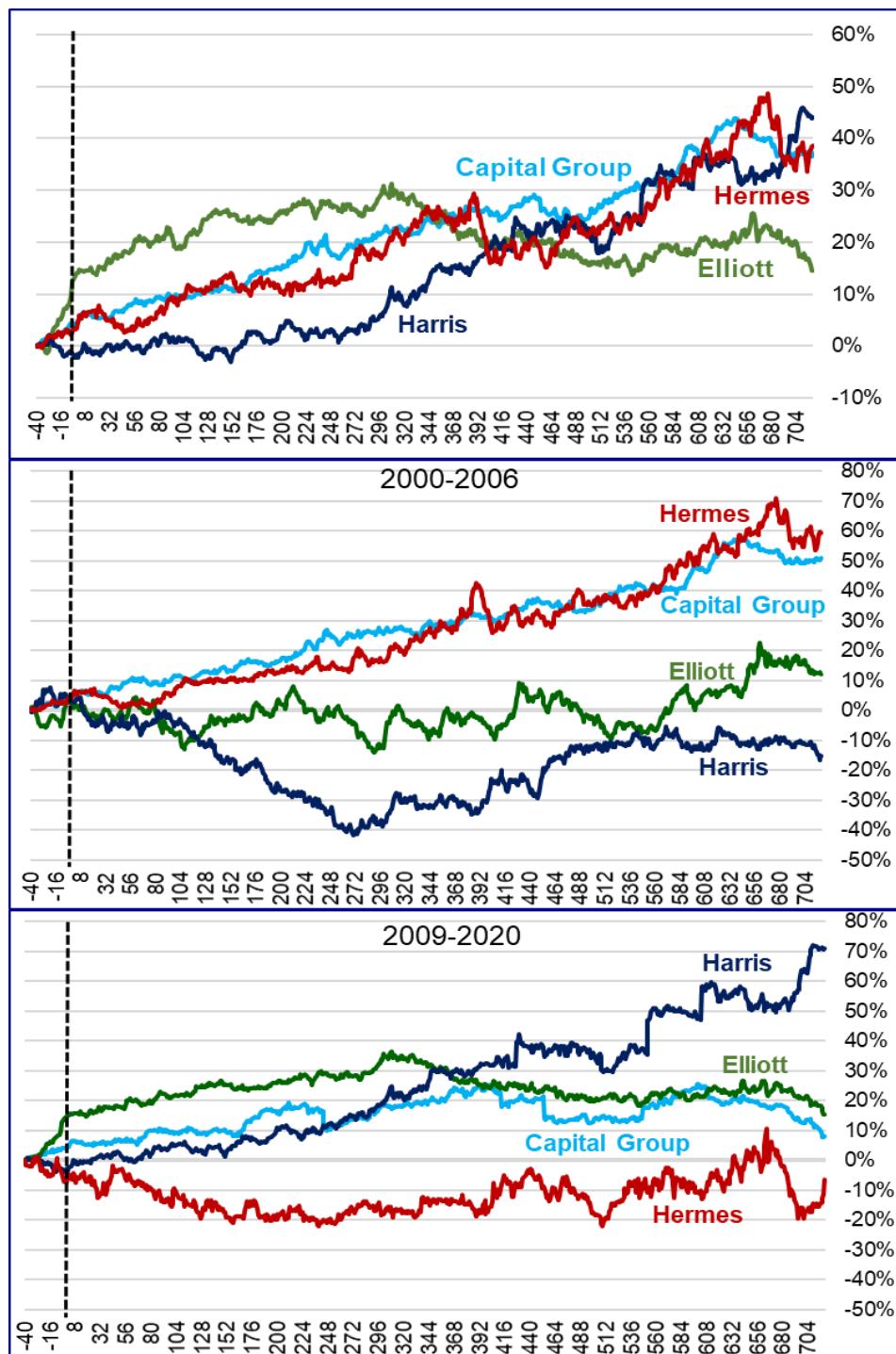
Da wir ebenfalls zwischen den Perioden Unterschiede in der mittelfristigen Performance erwarten, differenzieren wir erneut zwischen den Perioden 2000–2006 und 2009–2020. Es ist deutlich zu erkennen, dass der aktivistische Investor *Harris Associates* hohe Verluste in der ersten Periode realisiert hatte (-34,03 Prozent), heute aber positive abnormale Renditen vorweisen kann (12,00 Prozent). Ebenfalls hatten sich die langfristigen BHAR des Hedgefonds *Elliott* signifikant verbessert von zunächst leicht negativen -1,48 Prozent BHAR (2000–2006) zu später deutlich positiven 28,06 Prozent BHAR (2009–2020).

Schließlich stellen wir in Abbildung 31 die Ergebnisse vor, die sich aus den sehr langfristigen BHAR über einen Dreijahreszeitraum ergeben. Die Berechnungen der BHAR erfolgen über einen Zeitraum von 40 Tagen vor bis 720 Handelstagen nach dem Ereignis. Es stellt sich die Frage, ob die Beteiligungen von den aktivistischen Investoren nur über einen kurzen Zeitraum oder auch langfristig zu höheren Bewertungen der Zielunternehmen am Kapitalmarkt führen. Dabei ist nicht unbedingt relevant, wie lange die einzelnen aktivistischen Investoren selbst investiert bleiben.

Man kann sich also gut vorstellen, dass der Kapitalmarkt die geplanten Maßnahmen und Aktionen sowie deren Kurssteigerungspotenzial vorwegnimmt und daher die Aktienkurse unmittelbar ansteigen. Das führt dann zu hohen kurzfristigen Renditen, die die aktivistischen Investoren aufgrund ihrer Initiative für sich realisieren und ggf. auch verdient mitnehmen, nämlich dann, wenn durch ihre Aktionen der Aktienkurs längerfristig ansteigt und das Unternehmen und alle anderen Investoren ebenfalls davon profitieren.

Es kann aber auch sein, dass die aktivistischen Investoren langfristig keinen Wert schaffen (wie bei der Commerzbank) oder das Management, nachdem sie ausgestiegen sind, nicht in der Lage ist, das Wertschöpfungspotenzial weiterhin zu realisieren.

Abbildung 31: Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +720) der fünf aktivsten aktivistischen Investoren



Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

y-Achse – BHAR (-40; +720) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Über den gesamten Zeitraum von 2000–2020 finden wir bei *Harris Associates*, *Hermes* und *Capital Group* die höchste Outperformance mit 44,17 Prozent, 38,66 Prozent bzw. 37,84 Prozent (Abbildung 31). Alle drei Aktivisten sind eher für nicht-aggressive und zurückhaltende Taktiken bekannt und suchen möglicherweise den direkten und konstruktiven Dialog mit den Vorständen und Aufsichtsräten ihrer Zielunternehmen.

Dagegen realisiert *Elliott*, der als besonders aggressiver Hedgefonds mit seinen aktivistischen Kampagnen in der Regel öffentlichen Druck auf das Zielunternehmen ausübt, eine Outperformance von nur 15,61 Prozent über den Dreijahreszeitraum nach dem Ereignis.

Auch über den längeren Zeitraum (-40; +720) erwarten wir Unterschiede in der Performance zwischen den Perioden und differenzieren daher wieder zwischen 2000–2006 und 2009–2020. Es ist deutlich zu erkennen (Abbildung 31), dass die Zielunternehmen des aktivistischen Investors *Harris Associates* langfristig eine negative abnormale Rendite (Underperformance) in der ersten Periode (-15,23 Prozent) erzielten, in der dritten Periode aber die höchsten abnormalen Renditen relativ zu den Ergebnissen der anderen Hedgefonds generierten.

Interessanterweise finden wir für *Hermes* und die *Capital Group* im Zeitraum von 2000 bis 2006 jeweils eine sehr hohe positive abnormale Rendite (Outperformance) von 59,39 Prozent bzw. 51,09 Prozent, die sich bei Investitionen von *Hermes* in der letzten Periode zu einer durchschnittlichen Underperformance von -6,44 Prozent entwickelt hat bzw. bei der *Capital Group* erheblich niedriger ausfällt (8,12 Prozent).

Bei *Elliott* ist auch deutlich zu erkennen, dass in der letzten Periode von 2009 bis 2020 nach ca. der Hälfte des Zeitraums die Performance anfing zu fallen, während sie am Anfang noch angestiegen war. Möglicherweise sind hier die in Kapitel 5.8 aufgeführten Argumente relevant, dass aktivistische Investoren nicht längerfristig investiert bleiben oder dass die positiven abnormalen Renditen wieder fallen, wenn die Aktivisten das Unternehmen wieder verlassen.

Insgesamt verdeutlichen diese Ergebnisse, wie bereits an verschiedenen Stellen in dieser Studie aufgezeigt, dass aktivistische Investoren nicht immer nur positive Renditen erzielen, sondern, dass auch in vielen Fällen negative Renditen absolut und relativ (Performance) zum Kapitalmarkt (Index) auftreten. Das muss nicht unbedingt nur an sinkenden Aktienkursen oder an einer Finanzkrise liegen, sondern kann auch damit begründet sein, dass nicht alle Analysen und Ideen zu Kurssteigerungen führen oder dass das Kurssteigerungspotenzial erheblich kleiner als angenommen ausfällt.

Zusammenfassend verdeutlichen unsere Analysen, dass aktivistische Investoren im Durchschnitt zwar Unternehmenswert schaffen, aber dass

einzelne aktivistische Investoren nicht zwingend eine persistente Performance erzielen können. Damit würden sich aktivistische Investoren nicht grundsätzlich von anderen institutionellen Anlegern unterscheiden.

5.9 Kalenderzeit-Portfolio-Ansatz für verschiedene Halteperioden

Eine weitere Möglichkeit, den Erfolg von aktivistischen Interventionen zu untersuchen, ist eine Handelsstrategie zu implementieren. Dazu wird unterstellt, dass der Investor bei jedem einzelnen Shareholder-Aktivismus-Ereignis investiert und die Aktie in seinem Portfolio für einen bestimmten Zeitraum hält.

Grundsätzlich können die Aktien zu jedem Zeitpunkt gekauft und für jeden beliebigen Zeitraum gehalten werden. In unseren Beispielen erfolgt der Kauf entweder 40 Handelstage vor der Ankündigung, am Tag der Ankündigung der Intervention durch aktivistische Investoren, oder 40 Tage danach. Dadurch kann zum einen verdeutlicht werden, wann eine Kurssteigerung der Aktien erfolgt, und zum anderen, wie relevant für den Kursgewinn der Zeitpunkt ist, zu dem Anleger die Information erhalten.

Um die langfristige Bewertungseffekte zu berechnen, verwenden wir den Kalenderzeit-Portfolio-Ansatz. Dazu werden ab dem Monat des Ereignisses die Aktien der Zielunternehmen einem gleichgewichteten Portfolio hinzugefügt, und zwar mit verschiedenen Haltedauern von 12, 24, 36, 48 und 60 Monaten. Für jeden Monat berechnen wir die durchschnittliche Rendite $r_{i,t}$ von allen Aktien N_t im Portfolio:

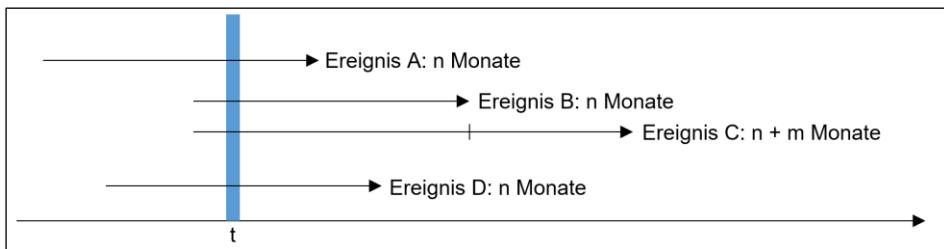
$$R_{CalTime,t} = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^N z_{i,t} \times r_{i,t} \quad (3),$$

wobei $z_{i,t}$ eine Indikatorvariable ist, die gleich eins wird, wenn das Wertpapier i ein Ereignis innerhalb der Haltedauer hatte. Wir nehmen die Aktie zwei Monate vor dem Ereignis in das Portfolio auf. Das bietet uns die Perspektive des aktivistischen Investors, der die Position bereits vor der Einreichung der Meldeschwelle aufgebaut hat. Darüber hinaus nehmen wir auch die Perspektive des Anlegers ein, der versucht, von der aktivistischen Intervention zu profitieren und die Aktie im Monat des Ereignisses erwirbt.

Abbildung 32 verdeutlicht das Prinzip des Kalenderzeit-Portfolio-Ansatzes mit mehreren Ereignissen während der Haltedauer. Die Striche und die Strichlänge n deuten an, wann eine Aktie in das Portfolio aufgenommen und wieder herausgenommen wurde bzw. wie lange sie im Port-

folio enthalten war. Wenn ein weiterer aktivistischer Investor das Zielunternehmen angreift, verlängern wir die Haltedauer um m relativ zur letzten aktivistischen Investition n und nehmen somit die Aktie nicht mehrfach in das Portfolio auf. Die senkrechte blaue Line verdeutlicht, welche und wie viele Aktien zu einem bestimmten Zeitpunkt t in dem Portfolio enthalten sind.

Abbildung 32: Prinzip des Kalenderzeit-Portfolio-Ansatzes

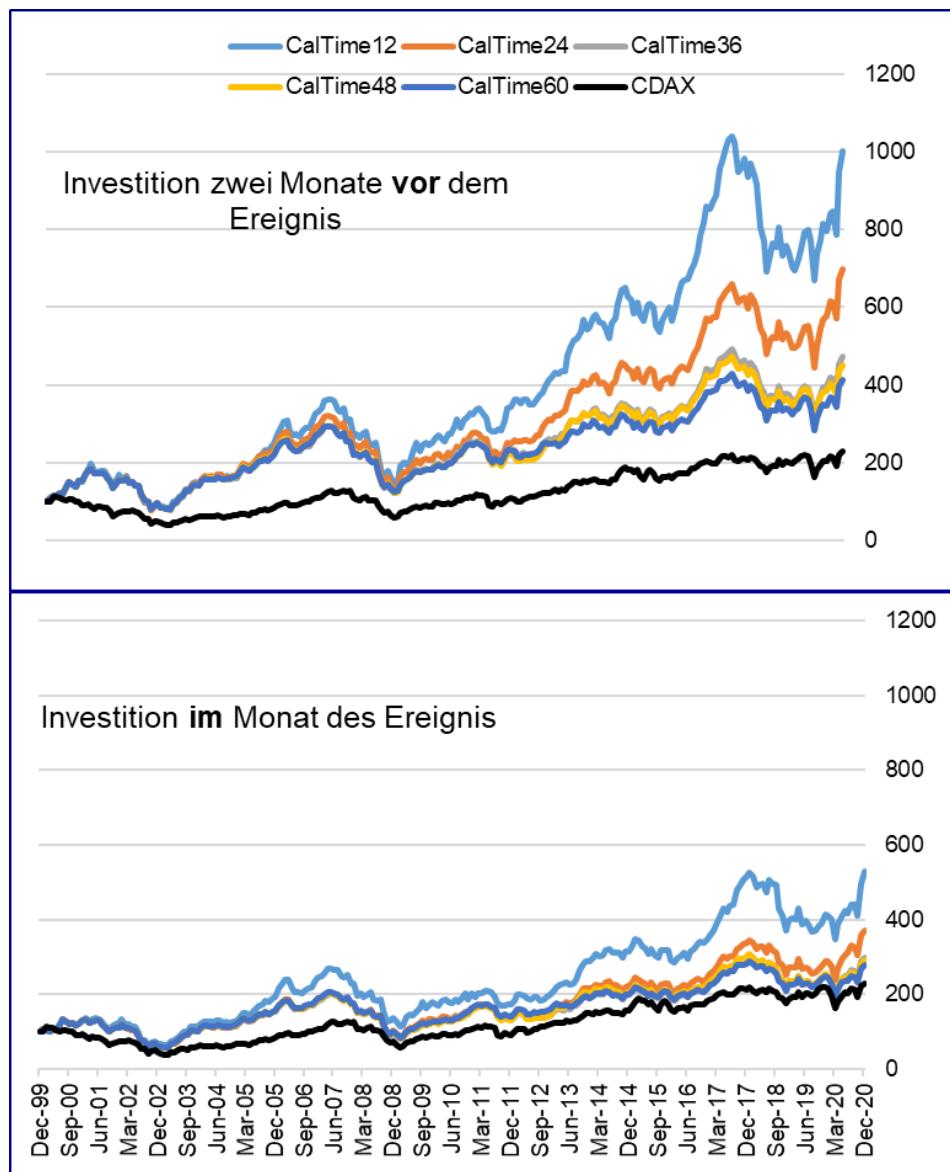


Quelle: eigene Darstellung

Die Aktien werden dann für einen bestimmten Zeitraum gehalten. Eine Handelsstrategie, die bereits zwei Monate (40 Handelstage) vor dem Ereignis eine Position im Zielunternehmen aufbaute (Abbildung 33 oben) und damit die Strategie der aktivistischen Investoren duplizierte, konnte eine deutlich höhere Performance realisieren als ein Einstieg bei Ankündigung der Attacke (Abbildung 33 unten). Das ist normalerweise der erstmögliche Kaufzeitpunkt eines Anlegers.

Zudem konnten Portfolios, die nur kürzere Haltedauern von 12 und 24 Monaten aufweisen, eine höhere Performance erzielen. Das deutet darauf hin, dass die größten Wertsteigerungen in den ersten Monaten nach Einstieg des aktivistischen Investors realisiert werden. Es erklärt auch, warum aktivistische Investoren nur einen begrenzten Zeitraum im Unternehmen investiert bleiben. Interessanterweise erbringen alle Strategien eine höhere Performance als eine Anlage im Vergleichsindex (CDAX), d.h. die aktivistischen Interventionen schaffen im Durchschnitt auch längerfristig eine Outperformance.

Abbildung 33: Performance von Kalenderzeit-Portfolios bei Investitionen vor und nach dem Ereignis



Anmerkungen: y-Achse – Wertentwicklung des Portfolios; die Endungen bei „CalTime 12“ (bzw. 24, 36, 48 und 60) geben die Haltedauer in Monaten an; indexierte Wertentwicklung des CDAX

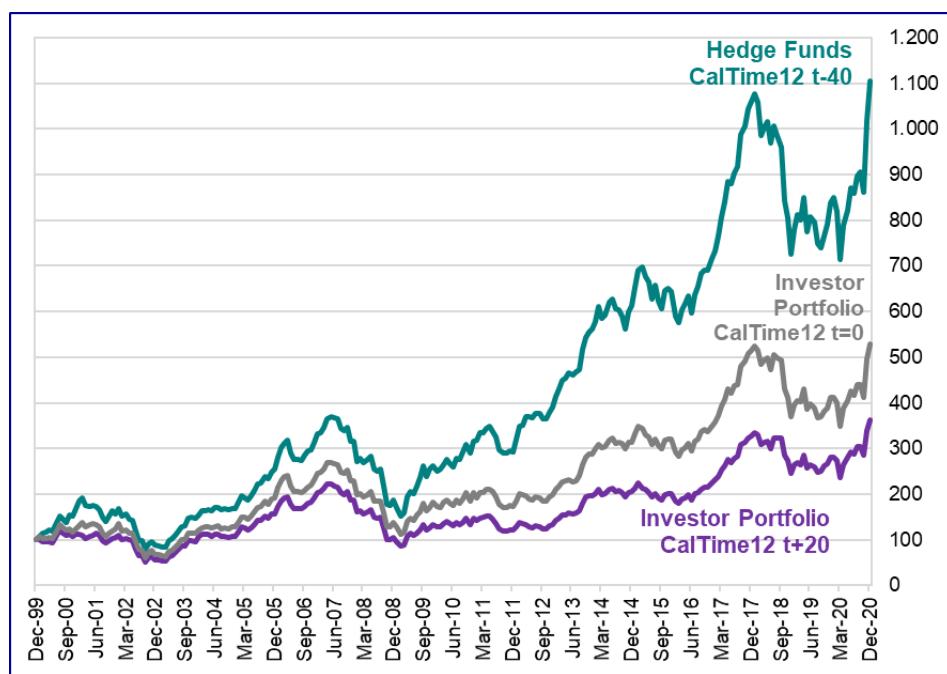
Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

5.10 Kalenderzeit-Portfolios – aktivistische Hedgefonds versus Investor-Portfolio

Ein weiterer Ansatz, um die Performance von Anlegern zu vergleichen, die zu verschiedenen Zeitpunkten die Information von der aktivistischen Intervention erhalten oder die Möglichkeit haben, in die Zielunternehmen zu investieren, ist der Vergleich von Kalenderzeit-Portfolios. Die Anlage erfolgt wie vorher in jedes Zielunternehmen für einen bestimmten Zeitraum.

Abbildung 34 stellt die Entwicklung von drei Kalenderzeit-Portfolios mit einer Haltedauer von zwölf Monaten gegenüber. Aktivistische Investoren konnten ihre Position in dem Zielunternehmen aufbauen, bevor die Information veröffentlicht werden muss, während die restlichen Investoren diese Strategie nur mit einer Zeitverzögerung duplizieren konnten. Die Aktivisten-Portfolios profitierten erheblich von den kurzfristigen Preiseffekten, die vor und um das Shareholder-Aktivismus-Ereignis auftreten.

Abbildung 34: Kalenderzeit-Portfolios – aktivistische Investoren versus Investor-Portfolio



Anmerkungen: y-Achse – Wertentwicklung des Portfolios; die Endung bei „CalTime12“ gibt die Haltedauer in Monaten an; „t = -40“, „t = 0“ und „t + 20“ spezifizieren den Einstiegszeitpunkt relativ zum Ereignis t in Tagen

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Eine Handelsstrategie, die darauf abzielt, das Investitionsverhalten der aktivistischen Investoren zu replizieren, war wegen des späteren Einstiegszeitpunktes weniger erfolgreich, und zwar um ca. 742 Indexpunkte ($t=40$) und ca. 577 Indexpunkte ($t=0$) über den gesamten Zeitraum. Trotzdem konnte bei einer Anlage in das Investor-Portfolio immer noch eine um knapp 89 Punkte ($t=40$) und 298 Indexpunkte ($t=0$) höhere Performance als mit der Benchmark (CDAX) erzielt werden.

Auch diese Analyse mit einer anderen Methodik verdeutlicht, dass aktivistische Investoren kurz- und langfristig eine Outperformance gegenüber einem Index erzielen können. Das gilt auch, wenn man die Information erst nach der Veröffentlichung erhalten hat und verspätet investieren konnte. Die Performance wäre noch erheblich höher, wenn der Anleger zwischen den erfolgreichen und den weniger erfolgreichen Strategien differenzieren könnte.

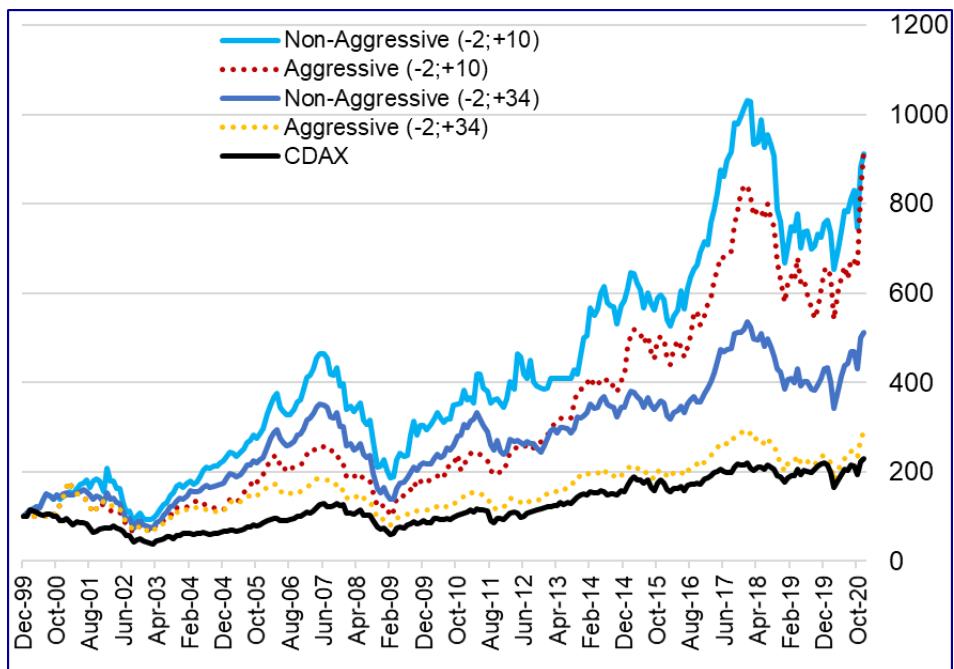
5.11 Kalenderzeit-Portfolios – Aggressivität der aktivistischen Taktiken

In Abbildung 35 unterscheiden wir zwischen zwei Gruppen von Zielunternehmen. Die eine wird von aggressiven und die andere von nicht-aggressiven aktivistischen Investoren attackiert. Die Anlage in das Portfolio erfolgt zwei Monate vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis, d.h. dem Einstiegzeitpunkt der Hedgefonds, und die Anlagedauer beträgt entweder 12 oder 36 Monate.

Auch bei Anwendung der Methodik der Kalenderzeit-Portfolios deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die Aggressivität der aktivistischen Maßnahmen zunächst entscheidend für die Performance und die Performanceunterschiede war. Es wird deutlich, dass die Performance der Anlagestrategien mit Fokus auf aggressiv agierende Investoren in den ersten Jahren erheblich unterhalb der nicht-aggressiven Angriffe verlaufen.

Die Kalenderzeit-Portfolios, die in die nicht-aggressive Gruppe investiert haben, haben also zunächst (in den ersten beiden Perioden) eine erhebliche höhere Outperformance relativ zur Benchmark (CDAX) erzielt. Auch ist offensichtlich, dass sich nach der Finanzkrise strukturelle Veränderungen ergeben haben. Die Ergebnisse stimmen mit unseren vorherigen Schlussfolgerungen überein. Deshalb erzielt auch eine Anlagestrategie mit einer kürzeren Haltedauer von zwölf Monaten ab März 2009 die beste Performance. Ab ca. 2014 realisierten beide Aktivisten-Gruppen bei einer kürzeren Anlageperiode von zwölf Monaten hohe Portfoliorenditen, die bei Interventionen mit den aggressiveren Strategien zu einer relativ höheren Performance führen.

Abbildung 35: Kalenderzeit-Portfolios nach Aggressivität der Taktiken und verschiedenen Haltedauern



Anmerkung: x-Achse – Zeit in Monaten; y-Achse – Wertentwicklung des Portfolios; Haltedauer 12 und 36 Monate; indexierte Wertentwicklung des CDAX

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Das ist konsistent mit unseren BHAR-Ergebnissen. Interessanterweise unterscheiden sich die Performance am Ende der Anlageperiode bei einer zwölfmonatigen Haltedauer zwischen aggressiv und weniger aggressiv nicht signifikant. Anders sind die Ergebnisse bei der Analyse der 36-monatigen Anlagedauer. Die Gruppe mit den weniger aggressiven Attacken schafft auch längerfristig eine deutliche Outperformance relativ zum CDAX. Dagegen konnte die Gruppe der aggressiven aktivistischen Investoren mit 36 Monaten Haltedauer kaum eine bessere Performance als der CDAX erzielen. In diesen Fällen haben die aktivistischen Investoren durch ihre Attacken auch längerfristig keine abnormale Steigerung der Bewertung der Unternehmen am Kapitalmarkt geschafft.

Insgesamt verdeutlicht Abbildung 35 die Unterschiede in der Performance von Kalenderzeit-Portfolios zum einen für weniger aggressive und zum anderen für aggressivere Hedgefonds-Strategien sowie bei Anlagedauern von 12 und 36 Monaten.

5.12 Zwischenergebnis: Bewertungseffekte

Insgesamt verdeutlichen die Ergebnisse für die Analyse der Bewertungseffekte, dass die Interventionen von aktivistischen Investoren in deutschen Unternehmen im Durchschnitt zu positiven kurzfristigen und langfristigen Bewertungseffekten führten. Dabei wurden die meisten Wertsteigerungen im Zeitraum vor der Veröffentlichung der Beteiligung realisiert (sogenannter Run-up-Effekt).

Diese höheren Renditen konnten nur die aktivistischen Investoren selbst erzielen oder andere Investoren, die bereits vorher informiert und eingebunden wurden oder es korrekt antizipiert hatten. Die Mehrzahl der Investoren konnte diese Handelsstrategie nur zeitlich verzögert duplizieren und ist daher weniger erfolgreich, wie es in einem grundsätzlich effizienten Kapitalmarkt auch zu erwarten wäre.

Die Unterteilung der Shareholder-Aktivismus-Ereignisse in die Perioden vor, während und nach der globalen Finanzkrise verdeutlichten, dass aktivistische Investoren im Durchschnitt nur unter allgemein guten Marktbedingungen eine Outperformance generieren konnten und in Krisenzeiten in den meisten Fällen auch Verluste erleiden, die über jene für den CDAX hinausgehen. Das bedeutet, dass Unternehmenswert vernichtet wurde.

In Tabelle 18 (siehe Kapitel 6.7) sind im roten Rahmen unsere Hypothesentests für die Bewertungseffekte des Shareholder-Aktivismus zusammenfassend dargestellt. Insgesamt zeigt sich, dass über den gesamten Untersuchungszeitraum sowie über die beiden Subperioden 2000–2006 und 2009–2020 die empirische Evidenz für unsere Hypothese 5a unterstützt wird, die postuliert, dass positive kurzfristige Bewertungseffekte durch die aktivistischen Investoren realisiert werden können.

Das Aggressivitätsniveau der von den Investoren gewählten Vorgehensweise gegenüber dem Management ist entscheidend für die Höhe der langfristigen Bewertungseffekte. Denn eine aggressivere Strategie führte über den gesamten Zeitraum zu einer besseren Performance.

Während in der ersten Periode 2000–2006 aggressive Investoren nur anfangs erfolgreicher waren, konnten sie in der Periode 2009–2020 auch langfristig eine bessere Performance als nicht-aggressive Investoren erzielen. In der ersten Periode waren auch Äußerungen aus der Politik („Heuschrecken“)¹⁴ sowie Teile der medialen Berichterstattung sehr kri-

14 „Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten. Sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter“ ([handelsblatt.com](#), 2005). Mit diesem Zitat kritisierte der damalige Vorsitzende der SPD, Franz Müntefering, im April 2005 die Aktivitäten der Private-Equity-Fonds im Zusam-

tisch gegenüber Shareholder-Aktivismus eingestellt. In der Finanzkrise ist die Performance der Aktivisten dagegen überwiegend negativ und schlechter als die des CDAX.

Zudem ist offensichtlich, dass aktivistische Investoren bei der Implementierung ihrer Strategie auf die Unterstützung von anderen institutionellen Investoren angewiesen sind. Über alle Perioden waren die Aktivisten langfristig erfolgreicher in Zielunternehmen, die einen hohen institutionellen Anteilsbesitz aufweisen. Das Ergebnis unterstützt unsere Hypothese 8. Die Resultate der erweiterten Analysen mit Kalenderzeit-Portfolios deuten alle in die gleiche Richtung und unterstützen daher unsere vorigen Gesamtergebnisse und Schlussfolgerungen.

Bei einer Analyse der Performance von aktivistischen Investoren zeigt sich, dass der aggressive US-Hedgefonds *Elliott* und der eher verhalten auftretende aktivistische Investor *Harris Associates* ihre Performance für kurz- und mittelfristige Zeitfenster im Zeitablauf signifikant verbessern konnten (2000–2006 gegenüber 2009–2020). Die Investoren haben offensichtlich gelernt, auch im deutschen Corporate-Governance-System erfolgreich Einfluss auf Vorstand und Aufsichtsrat auszuüben. Im Gegensatz dazu hat *Hermes* nach einer anfänglichen Outperformance (2000–2006) später eine Underperformance (2009–2020) erzielt.

Die Ergebnisse verdeutlichen, dass die aktivistischen Investoren über längere Zeiträume grundsätzlich wohl nur selten eine persistente positive Performance realisieren können. Im Zeitablauf sind sie aber in der Lage, ihre Vorgehensweisen anzupassen, sodass ihre Ideen und Analysen häufig zu Kurssteigerungen der Zielunternehmen führen.

In weiteren Analysen nutzen wir den Kalenderzeit-Portfolio-Ansatz und finden Bestätigung für die vorherigen Ergebnisse. Portfolios mit kürzeren Haltedauern weisen eine höhere Performance auf. Das erklärt, warum aktivistische Investoren oftmals nur einen kurzen Anlagehorizont haben. Zudem verdeutlichen unsere Resultate, dass andere Investoren, die die Strategien der aktivistischen Investoren duplizieren (Investoren Portfolio), aufgrund des fehlenden Run-up-Effekts eine geringere Performance erzielen. Schließlich realisieren Kalenderzeit-Portfolios von aggressiven Investoren bei einer Haltedauer von 36 Monaten keine Outperformance relativ zum CDAX und geringere Renditen als bei einer nicht-aggressiven Strategie.

menhang mit der Übernahme des Armaturenherstellers *Grohe* durch die *Texas Pacific Group* (TPG) und *Credit Suisse First Boston Privat Equity* im Mai 2005. In den Medien wurde die Bezeichnung zunehmend auf verschiedene Finanzinvestoren übertragen. Für eine aktuelle Diskussion über die Politik als Problem für die Entwicklung der Kapitalmärkte siehe Bessler und Drobetz (2023)

6. Empirische Ergebnisse II: Eigenschaften von Zielunternehmen

6.1 Analyse der Eigenschaften von Zielunternehmen

6.1.1 Vorbemerkungen

Die früheren Studien zum Shareholder-Aktivismus hatten sich überwiegend auf die finanzielle Performance (Aktienkurse) der Zielunternehmen konzentriert mit dem Ergebnis, dass aktivistische Investoren die Bewertung der Unternehmen am Kapitalmarkt im Durchschnitt erhöhen können. Die operative Performance der Unternehmen war zunächst weniger im Blickpunkt und wurde kaum betrachtet.

Die Vermutung lag nahe, dass aktivistische Investoren hierauf keinen nachhaltig positiven Einfluss haben, weil ihnen das unternehmensspezifische Wissen fehlt, aber auch, weil ihre Ziele eher kurz- als langfristig sind. Einige neuere Studien deuteten dann allerdings darauf hin, dass Aktivisten auch eine Verbesserung der operativen Performance bewirken können. Diese Überlegungen werden nachfolgend auch für Deutschland untersucht.

Um die Einflussnahme der aktivistischen Investoren auf die Zielunternehmen näher zu betrachten, analysieren wir verschiedene Kennzahlen aus dem finanzwirtschaftlichen und strategischen Bereich. Dazu berechnen wir durchschnittliche Werte über alle Zielunternehmen für den Zeitraum von fünf Jahren vor dem Ereignis, dem Ereignisjahr ($t=0$) und den fünf Jahren nach dem Ereignis.

Damit wir für alle Unternehmen vollständige Beobachtungen haben, können wir nur die Shareholder-Aktivismus-Ereignisse zwischen 2000 und 2015 analysieren. Da Ausreißer einen hohen Einfluss auf Mittelwerte haben, werden alle Extremwerte im Datensatz mit dem Wert des 1-Prozent- bzw. 99-Prozent-Perzentils ersetzt (sogenanntes „winsorizing“).

Nach den umfassenden Veränderungen im deutschen Corporate-Governance-System, die nach dem Jahr 2000 erfolgten, entwickelte sich eine erste Welle von Shareholder-Aktivismus, der durch die globale Finanzkrise (2007–2009) unterbrochen wurde. Anschließend blieb der Aktivismus auf einem niedrigen Niveau und belebte sich erst ab 2015 wieder. Daher werden die beiden Zeiträume zusammen und auch getrennt untersucht (2000–2006 und 2009–2015), um einen Einblick in die unterschiedlichen Eigenschaften der Zielunternehmen zu erhalten. Die Finanz-

krise war zu kurz (2007–2008), um hier sinnvolle Untersuchungen vorzunehmen.

Nachfolgend untersuchen wir Variablen, die drei verschiedenen Kategorien zuordnen sind:

- Wachstum und Performance
- Finanzierung und Ausschüttungen
- Unternehmensstrategie

6.1.2 Entwicklung von Wachstum und Performance vor und nach dem Shareholder-Aktivismus

Wenn aktivistische Investoren einen positiven Beitrag zum Unternehmenserfolg leisten können, dann sollte sich das im operativen Erfolg widerspiegeln, oder finanzierungstheoretisch genauer, die erwartete (realisierte) Verbesserung der operativen Performance sollte sich zeitnah in einer höheren Bewertung des Unternehmens am Aktienmarkt widerspiegeln. Denn die finanzwirtschaftlichen Maßnahmen (Dividendenerhöhung, Aktienrückkauf, höherer Verschuldungsgrad) können für sich alleine zu keiner nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes führen. Es ist jedoch schwieriger, diesen Zusammenhang empirisch aufzuzeigen, als sich nur auf die Kursänderungen am Aktienmarkt zu konzentrieren.

Daher erwarten wir, dass nach dem Engagement der Aktivisten die operative Performance und Profitabilität ansteigen (Hypothese 5c). Die empirische Evidenz zeigt folgendes Bild: Nachdem sich aktivistische Investoren in einem Zielunternehmen engagieren und versuchen, Einfluss auszuüben, ist ein deutlicher Rückgang im Wachstum der Vermögenswerte und des Umsatzes festzustellen (Abbildung 36).

Durch Effizienzprogramme wie die Reduktion von langfristigen Investitionen und der liquiden Mittel sollen sich kurzfristig die Gewinne erhöhen. Das könnte allerdings zulasten des Wachstums gehen. Bereits in den Jahren vor dem Engagement von aktivistischen Investoren waren die Eigenkapital- und Gesamtkapitalrendite (RoE bzw. RoA) negativ oder nahe bei null. Genau deshalb wurden die Unternehmen wahrscheinlich zum Ziel der aktivistischen Investoren.

Interessanterweise waren die Zielunternehmen im Jahr unmittelbar vor und während des Ereignisses leicht profitabel. In den Jahren danach beobachten wir einen Rückgang der Profitabilität (Hypothese 5c). Insgesamt scheint der erste Eindruck so zu sein, dass kaum ein positiver Beitrag der Aktivisten zu erkennen ist.

Abbildung 36: Entwicklung von Wachstum und Performance rund um den Shareholder-Aktivismus



Anmerkung: x-Achse – Jahre relativ zum Ereignisjahr 0

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Subperioden: Entwicklung von Wachstum und Performance rund um den Shareholder-Aktivismus

Um weitere Einsichten in die Entwicklung von Wachstum und Performance der Zielunternehmen zu erhalten, unterteilen wir die Ereignisse in zwei Perioden: 2000–2006 und 2009–2020.

Insbesondere in der ersten Periode 2000–2006 ist im Vorfeld des Shareholder-Aktivismus ein deutlicher Rückgang des Wachstums bei den Zielunternehmen festzustellen (Abbildung 37). Nach dem Ereignis sind keine größeren Unterschiede zwischen den Perioden erkennbar. Zielunternehmen aus der Periode 2009–2020 waren vor dem Ereignis profitabler und bleiben es auch anschließend noch (RoA). Auch in der Zeit nach der HF-Beteiligung konnte kein Turnaround erreicht oder zumindest nicht beobachtet werden (Hypothese 5c).

Abbildung 37: Entwicklung von Wachstum und Performance rund um den Shareholder-Aktivismus (Subperioden)



Anmerkung: x-Achse – Jahre relativ zum Ereignisjahr 0

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

6.1.3 Entwicklung von Finanzierung und Ausschüttungen rund um den Shareholder-Aktivismus

Unsere Hypothesen in Bezug auf die Finanzierungsstrategie und Ausschüttungspolitik bringen die erwarteten Ergebnisse der aktivistischen Strategien und die bisherige Evidenz aus anderen Ländern zum Ausdruck. Die höheren Auszahlungen an die Aktionäre sollten zu Kursteigerungen führen. Konkret sollte daher die Beteiligung von aktivistischen Investoren zu höheren Dividenden und/oder größeren Aktienrückkäufen führen (Hypothese 6a), zu geringeren liquiden Mitteln (Hypothese 6b) und zu einem höheren Verschuldungsgrad (Hypothese 6c).

Insbesondere im Ereignisjahr ist ein deutlicher Anstieg der Dividenden festzustellen, welche auch in den anschließenden Jahren kontinuierlich wachsen (Abbildung 38). Bei den Aktienrückkäufen war die Entwicklung eher sporadisch (Hypothese 6a). Nach der Intervention durch aktivistische Investoren wurden die liquiden Mittel reduziert (Hypothese 6b), oftmals wurden sie für die höheren Ausschüttungen genutzt. Bereits vor dem

Ereignis war ein kontinuierlicher Rückgang der Verschuldung erkennbar, die anschließend wieder etwas anstieg (Hypothese 6c).

Abbildung 38: Entwicklung von Finanzierung und Ausschüttungen rund um den Shareholder-Aktivismus



Anmerkung: x-Achse – Jahre relativ zum Ereignisjahr 0

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Damit konnten durch relativ einfache finanzwirtschaftliche Maßnahmen im Unternehmen positive kurz- und langfristige Bewertungseffekte erzielt werden, wenn genügend Liquidität vorhanden war oder durch Kredite beschafft werden konnte. Die Auszahlung von liquiden Mitteln und die Aufnahme von Fremdkapital zur Finanzierung des Aktienrückkaufs führten zwangsläufig zu einem höheren Verschuldungsgrad.

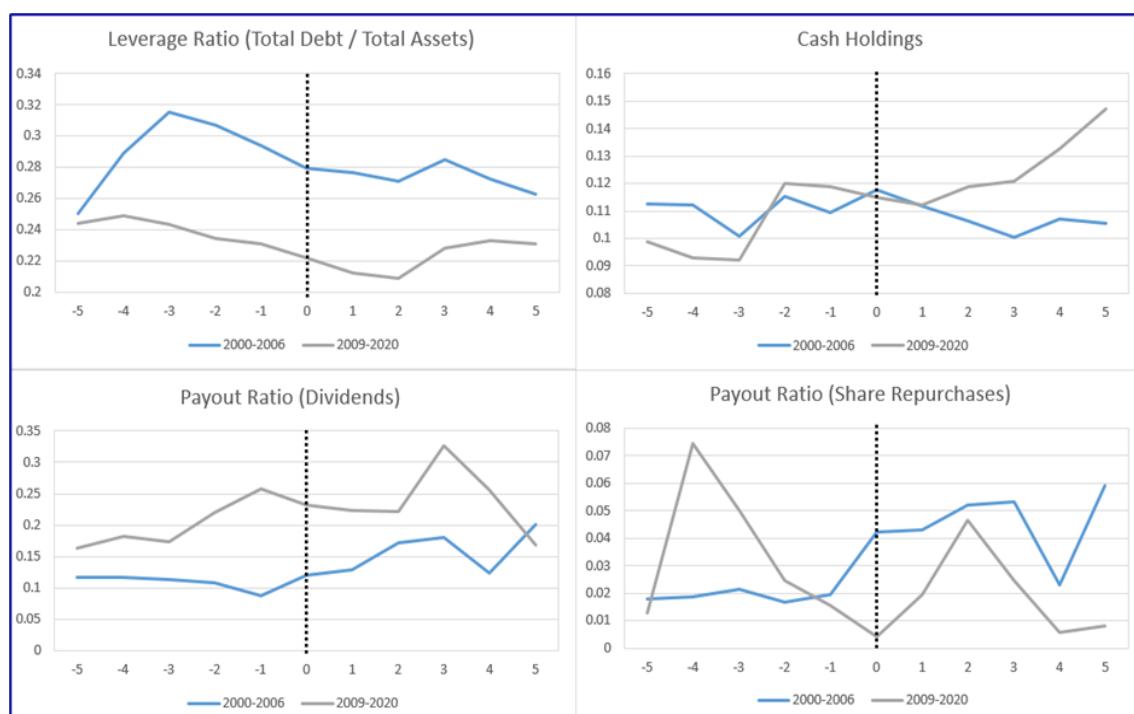
Da die Analyse sich auf die gesamte Periode bezieht, werden die unterschiedlichen Effekte, die sich vor, in und nach der Finanzkrise ergeben, zusammengelegt. Das mag nicht immer zu den richtigen Schlussfolgerungen führen. Daher ist eine Differenzierung nach den einzelnen Perioden zielführender.

Subperioden: Entwicklung von Finanzierung und Ausschüttungen rund um den Shareholder-Aktivismus

Grundsätzlich würde man erwarten, dass das Engagement der aktivistischen Investoren dazu führt, dass der Verschuldungsgrad und die Ausschüttungen erhöht und die liquiden Mittel verringert werden. Allerdings ist zu beachten, dass die beiden Perioden vor und nach der Finanzkrise liegen, was einen Einfluss auf die Ergebnisse haben kann.

Unsere Analysen führen zu folgenden Ergebnissen (Abbildung 39): In beiden Subperioden zeigte sich ein deutlicher Anstieg der Ausschüttungen, nachdem die aktivistischen Investoren interveniert haben (Hypothese 6a). Dabei fällt auf, dass das Niveau nach der Finanzkrise insgesamt höher war (Reduzierung der freien Cashflow-Probleme), dass aber der Anstieg in der ersten Periode stärker ausfiel. Dies könnte mit den noch vorherrschenden Strukturen der alten „Deutschland AG“ in den Leitungsgremien der Unternehmen zusammenhängen, die eher eine zurückhaltende Ausschüttungspolitik hatten.

Abbildung 39: Entwicklung von Finanzierung und Ausschüttungen rund um den Shareholder-Aktivismus (Subperioden)



Anmerkung: x-Achse – Jahre relativ zum Ereignisjahr 0

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Bei den Aktienrückkäufen lag das Niveau in der 2000–2006-Periode höher. Das ist die Periode, in der erstmals Aktienrückkäufe in Deutschland zugelassen wurden (Kontroll- und Transparenzgesetz von 1998) und insbesondere Unternehmen des Neuen Marktes verstärkt Aktienrückkäufe tätigten (Bessler, Drobetz und Seim, 2013, Bessler, Drobetz, Seim und Zimmermann, 2016). Nach der Finanzkrise reichen die liquiden Mittel dagegen oftmals nicht aus, um Aktien zurückzukaufen. Dividenden wurden aber wegen der negativen Signalwirkung weiterhin nicht reduziert.

In beiden Perioden sanken die liquiden Mittel nach der Intervention der Aktivisten (Hypothese 6b). Dabei war der Trend zwischen 2000 und 2006 stärker ausgeprägt. In beiden Zeiträumen ist zu erkennen, dass vor dem Ereignis die Verschuldung sinkt und anschließend wieder ansteigt (Hypothese 6c). Allgemein ist die Verschuldung in der ersten Periode höher.

6.1.4 Entwicklung der Unternehmensstrategie rund um den Shareholder-Aktivismus

Aufgrund der Theorien und der bisherigen empirischen Evidenz erwarten wir bei der Unternehmensstrategie – und postulieren deshalb auch in Hypothese 7 –, dass eine Beteiligung durch Aktivisten zu weniger eigenen Akquisitionen (7a), einem niedrigeren Beschäftigungsniveau (7b) und weniger Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) sowie CapEx (7c) führt.

Nach der aktivistischen Intervention waren weniger Zugänge von neuen Vermögenswerten aus Akquisitionen festzustellen (7a), was bedeuten könnte, dass die aktivistischen Investoren auf eine Reduzierung der M&A-Aktivität der Zielunternehmen hinwirken (Abbildung 40). Wir können deshalb festhalten, dass das Beschäftigungsniveau bereits vor der Intervention rückläufig war (Hypothese 7b). Daher kann man den Effekt des Shareholder-Aktivismus nicht direkt zuordnen.

Ferner beobachten wir weniger Investitionen in langfristige Anlagegüter (CapEx) sowie F&E (Hypothese 7c) nach dem Ereignis. Gemeinsam mit einer Erhöhung der Verschuldung und den Ausschüttungen konnten die aktivistischen Maßnahmen als erhebliche Beeinträchtigung für langfristige Investitionen und deren Finanzierung eingestuft werden. Daher konnten sie zwar kurzfristig zu positiven Bewertungseffekten führen, aber langfristig ergaben sich daraus negative Konsequenzen für das Zielunternehmen.

Abbildung 40: Entwicklung der Unternehmensstrategie rund um den Shareholder-Aktivismus



Anmerkung: x-Achse – Jahre relativ zum Ereignisjahr 0

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Subperioden: Entwicklung der Unternehmensstrategie rund um den Shareholder-Aktivismus

In der zweiten Periode (2009–2020) sanken die Zugänge aus Akquisitionen weiter und stiegen auch erst später wieder an (Hypothese 7a; Abbildung 41). Auch in den Teilperioden sank die Beschäftigungsquote kontinuierlich in den Jahren vor und nach dem Ereignis. Daher ist eine Zuordnung zum Aktivismus nicht eindeutig möglich (Hypothese 7b).

Insbesondere in der ersten Periode (2000–2006) war in den fünf Jahren vor dem Ereignis ein starker Rückgang bei den CapEx zu erkennen. Ansonsten ist zwischen den Perioden kein großer Unterschied festzustellen. Bei Ausgaben für F&E ist die Entwicklung insgesamt ähnlich, mit einem Rückgang nach der Beteiligung (Hypothese 7c), während im Zeitraum 2009–2020 mehr Zielunternehmen über entsprechende Investitionen berichteten.

Abbildung 41: Entwicklung der Unternehmensstrategie rund um den Shareholder-Aktivismus (Subperioden)



Anmerkung: x-Achse – Jahre relativ zum Ereignisjahr 0

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

6.2 Zwischenergebnis: Effekte auf Eigenschaften der Zielunternehmen

In Tabelle 18 (siehe Kapitel 6.7) fassen wir im blauen Rahmen die Ergebnisse der deskriptiven Analyse für die verschiedenen Hypothesentests kurz zusammen. Unsere Forschungsfrage war: Welche ökonomischen Konsequenzen ergeben sich für die Zielunternehmen durch den Shareholder-Aktivismus? Unsere Ergebnisse deuten darauf hin, dass nach dem Ereignis die Profitabilität der Zielunternehmen sank. Deshalb ist Hypothese 5c abzulehnen.

Dagegen entsprechen die Entwicklungen der Finanzierung und der Ausschüttungen den Erwartungen und Hypothesen, indem gestiegene Dividendenzahlungen und höhere Aktienrückkäufe nach einer aktivistischen Intervention zu beobachten sind. Das Ergebnis unterstützt unsere Hypothese 6a. Zudem sanken die liquiden Mittel und es stieg der Verschuldungsgrad nach der Attacke an. Beide Ergebnisse unterstützen unsere Hypothesen 6b und 6c.

In Bezug auf die Unternehmensstrategie sind unsere Beobachtungen konsistent mit dem bisherigen Schrifttum und unseren spezifizierten Hypothesen. Demzufolge finden wir weniger Akquisitionen der Zielunternehmen sowie einen Rückgang bei den Ausgaben für F&E und den Investitionsausgaben (CapEx; Hypothesen 7a und 7b).

Beim Beschäftigungsniveau stellen wir einen rückläufigen Trend bereits in den Jahren vor der Intervention der Aktivisten fest, der sich anschließend fortsetzt. Daher können wir diesen Rückgang nicht eindeutig den aktivistischen Investoren zuordnen, weshalb wir unsere Hypothese 7b nur eingeschränkt unterstützt sehen.

Es ist aber zu vermuten, dass der Rückgang in der Beschäftigung mit den Problemen im Unternehmen und dem ungenutzten Kurssteigerungspotenzial aus Sicht des Kapitalmarktes zusammenhängt, die erst zum Engagement des aktivistischen Investors geführt haben. Entlassungen im Rahmen von Restrukturierungen gehören leider zu jenen Maßnahmen, die oftmals, aber nicht immer, zu einem positiven Bewertungseffekt am Kapitalmarkt führen können. Deshalb ist es wichtig, potenzielle Angriffspunkte eines Aktivisten bereits in einem früheren Stadium zu antizipieren und insoweit zu vermeiden, wie dies unter ausgewogener Abwägung der Interessen aller Stakeholder möglich ist.

Alle beschriebenen Ergebnisse der Hypothesentests gelten jeweils für den gesamten Untersuchungszeitraum 2000–2020 sowie für die beiden Subperioden 2000–2006 und 2009–2020.

6.3 Unterschiede zwischen Ziel- und Kontrollunternehmen

6.3.1 Vorbemerkungen

In diesem Teil der Studie analysieren wir die Unternehmen, die zum Ziel von aktivistischen Investoren geworden sind. Dabei geht es zu verstehen, ob die Zielunternehmen besondere oder andere Eigenschaften als die nicht angegriffenen Unternehmen (Kontrollunternehmen) aufweisen. Dazu ermitteln wir die Differenzen zwischen Ziel- und Kontrollunternehmen aus dem CDAX, basierend auf Mittelwerten aus dem letzten Geschäftsjahr vor dem Shareholder-Aktivismus. Die Ergebnisse sind in Tabelle 5 zusammengefasst (siehe Kapitel 6.3.2).

Nach den umfangreichen Reformen im deutschen Corporate-Governance- und Finanzsystem zu Beginn des neuen Millenniums entwickelte sich zunächst ein Kontrollvakuum in den börsennotierten Unternehmen.

Dadurch kam eine Welle von aktivistischen Investoren an den deutschen Kapitalmarkt, die zu einer hohen Anzahl von aktivistischen Interventionen führte.

Nach dem Wegfall des speziellen Einflusses durch die Banken („Macht der Banken“), der durch Eigeninteressen geprägt war, waren viele Unternehmen zu diesem Zeitpunkt eher konservativ und aus der Perspektive des globalisierten Kapitalmarkts suboptimal aufgestellt. Deshalb konnten aktivistische Investoren mit ihren relativ einfachen finanzwirtschaftlichen Maßnahmen zeitnah Steigerungen der Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt erzielen.

Die stetig wachsende Anzahl von aktivistischen Ereignissen wurde erst durch die Finanzkrise nach 2007 unterbrochen und blieb anschließend auf einem niedrigen Niveau, bis sie sich ab 2015 wiederbelebte. Daher analysieren wir neben dem gesamten Zeitraum (2000–2020) auch die beiden Teil-Perioden, getrennt in die Perioden vor (2000–2006) und nach (2009–2020) der Finanzkrise. Aufgrund der besonderen ökonomischen Effekte der globalen Finanzkrise und des kurzen Zeitraums werden die Jahre 2007 und 2008 gesondert betrachtet.

In unseren weiteren Analysen erwarten wir, dass wir bestimmte Charakteristika der Zielunternehmen von aktivistischen Investoren beobachten können. Nach unserer Hypothese 1 haben Zielunternehmen eine geringere Größe (1a), sind unterbewertet (1b) und erzielen nur geringeres Wachstum (1c), weisen aber eine höhere operative Performance auf (1d). In Bezug auf die Finanzierungsstrategie und Ausschüttungspolitik erwarten wir, wie in Hypothese 2 zusammengefasst, höhere liquide Mittel (2a), niedrigere Dividenden, weniger Aktienrückkäufe (2b) und zudem einen geringeren Verschuldungsgrad (2c).

Bei der Strategie besteht laut Hypothese 3 die Vermutung, dass Unternehmen mit höheren F&E-Ausgaben (3a), höheren CapEx (3b) und hohem Diversifikationsgrad (3c) eher zum Ziel aktivistischer Investoren werden. Unsere Hypothese 4 drückt die Erwartung aus, dass Zielunternehmen eine geringere Eigentumskonzentration (4a) und einen höheren Anteil an institutionellen Investoren vorweisen (4b).

6.3.2 Zusammenfassung der Ergebnisse

Im Folgenden fassen wir die Ergebnisse für die verschiedenen Hypothesen zusammen, die sich aus dem Vergleich der Zielunternehmen mit den Kontrollunternehmen ergeben und diskutieren die Bedeutung für den Shareholder-Aktivismus in Deutschland. Die empirischen Ergebnisse und statistischen Tests sind in den Tabellen 5 und 6 dargestellt.

Tabelle 5: Differenzen zwischen Ziel- und Kontrollunternehmen vor dem Shareholder-Aktivismus (gesamter Untersuchungszeitraum)

2000–2020 (n=635)	Ziel-unternehmen	Kontroll-unternehmen	Differenz
Eigentumskonzentration	0,31	0,60	-0,29 ***
Finanzielle Sichtbarkeit			
Anzahl der Analysten	10,57	8,32	2,25 ***
institutionelles Eigentum	0,32	0,15	0,17 ***
Aktienliquidität (ln)	9,66	6,78	2,89 ***
Bewertung			
Markt-Buchwert-Verhältnis	1,666	1,612	0,055
Marktkapitalisierung (in Mio. €)	3.278,1	1.839,4	1,439 ***
Fundamentale Eigenschaften			
Umsatzwachstum	0,175	0,160	0,015
Gesamtkapitalrendite (RoA)	0,009	-0,022	0,032 ***
Eigenkapitalrendite (RoE)	0,068	-0,011	0,079 *
Cashflows	0,049	0,029	0,021 **
liquide Mittel	0,133	0,116	0,017 **
Ausschüttungsquote	0,185	0,191	-0,007
Verschuldungsquote	0,247	0,208	0,040 ***
F&E-Indikator	0,515	0,164	0,352 ***
CapEx-zu-Umsatz	0,052	0,057	-0,005
Herfindahl-Index für Umsatz	0,571	0,628	-0,057 ***
Eigenkapitalemissionen	0,035	0,030	0,005
Sachanlagenquote	0,209	0,216	-0,007

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Unsere Ergebnisse für die Corporate Governance in Tabelle 5 verdeutlichen, dass Zielunternehmen eine geringere Eigentümerkonzentration aufweisen als die Kontrollunternehmen (Hypothese 4a), wodurch die Einflussnahme der aktivistischen Investoren erleichtert wird. Zudem haben diese Zielunternehmen eine höhere finanzielle Sichtbarkeit am Kapitalmarkt, gemessen an der stärkeren Analystenabdeckung, einen höheren institutionellen Anteilsbesitz (Hypothese 4b) und eine höhere Handelsaktivität der Aktien.

Ferner finden wir zumindest teilweise eine höhere Marktkapitalisierung (Hypothese 1a), während die Differenz im Markt-Buchwert-Verhältnis statistisch nicht signifikant ist (Hypothese 1b). Zudem haben Zielunternehmen keine signifikant verschiedenen Wachstumsraten (Hypothese 1c), sind aber profitabler, gemessen an Cashflows, RoE, und RoA (Hypothese 1d).

Damit deuten unsere Ergebnisse darauf hin, dass aktivistische Investoren sich nicht nur kleinere, unterbewertete und langsam wachsende Unternehmen als Ziel aussuchen, sondern auch ökonomisch etablierte Unternehmen (zur Analyse der Unterbewertung vgl. Bessler und Vendrasco, 2022a).

Im finanzwirtschaftlichen Bereich verfügen die Zielunternehmen über höhere liquide Mittel (Hypothese 2a) und einen höheren Verschuldungsgrad (Hypothese 2c) als die Kontrollunternehmen. Hinsichtlich der Ausschüttungsquote (Hypothese 2b) ist die Differenz zwar negativ, aber insignifikant. Ferner weisen die Unternehmen häufiger Aufwendungen für F&E in den Geschäftsberichten aus¹⁵ (Hypothese 3a), während die Ausgaben für langfristige Anlagen (CapEx) nicht wesentlich anders sind (Hypothese 3b).

Das macht diese Unternehmen zu attraktiven Zielen von aktivistischen Investoren. Denn durch eine Anhebung der Ausschüttungen, durch eine Reduzierung der Investitionen und durch eine Erhöhung des Verschuldungsgrades lassen sich kurzfristig positive Bewertungseffekte am Kapitalmarkt realisieren. Das führt zu einer relativ besseren Aktien-Performance im Vergleich zu den Kontrollunternehmen.

Außerdem sind die Zielunternehmen stärker diversifiziert, gemessen an der Konzentration der Umsätze über die verschiedenen Produktsegmente (Hypothese 3c). Aus dieser Konstellation heraus können leicht eine Fokussierung auf das Kerngeschäft und Desinvestitionen von Geschäftsbereichen gefordert werden, die dann möglicherweise zu Kursanstiegen durch Wegfall des Bewertungsabschlags für ein Unternehmen mit breit gestreuten Geschäftsfeldern (Konglomerat) führen.

Insgesamt beobachten wir diese beschriebenen Unterschiede zwischen Ziel- und Kontrollunternehmen in den beiden Perioden 2000–2006 und 2009–2020 (Tabelle 6) sowie auch über den gesamten Untersuchungszeitraum (2000–2020).

¹⁵ Wir definieren eine Indikatorvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen im gegebenen Jahr Aufwendungen für Forschung und Entwicklung in den Geschäftsberichten angibt (Lagebericht, Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung oder Anhang), andernfalls ist der Wert 0.

Tabelle 6: Differenzen zwischen Ziel- und Kontrollunternehmen vor dem Shareholder-Aktivismus in den einzelnen Subperioden

	2000–2006 (n=231)			2007–2008 (n=187)			2009–2020 (n=235)		
	Ziel-untern.	Kon-troll-untern.	Diffe-renz	Ziel-untern.	Kon-troll-untern.	Diffe-renz	Ziel-untern.	Kon-troll-unter.	Diffe-renz
Eigentumskonzentration	0,37	0,64	-0,27 ***	0,27	0,59	-0,33 ***	0,29	0,56	-0,28 ***
Finanzielle Sichtbarkeit									
Anzahl der Analysten	9,73	7,16	2,57 ***	9,869	8,455	1,414	11,74	9,22	2,52 ***
institutionelles Eigentum	0,22	0,14	0,09 ***	0,31	0,19	0,13 ***	0,40	0,16	0,24 ***
Aktienliquidität (ln)	9,00	5,91	3,09 ***	9,750	6,537	3,22 ***	10,23	7,72	2,51 ***
Bewertung									
Markt-Buchwert-Verhältnis	1,486	1,590	-0,104	1,696	1,511	0,185*	1,817	1,657	0,16
Marktkapitalisierung (in Mio. €)	2.840,5	1.161,8	1.679 ***	2.200,2	1.432,4	767,8	4.572,2	2.624,6	1.948**

Fundamentale Eigenschaften									
Umsatzwachstum	0,105	0,200	-0,095	0,333	0,217	0,116	0,113	0,111	0,002
Gesamtkapitalrendite (RoA)	-0,035	-0,039	0,005	0,047	-0,023	0,07 ***	0,023	-0,003	0,026*
Eigenkapitalrendite (RoE)	0,056	-0,024	0,08	0,097	-0,034	0,132*	0,056	0,008	0,048
Cashflows	0,051	0,017	0,035**	0,058	0,025	0,033**	0,040	0,042	-0,003
liquide Mittel	0,110	0,095	0,015	0,149	0,116	0,033*	0,140	0,133	0,008
Ausschüttungsquote	0,114	0,149	-0,035	0,172	0,237	-0,066	0,247	0,215	0,032
Verschuldungsquote	0,294	0,202	0,092***	0,225	0,217	0,009	0,219	0,212	0,008
F&E-Indikator	0,472	0,162	0,31 ***	0,508	0,190	0,319 ***	0,565	0,160	0,406 ***
CapEx-zu-Umsatz	0,051	0,069	-0,018*	0,065	0,056	0,01	0,043	0,044	-0,001
Herfindahl-Index für Umsatz	0,536	0,614	-0,078***	0,620	0,673	-0,053*	0,563	0,632	-0,07***
Eigenkapitalemissionen	0,027	0,041	-0,015	0,039	0,033	0,007	0,038	0,022	0,017**
Sachanlagenquote	0,219	0,211	0,008	0,201	0,196	0,006	0,207	0,227	-0,02

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Bei der Bedeutung und der statistischen Signifikanz der verschiedenen Charakteristika ergeben sich einige wenige Veränderungen im Zeitablauf. Im Vergleich zur ersten Periode (2000–2006) haben die Zielunternehmen in der dritten Periode (2009–2020) nur insignifikant höhere Cashflows und eine höhere Verschuldung als die Kontrollunternehmen. Nach der Finanzkrise haben die aktivistischen Investoren ihre Kriterien bei der Auswahl der Zielunternehmen möglicherweise angepasst.

In Tabelle 17 (siehe Kapitel 6.7) fassen wir im roten Rahmen unsere Ergebnisse der deskriptiven Analysen für die Hypothesentests hinsichtlich der ersten Fragestellung („Welche Charakteristika haben die Zielunternehmen?“) kurz zusammen.

6.4 Wahrscheinlichkeit, zum Ziel eines aktivistischen Investors zu werden

6.4.1 Vorbemerkung

Eine der entscheidenden Fragen dieser Studie ist es zu verstehen, warum bestimmte Unternehmen zum Ziel von Angriffen aktivistischer Investoren werden und warum andere Unternehmen davon nicht betroffen sind. Entscheidend für die Beantwortung dieser Frage könnten bestimmte Charakteristika sein, die die eine Gruppe, aber nicht die andere Gruppe von Unternehmen aufweist. Im Wesentlichen soll in diesem Teil die Wahrscheinlichkeit dafür ermittelt werden, dass ein Unternehmen aufgrund seiner Charakteristika zum Ziel von aktivistischen Investoren wird oder werden könnte.

Da die drei Perioden sich voneinander unterscheiden und sich auch die Faktoren und die Wahrscheinlichkeiten im Zeitablauf ändern können, insbesondere in den Perioden vor und nach der Finanzkrise, untersuchen wir sowohl die Gesamtperiode als auch Teilperioden und vergleichen diese. Im nächsten Abschnitt wird die verwendete Methodik erläutert.

6.4.2 Logistische Regressionen

Mit (binär-)logistischen Regressionen (Logit-Modellen) schätzen wir die Bestimmungsfaktoren für die Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen zum Ziel eines aktivistischen Investors wird:

$$Ziel_{i,t} = \gamma' X_{i,t-1} + \varphi_{i,t} + \phi_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

In dieser Analyse ist die abhängige Variable eine Indikatorvariable ($Ziel_{i,t}$), die den Wert 1 annimmt, wenn in einem gegebenen Jahr t ein aktivistischer Investor eine Beteiligung im Zielunternehmen i aufgebaut hat, ansonsten ist der Wert 0. Die Untersuchung umfasst den gesamten Zeitraum (2000–2020) und verwendet alle Aktien des CDAX als Kontrollgruppe. Unabhängige Variablen sind die Identität des größten Aktionärs, die Sichtbarkeit der Aktie am Kapitalmarkt und die Bewertung des Zielunternehmens. Anhand von verschiedenen Kennzahlen aus der Rechnungslegung testen wir u.a. die Effekte von potenziellen Agency-Problemen zwischen Vorstand und Aktionären.

Alle Variablen werden mit einer Verzögerung von einem Jahr ($t-1$) in die Regression einbezogen ($X_{i,t-1}$). Um spezifische Effekte aus einzelnen Jahren ($\varphi_{i,t}$) und Industrien ($\phi_{i,t}$) in den Schätzungen zu berücksichtigen, beinhaltet die Modellspezifikation entsprechende Indikatorvariablen („fixed effects“). Zudem benutzen wir robuste Standardfehler auf Unternehmensebene ($\varepsilon_{i,t}$).

6.4.3 Zusammenfassung der Ergebnisse: Logistische Regressionsanalysen

In Tabelle 7 stellen wir die Ergebnisse für den gesamten Untersuchungszeitraum 2000–2020 und die Finanzkrise dar. Es zeigt sich, dass größere Unternehmen eine geringere Wahrscheinlichkeit haben, zum Ziel von aktivistischen Investoren zu werden (Hypothese 1a). Eine mögliche Erklärung ist, dass in diesem Fall mehr Kapital investiert werden muss, um einen maßgeblichen Einfluss aufzubauen.

Interessanterweise ergeben die statistischen Tests, dass der Effekt einer Unterbewertung, gemessen am Marktwert-Buchwert-Verhältnis, insignifikant ist (Hypothese 1b). Das bedeutet, dass aktivistische Investoren nicht ausschließlich in derzeit vom Kapitalmarkt unterbewertete Aktien investieren. Das könnte auch bedeuten, dass die aktivistischen Investoren, aber nicht der Kapitalmarkt, die Probleme des Unternehmens erkannt haben. Wir finden, dass Zielunternehmen ein höheres Umsatzwachstum vorweisen (Hypothese 1c) und eher profitabel sind (Hypothese 1d).

Tabelle 7: Wahrscheinlichkeit, zum Ziel eines aktivistischen Investors zu werden (gesamter Untersuchungszeitraum und Finanzkrise)

Modell	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Periode	2000–2020	2000–2020	2000–2020	2000–2020	2000–2020	2007–2008	2007–2008	2007–2008	2007–2008	2007–2008
Konstante	-5,5446 ***	-5,8365 ***	-7,8340 ***	-4,6516 ***	-3,4220 ***	-3,5558 ***	-4,7533 ***	-5,0472 ***	-3,3411 ***	-2,6683*
Identität des größten Aktionärs										
Bank (t-1)	-0,2997*				0,3808	-1,4431				
Unternehmen (t-1)	-0,4027 ***				-0,1381	-0,4398**				0,0172
Staat (t-1)	0,7112 ***				0,4919**	1,062				1,3082
Privataktionär/Familien (t-1)	-0,3009 ***				-0,2198*	-0,1863				-0,137

Modell	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Periode	2000–2020	2000–2020	2000–2020	2000–2020	2000–2020	2007–2008	2007–2008	2007–2008	2007–2008	2007–2008
Sichtbarkeit am Kapitalmarkt										
Indexmitgliedschaft (t–1)		0,4590 ***			0,5549 ***		0,3202			0,0687
Analystenabdeckung (t–1)		0,6542 ***			0,6530 ***		0,9836 **			0,696
institutionelles Eigentum (t–1)		1,1198 ***			0,9993 ***		1,0911 **			2,1586 **
Aktienliquidität (ln) (t–1)		0,0168			0,0621 **		0,0212			0,047
Bewertung										
Markt-Buchwert-Verhältnis (t–1)			0,0454		0,0643			0,0147		-0,3305 *
Marktkapitalisierung (ln) (t–1)			0,1542 ***		-0,1348 ***			0,1269 ***		-0,1205

Modell	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Periode	2000–2020	2000–2020	2000–2020	2000–2020	2000–2020	2007–2008	2007–2008	2007–2008	2007–2008	2007–2008
Fundamentale Eigenschaften										
Umsatzwachstum (t-1)				0,1137*	0,1765*				0,2231*	0,4547**
Gesamtkapitalrendite RoA (t-1)				0,4728	0,132				1,8236**	2,0139
liquide Mittel (t-1)				0,5006	0,3628				0,2963	-0,043
Ausschüttungsquote (t-1)				-0,0812	-0,189				-0,116	0,1864
Verschuldungsquote (t-1)				-0,017	-0,0780***				-0,0123	-0,1393
F&E-zu-Umsatz (t-1)				-0,4631	-2,3779**				2,9738*	2,0873
CapEx-zu-Umsatz (t-1)				0,0016	0,0013				0,0116***	0,0112**
Herfindahl-Index für Umsatz (t-1)				-0,6102***	0,0972				-0,1156	0,3608
Jahres- und Industrie-Effekte	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
pseudo-R ²	0,0941	0,0944	0,0981	0,0753	0,0967	0,0933	0,1167	0,0865	0,0907	0,157
Beobachtungen	18.696	10.774	18.153	12.673	8.304	1.961	1.041	1.920	1.321	793

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Dabei haben die Höhe der liquiden Mittel (Hypothese 2a) oder die Ausschüttungen durch Dividenden und Aktienrückkäufe (Hypothese 2b) keinen signifikanten Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit, zum Ziel eines aktivistischen Investors zu werden. Im Gegensatz dazu haben Unternehmen mit einem geringeren Verschuldungsgrad eine höhere Wahrscheinlichkeit, angegriffen zu werden (Hypothese 2c). Damit sind sie attraktive Ziele für die aktivistischen Investoren, die mit ihren Maßnahmen versuchen, potentielle Agency-Konflikte aus frei verfügbaren Cashflows zu reduzieren und dadurch Kursteigerungen zu erzielen.

Bei niedrigeren Investitionen in F&E sind Unternehmen interessantere Ziele für aktivistische Investoren (Hypothese 3a), während Investitionen in langfristige Anlagegüter (CapEx) nicht signifikant sind (Hypothese 3b). Ebenfalls eine höhere Diversifikation über unterschiedliche Produktsegmente macht ein aktives Eingreifen von aktivistischen Investoren wahrscheinlicher (Hypothese 3c).

Unternehmen mit einem hohen institutionellen Anteilsbesitz werden ceteris paribus häufiger angegriffen (Hypothese 4b), weil die Aktivisten wegen ihrer niedrigen Beteiligungshöhe auf die Unterstützung von anderen institutionellen Investoren angewiesen sind. Beide Gruppen sind an einer Wertsteigerung interessiert und haben oftmals ähnliche Auffassungen über gute Corporate Governance und ungenutztes Wertschöpfungspotenzial.

Darüber hinaus finden wir eindeutige Evidenz dafür, dass eine höhere Sichtbarkeit am Kapitalmarkt, die wir mit der Mitgliedschaft in renommierter Auswahlindizes (DAX, MDAX, SDAX, TecDAX) messen, eine regelmäßige Veröffentlichung von Analystenberichten sowie eine höhere Handelsaktivität der Aktie (Liquidität) die Wahrscheinlichkeit signifikant erhöhen, dass eine Attacke durch aktivistische Investoren erfolgen wird. Alle diese Eigenschaften reduzieren potentielle Informationsasymmetrien erheblich und erleichtern eine aktivistische Intervention.

In der Krisenperiode 2007–2008 ist es nicht überraschend, dass ökonomische Stabilität ein wichtiger Faktor für die Investoren ist, sodass größere Unternehmen (Hypothese 1a) mit mehr Umsatzwachstum (Hypothese 1c) und höherer Profitabilität (Hypothese 1d) attraktive Zielunternehmen darstellen. Zudem sind mehr Investitionen in F&E und langfristige Anlagegüter (CapEx; Hypothesen 3a und 3b) positiv mit der Wahrscheinlichkeit einer aktivistischen Intervention verbunden. Im Gegensatz dazu zeigt sich über den gesamten Untersuchungszeitraum 2000–2020 eine geringere Wahrscheinlichkeit, ein Ziel zu werden, wenn die F&E-Aufwendungen hoch sind.

Insgesamt deuten unsere Ergebnisse darauf hin, dass aktivistische Investoren in Krisenzeiten eine etwas andere Strategie verfolgen, und da-

her eher wirtschaftlich stabilere Unternehmen aussuchen, die ein höheres Umsatzwachstum und eine höhere Rentabilität aufweisen sowie Investitionen in F&E und CapEx tätigen. Ein größerer institutioneller Anteilsbesitz steigert ebenfalls die Attraktivität eines Zielunternehmens (Hypothese 4b).

In Tabelle 8 sind die Ergebnisse für die beiden Teilperioden vor und nach der Finanzkrise dargestellt. In der Zeit vor der Finanzkrise (2000–2006) werden größere Unternehmen (Hypothese 1a) eher zum Ziel von aktivistischen Investoren, die zudem eine geringere Verschuldungsquote (Hypothese 2c), weniger Investitionen in CapEx (Hypothese 3b) und einen höheren Diversifikationsgrad der Umsätze über verschiedene Produktsegmente (Hypothese 3c) aufweisen. Ferner erhöht ein höherer Börsenumsatz, also eine größere Handelsaktivität der Aktie (Liquidität), die Wahrscheinlichkeit, Zielunternehmen zu werden.

Für die Periode nach der Finanzkrise von 2009–2020 finden wir, dass eher kleinere Unternehmen (Hypothese 1a) mit höherem Markt-Buchwert-Verhältnis (Hypothese 1b) zum Ziel der aktivistischen Investoren wurden. Auch hier achten die Aktivisten auf Umsatzwachstum (Hypothese 1c), mehr Profitabilität (Hypothese 1d) und einen niedrigen Verschuldungsgrad (Hypothese 2c).

Diese Charakteristika fungieren als glaubwürdiges Signal für die Investoren, dass ausreichend ungenutztes Potenzial in dem Zielunternehmen vorhanden ist, um mit ihren Maßnahmen die Kapitalmarktbewertung des Unternehmens zu steigern. Da die Unterstützung in der breiten Aktionärsbasis förderlich für den Erfolg der Intervention ist, finden wir auch hier eine höhere Wahrscheinlichkeit dafür, dass Unternehmen mit höherem institutionellen Anteilsbesitz eher zum Ziel von aktivistischen Investoren werden (Hypothese 4b).

Insgesamt können wir festhalten, dass nach der Finanzkrise solidere ökonomische Verhältnisse in den Zielunternehmen vorzufinden sind, die die aktivistischen Investoren ermutigen, bei diesen Unternehmen zu intervenieren. Demzufolge hatten Zielunternehmen zwischen 2009 und 2020 ein höheres Umsatzwachstum und eine bessere operative Performance (RoA) als Zielunternehmen in der ersten Periode.

Zudem schrecken die aktivistischen Investoren auch nicht mehr vor möglichen Überbewertungen, gemessen am Markt-Buchwert-Verhältnis, zurück. Das stetig ansteigende Bewertungsniveau am Aktienmarkt nach der Finanzkrise deutet darauf hin, dass die aktivistischen Investoren gute Timing-Fähigkeiten bewiesen. Ansonsten sind die Eigenschaften von typischen Zielunternehmen in beiden Perioden vergleichbar.

Tabelle 8: Wahrscheinlichkeit, zum Ziel eines aktivistischen Investors zu werden (Subperioden 2000–2006 und 2009–2020)

Modell	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Periode	2000–2006	2000–2006	2000–2006	2000–2006	2000–2006	2009–2020	2009–2020	2009–2020	2009–2020	2009–2020
Konstante	-5,6212 ***	-5,9545 ***	-7,9069 ***	-5,1191 ***	-4,9916 ***	-4,0335 ***	-5,6216 ***	-6,8028 ***	-4,0457 ***	-4,6522 ***
Identität des größten Aktionärs										
Bank (t-1)	0,6029				1,6806 ***	-1,4431				
Unternehmen (t-1)	-0,4127**				-0,7018**	-0,4398**				0,0172
Staat (t-1)	0,3265				-0,209	1,062				1,3082
Privataktionär/Familien (t-1)	-0,2348				-0,135	-0,1863				-0,137
Sichtbarkeit am Kapitalmarkt										
Indexmitgliedschaft (t-1)		0,2107			0,4191		0,7116 ***			0,7399 ***
Analystenabdeckung (t-1)		0,0315			0,3083		2,0982 ***			2,1254**
institutionelles Eigentum (t-1)		0,3742			-0,6393		1,4443 ***			1,4598 ***
Aktienliquidität (ln) (t-1)		0,0843 ***			0,1027**		-0,0550*			0,0161

Modell	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Periode	2000–2006	2000–2006	2000–2006	2000–2006	2000–2006	2009–2020	2009–2020	2009–2020	2009–2020	2009–2020
Bewertung										
Markt-Buchwert-Verhältnis (t-1)			-0,0362		-0,0332			0,1252 **		0,1429 *
Marktkapitalisierung (ln) (t-1)			0,1615 ***		-0,0158			0,1754 ***		-0,1190 **

Modell	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Periode	2000–2006	2000–2006	2000–2006	2000–2006	2000–2006	2009–2020	2009–2020	2009–2020	2009–2020	2009–2020
Fundamentale Eigenschaften										
Umsatzwachstum (t-1)				-0,0751	-0,3107				0,1913*	0,2777*
Gesamtkapitalrendite RoA (t-1)				-0,4264	-0,8019				1,2752*	0,8094
liquide Mittel (t-1)				0,142	0,7837				0,617	0,4981
Ausschüttungsquote (t-1)				-0,1454	-0,1053				-0,0489	-0,4463
Verschuldungsquote (t-1)				-0,0126	-0,0986**				-0,0331**	-0,0565**
F&E-zu-Umsatz (t-1)				-1,6564	-2,2052				-1,0293	-2,9517
CapEx-zu-Umsatz (t-1)				-0,0134**	-0,0137*				-0,0009	-0,0011
Herfindahl-Index für Umsatz (t-1)				-1,4258***	-0,3732				-0,3046	0,1744
Jahres- und Industrie-Effekte	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
pseudo-R ²	0,0774	0,0701	0,0874	0,0605	0,0879	0,0444	0,0738	0,0527	0,0472	0,0852
Beobachtungen	6524	3345	6511	3863	2193	9934	6345	9601	7404	5217

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

In Tabelle 17 (siehe Kapitel 6.7) fassen wir im blauen Rahmen unsere Ergebnisse der logistischen Regressionen für die Hypothesentests kurz zusammen. Die Fragestellung war: Welche Charakteristika haben Zielunternehmen von aktivistischen Investoren? Interessanterweise waren die Höhe der Ausschüttungsquote und liquiden Mittel keine relevanten Variablen für die Wahrscheinlichkeit, ein Zielunternehmen zu werden.

Wenn aktivistische Investoren einen signifikanten positiven Einfluss auf die Unternehmen und auf die Bewertung am Kapitalmarkt ausüben können, dann sollten sich signifikante Unterschiede bei bestimmten Charakteristika vor und nach dem Engagement zeigen. Unsere bisherigen Ergebnisse deuten auf bestimmte Eigenschaften der Unternehmen hin, die Ziel von aktivistischen Interventionen werden. Nachfolgend vergleichen wir daher die Unternehmenscharakteristika der Zielunternehmen vor und nach dem Einstieg der aktivistischen Investoren mithilfe einer Regressionsanalyse.

6.5 Vor dem Aktivismus – Charakteristika von Zielunternehmen (Regressionsanalysen)

6.5.1 Vorbemerkung

Um die Entwicklung der Eigenschaften von Zielunternehmen im Zeitverlauf zu untersuchen, führen wir Regressionsanalysen durch. Dadurch können wir aktienspezifische und marktweite Faktoren kontrollieren und die statistische Signifikanz unserer Ergebnisse testen. Für die langfristigen Entwicklungen untersuchen wir die Unternehmenseigenschaften in den fünf Jahren vor der aktivistischen Einflussnahme ($t=0$) sowie in den fünf Jahren danach. Wie in der deskriptiven Analyse unterteilen wir die untersuchten Variablen in vier Kategorien:

- Wachstum und Performance,
- Finanzierung und Ausschüttungen,
- Unternehmensstrategie und
- Corporate Governance.

In den OLS-Regressions werden die Kennzahlen aus diesen Kategorien als abhängige Variablen und je eine Indikatorvariable für jedes der fünf Jahre vor und nach dem Ereignis als erklärende Variablen ($t \pm x$) verwendet. Zudem berücksichtigen wir den Marktwert des Unternehmens sowie Industrieeffekte und Jahreseffekte („fixed effects“), um den Zeitrend in den Kennzahlen und den Einfluss von industrie- und marktweiten Faktoren zu kontrollieren. In allen Regressionen werden die Standardfehler auf

der Unternehmensebene geclustert. Die Analyse umfasst als Kontrollgruppe alle Aktien von Unternehmen aus dem CDAX, die über den Zeitraum 2000–2020 nicht zum Zielunternehmen aktivistischer Investoren geworden sind.

Die Koeffizienten der Indikatorvariablen $(t-5)$, $(t-2) \dots (t+5)$ können als Differenz-von-Differenzen interpretiert werden. Wir ermitteln zunächst die industrie- und jahresbereinigten abhängigen Variablen, indem wir von jeder Beobachtung den Durchschnittswert aller Unternehmen *dieselben Jahres* und *derselben Industrie über alle Jahre hinweg* abziehen. Schließlich schätzen wir dann die Differenzen dieser industrie- und jahresbereinigten abhängigen Variablen zwischen den *Zielunternehmen* und *Nicht-Zielunternehmen* in den einzelnen Jahren vor und nach dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis $((t-5), (t-2) \dots (t+5))$. Bei unserer Vorgehensweise folgen wir einer US-Studie über die langfristigen Effekte des Shareholder-Aktivismus von Bebchuk et al. (2015).

6.5.2 Ergebnisse von Bewertung und Performance, Finanzierungen und Ausschüttungen

Hinsichtlich der Marktkapitalisierung deuten die Ergebnisse darauf hin, dass das Niveau in allen Jahren vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis niedriger war (Hypothese 1a; Tabelle 9–12). In den Jahren vor dem Shareholder-Aktivismus finden wir keinen signifikanten Unterschied im Verhältnis von Marktwert zu Buchwert der Zielunternehmen (Hypothese 1b). Das Wachstum war in dieser Zeit höher im Vergleich zu Kontrollunternehmen (Hypothese 1c). Gemessen an der Gesamtkapitalrendite (RoA) finden wir keine schwächere operative Performance der Zielunternehmen im Vorfeld der aktivistischen Interventionen (Hypothese 1d).

Vor der Attacke durch aktivistische Investoren verfügten die Zielunternehmen über signifikant höhere liquide Mittel als die Kontrollunternehmen (Hypothese 2a). Unsere Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Zielunternehmen der aktivistischen Investoren vor dem Einstieg weniger Dividenden ausschütteten (Hypothese 2b). Der Verschuldungsgrad war bei den Zielunternehmen zum Zeitpunkt der Intervention durch die aktivistischen Investoren höher, ein Trend, der bereits in den Jahren zuvor beginnt (Hypothese 2c).

Tabelle 9: Entwicklung der Eigenschaften vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (gesamter Untersuchungszeitraum)

Hypothese	1a	1b	1c	1d	2a	2b	2c	3a	3b	3c	4a	4b
Abhängige Variable	Market Cap	Markt-zu-Buch	Wachstum	Profita-bilität	Liquide Mittel	Divi-denden	Verschul-dung	F&E	CapEx-zu-Umsatz	Her-findahl-Index für Umsatz	Eigen-tum-konzen-tration	Institu-tioneller Besitz
t-5	-296	0,0281	0,0486*	-0,0005	0,0062	-0,0080	0,0020	0,0726 ***	0,0051	0,0050	-0,0731 ***	0,0509 ***
t-4	-729 **	-0,0440	0,0734 ***	-0,0020	0,0133 **	0,0054	0,0093	0,0724 ***	-0,0030	0,0101	-0,0638 ***	0,0629 ***
t-3	-906 **	-0,0009	0,0279	-0,0030	0,0104 *	-0,0286 *	0,0135	0,0536 ***	-0,0017	-0,0015	-0,0823 ***	0,0707 ***
t-2	-1.258 ***	0,0251	0,0420 *	-0,0097 *	0,0195 ***	-0,0115	0,0123	0,0389 **	0,0027	-0,0013	-0,0937 ***	0,0788 ***
t-1	-1.529 ***	0,0441	-0,0083	-0,0064	0,0169 ***	-0,0273 *	0,0131	0,0270	0,0037	-0,0010	-0,0862 ***	0,0917 ***
t=Ereignis	-15.234 ***	0,0212	0,0317	-0,0088 *	0,0130 **	0,0004	0,0110	0,0207	-0,0003	0,0037	-0,0665 ***	0,1207 ***
Market Cap (ln)	3.132 ***	0,0380 ***	0,0099 ***	0,0178 ***	-0,0113 ***	0,0216 ***	-0,0043 *	0,0577 ***	0,0018 ***	-0,0432 ***	-0,0177 ***	0,0266 ***
Jahr & Ind. FE	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Post-Ereignis	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
R ²	0,4329	0,1204	0,0795	0,1187	0,0917	0,0436	0,1019	0,3939	0,1204	0,1920	0,0810	0,2127
Beobachtungen	17.307	17.221	16.504	17.221	15.093	16.668	17.178	17.307	16.612	16.335	13.857	12.545

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Tabelle 10: Entwicklung der Eigenschaften vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2000–2006)

Hypothese	1a	1b	1c	1d	2a	2b	2c	3a	3b	3c	4a	4b
Abhängige Variable	Market Cap	Markt-zu-Buch	Wachstum	Profita-bilität	Liquide Mittel	Divi-denden	Verschul-dung	F&E	CapEx-zu-Umsatz	Her-findahl-Index für Umsatz	Eigen-tum-konzen-tration	Institu-tioneller Besitz
t-5	-872	0,2424	0,2084 *	-0,0168	0,0301 *	-0,0324	0,0628 ***	0,1536 ***	0,0323 ***	0,0016 **	-0,1892 ***	0,0709 ***
t-4	-1.398 ***	-0,0744	0,1142	-0,0081	0,0358 **	-0,0125	0,0821 ***	0,1909 ***	-0,0019	0,0011 *	-0,2079 ***	0,0824 ***
t-3	-1.683 ***	-0,0523	-0,0054	-0,0101	0,0179 *	-0,0323	0,1025 ***	0,1315 ***	-0,0031	0,0008	-0,2331 ***	0,0582 ***
t-2	-1.991 ***	-0,0687	0,0456	-0,0333 **	0,0268 **	-0,0314	0,0944 ***	0,1471 ***	-0,0036	0,0009 *	-0,2453 ***	0,0519 ***
t-1	-2.138 ***	-0,0620	-0,0964 ***	-0,0329 **	0,0155	-0,0581 ***	0,0844 ***	0,1093 ***	-0,0039	0,0014 **	-0,2430 ***	0,0577 ***
t=Ereignis	-2,133 ***	-0,0478	-0,0447	-0,0331 **	0,0217 **	-0,0285	0,0714 ***	0,0656 **	-0,0069	0,0012 **	-0,2550 ***	0,0894 ***
Market Cap (ln)	2,319 ***	0,0472 **	0,0203 ***	0,0299 ***	-0,0115***	0,0239 ***	-0,0039	0,0680 ***	0,0036 ***	-0,0006 ***	-0,0064	0,0196 ***
Jahr & Ind. FE	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Post-Ereignis	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
R ²	0,4729	0,1112	0,1062	0,1706	0,0971	0,0583	0,1137	0,3871	0,1154	0,2282	0,2731	0,2433
Beobachtungen	7.609	7.593	7.036	7.593	5.818	7.128	7.561	7.609	7.192	7.449	5.481	4.428

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Tabelle 11: Entwicklung der Eigenschaften vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2007–2008)

Hypothese	1a	1b	1c	1d	2a	2b	2c	3a	3b	3c	4a	4b
Abhängige Variable	Market Cap	Markt-zu-Buch	Wachstum	Profita-bilität	Liquide Mittel	Divi-denden	Verschul-dung	F&E	CapEx-zu-Umsatz	Her-findahl-Index für Umsatz	Eigen-tum-konzen-tration	Institu-tioneller Besitz
t-5	-787	0,0258	0,2415*	0,0816	0,0180	-0,0045	0,0244	0,0337	0,0114	0,1179 ***	0,0036	0,0878 ***
t-4	-1.993 **	0,1053	0,3041	0,0422	0,0413	0,0228	0,0018	0,0750	0,0206	0,1363 **	-0,0741	0,1509 ***
t-3	-2.524 **	0,1726	0,133	0,0212	0,0335	0,0098	-0,0146	0,1512	0,0285	0,1214 *	-0,1656 **	0,1331 **
t-2	-2.312 ***	0,1973	0,2338	0,0230	0,0399	0,0487	0,0069	0,1027	0,0363	0,0919 *	-0,2334 ***	0,1458 ***
t-1	-2.117 ***	0,0794	0,0827	0,0210 *	0,0231	0,0131	0,0237	0,0875 *	0,0202	0,0430	-0,2459 ***	0,1623 ***
t=Ereignis	-1.881 ***	-0,1570 *	0,0071	0,0135	0,0118	0,0075	0,0461 **	0,0984 ***	0,0011	0,0218	-0,2267 ***	0,1525 ***
Market Cap (ln)	1.887 ***	0,0525 ***	0,0147 **	0,0239 ***	-0,0096***	0,0298 ***	-0,0102 **	0,0598 ***	0,0040 ***	-0,0500***	-0,0103 *	0,0279 ***
Jahr & Ind. FE	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Post-Ereignis	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
R ²	0,4208	0,1206	0,0873	0,1425	0,1198	0,0635	0,1229	0,4309	0,0934	0,2855	0,1771	0,2134
Beobachtungen	3.969	3.951	3.927	3.951	3.329	3.810	3.938	3.969	3.751	3.463	3.008	2.638

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Tabelle 12: Entwicklung der Eigenschaften vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2009–2020)

Hypothese	1a	1b	1c	1d	2a	2b	2c	3a	3b	3c	4a	4b
Abhängige Variable	Market Cap	Markt-zu-Buch	Wachstum	Profita-bilität	Liquide Mittel	Divi-denden	Verschul-dung	F&E	CapEx-zu-Umsatz	Her-findahl-Index für Umsatz	Eigen-tum-konzen-tration	Institu-tioneller Besitz
t-5	-1.901 ***	0,0857	0,0072	0,0033	0,012	0,0043	-0,0052	0,0636 **	-0,0060 **	-0,0066	-0,1910 ***	0,0841 ***
t-4	-2.045 ***	0,0742	0,0197	-0,0162	0,0096	0,0250	0,0001	0,0587 **	-0,0057 **	0,0006	-0,1526 ***	0,0931 ***
t-3	-2.018 ***	0,1035	0,0122	-0,0110	0,0181 *	0,0003	-0,010	0,0767 ***	-0,0058	-0,0044	-0,1629 ***	0,1217 ***
t-2	-2.575 ***	0,1234	0,0670	-0,0159	0,0230 **	0,0158	-0,0131	0,0496	-0,0044	-0,0037	-0,1704 ***	0,1393 ***
t-1	-2.696 ***	0,1255	0,0618 *	-0,0059	0,0264 **	-0,0157	-0,0056	0,0529 *	-0,0017	-0,0056	-0,1762 ***	0,1586 ***
t=Ereignis	-2,649 ***	0,0171	0,0831 *	-0,0171 **	0,0204 **	-0,0245	-0,0079	0,0697 **	-0,0062 *	-0,0120	-0,1559 ***	0,1917 ***
Market Cap (ln)	2,517 ***	0,0084	0,0027	0,0204 ***	-0,0133 ***	0,0247 ***	0,0045	0,0546 ***	0,0007	-0,0419 ***	-0,0230 ***	0,0259 ***
Jahr & Ind. FE	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Post-Ereignis	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
R ²	0,4087	0,119	0,0670	0,1120	0,1027	0,0633	0,0758	0,3853	0,0846	0,1973	0,1707	0,2553
Beobachtungen	7.421	7.344	7.318	7.343	6.525	6.997	7.273	7.421	6.989	6.399	5.845	5.479

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

6.5.3 Ergebnisse Unternehmensstrategie und Corporate Governance

Bevor Unternehmen zum Ziel von aktivistischen Investoren werden, hatten sie in den Jahresabschlüssen wesentlich höhere Ausgaben für Investitionen in Forschung und Entwicklung berichtet (Hypothese 3a). Dagegen sind unsere Ergebnisse für die langfristigen Anlagegüter (CapEx) nicht signifikant (Hypothese 3b). In Bezug auf die Diversifikation der Unternehmen, die wir anhand der Umsätze über verschiedene Produktsegmente messen (Herfindahl-Hirschman-Index), haben wir in den Jahren vor dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis keine signifikanten Zusammenhänge feststellen können (Hypothese 3c).

In den Jahren vor dem Einschreiten der aktivistischen Investoren ist eine signifikant geringere Eigentümerkonzentration als in den Kontrollunternehmen festzustellen (Hypothese 4a). Damit werden die Unternehmen zu attraktiven Zielen, die keine konzentrierte Aktionärsstruktur hatten und bei denen eine aktive Einflussnahme aufgrund des hohen Streubesitzes einfacher ist.

Zudem hatten die Zielunternehmen einen höheren Anteil an institutionellen und ausländischen Investoren (Hypothese 4b). Denn die aktivistischen Investoren sind auf die Unterstützung von anderen institutionellen Investoren angewiesen, die ähnliche Ziele verfolgen und eine entsprechende Vorstellung von guter Corporate Governance haben. Im Wesentlichen finden die Aktivisten dann Unterstützung, wenn sie Maßnahmen ergreifen wollen, die den Aktienkurs steigern können.

Eine Zusammenfassung der Hypothesentests findet sich in Tabelle 17 (siehe Kapitel 6.7) im grünen Rahmen

6.6 Nach dem Aktivismus – Konsequenzen für Zielunternehmen (Regressionsanalysen)

In Tabelle 13 stellen wir die Ergebnisse der Regressionen für die Konsequenzen des Shareholder-Aktivismus auf die Zielunternehmen über den gesamten Untersuchungszeitraum (2000–2020) dar. In den Tabellen 14–16 sind die Ergebnisse für die einzelnen Subperioden abgebildet.

Tabelle 13: Entwicklung der Eigenschaften nach dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (gesamter Untersuchungszeitraum)

Hypothese	5c	5c	6a	6a	6b	6c	7a	7b	7c	7c
Abhängige Variable	Return on Assets	Return on Equity	Dividenden	Aktien-rückkäufe	Liquide Mittel	Verschul-dung	Akqui-sitionen	Beschäf-tigung	F&E	CapEx-zu-Umsatz
t=Ereignis	-0,0088 *	-0,0420	0,0004	0,0091	0,0130 **	0,0110	0,0005	0,0002	0,0207	-0,0003
t+1	-0,0173***	-0,0240	-0,0265	0,0053	0,0059	0,0197 **	0,0008	0,0002	0,0099	-0,0047 **
t+2	-0,0132 **	-0,0714***	-0,0052	0,0123 *	0,0013	0,0120	-0,0025 *	0,0004 *	0,0146	-0,0045 **
t+3	-0,0226***	-0,0293	0,0018	0,0029	-0,0067	0,0241 **	0,0013	0,0005 *	0,0246	-0,0026
t+4	-0,0089	-0,0252	-0,0416 **	-0,0184***	0,0013	0,0202 **	-0,0017	0,0005 *	0,0070	-0,0022
t+5	-0,0024	-0,0703 **	-0,0152	0,0034	0,0033	0,0188 **	-0,0002	0,0003	0,0079	-0,0004
Market Cap (ln)	0,0178***	0,0368***	0,0216***	0,0052***	-0,0113***	-0,0043 *	0,0010***	-0,0005***	0,0577***	0,0018***
Jahr & Ind. FE	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Pre-Ereignis	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
R ²	0,1187	0,0330	0,0436	0,0379	0,0917	0,1019	0,0492	0,211	0,3939	0,1204
Beobachtungen	17.221	17.201	16.668	13.765	15.093	17.178	13.580	18.307	17.307	16.612

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10j-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Tabelle 14: Entwicklung der Eigenschaften nach dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2000–2006)

Hypothese	5c	5c	6a	6a	6b	6c	7a	7b	7c	7c
Abhängige Variable	Return on Assets	Return on Equity	Dividenden	Aktien-rückkäufe	Liquide Mittel	Verschul-dung	Akqui-sitionen	Beschäf-tigung	F&E	CapEx-zu-Umsatz
t=Ereignis	-0,0331 **	-0,1647 *	-0,0285	0,0210 **	0,0217 **	0,0714 ***	0	0,0012 **	0,0656 **	-0,0069
t+1	-0,0160	-0,0683	-0,0204	0,0085	0,0087	0,0590 ***	0,0043	0,0009 *	0,0365	-0,0104 ***
t+2	-0,0194	-0,1091 *	-0,0029	0,0004	0,0028	0,0373 **	-0,0011	0,0011 **	0,0174	-0,0116 ***
t+3	-0,0352 **	-0,0199	0,0063	0,0172	-0,0158	0,0424 ***	0,0052	0,0008 **	0,0240	-0,0073 *
t+4	0,0044	0,0791	-0,0355	-0,0102	-0,0115	0,0270 *	0,0020	0,0005	-0,0062	-0,0050
t+5	0,0076	-0,0249	0,0443	0,0149	-0,0094	0,0165	0,0026	0,0001	0,0120	-0,0045
Market Cap (ln)	0,0299 ***	0,0381 ***	0,0239 ***	0,0021 **	-0,0115 ***	-0,0039	0,0008 **	-0,0006 ***	0,0680 ***	0,0036 ***
Jahr & Ind. FE	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Pre-Ereignis	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
R ²	0,1706	0,0287	0,0583	0,0585	0,0971	0,1137	0,0513	0,2282	0,3871	0,1154
Beobachtungen	7.593	7.578	7.128	5.038	5.818	7.561	4.691	7.449	7.609	7.192

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Tabelle 15: Entwicklung der Eigenschaften nach dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2007–2008)

Hypothese	5c	5c	6a	6a	6b	6c	7a	7b	7c	7c
Abhängige Variable	Return on Assets	Return on Equity	Dividenden	Aktien-rückkäufe	Liquide Mittel	Verschul-dung	Akqui-sitionen	Beschäf-tigung	F&E	CapEx-zu-Umsatz
t=Ereignis	0,0135	0,1086 **	0,0075	0,0204 *	0,0118	0,0461 **	0,0117 **	0,0001	0,0984 ***	0,0011
t+1	-0,0280	-0,0016	-0,0994 ***	0,0158	0,0032	0,0734 ***	0,0041	0	0,0709 *	-0,0045
t+2	0,0023	-0,1093	-0,0956	0,0119	-0,0015	0,0818 ***	0,0014	-0,0002	0,0469	-0,0023
t+3	-0,0081	-0,0284	-0,0485	0,0038	-0,0105	0,0925 ***	0,0070	-0,0002	0,0197	-0,0024
t+4	0,0249	0,0084	-0,0205	0,0039	0,0011	0,0718 ***	0,0056	-0,0004	-0,0061	-0,0037
t+5	0,0221	0,1080	-0,0057	0,0072	0,0034	0,0414 *	0,0077	-0,0003	-0,0218	0,0008
Market Cap (ln)	0,0239 ***	0,0294 ***	0,0298 ***	0,0008	-0,0096 ***	-0,0102 **	0,0012 **	-0,0003 ***	0,0598 ***	0,0040 ***
Jahr & Ind. FE	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Pre-Ereignis	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
R ²	0,1425	0,0302	0,0635	0,0579	0,1198	0,1229	0,0621	0,245	0,4309	0,0934
Beobachtungen	3.951	3.949	3.810	2.930	3.329	3.938	2.780	3.874	3.969	3.751

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Tabelle 16: Entwicklung der Eigenschaften nach dem Shareholder-Aktivismus-Ereignis (Subperiode 2009–2020)

Hypothese	5c	5c	6a	6a	6b	6c	7a	7b	7c	7c
Abhängige Variable	Return on Assets	Return on Equity	Dividenden	Aktien-rückkäufe	Liquide Mittel	Verschul-dung	Akqui-sitionen	Beschäf-tigung	F&E	CapEx-zu-Umsatz
t=Ereignis	-0,0171 **	0,0197	-0,0245	0,0057	0,0204 **	-0,0079	0,0020	0	0,0697 **	-0,0062 *
t+1	-0,0164	-0,0056	0,0021	0,0132	0,0113	-0,0087	-0,0005	0,0001	0,0756 **	-0,0110 ***
t+2	-0,0280 *	-0,0916 **	0,0033	0,0236 **	0,0077	-0,0104	0,0004	0,0004	0,0987 ***	-0,0097 ***
t+3	-0,0155	-0,0728	0,0520	0,0032	0,0017	0,0017	0,0038	0,0007	0,1288 ***	-0,0097 **
t+4	-0,0290 **	-0,0940	0,0322	-0,0145 ***	0,0185	-0,0054	-0,0059 ***	0,0011 *	0,1249 ***	-0,0071 *
t+5	-0,0207 *	-0,1834 **	-0,0377	-0,0124 **	0,0229	-0,0071	0,0081 ***	0,0008	0,1474 ***	0,0018
Market Cap (ln)	0,0204***	0,0358***	0,0247***	0,0041***	-0,0133***	0,0045	0,0014***	-0,0005***	0,0546***	0,0007
Jahr & Ind. FE	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Pre-Ereignis	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
R ²	0,1706	0,0287	0,0583	0,0585	0,0971	0,1137	0,0513	0,2282	0,3871	0,1154
Beobachtungen	7.593	7.578	7.128	5.038	5.818	7.561	4.691	7.449	7.609	7.192

Anmerkung: statistische Signifikanz auf dem *10-Prozent-, **5-Prozent- und ***1-Prozent-Niveau

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

In Hypothese 5c kommt die Erwartung zum Ausdruck, dass Zielunternehmen nach der Beteiligung von Aktivisten einen Anstieg der operativen Performance erzielen können. Bei der Finanzierungstrategie und Ausschüttungspolitik erwarten wir höhere Dividenden und mehr Aktienrückkäufe (Hypothese 6a), eine Verringerung der liquiden Mittel (Hypothese 6b) und einen Anstieg des Verschuldungsgrads (Hypothese 6c). Im Bereich der Unternehmensstrategie postulieren wir in Hypothese 7 einen Rückgang der M&A-Aktivität (7a), des Beschäftigungsniveaus (7b) und der Investitionen in F&E und CapEx (7c).

6.6.1 Ergebnisse für operative Performance, Finanzierung und Ausschüttungen

Die Profitabilität (RoA/RoE) sank kurzfristig in den ersten drei Jahren nach der Intervention von aktivistischen Investoren (Hypothese 5c). Unsere Ergebnisse deuten nicht darauf hin, dass die Zielunternehmen der Aktivisten nach dem Einstieg signifikant höhere Dividenden ausschütteten als Kontrollunternehmen ohne Aktivisten (Hypothese 6a). Dagegen finden wir über den gesamten Zeitraum und 2009–2020 mehr Aktienrückkäufe (leicht signifikant) im zweiten Jahr und weniger Ausschüttungen im vierten Jahr (Hypothese 6a). Insgesamt finden wir für Deutschland keine starke Evidenz, dass der Shareholder-Aktivismus zu einer Erhöhung der Ausschüttungen geführt hat.

Auch hinsichtlich der liquiden Mittel finden wir nach der Beteiligung von aktivistischen Investoren keine signifikanten Unterschiede zwischen Ziel- und Kontrollunternehmen (Hypothese 6b). Der Verschuldungsgrad war bei den Zielunternehmen höher zum Zeitpunkt der Intervention und steigt anschließend weiter an (Hypothese 6c). Insgesamt bestätigen die Regressionen die deskriptive Evidenz zu den aktivistischen Maßnahmen nur teilweise:

- Erhöhung der Verschuldung
- Reduzierung der liquiden Mittel
- Erhöhung der Ausschüttungen an die Aktionäre durch Dividenden und Aktienrückkäufe

6.6.2 Ergebnisse Unternehmensstrategie

Für Akquisitionen finden wir über den gesamten Zeitraum 2000–2020 einen Rückgang der M&A-Aktivitäten, der im zweiten Jahr nach der Intervention des aktivistischen Investors beginnt (Hypothese 7a). Dieses Er-

gebnis ist nur leicht signifikant. Im Zeitraum 2009–2020 deuten unsere Ergebnisse darauf hin, dass den Zielunternehmen im vierten und fünften Jahr nach dem Einstieg der aktivistischen Investoren weniger Nettovermögen aus Akquisitionen zufloss. Auch die Beobachtung deutet darauf hin, dass die M&A-Aktivität infolge des Shareholder-Aktivismus sank. Es ist aber zu beachten, dass diese Entwicklung aufgrund des hohen Abstands zum Ereignis nicht mehr eindeutig dem Aktivismus zuordenbar ist.

In den Jahren nach dem Shareholder-Aktivismus finden wir einen Anstieg des Beschäftigungs niveaus in den Zielunternehmen (Hypothese 7b). Der Shareholder-Aktivismus ist mit einem Rückgang der Investitionen in langfristige Anlagegüter (CapEx) verbunden. In den ersten drei Jahren nach dem Ereignis waren die Investitionen immer niedriger, relativ zu den nicht-attackierten Unternehmen (Hypothese 7c).

Ebenso zeigen unsere Ergebnisse, dass, nachdem Unternehmen zum Ziel von Aktivisten wurden, wesentlich seltener Aufwendungen für Forschung und Entwicklung in den Geschäftsberichten (Bilanz / Gewinn- und Verlustrechnung) ausgewiesen wurden (Hypothese 7c). Insbesondere im ersten Jahr nach dem Eingreifen wurden Investitionen in diesem Bereich eingespart. Im Gegensatz dazu stiegen sie im Zeitraum 2009–2020 nach der Beteiligung durch aktivistische Investoren (Hypothese 7c) an, sodass die statistischen Tests keine eindeutige Evidenz liefern können.

In Tabelle 18 befindet sich im grünen Rahmen eine komplette Übersicht zu den Ergebnissen der OLS-Regressionen für die Hypothesentests hinsichtlich der Fragestellungen nach Veränderungen und Konsequenzen, die aktivistische Investoren für die Zielunternehmen haben.

6.7 Ergebnisse der Hypothesentests

Die Ergebnisse der Hypothesentests sind in Tabelle 17 und 18 auf den Folgeseiten dargestellt.

Tabelle 17: Ergebnisse der Hypothesentests I (vor dem Shareholder-Aktivismus)

Hypothese	Deskriptiv				Logit				Regressionen			
	2000– 2020	2000– 2006	2007– 2008	2009– 2020	2000– 2020	2000– 2006	2007– 2008	2009– 2020	2000– 2020	2000– 2006	2007– 2008	2009– 2020
1a	✗	✗	n.s.	✗	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓
1b	n.s.	n.s.	✗	n.s.	n.s.	n.s.	✓	✗	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
1c	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	✗	n.s.	✗	✗	✗	✓	n.s.	✗
1d	✓	n.s.	✓	✓	n.s.	n.s.	✓	✓	✗	✗	✓	n.s.
2a	✓	n.s.	✓	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	✓	✓	n.s.	✓
2b	n.s.	✓	✓	n.s.	n.s.							
2c	✗	✗	n.s.	n.s.	✓	✓	n.s.	✓	n.s.	✗	n.s.	n.s.
3a	✓	✓	✓	✓	✗	n.s.	✓	n.s.	✓	✓	✓	✓
3b	n.s.	✗	n.s.	✓	n.s.	✗	✓	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
3c	✓	✓	✓	✓	✓	✓	n.s.	n.s.	n.s.	✓	✗	n.s.
4a	✓	✓	✓	✓	—	—	—	—	✓	✓	✓	✓
4b	✓	✓	✓	✓	✓	n.s.	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Legende: ✓ Hypothese wird unterstützt; ✗ Hypothese wird abgelehnt; n. s. = nicht signifikant

Quelle: eigene Darstellung

Tabelle 18: Ergebnisse der Hypothesentests II (nach dem Shareholder-Aktivismus)

Hypothese	Deskriptiv				Regressionen			
	2000 – 2020	2000 – 2006	2007 – 2008	2009 – 2020	2000 – 2020	2000 – 2006	2007 – 2008	2009 – 2020
5a	✓	✓	✗	✓	—	—	—	—
5b	✓	✓	✓	✓	n.s.	✓	✗	✓
5c	✗	✗	—	✗	✗	✗	n.s.	✗
6a	✓	✓	—	✓	n.s.	n.s.	✗	✓
6b	✓	✓	—	✓	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
6c	✓	✓	—	✓	✓	✓	✓	n.s.
7a	✓	✓	—	✓	(✓)	n.s.	n.s.	n.s.
7b	(✓)	(✓)	—	(✓)	✗	✗	n.s.	n.s.
7c	✓	✓	—	✓	✓	✓	✗	✗ / ✓
8	✓	✓	✓	✓	—	—	—	—

Legende: ✓ Hypothese wird unterstützt; ✗ Hypothese wird abgelehnt; n. s. = nicht signifikant

Quelle: eigene Darstellung

7. Historische Erkenntnisse und aktuelle Entwicklungen im Shareholder-Aktivismus

Eine Vielzahl von empirischen Studien, insbesondere für die USA aber auch für einige andere Länder, verdeutlichen die bisherigen Entwicklungen, Strategien und Erkenntnisse sowie die Bedeutung von aktivistischen Investoren für den Kapitalmarkt und deren Einfluss auf die Corporate Governance.

Auch in Deutschland haben aktivistische Investoren in den letzten 20 Jahren eine wachsende Bedeutung im Finanzsystem und in der Corporate Governance erlangt. Dabei haben sie sich nach anfänglichen Schwierigkeiten, insbesondere wegen der öffentlichen Aufregung und Haltung gegenüber aktivistischen Investoren, mit ihren Maßnahmen immer besser an das deutsche regulatorische Umfeld angepasst. Auch die Auseinandersetzung mit Unternehmen hat sich grundsätzlich verändert, sodass die öffentliche Wahrnehmung etwas weniger ablehnend geworden ist.

Da die Kapitalmärkte ständigen Veränderungen unterworfen sind, ist es ratsam, dass man für die Schlussfolgerungen und für mögliche Strategien neben den bisherigen und aktuellen Erkenntnissen auch die neusten Forschungsergebnisse und Einsichten miteinbezieht. Nachfolgend werden einige dieser früheren und aktuellen Entwicklungen im Verhalten aktivistischer Investoren an fünf Beispielen aufgezeigt, um die Veränderungen im Zeitablauf zu verdeutlichen:

- Shareholder-Aktivismus bei der *Deutschen Börse AG* (Kapitel 7.1),
- empirische Ergebnisse für die frühen Jahre des Shareholder-Aktivismus in Deutschland (Kapitel 7.2),
- Veränderungen der Corporate Governance und der aktivistischen Investoren in Japan (Kapitel 7.3),
- Veränderung der Strategien eines als aggressiv bekannten Aktivisten (*Elliott*; Kapitel 7.4),
- Strategien von Aktivisten mit Fokus auf Umweltverhalten (aktivistisches Stewardship; Kapitel 7.5).

Insgesamt zeigt sich, dass die Corporate Governance sowie die Strategien und das Handeln von aktivistischen Investoren einem permanenten Wandel unterworfen sind, sodass viele Studien immer nur einen historischen Überblick und eine Momentaufnahme darstellen können. Gerade in Deutschland haben sich grundsätzliche Veränderungen ergeben. Es ist daher zu erwarten, dass die Einflussnahme auf das Management von Un-

ternehmen durch verschiedene Akteure am Kapitalmarkt in den kommenden Jahren weiter zunehmen wird.

Dabei werden neben den klassischen Zielen – wie einer kapitalmarktkonformen Corporate Governance und einer Zunahme der Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt – weitere, u. a. ökologische Ziele hinzukommen. Hier ist insbesondere ein stärkerer Fokus auf Nachhaltigkeitskriterien (ESG) zu erwarten, der nicht ausschließlich auf die kurzfristige, sondern grundsätzlich auf die langfristige Unternehmensstrategie mit möglichen Auswirkungen auf den Unternehmenswert abzielt.

Dabei stellen sich einige Fragen, die vor allem für das Management und den Aufsichtsrat relevant sind. Eine Frage ist, inwieweit die klassischen Strategien der aktivistischen Investoren unter dem Deckmantel von Umweltthemen angegangen werden, auch wenn diese Themen nicht eindeutig zu trennen sind.

Eine andere Frage ist, inwieweit Umweltaktivisten immer den Gesamtüberblick über die Auswirkungen auf das Weltklima etc. haben. Das sollte man stets kritisch hinterfragen. Denn die Reduzierung des CO₂-Footprint bei einem börsengelisteten Unternehmen durch Verkauf kritischer Sparten an ein nicht gelistetes Unternehmen oder Hedgefonds und Private-Equity-Fonds muss nicht unbedingt zu einer Reduzierung der allgemeinen Emissionen von Schadstoffen in die Atmosphäre führen (sogenanntes „brown-spinning“; Financial Times, 2021).

Eine Herausforderung stellen die Unternehmen dar, die in ihrem Lebenszyklus bereits unabhängig von Krediten und zusätzlichem Eigenkapital sind und das Ziel verfolgen, kurzfristig Gewinnmöglichkeiten zu realisieren, indem sie diese „brown assets“ kaufen und diese noch intensiv nutzen wollen, bevor das gesetzlich verboten wird. Zudem kann sich durch aktuelle Ereignisse (Krieg, Knappheit bei Gas, Öl und Kohle) die Wahrnehmung verschieben, was abzulehnende umweltkritische Aktivitäten sind.

Trotzdem bleibt festzuhalten, dass börsengehandelte Unternehmen stärker der Regulierung und dem Corporate-Governance-Einfluss durch mehr oder weniger aktivistische Investoren ausgesetzt sind. Denn die meisten regulatorischen Maßnahmen (z. B. Anforderungen an das Transparenzniveau und Pflichten der Berichterstattung) und die Einflussnahme von aktivistischen Investoren fokussieren sich grundsätzlich nur auf börsennotierte Unternehmen (Gözlügöl und Ringe, 2022; Naaraayanan et al., 2021).

Das könnte dazu führen, wie wir es bereits in vielen Ländern und auch in Deutschland beobachten, dass Unternehmen die Börse verlassen, um in einem weniger regulierten Corporate-Governance-Umfeld operieren zu können (Bessler, Beyenbach, Rapp und Vendrasco, 2021 und 2022). Mög-

licherweise verbleiben Unternehmen auch länger am privaten Kapitalmarkt und werden durch Private Equity und Investmentfonds finanziert („Unicorns“)¹⁶, um sich den Regulierungen und der Kontrolle durch den Kapitalmarkt zu entziehen.

Natürlich haben auch viele, aber nicht alle, private Unternehmen diesen Druck bei den verschiedenen Umweltthemen. Bei Start-up-Unternehmen ist bei Private Equity zu beobachten, dass „sustainable finance“ einen hohen Stellenwert hat, der oftmals noch größer ist als bei gelisteten Unternehmen. Denn die Investoren entscheiden über die zu finanzierenden Projekte und haben direkt Einfluss auf die Geschäftsleitung. Auch Banken können durch ihre Kreditvergabeentscheidungen Einfluss auf Unternehmensaktivitäten ausüben und somit zu einem Wandel beitragen.

7.1 Shareholder-Aktivismus bei der Deutschen Börse AG

Die *Deutsche Börse AG*, die 2001 als eine der ersten weltweiten Börsenbetreiber durch ein IPO an den Kapitalmarkt gegangen ist, dient als sehr interessantes Beispiel für den frühen Shareholder-Aktivismus in Deutschland. Die beiden britischen Hedgefonds *Atticus* und *The Children's Investment Fund* haben durch „acting in concert“¹⁷ in extremer Weise alle theoretisch möglichen Maßnahmen ergriffen, um das Management und den Aufsichtsrat zu bewegen, die geforderten und aus ihrer Sicht wertsteigernden Veränderungen vorzunehmen.

Einige dieser Maßnahmen konnten zu nachhaltigen Veränderungen führen, weil die *Deutsche Börse* sich über Jahrzehnte im Besitz der Banken befand (Verbandsbetrieb) und dadurch nach dem Börsengang nicht optimal aufgestellt war. Das kann man auch für andere deutsche Unternehmen beobachten, die aufgrund ihrer Ineffizienzen zu Zielen von aktivistischen Investoren wurden. Denn in dieser ersten Phase des Share-

16 Ein Unicorn (Einhorn) ist ein Start-up-Unternehmen, das bereits vor seinem Börsengang oder Exit (Trade Sale) eine geschätzte Marktbewertung von mehr als einer Milliarde US-Dollar erreicht hat.

17 Unter „acting in concert“ wird die informelle Zusammenarbeit mehrerer aktivistischer Investoren verstanden, die jeweils Minderheitspositionen an einem gemeinsamen Zielunternehmen erwerben. Durch das Bilden eines Zusammenschlusses der Investoren, die ihre Stimmrechtsanteile konsolidieren, können sie einen hohen Einfluss auf das Unternehmen ausüben. Als einzelne und unabhängige Investoren umgehen sie damit oftmals das Pflichtangebot, das sie beim Erreichen von 30 Prozent der Stimmrechtsanteile nach §§ 29, 35 WpÜG abgeben müssen. Jedoch ist dieses Verhalten gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG unzulässig, da die Anteile der gemeinsam agierenden Investoren zusammengerechnet werden und sie dann ein Pflichtangebot abzugeben haben, wenn sie zusammen mehr als 30 Prozent der Stimmrechtsanteile halten.

holder-Aktivismus waren die Effizienzsteigerungspotenziale und Gewinnmöglichkeiten aus Sicht der aktivistischen Kapitalmarktakteure am größten. Nachfolgend sind die wichtigsten Fakten kurz zusammengefasst.

Kurzfristig (2006–2008) konnten die aktivistischen Investoren eine erhebliche Kursteigerung von ca. 200 auf 700 (indexiert) durch ihre Maßnahmen erreichen, die dann sehr schnell mit einem Kurssturz (2009–2009) endete (von 700 zurück auf 200). Nachhaltig wurde also kein Wert am Kapitalmarkt geschaffen und in den Folgejahren entsprach die Performance der *Deutschen Börse* der des deutschen Aktienmarktes.

Nachfolgend sind die Ergebnisse der aktivistischen Maßnahmen aufgelistet: Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden (Seifert), zweimal Rücktritt des Aufsichtsratsvorsitzenden (Breuer und Viermetz), hohe Ausschüttungen durch Dividendensteigerungen und extrem hohe Aktienrückkaufprogramme, um den Verschuldungsgrad zu erhöhen (Eigenkapital von 80 auf 50 Prozent reduziert), zudem Absage des geplanten Mergers mit der *London Stock Exchange*.

Dagegen konnten die Hedgefonds eine Aufteilung der *Deutschen Börse* in mehrere Unternehmen nicht erreichen (Spin-off von *Clearstream* und *Eurex*). Auch wenn einige Maßnahmen aus der Kapitalmarktlogik sinnvoll erschienen, zeigte sich doch, dass den aktivistischen Investoren das Industriewissen fehlte und glücklicherweise ihre Fehleinschätzungen, wie z.B. die Aufspaltung, nicht umgesetzt wurden, denn das Silo-Modell der *Deutschen Börse* haben mittlerweile viele Börsenbetreiber übernommen.

In den ersten Jahren nach dem Börsengang hatte sich die Aktionärsstruktur grundlegend verändert und internationalisiert, d.h. es gab einen Rückgang des Anteils deutscher Anleger von ca. 90 auf ca. 10 Prozent von 2001 bis 2005. Das hatte zu einer grundlegenden Veränderung der Corporate Governance geführt. Da diese erste Periode bis zur Finanzkrise wichtige Erkenntnisse liefert, ist es sinnvoll, nicht nur ein Unternehmen, sondern alle Zielunternehmen aus der ersten Periode aus damaliger Sicht zu analysieren.

7.2 Die Anfänge des Shareholder-Aktivismus in Deutschland

Auch wenn die Ergebnisse einer früheren Studie bereits publiziert sind (Bessler, Drobetz und Holler, 2015) und wir die Daten aus dieser Studie als erste Periode (2000–2007) mitverwenden, so erscheint es doch sinnvoll, die Ergebnisse und die damalige Interpretation kurz zusammenzu-

fassen. Denn die Strategien, die öffentliche Akzeptanz und die Ergebnisse des Wirkens aktivistischer Investoren haben sich mittlerweile grundlegend verändert. Daher wäre es zu verkürzt, die negativen Erfahrungen und die ablehnende Haltung der frühen 2000er-Jahre auf die heutige Situation und die heutigen Gegebenheiten zu projizieren.

Dass aktivistische Investoren damals, neben anderen Finanzinvestoren, als „Heuschrecken“ tituliert wurden, ist auch aus den Besonderheiten der damaligen Epoche heraus zu verstehen: Nach dem Ende der „Macht der Banken“ und den damit verbundenen Interessenkonflikten sowie dem Ende der „Deutschland AG“ mit dem stark konzentrierten Einfluss einer kleinen Gruppe von Managern und Dynastien nahmen internationale Kapitalmarktakteure die großen Ineffizienzen und die damit verbundenen Gewinnmöglichkeiten in der deutschen Unternehmenslandschaft wahr, die von den aktivistischen Investoren besonders frühzeitig erkannt und ausgenutzt wurden.

Die Ergebnisse dieser und vorangegangener Studien verdeutlichen, dass Shareholder-Aktivismus in Deutschland im Durchschnitt zu signifikanten positiven Marktreaktionen bei der Ankündigung führte (Bessler, Drobetz und Holler, 2015). Eine wichtige Frage ist, wie hoch die Renditen für aktivistische Investoren und andere Investoren waren, die diese Strategie duplizierten. Die Studie untersuchte 231 Ereignisse, 81 Zielunternehmen und 111 aktivistische Hedgefonds von 2000–2007. Die Ergebnisse der Studie deuten darauf hin, dass Hedgefonds kurz- und langfristig im Durchschnitt höhere Renditen erzielten als der Marktindex (CDAX).

Mit den aggressiveren Strategien waren die Hedgefonds allerdings nur kurzfristig erfolgreich, langfristig aber nicht. In diesem Zeitraum waren die weniger aggressiven Ansätze langfristig relativ erfolgreicher und entsprachen den Renditen langfristiger ausgerichteter Private-Equity-Investments. Wie das Beispiel *Deutsche Börse AG* verdeutlicht, war „aggressiv“ gleichbedeutend mit Ausnutzung aller kurzfristigen Möglichkeiten, um schnell eine hohe Rendite zu erzielen. Diese Strategie war wenig erfolgreich, während dagegen eine auf den langfristigen Erfolg ausgerichtete Strategie nachhaltig Unternehmenswert schaffte.

7.3 Shareholder-Aktivismus in Japan – der Wandel des Corporate-Governance-Umfelds

In den letzten Jahrzehnten haben Deutschland und Japan begonnen, ihr traditionelles, auf Insider ausgerichtetes Governance-Modell, das sich an den Interessen aller Stakeholdern orientierte, durch ein Modell zu ersetzen, das den Schwerpunkt stärker auf die Aktionäre und die Bewertung

des Unternehmens am Kapitalmarkt legt. Der wachsende Anteil institutioneller Investoren aus dem Ausland und die umfassenden Reformen durch den Staat haben, genauso wie in Deutschland, wesentlich zu den Veränderungen im japanischen Corporate-Governance-System beigetragen (Franks et al., 2014; Miyajima und Ogawa, 2016). Auch hat sich die M&A-Aktivität als Mechanismus der Unternehmenskontrolle¹⁸ in Japan grundlegend verändert.

Es stellt sich insgesamt die Frage, ob die aktivistischen Taktiken, die für den Kapitalmarkt entwickelt und erfolgreich umgesetzt wurden, in einem anderen Finanzsystem mit eigenen Corporate-Governance-Strukturen und Gesetzen die gleichen Ergebnisse erzielen können.

In Japan gibt es bereits zahlreiche Fälle von Shareholder-Aktivismus in international bekannten Unternehmen wie *Sony* und *Toshiba*. In einer ersten Welle (1998–2006) haben aktivistische Investoren verschiedene Corporate-Governance-Mechanismen aus den USA „importiert“ und insbesondere aggressive aktivistische Investoren konnten durch höhere Dividenden und Restrukturierungen positive Renditen realisieren (Hamao und Matos, 2018). Dagegen finden andere Studien, dass die aktive Einflussnahme von aktivistischen Investoren bisher relativ erfolglos blieb (inklusive *Sony*), da sie ihre Forderungen im Zielunternehmen nicht durchsetzen konnten und auch die operative Performance nicht verbesserten (Buchanan et al., 2020; Becht et al., 2017).

Das Besondere in Japan ist allerdings, dass „active ownership“ erfolgreich sein kann, wenn die Verhandlungen persönlich und diskret bleiben – auch wenn die Forderungen abgelehnt werden („quiet/private activism“). Die öffentliche Ausübung von Druck auf das Management und Unternehmen ist dabei nicht zielführend und widerspricht dem kulturprägten Governance-Modell (Becht et al., 2021a). Damit wird deutlich, dass der Erfolg von aktivistischen Investoren von den traditionellen Ansätzen eines Corporate-Governance-Systems abhängt (Buchanan et al., 2014), und dass man die Frage, ob privater oder öffentlicher Aktivismus erfolgreicher ist, um die Ziele der Investoren zu erreichen (Becht et al., 2021b), für jedes Land einzeln beantworten muss.

18 Der Markt für Unternehmenskontrolle („market for corporate control“) ist ein wichtiger Corporate-Governance-Mechanismus in marktbasierten Finanzsystemen. Mit einer niedrigen Marktbewertung steigt das potenzielle Risiko einer feindlichen Übernahme, was eine disziplinierende Wirkung auf das Management hat. Dabei wird häufig der Aktienkurs als „Barometer“ für eine effiziente Unternehmensführung betrachtet. Das Management kann sich dieser Überwachung durch den Kapitalmarkt entziehen, indem es entsprechende Abwehrmaßnahmen ergreift. In bankbasierten Finanzsystemen, die ein Corporate-Governance-Modell haben, das stark von Insidern beeinflusst wird und sich am Stakeholder-Value orientiert, sind feindliche Übernahmen sehr selten zu beobachten.

Ein besonderer Fall ist das japanische Industiekonglomerat *Toshiba*, bei welchem Untersuchungen der aktivistischen Investoren im Jahr 2021 ergaben, dass das Management mit dem japanischen Ministerium für Wirtschaft, Handel und Industrie zusammenarbeitete, um die Antrags- und Stimmrechte der eigenen Aktionäre auf der Hauptversammlung zu beschränken. Daraufhin musste der CEO zurücktreten und der Board-Chairman wurde auf der Hauptversammlung abgesetzt. Der Erfolg der Aktivisten bei *Toshiba* wird als ein transformatives Ereignis angesehen, das zu einer weiteren Reform des japanischen Corporate-Governance-Systems führen könnte.

Die vorliegenden Studienergebnisse deuten darauf hin, dass man schon die erste Kontaktaufnahme von aktivistischen Investoren sehr ernst nehmen sollte. Wie bereits bei den Strategien der aktivistischen Investoren dargestellt, finden oftmals die ersten Gespräche mit dem Vorstand statt. Falls möglich, sollte ein konstruktiver Dialog außerhalb der Öffentlichkeit einer öffentlichen Eskalation des Konflikts vorgezogen werden, wobei insbesondere auch eine angemessene und frühzeitige Einbindung des Aufsichtsrats und der dort vertretenen Arbeitnehmervertreter*innen zu gewährleisten ist.

7.4 Veränderte Strategie eines aktivistischen Investors – Elliott versus Duke Energy

Im Mai 2021 erwarb *Elliott*, historisch einer der aggressivsten Hedgefonds, eine Beteiligung an *Duke Energy* und forderte den Verkauf von Vermögenswerten sowie Sitze im Board of Directors (Verwaltungsrat). *Duke Energy* ist eines der größten Energieversorgungsunternehmen in den USA mit Sitz in Charlotte, North Carolina. Als Energie- und Infrastrukturbieter ist es in den Geschäftsfeldern Strom, Gas und erneuerbare Energien tätig. Eine Woche später folgte ein Brief, in dem der Hedgefonds das Unternehmen aufforderte, einen neuen unabhängigen Direktor zu ernennen und einen Strategieausschuss einzurichten, der die Aufspaltung von *Duke* in drei regional ausgerichtete Versorger überprüfen sollte (North and South Carolina, Florida und Midwest).

Im Vergleich zu den Wettbewerbern war die Performance von *Duke Energy* schlechter (−63 Prozent) und zudem wurden gleichzeitig höhere Gehälter an die Führungskräfte gezahlt. Auch Stimmrechtsberater („proxy advisors“) wie ISS und *Glass Lewis* bemerkten, dass Vergütung und Performance sich auseinanderentwickelten und eine leistungsbezogene Vergütung fehlte.

Ebenfalls im Mai 2021 gab *Elliott* bekannt, mit dem Management im Austausch zu stehen, um alternative Strategien zu diskutieren. Der Hedgefonds stellte in den Ankündigungen klar, keine Übernahme oder sonstige aggressive Taktiken anzustreben, sondern dem Vorstand von *Duke Energy* nur eine Reihe von Optionen vorzuschlagen, die er in Betracht ziehen könnte, um das gemeinsame Ziel einer höheren Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt zu erreichen. *Elliott* forderte den Vorstand lediglich auf, mit ihm zusammenzuarbeiten, ohne konkrete Forderungen aufzudrängen.

In der Vergangenheit hatte *Elliott* den Ruf eines besonders aggressiven Hedgefonds erworben, der öffentlichen Druck auf das Management ausübt, um seine Forderungen durchzusetzen. Zu den aktivistischen Taktiken gehörten Medienkampagnen, die Veröffentlichung offener Briefe an den Vorstand und Aufsichtsrat sowie die Einreichung von Klagen. Die Forderungen umfassten kurzfristige Maßnahmen wie Erhöhungen von Dividenden und Verschuldungsgrad, Veränderungen im Verwaltungsrat, Ankündigungen von Kampfabstimmungen („proxy contests“) und Kosteneinsparung durch den Verkauf von Unternehmensteilen oder Entlassungen von Mitarbeitern.

Die Antwort von *Duke* war abweisend, da die Vorschläge von *Elliott* nicht im besten Interesse des Unternehmens, der Aktionäre und der Stakeholder seien. Hierbei wurde vom Zielunternehmen nicht unterschieden zwischen gemäßigten und möglicherweise sinnvollen Vorschlägen eines Großaktionärs und den Forderungen eines aggressiven Aktivisten, der z. B. eine höhere Dividende, den Austausch des CEOs und den Verkauf des gesamten Unternehmens verlangt.

Dass *Duke Energy* die Vorschläge eines Großaktionärs ohne weitere Begründung ablehnte, wurde vom Kapitalmarkt als schlechte Unternehmensführung bzw. Corporate Governance angesehen, da Unternehmen bereit sein sollten, mit Großaktionären, die konkrete Vorstellungen zur Unternehmenspolitik haben, in einen konstruktiven Dialog zu treten. Das ist insbesondere dann für den langfristigen Unternehmenserfolg wichtig, wenn Mängel in der Governance (hohe Vergütung) und dem operativen Betrieb offensichtlich sind.

In einem zweiten Brief (19. Juli 2021) wurde infolge dieser Reaktion die Fähigkeit des Vorstandes bezweifelt, für die Aktionäre einen Wert zu schaffen, der dem Potenzial des Unternehmens entspricht. Erneut wurde eine ernsthafte und objektive Untersuchung der Möglichkeiten zur Verbesserung der Performance gefordert. Dennoch kam die Antwort von *Duke* wieder schnell und abweisend.

Im November 2021 gab *Duke Energy* bekannt, dass es nach monatelangem „konstruktivem Dialog“ über die Unternehmensstrategie eine Ko-

operationsvereinbarung mit *Elliott* abgeschlossen hat. Dabei akzeptierte *Duke*, zwei von *Elliott* unterstützte Direktoren in das Board aufzunehmen, während die Aufspaltung nicht Bestandteil der Vereinbarung war.

Zudem hat *Elliott* der üblichen Stillhaltung („stillstand agreement“) für einen Zeitraum von einem Jahr zugestimmt, d. h. von weiteren aktivistischen Maßnahmen temporär bei *Duke* abgesehen. Das ist eine oft zu beobachtende Vorgehensweise, um zu einer Einigung zu kommen bzw. um den Konflikt zu entschärfen. Einige Forderungen werden umgesetzt unter der Bedingung, dass der Aktivist andere Forderungen für einen bestimmten Zeitraum zurückstellt.

7.5 Veränderungen im Shareholder-Aktivismus

Abschließend werden weitere aktuelle Beispiele zu den Veränderungen im Verhalten der aktivistischen Investoren dargestellt. Aktivistische Investoren investieren, wie noch konkreter ausgeführt wird, sehr hohe Summen in eine aufwendige Recherche und Analyse ihrer Zielunternehmen. Zudem müssen sie sicherzustellen, dass genügend institutionelle Investoren die aktivistischen Maßnahmen unterstützen.

Engine No. 1 / ExxonMobil

Der US-Ölkonzern *ExxonMobil* hat nicht nur mit den Herausforderungen des Klimawandels zu kämpfen, sondern auch mit substanziellen ökonomischen Schwierigkeiten. Die Marktkapitalisierung sank zwischen Dezember 2007 und Dezember 2020 von 528 Milliarden auf 175 Milliarden US-Dollar.

Am 7. Dezember 2020 veröffentlichte der Hedgefonds *Engine No. 1* einen Brief an den Verwaltungsrat von *ExxonMobil*, in dem er kritisierte, dass die Rendite des eingesetzten Kapitals („return on capital employed“, ROCE) bei konventionellen Ölförderprojekten (upstream) von durchschnittlich 35 Prozent (2001–2010) auf 6 Prozent (2015–2019) gefallen sei. Dies sei mit falschen Entscheidungen des Unternehmens bei der Kapitalallokation zu begründen, die kostenintensive Überinvestitionen in Wachstum zufolge hatten und dabei den Klimawandel in der Unternehmensstrategie jahrzehntelang unberücksichtigt ließen.

Die gewachsene Kapitalbasis und die hohen Betriebskosten sind die Hauptfaktoren für die gesunkene Profitabilität und die daraus resultierende schwache finanzielle Performance. Es ist wichtig, darauf hinzuweisen, dass die Kampagne „Reenergize Exxon“ von *Engine No. 1* nicht nur auf dem unverantwortlichen Umgang von *ExxonMobil* mit dem Klimawan-

del basiert, sondern auch auf den finanziellen Konsequenzen daraus. Das ist wichtig zu erkennen, da viele aktivistische Interventionen in der Zukunft, die auf die üblichen Ziele ausgerichtet sind, unter dem Deckmantel der Bekämpfung des Klimawandels begründet und kommuniziert werden könnten.

Engine No. 1 konnte mit einer sehr kleinen Beteiligung von 40 Millionen US-Dollar (unter 0,1 Prozent), aber mit großer Unterstützung von Aktionären wie den großen US-Pensionsfonds *CalPERS* und *CalSTRS*,¹⁹ den großen Vermögensverwaltern *BlackRock*, *StateStreet* und *Vanguard* sowie den Stimmrechtsberatern („proxy advisors“) *ISS* und *Glass Lewis* auf der Hauptversammlung 2021 drei seiner vier Kandidaten mit tiefgehenden Branchenkenntnissen erfolgreich im Board von *ExxonMobil* platzieren. Zu den größten Kritikpunkten bei *ExxonMobil* zählen

- die langfristige schwache Performance,
- falsche Entscheidungen bei der Kapitalallokation,
- fehlende Branchenerfahrung und Klimakompetenz im Vorstand und
- das Versäumnis, die Energiewende anzugehen.

Nach dem Erfolg auf der Hauptversammlung ist in der neuen Strategie von *ExxonMobil* zur Reduktion der CO₂-Emmission bereits der Einfluss des Hedgefonds *Engine No. 1* zu erkennen. Danach soll sich nun verstärkt auf Biokraftstoffe und Wasserstoff als erneuerbare Energieträger fokussiert werden.

Elliott / GSK

Im April 2021 wurde bekannt, dass *Elliott* eine Beteiligung von mehreren Milliarden Pfund an dem Pharmaunternehmen *GlaxoSmithKline (GSK)* aufgebaut hatte, worauf das Unternehmen nicht vorbereitet war. Im Juli 2021 veröffentlichte *Elliott* einen Brief, in dem die anhaltende Underperformance im operativen Bereich und des Aktienkurses kritisiert wurde. Zudem wurden Veränderungen im Vorstand und eine klar getrennte Führung der einzelnen Geschäftsbereiche gefordert.

Dabei verfolgte der Hedgefonds einen weniger aggressiven Ansatz als gewohnt, da in der Vergangenheit frühzeitig höhere Eskalationsstufen der öffentlichen Druckausübung bevorzugt wurden. Dazu gehörten Medienkampagnen, gemeinsam mit anderen aktivistischen Investoren, Klagen

19 *California Public Employees' Retirement System* (CalPERS) ist die staatliche Versorgungsanstalt für Beschäftigte im öffentlichen Dienst in Kalifornien und *California State Teachers' Retirement System* (CalSTRS) die staatliche Versorgungsanstalt der Lehrer in Kalifornien. Sie verwalten jeweils den größten und zweitgrößten Pensionsfonds in den USA (AUM: CalPERS 502 Billionen US-Dollar und CalSTRS 328 Billionen US-Dollar; 31.12.2021).

und offene Briefe mit kurzfristigen Forderungen wie einer Erhöhung der Dividende und Aktienrückkäufe, fremdkapitalfinanzierte Ausschüttungen und die Androhung von Sonderprüfungen.

Heute umfasst die aktivistische Strategie des Hedgefonds eine detaillierte Branchen- und Wettbewerbsanalyse, die bei externen Spezialisten beauftragt wird, um strategische Vorschläge unterbreiten zu können, die langfristig die Bewertung am Kapitalmarkt des Unternehmens erhöhen sollen.

Aktivistische Einflussnahme durch aktivistisches Stewardship

Beide Kampagnen können als aktivistisches Stewardship bezeichnet werden, als wichtigen Beitrag zur „Nachhaltigkeit“ und gedämpfte Form der aktivistischen Einflussnahme. Sie haben einen höflicheren Ton und legen den Fokus auf die langfristige Performance der Zielunternehmen.

Das Konzept des aktivistischen Stewardships verwendet die Taktiken von aktivistischen Hedgefonds, die dann eingesetzt werden, wenn sich die finanzielle Performance eines Unternehmens verschlechtert, die negativen externen Effekte unverändert fortbestehen und traditionelle Instrumente der Einflussnahme (z. B. Briefe, Telefonkonferenzen, persönliche Meetings, Zusammenarbeit mit Behörden und anderen Aktionären) nicht mehr effektiv sind, um den Wert der Beteiligung zu erhalten und langfristige Risiken zu reduzieren.

Im Vergleich zum klassischen Shareholder-Aktivismus umfasst dies explizit die Anerkennung von Risiken im ESG-Bereich, wobei insbesondere der ökologische Bereich mit Blick auf den Klimawandel verstärkt im Fokus steht. Auch wenn es sich um ein relativ junges Phänomen handelt, umfasst das Modell des aktivistischen Stewardship die folgenden Komponenten (Eccles et al., 2021):

- einen führenden Investor, der nach tiefgreifenden Analysen ein Zielunternehmen mit hohen langfristigen ESG-Risiken identifiziert,
- eine Investorengruppe, bestehend aus größeren Asset Managern und Hedgefonds, die bereit ist, den führenden Investor (sprich den Aktivisten) zu unterstützen,
- NGOs (Nichtregierungsorganisationen) und andere Interessenvertretungen, die Druck auf das Zielunternehmen ausüben können,
- eine etablierte Finanzierungsquelle, die die Mittel für die Kampagne bereitstellt, und
- dienstleistende Unternehmen für die Finanzanalyse, Rechtsberatung, Auswahl der neuen Führungskräfte und externe Kommunikation. Auch dieses Verhalten ist vermehrt in Deutschland zu beobachten und sollte zur Kenntnis genommen werden.

Bill Ackman, Pershing Square

Ein weiteres Beispiel für eine aktivistische Fondsgesellschaft, die zukünftig auf aggressivere Kampagnen verzichten will, ist *Pershing Square Capital Management* des Hedgefonds-Managers Bill Ackman (Financial Times, 2022). Im aktuellen Geschäftsbericht 2021 verkündete er, künftig Maßnahmen wie öffentliche Angriffe auf Vorstände und Aufsichtsräte zu unterlassen, um damit Veränderungen im Unternehmen zu erzwingen. In der Zukunft soll die Strategie sein, zurückhaltender zu agieren, größere Anteile an Unternehmen zu erwerben und die eigenen Vorschläge nicht in der Öffentlichkeit, sondern mit dem Vorstand konstruktiv und produktiv zu diskutieren.

Zu den Zielunternehmen sollen grundsätzlich leistungsstarke Unternehmen gehören, bei denen keine grundlegenden Veränderungen erforderlich sind. Zudem wird sich *Pershing Square* auch nicht mehr bei Leerverkaufs-Kampagnen („negativer Aktivismus“) engagieren.

Insgesamt deuten diese Veränderungen darauf hin, dass die weniger aggressiven Hedgefonds mehr einen Private-Equity-Ansatz verfolgen, um Wert zu schaffen. Damit bleiben die aggressiv operierenden Hedgefonds diejenigen, die weiterhin die altbekannten Strategien verfolgen.

8. Zusammenfassung und Ausblick

Das traditionelle Corporate-Governance-System in Deutschland war für lange Zeit durch die folgenden beiden Ausprägungen charakterisiert:

- große, einflussreiche Banken, die das gesamte Spektrum von Bankleistungen angeboten haben (Universalbanksystem) und
- ein enges Netzwerk, bestehend aus Kapital- und Personenverflechtungen zwischen den Unternehmen („Deutschland AG“).

Seit Beginn des neuen Millenniums haben die Globalisierung der Kapitalmärkte und die umfangreichen regulatorischen Reformen den bisherigen Einfluss der Banken erheblich eingeschränkt. Dadurch entstand zunächst ein Kontrollvakuum in der Governance der Unternehmen. Aufgrund der Globalisierung der Aktienmärkte und der internationalen Diversifikation der institutionellen Anleger sowie der Einführung des Euro erhöhten sich zugleich das Anlagevermögen und der relative Beteiligungsanteil institutioneller Investoren an deutschen Unternehmen erheblich. Im Jahr 2020 beliefen sich diese Anteile bei den DAX-Unternehmen auf ca. 62,1 Prozent der gesamten Marktkapitalisierung (IHS Markit/DIRK, 2021).

Nach der Auflösung der „Deutschland AG“ übernahmen zunächst aktivistische Investoren eine bedeutende Rolle in der Corporate Governance von börsennotierten Unternehmen in Deutschland. Bei den Unternehmen, die Ziele von Attacken durch aktivistische Investoren wurden, zielten die Forderungen oftmals auf eine Veränderung der Finanzierungspolitik sowie der Unternehmensstrategie. Dabei achteten die aktivistischen Investoren bei den Zielunternehmen besonders auf bestimmte Charakteristika, die relativ einfach beeinflusst werden konnten und die großes Kurssteigerungspotenzial hatten.

Zu diesen Charakteristika gehören: hohe liquide Mittel, geringe Ausschüttungsquoten, ein nicht optimaler Verschuldungsgrad, eine hohe Profitabilität sowie ein hohes Potenzial für Kosteneinsparungen. Weitere Merkmale der Unternehmen, die für die aktivistischen Investoren besonders attraktiv waren, sind eine geringe Marktkapitalisierung, eine geringe Eigentumskonzentration und eine hohe Anteilsquote von institutionellen und ausländischen Investoren.

Dadurch konnten sich die aktivistischen Investoren einfacher einen maßgeblichen Einfluss sichern, weil sie die Unterstützung anderer Anleger benötigten und auch bekamen. Dementsprechend konnten dann Gespräche mit dem Vorstand geführt und Entscheidungen in den Hauptversammlungen herbeigeführt werden.

Die Analyse der historischen Ereignisse und der Performance von aktivistischen Investoren in Deutschland sowie die aktuellen Fälle sprechen für eine differenzierte Betrachtung dieses Investorentyps jenseits des inzwischen veralteten Heuschrecken-Klischees. Die meisten früheren und auch die aktuellen Studien, überwiegend für die USA, kommen zu dem Ergebnis, dass aktivistische Investoren mit ihrer Kritik und ihren Forderungen insofern oftmals richtigliegen, als sie durch ihre Aktivitäten im Durchschnitt Wertsteigerungen am Kapitalmarkt erzielen konnten. Das gilt auch für Deutschland, wie die Ergebnisse in früheren und in der aktuellen Studie verdeutlichen.

Daher sollte man einen Angriff von aktivistischen Investoren im Sinne eines „positiven Aktivismus“²⁰ sehr ernst nehmen. Auch die neueren Fälle von negativem Aktivismus – man denke an den Fall *Wirecard* – zeigen, dass dieser auf genau recherchierten Informationen beruht und sich oftmals, wenn auch mit einer zeitlichen Verzögerung, als begründet herausstellen kann.

Dieses Ergebnis ist nicht besonders überraschend, wenn man bedenkt, dass Informationssuche und Analyse sehr kostenintensiv sind. Auch wenn keine genauen Zahlen verfügbar sind, so kann man doch davon ausgehen, dass Hedgefonds (analog zu Venture-Capital- und Private-Equity-Investoren) wesentlich mehr Unternehmen analysieren, als sie letztendlich als Ziel auswählen und attackieren. Daher müssen die zu erzielenden Gewinne erheblich höher sein als die Kosten und die erfolgreichen Attacken müssen auch die Kosten für die nicht erfolgreichen und nicht realisierten Attacken mit abdecken, um die üblicherweise hohen Renditen für die Anleger dieser Fonds zu erzielen.

Deshalb sollte man grundsätzlich davon ausgehen, dass ein Engagement eines aktivistischen Investors nur dann erfolgt, wenn entsprechend belastbare Informationen vorliegen, auf deren Grundlage der Investor damit rechnen kann, dass Wertsteigerungen am Kapitalmarkt zu erzielen sind. Deshalb signalisiert der Angriff eines aktivistischen Investors dem

20 Beim *positiven Aktivismus* erwirbt der aktivistische Investor eine Minderheitsbeteiligung am Zielunternehmen und möchte durch seine Forderungen und Maßnahmen eine Steigerung der Bewertung des Unternehmens am Aktienmarkt erreichen. Das setzt voraus, dass das Unternehmen am Markt bisher als unterbewertet wahrgenommen wurde. Dagegen beschreibt der *negative Aktivismus* die aktivistischen Strategien von Leerverkäufern, die durch ihre Leerverkaufsposition und Maßnahmen von fallenden Kursen profitieren. Hier ist das Unternehmen demnach zu hoch am Kapitalmarkt bewertet, weil einige negative Bewertungsfaktoren bisher öffentlich nicht bekannt sind. Beispiele hierfür sind falsche Darstellungen und Bewertungen im Jahresabschluss und andere illegale Aktivitäten. Aufgrund der gegensätzlichen Ausgangslagen grenzen wir die beiden Begriffe eindeutig voneinander ab (zur Bedeutung von Leerverkäufen für die faire Bewertung von Unternehmen und die Informationseffizienz des Kapitalmarktes vgl. Bessler und Vendrasco, 2021, 2022b).

Management und den anderen Aktionären, dass Kurssteigerungspotenziale in erheblichem Umfang vorhanden und realisierbar sind. Die Frage ist natürlich, ob diese möglichen Wertsteigerungen vom Management nicht erkannt worden sind, nicht realisiert werden konnten oder gezielt nicht umgesetzt werden sollten, weil möglicherweise gewichtige Abwägungen jenseits des Kapitalmarkts dagegensprachen.

Einfache Beispiele für solche vom Kapitalmarkt häufig geforderte Maßnahmen sind höhere Dividenden oder Aktienrückkäufe oder ein optimaler Verschuldungsgrad (oftmals, aber nicht immer bedeutet das die Nutzung eines höheren Leverage-Effekts) im Sinne der Eigenkapitalgeber. Eine Aufspaltung des Unternehmens oder Spin-offs von Unternehmensteilen sind dagegen komplexere Vorgänge, die zwar positive Bewertungseffekte erzeugen können, aber vom Management aus strategischen Gründen bisher nicht vorgenommen worden sind.

Die vorliegende Studie zeigt, dass die aktivistischen Investoren vermehrt Unternehmen in bestimmten Industrien attackierten, möglicherweise weil dort das größte Kurssteigerungspotenzial vorhanden ist oder realisiert werden kann. Dass Angriffe in bestimmten Branchen oder bei bestimmten Unternehmen weniger erfolgreich sein können, zeigt die aktuelle Situation bei den beiden deutschen Großbanken.

So hat *Cerberus* sein fünfjähriges Engagement (Wert damals 1,6 Milliarden, heute 1,2 Milliarden Euro) bei der *Deutschen Bank* (von 3 auf 2 Prozent) und der *Commerzbank* (von 5 auf 3 Prozent) mit einem Verlust von 400 bis 500 Millionen Euro zurückgefahren. Die Performance der deutschen Banken (*Deutsche Bank* -21 Prozent; *Commerzbank* -31 Prozent) war über die fünf Jahre nicht nur negativ, sondern auch erheblich schlechter als die des europäischen Bankenindex *STOXX Europe 600*. Einflussnahme in einer regulierten Industrie ist immer schwierig, wie auch der Fall *Deutsche Börse AG* verdeutlicht hat (siehe Kapitel 7.1).

Die Aktivitäten von aktivistischen Investoren haben sich mittlerweile zu einem wesentlichen Element der Unternehmensüberwachung durch den Kapitalmarkt entwickelt. Das gilt auch für Deutschland. Die Aufgaben und Funktionen eines aktiven Monitorings erhalten immer mehr Gewicht, da Investoren vermehrt passiv anlegen und auch die Anzahl der Analysten zurückgeht.

Relevante Themenbereiche

Es lassen sich die nachfolgenden fünf Themenkomplexe ableiten, mit denen sich jeder Vorstand und Aufsichtsrat auseinandersetzen muss, da sie typischerweise im Fokus der Strategien aktivistischer Investoren stehen und darüber hinaus am Kapitalmarkt mit einer hohen Aufmerksamkeit bedacht werden:

- Verfügt das Unternehmen über eine geeignete Strategie auch bezüglich Nachhaltigkeit (ESG), Ökologie und sonstigen technologischen Transformationen sowie einen geeigneten Kapitalallokationsprozess, um langfristig erfolgreich zu sein?
- Wie ist die operative und finanzielle Leistungsfähigkeit des Unternehmens im Vergleich zu anderen Unternehmen, der Branche und dem gesamten Markt? Sind Verkäufe oder Zukäufe erforderlich, um sich auf die Kernkompetenzen konzentrieren zu können und um langfristig erfolgreich zu sein, auch unter Berücksichtigung aller ökologischen Anforderungen?
- Verfügt das Unternehmen über einen Vorstand und Aufsichtsrat mit den erforderlichen Fähigkeiten, um die aktuellen und die zukünftigen Herausforderungen zu meistern und eine mögliche technologische Transformation des Unternehmens einzuleiten und umzusetzen?
- Ist die Vergütung des Managements auf die richtigen Kennzahlen, den richtigen Zeitrahmen und die richtigen Ziele ausgerichtet? Dabei ist die zunehmende Bedeutung von ESG und Umwelt-Taxonomien zu beachten und als Ziel zu verankern.
- Führt das Management einen angemessenen Dialog mit seinen Aktionären, Mitarbeitern, Kunden und den Stakeholdern insgesamt, möglicherweise auch mit der Politik, um von deren Feedback zu lernen und geeignete Maßnahmen abzuleiten und zu ergreifen?

Literatur

- Achleitner, Ann-Kristin, André Betzer, Jasmin Gider, 2010, Do corporate governance motives drive hedge fund and private equity fund activities?, *European Financial Management* 16, 805–828.
- Adams, Michael, 1999, Cross holdings in Germany, *Journal of institutional and theoretical economics* 155, 80–109.
- Allen, Franklin, Douglas Gale, 1994, Financial innovation and risk sharing, *MIT Press, Cambridge, Mass.*
- Allen, Franklin, Douglas Gale, 2001, Comparing financial systems, *MIT Press, Cambridge, Mass.*
- Allen, Franklin, Marlene D. Haas, Eric Nowak, Angel Tengulov, 2021, Market efficiency and limits to arbitrage: Evidence from the Volkswagen short squeeze, *Journal of Financial Economics* 142, 166–194.
- Andres, Christian, André Betzer, Inga van den Bongard, 2011, Das Ende der Deutschland AG, *Kredit und Kapital* 44, 185–216.
- Artiga González, Tanja, Paul Calluzzo, 2019, Clustered shareholder activism, *Corporate Governance: An International Review* 27, 210–225.
- Aslan, Hadiye, Praveen Kumar, 2016, The product market effects of hedge fund activism, *Journal of Financial Economics* 119, 226–248.
- Autore, Don M., Nicholas Clarke, Baixiao Liu, 2019, Activist investors and open market share repurchases, *Journal of Banking & Finance* 107, 105614.
- Baker, Andrew C., 2021, The effects of hedge fund activism, *Working Paper*.
- Baums, Theodor, Philipp von Randow, 1995, Der Markt für Stimmrechtsvertreter, *Die Aktiengesellschaft* 40, 97–112.
- Bebchuk, Lucian A., Alon Brav, Wei Jiang, Thomas Keusch, 2020, Dancing with activists, *Journal of Financial Economics* 137, 1–41.
- Becht, Marco, Julian Franks, Jeremy Grant, Hannes F. Wagner, 2017, Returns to hedge fund activism: An international study, *Review of Financial Studies* 30, 2933–2971.
- Becht, Marco, Julian R. Franks, Hideaki Miyajima, Kazunori Suzuki, 2021, Outsourcing active ownership in Japan, *Working Paper*.
- Becht, Marco, Julian R. Franks, Hannes F. Wagner, 2021, The benefits of access: Evidence from private meetings with portfolio firms, *Working Paper*.

- Bessler, Wolfgang, Johannes Beyenbach, Marc S. Rapp, Marco Vendrasco, 2021, The global financial crisis and stock market migrations: An analysis of family and non-family firms in Germany, *International Review of Financial Analysis* 74, 101692.
- Bessler, Wolfgang, Johannes Beyenbach, Marc S. Rapp, Marco Vendrasco, 2022, Why do firms down-list or exit from securities markets? Evidence from the German Stock Exchange, *Review of Managerial Science*.
- Bessler, Wolfgang, David Blake, Peter Lückoff, Ian Tonks, 2018, Fund flows, manager changes, and performance persistence, *Review of Finance* 22, 1911–1947.
- Bessler, Wolfgang, Thomas Book, 2021, Strategien zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft Deutschlands. Die Leistungsfähigkeit unseres Kapitalmarktes: Was wir tun müssen, um das Potenzial zu nutzen, *Deutsche Börse White Paper*.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz, 2015, Corporate finance in Germany: Structural Adjustments and current developments, *Journal of Applied Corporate Finance* 27, 44–57.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz, 2023, Kapitalmärkte: Motor für Innovation und Wohlstand oder Wurzel allen Übels? in: Berthold und Quitzau (Hrsg), *Die Welt steht Kopf. Abschied von den Illusionen – Konzepte für eine neue Wirtschaftspolitik*. Verlag Vahlen, 2023, S. 193-210.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz, Julian Holler, 2015, The returns to hedge fund activism in Germany, *European Financial Management* 21, 106–147.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz und Martin Seim, 2013, Share Repurchases of Initial Public Offerings: Motives, Valuation Effects, and the Impact of Market Regulation, *European Journal of Finance*, 20, 232-263.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz, Martin Seim and Jan Zimmermann, 2016, Equity Issues and Stock Repurchases of Initial Public Offerings, *European Financial Management*, 31-62.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz, Jan Zimmermann, 2011, Financing corporate mergers and acquisitions, in: K. Baker, J. Martin (eds.): Capital Structure and Corporate Financing Decisions, *John Wiley*, New York, 419–444.
- Bessler, Wolfgang, Halit Gonenc, Mario Hernandez Tinoco, 2023, Information asymmetry, agency costs, and payout policies: An international analysis of IFRS adoption and the global financial crisis, *Economic Systems*.

- Bessler, Wolfgang, Heinz J. Hockmann, 2020, Passive investments, in: Heinz J. Hockmann, Friedrich Thießen (Hrsg.): Geschäftsfelder des Investmentbanking. Kapitalmarktgeschäfte – Handel – Assetmanagement, *Schäffer-Poeschel*, Freiburg, 357–380
- Bessler, Wolfgang, Marc Steffen Rapp, 2022a, Die Hauptversammlung im Zeitalter institutioneller Investoren, Mitbestimmungsreport Nr. 72, 02.2022, Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.) der *Hans-Böckler-Stiftung*.
- Bessler, Wolfgang, Marc Steffen Rapp, 2022b, Die Rolle institutioneller Investoren als Eigentümer börsennotierter Gesellschaften in Deutschland, Mitbestimmungsreport Nr. 71, 03.2022, Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.) der *Hans-Böckler-Stiftung*.
- Bessler, Wolfgang, Reinhardt H. Schmidt, 2022, Empirical capital market research in Germany, in: W. Matiaske, D. Sadowski (Hrsg.), Ideengeschichte der BWL II, 271–306.
- Bessler, Wolfgang, Colin Schneck, 2016, Securities market design and stock market segments for small company shares: Empirical evidence from initial public offerings in Germany, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 28, 362–387.
- Bessler, Wolfgang, Matthias Stanzel, 2007, Qualität und Effizienz der Gewinnprognosen von Analysten – Eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt, *Kredit und Kapital*, 89–129.
- Bessler, Wolfgang, Matthias Stanzel, 2009, Conflicts of interest and research quality of affiliated analysts in the German universal banking system: Evidence from IPO underwriting, *European Financial Management* 15, 757–786.
- Bessler, Wolfgang, Matthias Stanzel, 2010, Zur Qualität der Gewinnprognose von Analysten: Die Bedeutung von Earnings Management, Expectations Management und Earnings Game, in: *Festschrift zum 50-jährigen Jubiläum des DVFA e.V.*, Knapp Verlag Frankfurt, 73–93.
- Bessler, Wolfgang, Marco Vendrasco, 2021, The 2020 European short-selling ban and the effects on market quality, *Finance Research Letters* 42, 101886.
- Bessler, Wolfgang, Marco Vendrasco, 2022a, Corporate control and shareholder activism: An empirical analysis of hedge fund strategies, *International Review of Financial Analysis* 83, 102254.
- Bessler, Wolfgang, Marco Vendrasco, 2022b, Short-selling restrictions and financial stability in Europe: Evidence from the Covid-19 Crisis, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 80, 101612.

- Bessler, Wolfgang, Marco Vendrasco, 2022c, Why do companies become hedge fund targets? Evidence from shareholder activism in Germany, *Finance Research Letters* 47, Part B, 102748.
- Bessler, Wolfgang, Marco Vendrasco, 2023, The changing relevance of dual-class shares in Europe: A corporate governance and performance perspective, *Working Paper*.
- Bessler, Wolfgang, und Dominik Wolff, 2017, Multi-Asset Portfolio Optimization and Out-of-Sample Performance: An Evaluation of Black-Litterman, Mean Variance and Naïve Diversification Approaches, *European Journal of Finance*, 23 (1), 1-30.
- Boyson, Nicole M., Nickolay Gantchev, Anil Shivdasani, 2017, Activism mergers, *Journal of Financial Economics* 126, 54–73.
- Boyson, Nicole M., Linlin Ma, Robert M. Mooradian, 2021, How does past experience impact hedge fund activism?, *Working Paper*.
- Boyson, Nicole M., Robert M. Mooradian, 2011, Corporate governance and hedge fund activism, *Review of Derivatives Research* 14, 169–204.
- Boyson, Nicole M., Pegaret Pichler, 2019, Hostile resistance to hedge fund activism, *Review of Financial Studies* 32, 771–817.
- Brav, Alon, Amil Dasgupta, Richmond Mathews, 2021, Wolf pack activism, *Management Science*.
- Brav, Alon, Paul A. Gompers, 2003, The role of lockups in initial public offerings, *Review of Financial Studies* 16, 1–29.
- Brav, Alon, Wei Jiang, Hyunseob Kim, 2015, The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes, *Review of Financial Studies* 28, 2723–2769.
- Brav, Alon, Wei Jiang, Rongchen Li, 2022, Governance by persuasion: Hedge fund activism and market-based shareholder influence, *Working Paper*.
- Brav, Alon, Wei Jiang, Song Ma, Xuan Tian, 2018, How does hedge fund activism reshape corporate innovation?, *Journal of Financial Economics* 130, 237–264.
- Brav, Alon, Wei Jian, Frank Partnoy, Randall Thomas, 2008, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, *The Journal of Finance* 63, 1729–1775.
- Broccardo, Eleonora, Oliver Hart, Luigi Zingales, 2020, Exit vs. Voice, *Working Paper*.
- Buchanan, John, Dominic H. Chai, Simon Deakin, 2020, Unexpected corporate outcomes from hedge fund activism in Japan, *Socio-Economic Review* 18, 31–52.

- Christoffersen, Susan E., Christopher C. Geczy, David K. Musto, Adam V. Reed, 2007, Vote trading and information aggregation, *The Journal of Finance* 62, 2897–2929.
- Clifford, Christopher P., 2008, Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists, *Journal of Corporate Finance* 14, 323–336.
- Cremers, K. J. M., Erasmo Giambona, Simone M. Sepe, Ye Wang, 2021, Hedge fund activists: Value creators or good stock pickers?, *Working Paper*.
- deHaan, Ed, David Larcker, Charles McClure, 2019, Long-term economic consequences of hedge fund activist interventions, *Review of Accounting Studies* 24, 536–569.
- Del Guercio, Diane, Paula A. Tkac, 2002, The determinants of the flow of funds of managed portfolios: Mutual funds vs. pension funds, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37, 523.
- Dittmann, Ingolf, Ernst Maug, Christoph Schneider, 2010, Bankers on the boards of German firms: What they do, what they are worth, and why they are (still) there, *Review of Finance* 14, 35–71.
- Dodge, Craig, Alexander Dyck, Hamed Mahmudi, Aazam Virani, 2019, Collective action and governance activism, *Review of Finance* 23, 893–933.
- Drobetz, Wolfgang, Andreas Schillhofer, Heinz Zimmermann, 2004, Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany, *European Financial Management* 10, 267–293.
- Eccles, Robert, Aeisha Mastagni, Kirsty Jenkinson, 2021, An introduction to activist stewardship, Beitrag im *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.
- Edmans, Alex, Clifford G. Holderness, 2017, Blockholders: A survey of theory and evidence, in: Benjamin E. Hermalin, Michael S. Weisbach (eds.): *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Elsevier.
- Elson, Charles M., Craig K. Ferrere, Nicholas J. Goossen, 2015, The bug at Volkswagen: Lessons in co-determination, ownership, and board structure, *Journal of Applied Corporate Finance* 27, 36–43.
- Erede, Matteo, 2013, Governing corporations with concentrated ownership structure: An Empirical analysis of hedge fund activism in Italy and Germany, and its evolution, *European Company and Financial Law Review* 10, 328–393.
- Faccio, Mara, Larry H. Lang, 2002, The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics* 65, 365–395.
- Fama, Eugene F., 2021, Contract costs, stakeholder capitalism, and ESG, *European Financial Management* 27, 189–195.

- Franks, Julian, Colin Mayer, 2001, Ownership and control of German corporations, *Review of Financial Studies* 14, 943–977.
- Franks, Julian, Colin Mayer, Hideaki Miyajima, 2014, The ownership of Japanese corporations in the 20th century, *Review of Financial Studies* 27, 2580–2625.
- Financial Times, 2021, A \$140bn asset sale: the investors cashing in on Big Oil's push to net zero, *Financial Times*, 5. Juli 2021.
- Financial Times, 2022, Bill Ackman to abandon public battles for quieter investment approach, *Financial Times*, 30. März 2022.
- Gantchev, Nickolay, Chotibhak Jotikasthira, 2018, Institutional trading and hedge fund activism, *Management Science* 64, 2930–2950.
- Gantchev, Nickolay, Merih Sevilir, Anil Shivdasani, 2020, Activism and empire building, *Journal of Financial Economics* 138, 526–548.
- Gözögöl, Alperen A., Wolf-Georg Ringe, 2022, Private companies: The missing link on the path to net zero, *Working Paper*.
- Goergen, Marc, Miguel C. Manjon, Luc Renneboog, 2008, Recent developments in German corporate governance, *International Review of Law and Economics* 28, 175–193.
- Greenwood, Robin, Michael Schor, 2009, Investor activism and takeovers, *Journal of Financial Economics* 92, 362–375.
- Grossman, Sanford J., Oliver D. Hart, 1980, Takeover bids. The free-rider problem, and the theory of the corporation, *The Bell Journal of Economics* 11, 42.
- Handelsblatt.com, 2005, 2005 in Politiker-Zitaten, www.handelsblatt.com/arts_und_style/2005-in-politiker-zitaten-fischer-ist-schuld/2593216.html (Abruf am 18.9.2023).
- Hamao, Yasushi, Pedro Matos, 2018, U.S.-style investor activism in Japan: The first ten years?, *Journal of the Japanese and International Economies* 48, 29–54.
- Hu, Henry T., Bernard Black, 2007, Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership, *Journal of Corporate Finance* 13, 343–367.
- IHS Markit, DIRK, 2021, Who owns the German DAX? The ownership structure of the German DAX 30 in 2020 – A joint study of IHS Markit and DIRK, Juni 2021.
- Jenkinson, Tim, Alexander Ljungqvist, 2001, The role of hostile stakes in German corporate governance, *Journal of Corporate Finance* 7, 397–446.
- Jensen, Michael C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American Economic Review* 76, 323–329.

- John, Kose, Teresa A. John, 2006, Managerial incentives, derivatives and stability, *Journal of Financial Stability* 2, 71–94.
- Kastiel, Kobi, 2016, Against All Odds: Hedge fund activism in controlled companies, *Columbia Business Law Review* 60, 60–132.
- Kedia, Simi, Laura T. Starks, Xianjue Wang, 2021, Institutional Investors and Hedge Fund Activism, *The Review of Corporate Finance Studies* 10, 1–43.
- Keusch, Thomas, 2021, Shareholder Activists and Frictions in the CEO Labor Market, *Working Paper*.
- Khurana, Inder K., Yinghua Li, Wei Wang, 2018, The effects of hedge fund interventions on strategic firm behavior, *Management Science* 64, 4094–4117.
- Klein, April, Emanuel Zur, 2009, Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors, *The Journal of Finance* 64, 187–229.
- Köke, Jens, 2004, The market for corporate control in a bank-based economy: a governance device?, *Journal of Corporate Finance* 10, 53–80.
- Krishnan, C. N. V., Frank Partnoy, Randall S. Thomas, 2016, The second wave of hedge fund activism: The importance of reputation, clout, and expertise, *Journal of Corporate Finance* 40, 296–314.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, 2000, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* 58, 3–27.
- Lilienfeld-Toal, Ulf von, Jan Schnitzler, 2020, The anatomy of block accumulations by activist shareholders, *Journal of Corporate Finance* 62, 101620.
- Lim, Jongha, 2015, The role of activist hedge funds in financially distressed firms, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50, 1321–1351.
- McCahery, Joseph A., Zacharias Sautner, Laura T. Starks, 2016, Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors, *The Journal of Finance* 71, 2905–2932.
- Miyajima, Hideaki, Ryo Ogawa, 2016, Convergence or emerging diversity? Understanding the impact of foreign investors on corporate governance in Japan, *Working Paper*.
- Naaraayanan, S. L., Kunal Sachdeva, Varun Sharma, 2021, The real effects of environmental activist investing, *Working Paper*.
- Peyer, Urs, Theo Vermaelen, 2009, The nature and persistence of buyback anomalies, *Review of Financial Studies* 22, 1693–1745.

- Rapp, Marc S., Christian Strenger, 2015, Corporate governance in Germany: Recent developments and challenges, *Journal of Applied Corporate Finance* 27, 16–26.
- Reuter, Wolfgang, Michael Sauga, Ulrich Schäfer, 2000, Steuern. Eichels Revolution, *Der Spiegel* 1/2000, www.spiegel.de/politik/eichels-revolution-a-3b276cb3-0002-0001-0000-000015348733 (Abruf am 18.9.2023).
- Ringe, Wolf-Georg, 2015, Changing law and ownership patterns in Germany: Corporate governance and the erosion of Deutschland AG, *American Journal of Comparative Law* 63, 493–538.
- Scharfstein, David, Jeremy C. Stein, 1990, Herd behavior and investment, *The American Economic Review* 80, 465–479.
- Schmidt, Reinhart H., 2004, Corporate governance in Germany: an economic perspective, in: Jan Pieter Krahen, Reinhard H. Schmidt (eds.): The German financial system. *Oxford University Press*, Oxford.
- Schwert, G. William, 1996, Markup pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 41, 153–192.
- Shleifer, Andrei, Robert W. Vishny, 1986, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461–488.
- Sunder, Jayanthi, Shyam V. Sunder, Wan Wongsunwai, 2014, Debtholder responses to shareholder activism: Evidence from hedge fund interventions, *Review of Financial Studies* 27, 3318–3342.
- Swidler, Steve, Tri Trinh, Keven Yost, 2019, The effects of activist investors on firms' mergers and acquisitions, *Journal of Financial Research* 42, 181–201.
- Tang, Tingfeng, 2020, Hedge fund activism and corporate innovation, *Economic Modelling* 85, 335–348.
- Tirole, Jean, 2006, The theory of corporate finance, *Princeton University Press*, Princeton, NJ.
- Weber, Anke, 2009, An empirical analysis of the 2000 corporate tax reform in Germany: Effects on ownership and control in listed companies, *International Review of Law and Economics* 29, 57–66.
- Weber, Peter, Heinz Zimmermann, 2011, Hedge fund activism and information disclosure: The Case of Germany, *European Financial Management* 19, 1017–1050.
- Wong, Yu T. F., 2020, Wolves at the door: A closer look at hedge fund activism, *Management Science* 66, 2347–2371.
- Wu, Szu-Yin, Kee H. Chung, 2021, Hedge fund activism and corporate M&A decisions, *Management Science*, online.

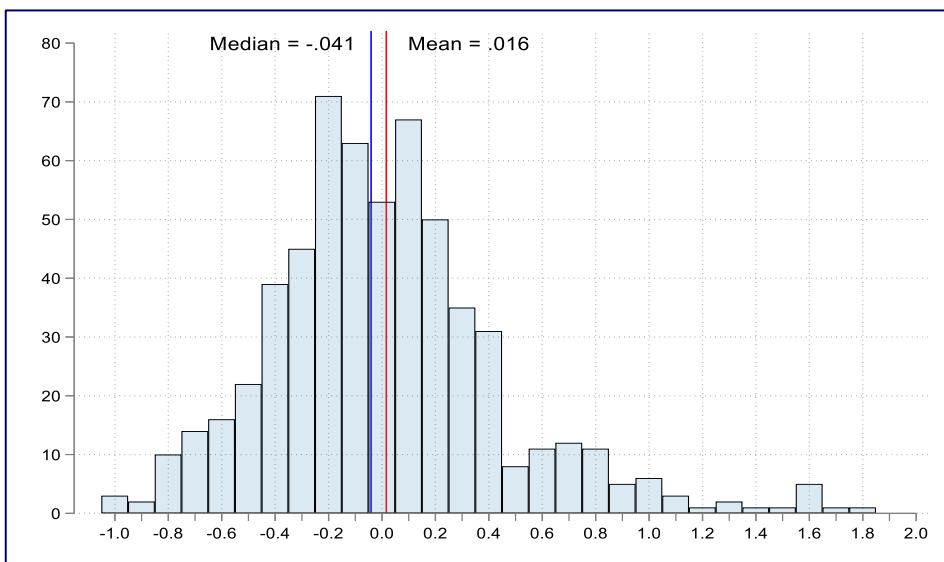
Anhang

A.1 Histogramme der Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250)

Mit der folgenden Analyse untersuchen wir die absoluten Häufigkeitsverteilungen der *Buy-and-hold Abnormal Returns* (BHAR) für den Zeitraum von 40 Tagen vor bis 250 Tage nach dem Ereignis, also für einen Zeitraum von 291 Tagen. Damit erhalten wir weitere Einsichten in die Bewertungseffekte, die durch die Attacken der aktivistischen Investoren entstehen. Die Einteilung der BHAR erfolgt in sogenannte Klassen (engl. „bins“) bzw. Zehn-Prozent-Intervallen und ist von -100 Prozent bis +200 Prozent dargestellt.

Abbildung 42 umfasst die Gesamtperiode von 2000 bis 2020 und zeigt, dass die Renditen linkssteil verteilt sind bei einem Mittelwert von 1,6 Prozent (Median -4,1 Prozent) und einigen positiven Ausreißern. Für 52,8 Prozent aller Ereignisse ermitteln wir negative Renditen, während die hohen BHAR von mehr als 100 Prozent den Mittelwert in den positiven Bereich bringen.

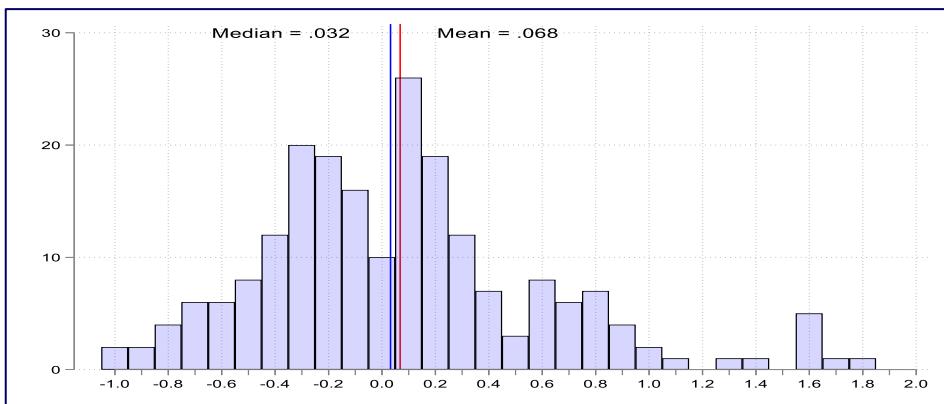
Abbildung 42: Histogramm der Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +250) über den gesamten Untersuchungszeitraum



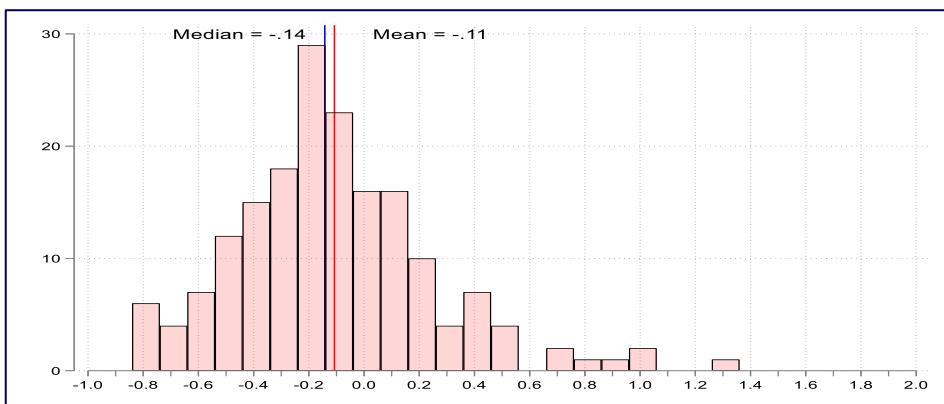
Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

*Abbildung 43: Histogramm der Buy-and-hold Abnormal Returns
(-40; +250) in den einzelnen Subperioden*

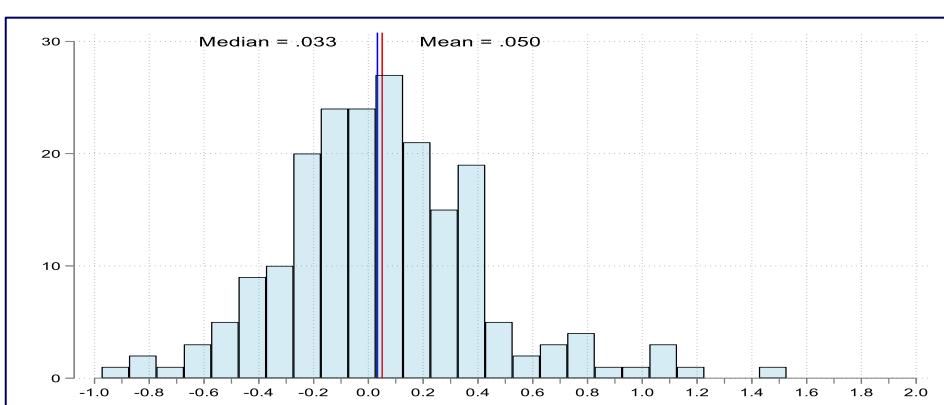
2000–2006



2007–2008



2009–2020



In Abbildung 43 werden die Histogramme für die BHAR (-40 ; $+250$) für alle drei Perioden (2000–2006, 2007–2008, und 2009–2019) getrennt voneinander dargestellt, um die Periodenunterschiede genauer zu analysieren. Es ist deutlich zu erkennen, dass sich die Renditeverteilungen in den drei Perioden unterscheiden. Die Beobachtungen und Schlussfolgerungen aus unseren bisherigen Analysen bestätigen, dass der Erfolg von aktivistischen Investoren zeit- oder periodenabhängig ist bzw. dass zwei klare Strukturbrüche vorliegen.

In der ersten Periode (blau) war die Verteilung linkssteil bei einem Median von 3,2 Prozent und Mittelwert von 6,8 Prozent, der durch die zahlreichen positiven Ein-Jahres-BHAR beeinflusst wird. Knapp 20 Prozent aller Ereignisse hatten BHAR von über 50 Prozent, während 46,9 Prozent der Renditen negativ sind. Das sind weniger als über die Gesamtperiode. Das ist nicht überraschend, da zu Beginn des Shareholder-Aktivismus in Deutschland Anfang der 2000er-Jahre die vom Kapitalmarkt wahrgenommenen erheblichen Ineffizienzen des deutschen Finanz- und Corporate-Governance-Systems erstmals im Rahmen von aktivistischen Strategien adressiert und ausgenutzt werden konnten.

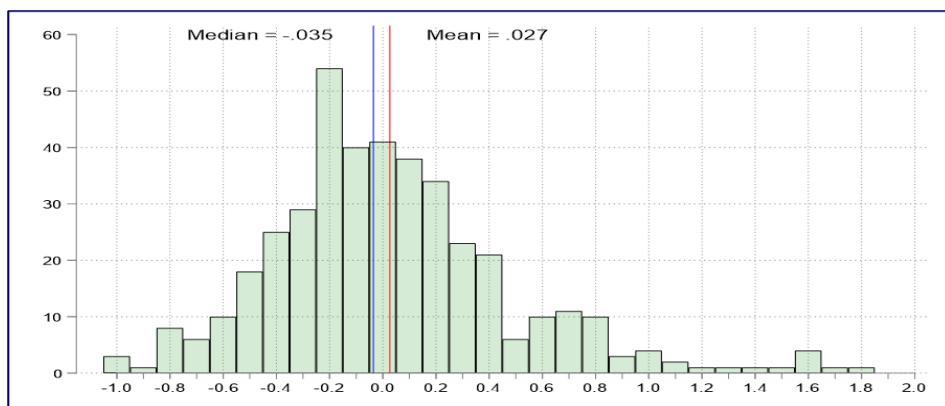
Im negativen Bereich waren die Renditen am häufigsten zwischen -50 und -10 Prozent. Im positiven Bereich gab es einige Ereignisse mit hohen positiven Renditen. Für die Renditen während der Finanzkrise ergibt sich ein Mittelwert (Median) von -11 Prozent (-14 Prozent) und es ist eine rechtsschiefe Verteilung zu erkennen. Wie erwartet war der Anteil der Ereignisse mit negativen Ein-Jahres-BHAR mit 68 Prozent relativ hoch. Das bestätigt die Ergebnisse und Darstellungen der Renditen im Zeitablauf im Haupttext (siehe Kapitel 4.1).

In der dritten Periode 2009–2019 (hellblau) war die Verteilung etwas weniger linkssteil und weist einen Mittelwert (Median) von 5,0 Prozent (3,0 Prozent) auf. Der Anteil von negativen BHAR war marginal geringer mit 45 Prozent aller Ereignisse.

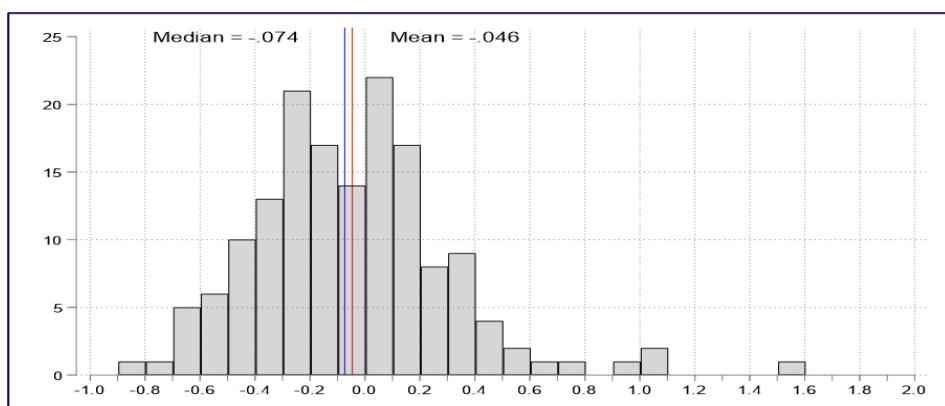
Interessanterweise haben nur noch ca. 8 Prozent der Ereignisse Renditen von über 50 Prozent. Damit waren für den Shareholder-Aktivismus in der letzten Periode die relativ hohen Renditen aus der ersten Periode nicht replizierbar, auch wenn die Aktienkurse insgesamt noch stärker angestiegen sind. Eine mögliche Interpretation ist, dass die Unternehmen potenzielle aktivistische Forderungen selbst präventiv umgesetzt haben bzw. dass die Defizite bei den deutschen Unternehmen mittlerweile weniger stark ausgeprägt sind.

Abbildung 44: Histogramm der BHAR (-40; +250) nach Industriegruppen über den gesamten Untersuchungszeitraum

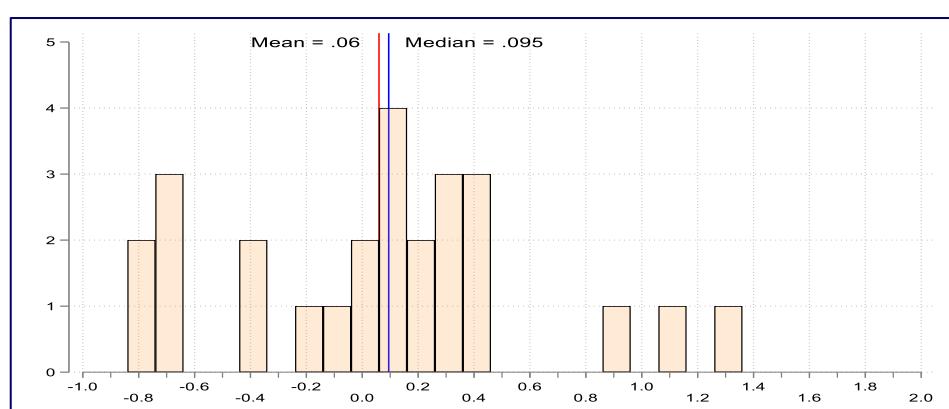
Gruppe 1: Industrie, Nicht-Basiskonsum, Technologie und Finanzen



Gruppe 2: Gesundheit, Immobilien, Grundstoffe und Telekommunikation



Gruppe 3: Energie, Basiskonsum, Sonstige und Versorger



Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

In Abbildung 44 sind die Verteilungen der Ein-Jahres-BHAR für die drei Industriegruppen dargestellt. Diese waren in den bisherigen Analysen nach relativen Häufigkeiten der Ereignisse sortiert und anschließend in drei Gruppen mit jeweils vier Industrien eingeteilt worden. Dabei betrachten wir jetzt nur die Gesamtperiode von 2000–2019. Gruppe 1 umfasst die Industrien mit einem relativen Anteil von über 10 Prozent, Gruppe 2 über 5 Prozent und Gruppe 3 unter 5 Prozent.

Bei den größten und mittleren Industrien können wir optisch eine rechtsschiefe Verteilung feststellen, was darauf hindeutet, dass ein relativ hoher Anteil der BHAR eher gering oder negativ war. Bei den kleineren Industrien war die Verteilung linksschief und somit waren die meisten abnormalen Renditen im positiven Bereich.

In der ersten Gruppe hatte die Verteilung einen Mittelwert von 2,7 Prozent und einen Median von –3,5 Prozent. Wir ermitteln für 52 Prozent aller Ereignisse dieser Gruppe eine negative Rendite und für 13 Prozent besonders hohe BHAR von über 50 Prozent. Für die mittleren Industrien berechnen wir einen negativen Mittelwert von –4,6 Prozent und noch niedrigeren Median von –7,4 Prozent. Mehr BHAR sind negativ (56,4 Prozent) und weniger Ereignisse weisen eine besonders hohe Outperformance von über 50 Prozent auf (4,5 Prozent).

Die Verteilung der Ein-Jahres-BHAR in den kleineren Industrien war als einzige linksschief bei einem Mittelwert von 6 Prozent und einem Median von 9,5 Prozent. Jedoch ist die Anzahl der Ereignisse relativ gering in dieser Gruppe, was zuverlässige Interpretationen und Schlussfolgerung nicht zulässt.

A.2 Kurzfristige Bewertungseffekte in den drei Subperioden – kumulierte abnormale Renditen (–80; +140)

In dieser Studie haben wir die Bewertungseffekte anhand von *Buy-and-hold Abnormal Returns* (BHAR) berechnet und analysiert. Um auch Einblicke in die kurzfristigen Preisreaktionen, die durch die Beteiligung der aktivistischen Investoren ausgelöst wurden, zu erhalten, berechnen wir *kumulierte abnormale Renditen* (CAR) für die kurzfristigen Kursreaktionen über das Intervall t bis T

$$CAR_{P,T} = \sum_{t=1}^T dAR_{P,t} \quad (5)$$

mit $dAR_{P,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$ (6),

wobei $dAR_{P,t}$ die tägliche durchschnittliche abnormale Rendite eines gleichgewichteten Portfolios aller Zielunternehmen über den Zeitraum t darstellt, die dann im nächsten Schritt über mehrere Handelstage aufsummiert wird. $AR_{i,t}$ ist die abnormale Rendite eines Wertpapiers i über den Zeitraum t und die Differenz zwischen der realisierten Rendite und der erwarteten Rendite $E(R_{i,t})$:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{M,t}) \quad (7)$$

$E(R_{i,t})$ schätzen wir über eine Regression des Marktmodells mit $R_{m,t}$ als Marktrendite (CDAX). Für die Schätzung der Marktmodellparameter α_i und β_i für jedes einzelne Unternehmen in unserer Stichprobe verwenden wir 60 tägliche Renditen der Aktie über das Zeitfenster vor dem Ereignis von $t=-140$ bis $t=-81$. Da die 80 Tage unmittelbar vor dem Ereignis nicht in die Berechnung mit einbezogen werden, wird der Kursanstieg, der bereits vor dem Ereignis erfolgen kann (Run-up), bei der Berechnung der erwarteten Rendite $E(R_{i,t})$ nicht berücksichtigt.

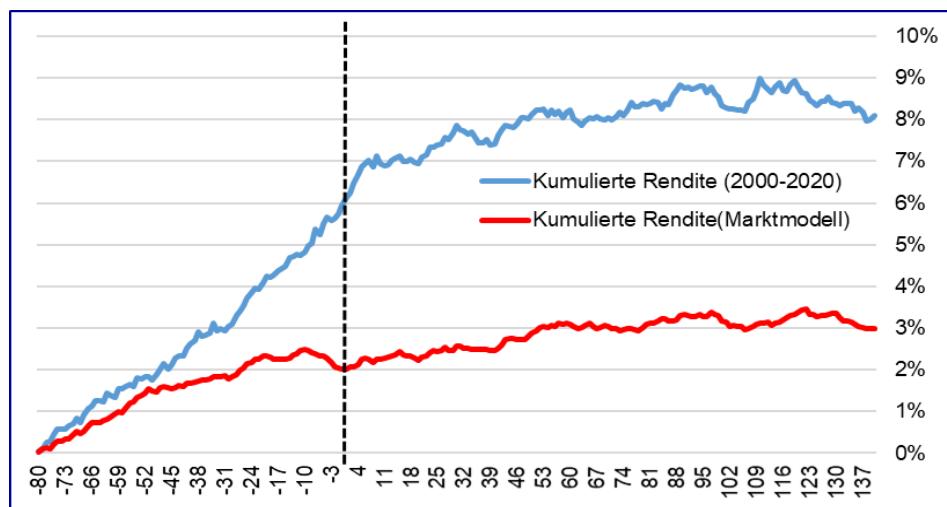
Wie bereits in den Umsatzzanalysen verdeutlicht wurde, steigen die Kurse durch die Käufe der Aktivisten vor der Veröffentlichung der Attacke an. In Anlehnung an Schwert (1996) setzen wir α_i in den Marktmodellregressionen auf null, um zu vermeiden, dass die abnormalen Renditen aus dem Schätzungsfenster die abnormalen Renditen während des Ereignisfensters verzerrn. Als Proxy verwenden wir den CDAX zur Berechnung der Marktrenditen $R_{M,t}$.

In den folgenden Abbildungen analysieren wir ein Zeitfenster von 80 Tagen vor bis 140 Tagen nach dem Ereignis. Wie im Hauptteil unserer Studie möchten wir die Methodik verdeutlichen und stellen in Abbildung 45 die kumulierten Renditen und CAR für Gesamtperiode 2000–2020 dar. Die Abbildung zeigt oben die realisierten durchschnittlichen kumulierten Renditen der Gruppe der Zielunternehmen (hellblau) und die erwarteten Renditen, basierend auf dem Marktmodell (rot).

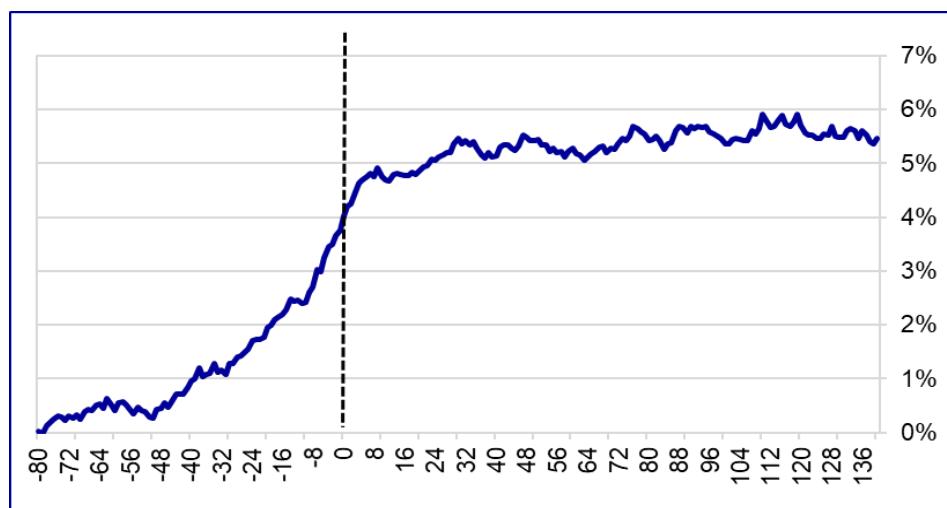
Wir beobachten, dass die Zielunternehmen eine höhere Rendite als die erwartete Rendite realisierten. In der unteren Abbildung sind die positiven CAR als Differenz aus beiden Größen dargestellt. Die Outperformance betrug durchschnittlich 5,47 Prozent CAR. Für kürzere Zeitfenster berechnen wir signifikante CAR von 4,42 Prozent (-45 ; $+45$) und 2,40 Prozent (-15 ; $+15$). Es ist in den Abbildungen eindeutig zu erkennen, dass die realisierten Renditen höher waren als die erwarteten Renditen und somit eine kurssteigernde Information vorgelegen haben muss.

Abbildung 45: Kumulierte (abnormale) Rendite (-80; +140) über den gesamten Untersuchungszeitraum

Kumulierte Rendite



Kumulierte abnormale Rendite (CAR)

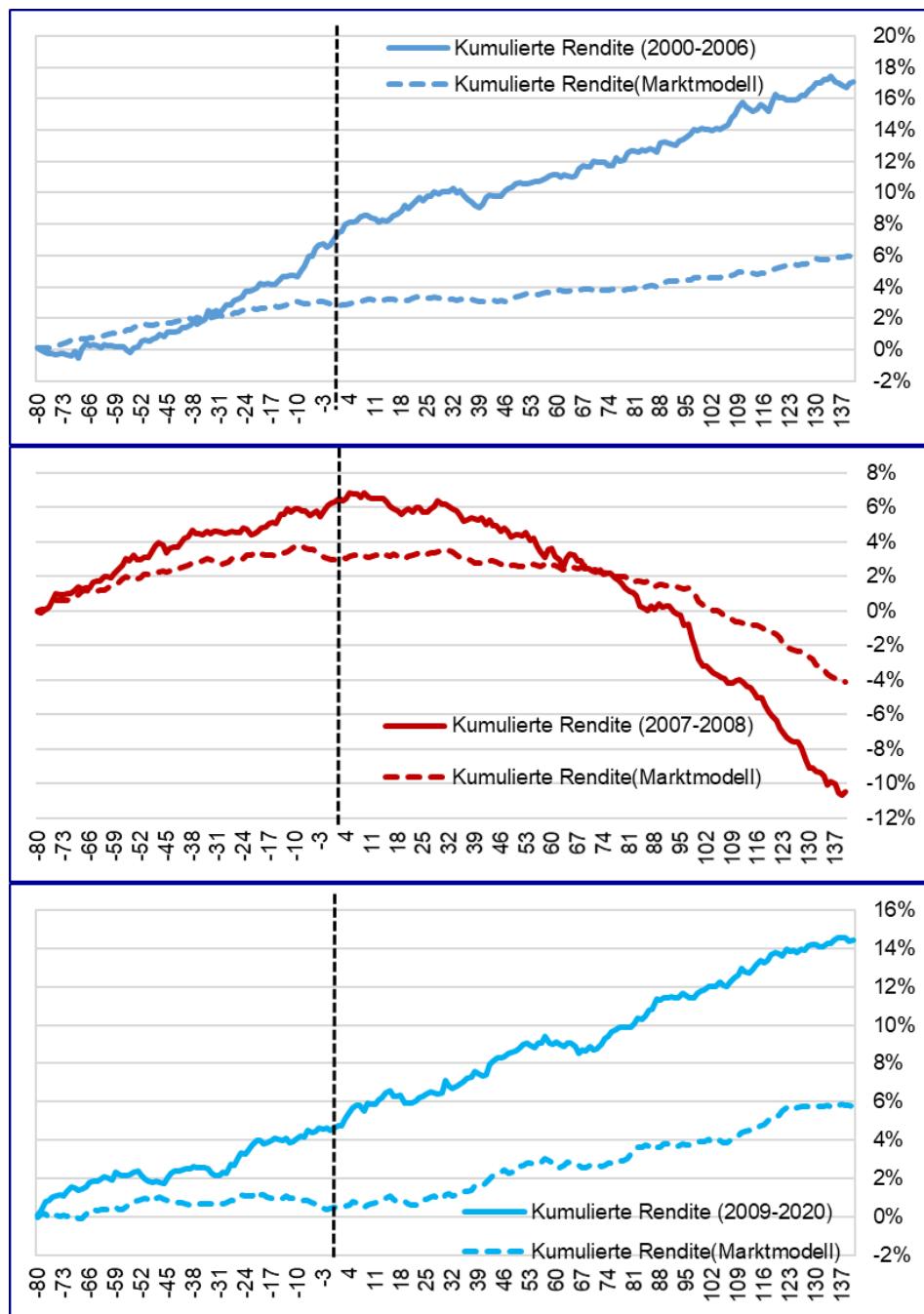


Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Für die Subperioden vor (2000–2006), während (2007–2008) und nach der Finanzkrise (2009–2020) sind die kumulierten abnormalen Renditen in Abbildung 46 dargestellt. Wie zuvor untersuchen wir zunächst die realisierten kumulierten Renditen und die erwarteten kumulierten Renditen gemäß dem Marktmodell für alle Zielunternehmen.

Abbildung 46: Kumulierte Renditen (-80; +140) in den einzelnen Subperioden



Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

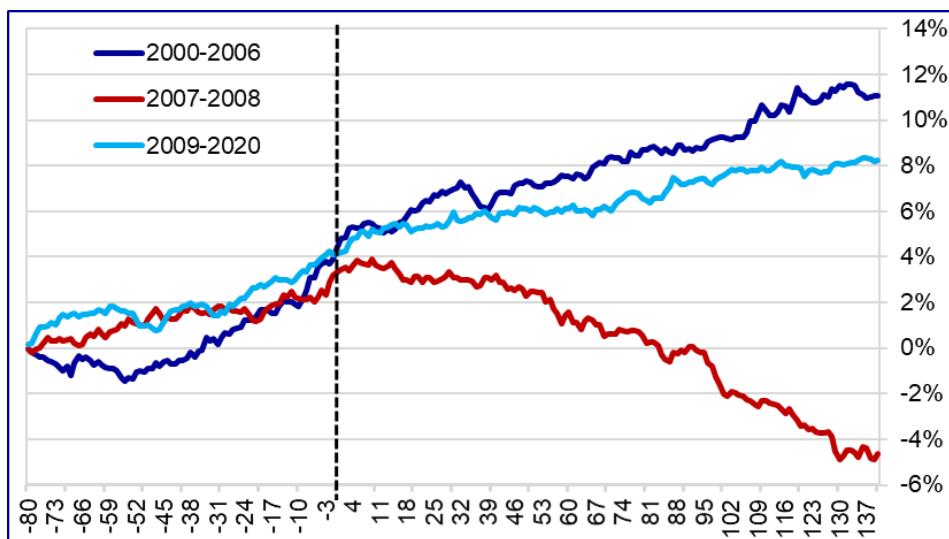
y-Achse: kumulierte Rendite in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Unsere Ergebnisse zeigen, dass in Bullenmärkten (erste und dritte Periode) aktivistische Investoren kurzfristig sehr positive Renditen von 17,1 Prozent bzw. 14,4 Prozent erzielen konnten und damit bis 140 Tage stets oberhalb der Benchmark liegen. Dagegen wurden in der Finanzkrise hohe Verluste von -10,5 Prozent generiert, die sogar höher als erwartet sind. Bei den BHR in Abbildung 15 (siehe Kapitel 5.1) ergab sich das gleiche Muster.

Schließlich bilden wir in Abbildung 47 für alle drei Subperioden die CAR ab, also die Differenzen aus den tatsächlich realisierten und den erwarteten kumulierten Renditen. In den beiden Perioden 2000–2006 und 2009–2020 wurde eine deutliche Outperformance von jeweils 11,1 Prozent und 8,25 Prozent über die 220 Tage (80 + 140) erzielt. In der Finanzkrise hatten die Zielunternehmen dagegen eine kurzfristige Underperformance von -4,6 Prozent, die aber erst nach der Ankündigung zu beobachten ist. Vor der Ankündigung der Beteiligung (Attacke) durch aktivistische Investoren sind für alle drei Perioden positive Renditen zu beobachten, die sich grundsätzlich nicht unterscheiden. Denn sie werden nur durch die verstärkten Käufe der aktivistischen Investoren erzeugt.

Abbildung 47: Kumulierte abnormale Renditen (-80; +140) in den einzelnen Subperioden



Anmerkung: x-Achse – Tage relativ zum Ereignistag 0;

y-Achse – kumulierte abnormale Rendite in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

Insgesamt bestätigen unsere Ergebnisse für die kurzfristigen Bewertungseffekte, die wir anhand von kumulierten abnormalen Renditen (CAR) ermittelt haben, alle unsere vorigen mittelfristigen Ergebnisse, basierend auf Buy-and-hold Abnormal Returns (BHAR). Die aktivistischen Investoren benötigen ein stabiles Marktumfeld, um mit ihren Maßnahmen positive Bewertungseffekte bei den Zielunternehmen zu erreichen.

In Krisenzeiten konnten die Interventionen von aktivistischen Investoren nicht nur keinen zusätzlichen Wert schaffen, sondern auch Kursverluste nicht vermeiden, da eine höhere Verschuldung, höhere Dividenden, weniger Liquidität und Veräußerungen von Geschäftseinheiten nicht umzusetzen sind. Über die Gesamtperiode 2000–2020 sind die kurzfristigen Bewertungseffekte positiv und unterstützen unsere Hypothese 5a.

A.3 Streudiagramme für Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +125)/(-40; +250)

Eine weitere Möglichkeit, sich bestimmte Relationen zu verdeutlichen, ist die Erstellung von Streudiagrammen. Hier ist der Zusammenhang zwischen den sechs- und zwölfmonatigen BHAR dargestellt, um zu verstehen, ob die kurz- und längerfristigen Renditen sich in die gleiche Richtung oder entgegengesetzt entwickeln.

Über die Gesamtperiode 2000–2019 finden wir eine positive Korrelation für die meisten Ereignisse (Abbildung 48 oben). Im Falle von positiven (negativen) BHAR in den ersten sechs Monaten waren auch positive (negative) BHAR nach zwölf Monaten festzustellen. Dabei ist eine relativ geringe Streuung beobachtbar. Interessanterweise finden wir auch Änderungen in den Vorzeichen, sodass bei einer positiven (negativen) Performance über die ersten sechs Monate eine negative (positive) Performance nach einem Jahr realisiert wird.

Für den ersten Fall kann ein möglicher Erklärungsansatz sein, dass die aktivistischen Investoren durch ihre Aktivitäten kurzfristig positive Bewertungseffekte selbst verursachten, möglicherweise auch nur an diesen interessiert sind, langfristig aber in den Zielunternehmen zu keinen Wertsteigerungen beitragen können. Möglicherweise sind diese Investoren auch wieder früh ausgestiegen.

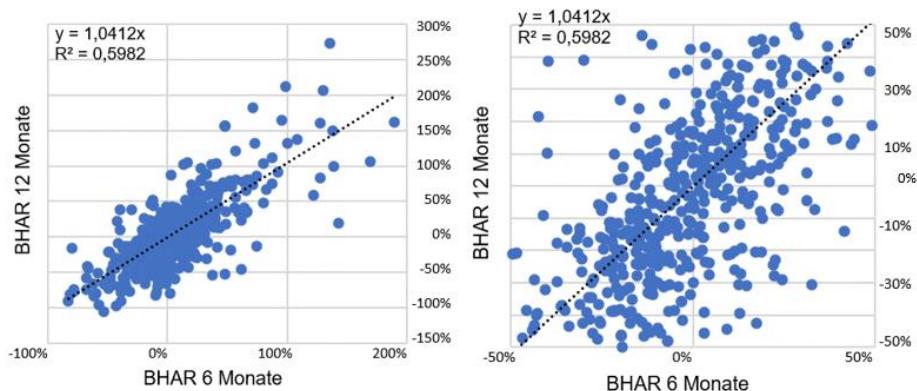
Im anderen Fall könnte die Unterbewertung der Zielunternehmen eine Erklärung sein, was bedeutet, dass die aktivistischen Investoren bei niedrigen Kursen eingestiegen sind und anschließend mit ihren Maßnahmen

den Unternehmenswert langfristig erhöhten. Zudem sind einzelne Ausreißer mit über +250 Prozent BHAR oder mit unter -100 Prozent BHAR erkennbar.

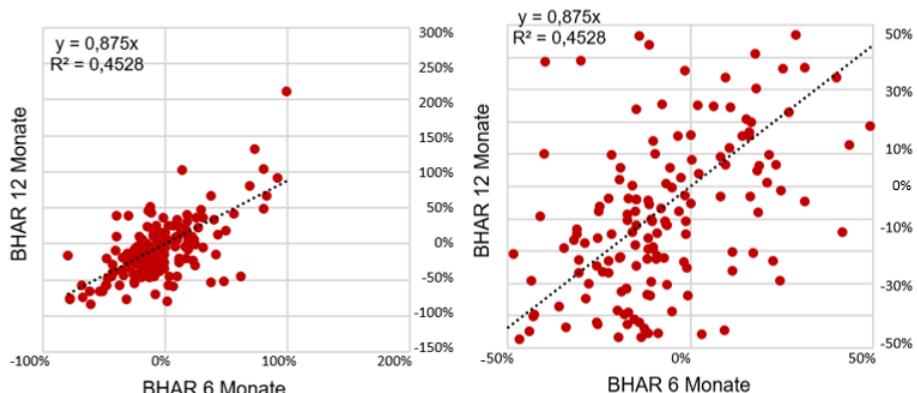
In der Finanzkrise 2007–2008 (Abbildung 48 unten) war die Korrelation positiv, aber weniger stark ausgeprägt mit vielen Ereignissen, die sich in beiden Jahren im negativen Bereich befinden. Das liegt auch daran, dass man bei Beobachtungen über einen Zeitraum von zwei unterschiedlichen Perioden den möglichen Strukturbruch abbildet.

Abbildung 48: Streudiagramme Buy-and-hold Abnormal Returns I

Gesamter Untersuchungszeitraum



Finanzkrise



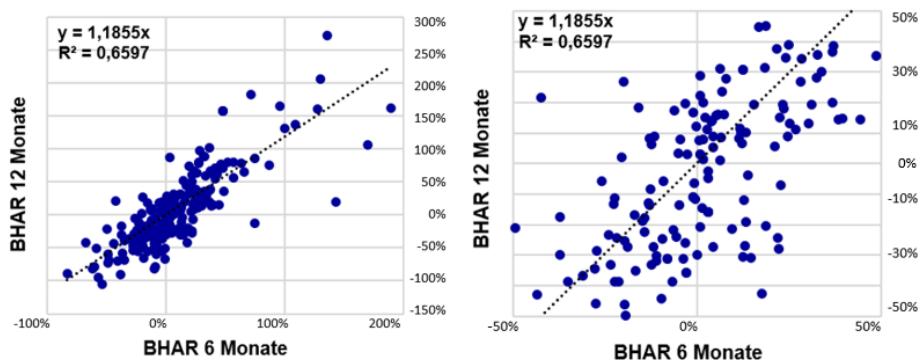
Anmerkungen: links Gesamtansicht, rechts vergrößerter Ausschnitt;
x-Achse – BHAR (-40; +125) in Prozent; y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

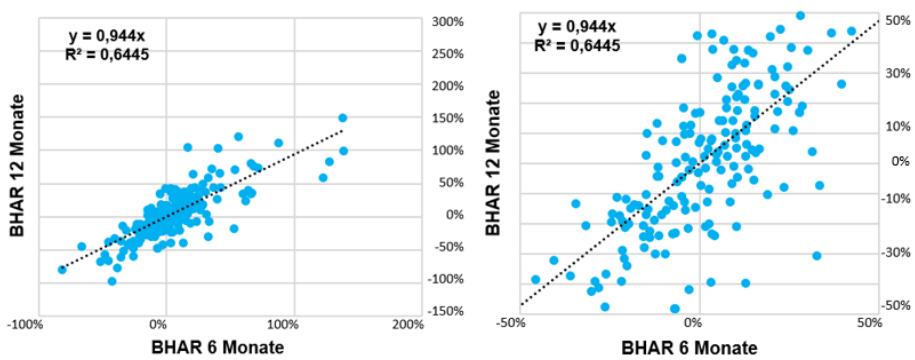
Abbildung 49 stellt die Zusammenhänge der kurz- und langfristigen Bewertungseffekte für die beiden anderen Subperioden 2000–2006 (oben) und 2009–2020 (unten) mit steigenden Aktienkursen dar. In der ersten Periode war eine deutlich positive Beziehung mit geringer Streuung beobachtbar, mit Ausreißern im positiven Bereich von über 250 Prozent BHAR nach zwölf Monaten und weniger als -100 Prozent BHAR im negativen Bereich. Wir finden auch einige Ereignisse mit Wechsel in den Vorzeichen, bei denen kurzfristige positive Bewertungseffekte in negativen abnormalen Renditen nach einem Jahr endeten.

Abbildung 49: Streudiagramme Buy-and-hold Abnormal Returns II

2000–2006



2009–2020



Anmerkungen: links Gesamtansicht, rechts vergrößerter Ausschnitt;
x-Achse – BHAR (-40; +125) in Prozent; y-Achse – BHAR (-40; +250)
in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

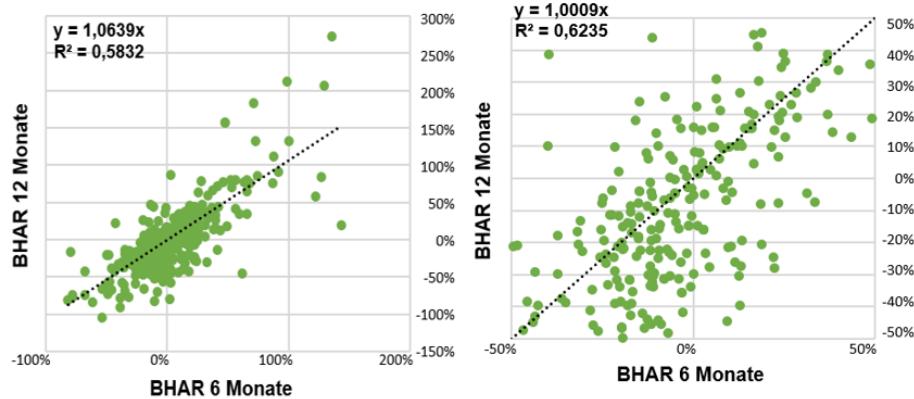
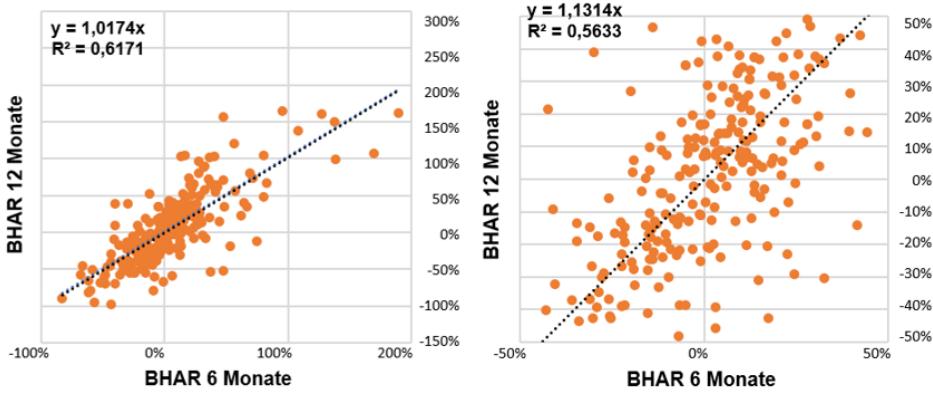
Auch in der Periode nach der Finanzkrise (2009–2019) blieb die positive Korrelation bestehen, die etwas schwächer ist als in der Periode vor der Finanzkrise (2000–2006). Tendenziell zeigte sich zwischen den Perioden eine gewisse Persistenz in den Renditen. Wir sehen eher selten, dass sich z. B. eine positive sechsmonatige Rendite bis zum Ende des Jahres (zwölf Monate) in eine negative Rendite veränderte. Entweder blieben die aktivistischen Investoren länger als sechs Monate investiert oder ihre Initiativen hatten weiterhin Erfolg.

Ein interessantes Ergebnis ist, dass in der ersten Periode der Anstieg der Geraden größer ist, sodass bei positiven (negativen) sechsmonatigen Renditen noch höhere (niedrigere) Renditen nach zwölf Monaten realisiert werden konnten. Diese stärker ausgeprägte Persistenz in den Renditen kann auf das anfänglich höhere Wertsteigerungspotenzial nach den Reformen des deutschen Corporate-Governance-Systems zurückzuführen sein.

Schließlich unterscheiden wir in Abbildung 50 zwischen der Aggressivität der aktivistischen Taktiken über den gesamten Zeitraum 2000–2019. In den oberen Abbildungen sind nicht-aggressive Ereignisse dargestellt und lassen erkennen, dass ein relativ hoher Anteil der Ereignisse bereits über den kürzeren Zeitraum (sechs Monate) eine negative Performance vorweist und diese auch in der langen Frist (zwölf Monate) negativ bleibt. Ferner sind viele Ereignisse mit negativem Wechsel der Vorzeichen von Gewinnen im ersten Halbjahr zu Verlusten nach einem Jahr festzustellen.

Interessanterweise konnten aggressive Investoren (Abbildung 50 unten) tendenziell häufiger positive BHAR im ersten Jahr nach dem Ereignis realisieren. Wir beobachten, dass sich viele Ereignisse im positiven Bereich befinden, es aber dennoch von positiven BHAR in der kurzen Frist zu negativen BHAR in der langen Frist kam. Jedoch ist in beiden Gruppen die Streuung relativ gering mit wenigen Ausreißern als Einzelfällen.

Abbildung 50: Streudiagramme Buy-and-hold Abnormal Returns III

Nicht-aggressive Hedgefonds**Aggressive Hedgefonds**

Anmerkungen: links Gesamtansicht, rechts vergrößerter Ausschnitt;
 x-Achse – BHAR (-40; +125) in Prozent; y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent

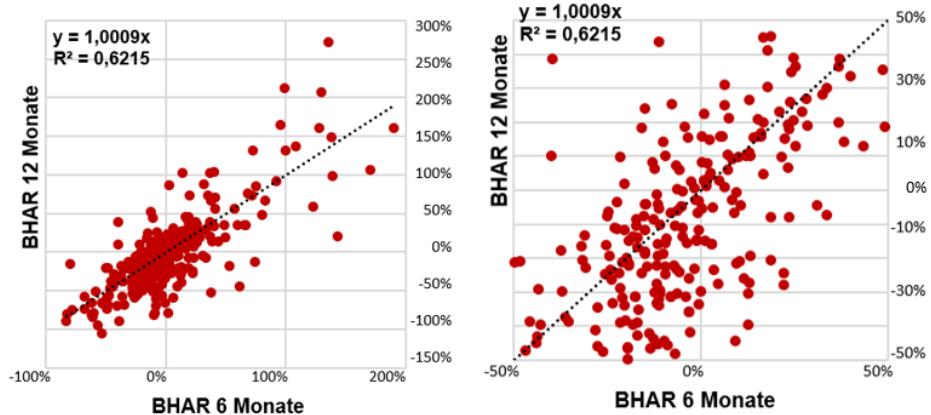
Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

A.4 Zusätzliche Streudiagramme für Buy-and-hold Abnormal Returns (-40; +125) / (-40; +250)

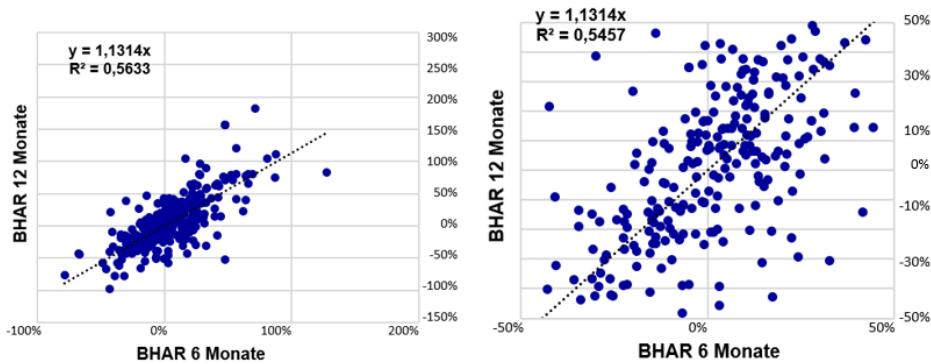
In Abbildung 51 ist die Beziehung zwischen kurz- und langfristigen BHAR für Zielunternehmen mit niedrigen und hohen Anteilen von institutionellen Investoren dargestellt. Bei positiver Korrelation verändert sich das Vorzeichen der Rendite nicht. Die Ergebnisse weisen in beiden Gruppen eine deutliche positive Korrelation mit einiger Streuung auf.

Abbildung 51: Streudiagramme Sechs- und Zwölf-Monats-BHAR I

Niedriger institutioneller Anteilsbesitz



Hoher institutioneller Anteilsbesitz



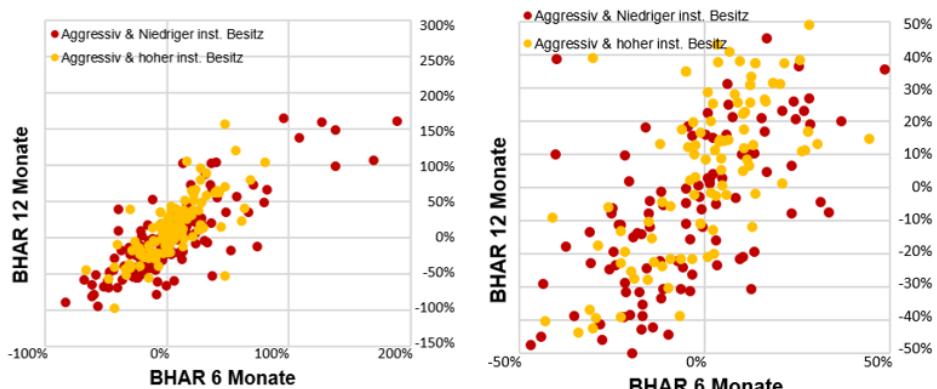
Anmerkungen: links Gesamtansicht, rechts vergrößerter Ausschnitt;
x-Achse – BHAR (-40; +125) in Prozent; y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

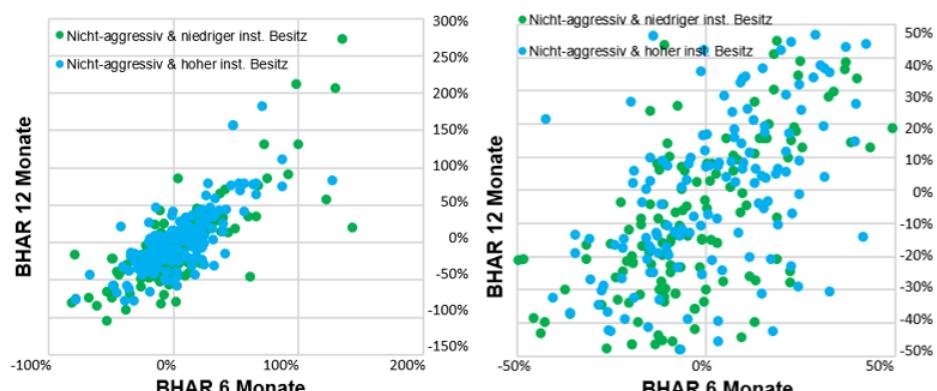
Bei einem niedrigen institutionellen Besitz (Abbildung 51 oben) finden wir, dass bei einem relativ hohen Anteil der Ereignisse bereits in der kurzen Frist (sechs Monate) eine positive (negative) Performance realisiert wurde und diese auch nach zwölf Monaten positiv (negativ) bleibt. Es bestand in vielen Fällen Performance-Persistenz. Allerdings ist bei einigen Aktien ein Vorzeichenwechsel festzustellen. Nach einer anfänglich positiven (negativen) Entwicklung wurden langfristig Verluste (Gewinne) realisiert. Bei einem hohen institutionellen Besitz (Abbildung 51 unten) war der positive Zusammenhang stärker ausgeprägt (höhere Steigerung).

Abbildung 52: Streudiagramme Sechs- und Zwölf-Monats-BHAR II

Aggressive Hedgefonds und niedriger/hoher institutioneller Anteilsbesitz



Nicht-aggressive Hedgefonds und niedriger/hoher institutioneller Anteilsbesitz



Anmerkungen: links Gesamtansicht, rechts vergrößerter Ausschnitt;
x-Achse – BHAR (-40; +125) in Prozent; y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

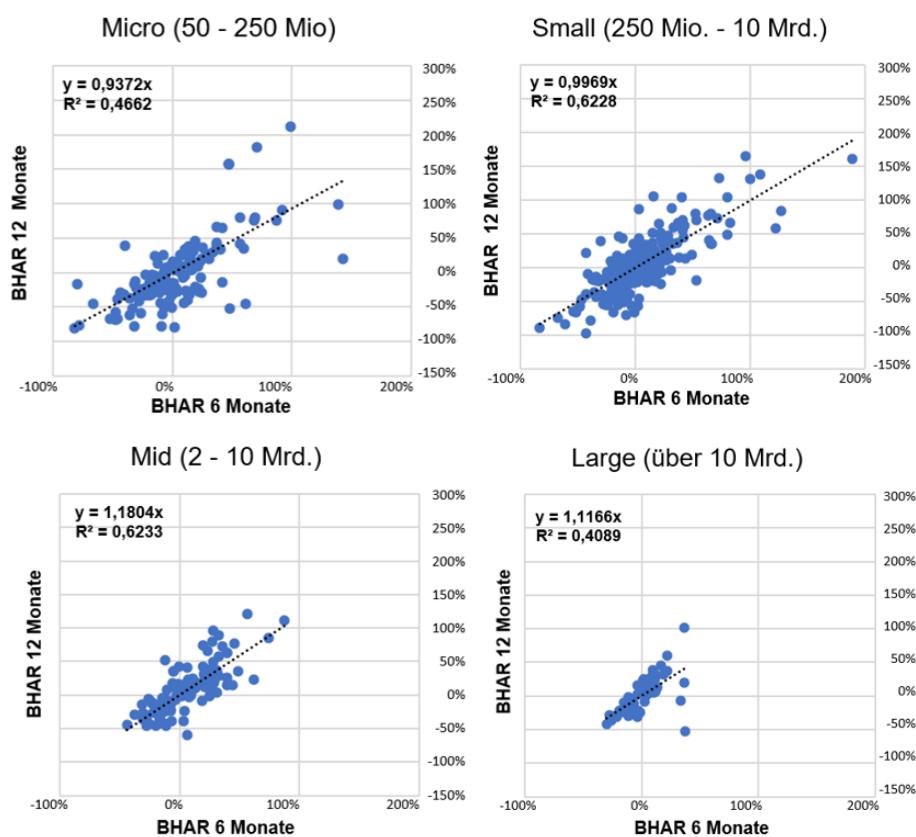
Für Abbildung 52 bilden wir Kombinationen aus dem Aggressivitätsgrad der aktivistischen Taktiken und der Höhe des institutionellen Besitzes im Zielunternehmen. In den oberen Diagrammen ist zu erkennen, dass aggressive aktivistische Investoren bei hohem institutionellem Besitz wesentlich erfolgreicher waren als bei weniger institutionellen Investoren. Der positive Zusammenhang war stärker ausgeprägt und weist auch mehr Ereignisse im positiven Bereich auf, während im anderen Fall sichtbar mehr Ereignisse mit kurz- und langfristig negativen BHAR vorlagen.

Die unteren Diagramme zeigen die Punktewolke bei nicht-aggressiven Investoren in Verbindung mit niedrigem oder hohem institutionellem Besitz. In beiden Fällen ist die Ausprägung des positiven Zusammenhangs vergleichbar. Dagegen wurde bei einem hohen Anteil von institutionellen Investoren wesentlich häufiger eine stetige positive Performance über die sechs und zwölf Monate nach dem Ereignis realisiert, während sich bei niedrigen Anteilen mehr Ereignisse im negativen Bereich verorteten.

Schließlich unterscheiden wir in Abbildung 53 nach der Marktkapitalisierung der Zielunternehmen und bilden vier verschiedene Gruppen (Micro, Small, Mid und Large). Unabhängig von der Größe der Zielunternehmen ist wieder eine positive Beziehung zwischen den kurzfristigen Sechs-Monats-BHAR und langfristigen Zwölf-Monats-BHAR feststellbar. Dabei sind wesentlich mehr Ereignisse mit negativer Performance über das gesamte Jahr nach dem Ereignis zu sehen und auch mehr Ereignisse, die anfänglich positive BHAR vorweisen, die später negativ werden.

Ferner sind häufiger Ereignisse zu beobachten, bei denen sich anfänglich positive BHAR (sechs Monate) langfristig in negative BHAR umkehren (zwölf Monate). Demzufolge war es bei kleineren Zielunternehmen möglicherweise schwieriger, die Maßnahmen und Vorschläge der aktivistischen Investoren wertsteigernd umzusetzen, sodass häufiger keine positiven abnormalen Renditen realisiert werden konnten. Deshalb ist der Anstieg der Geraden auch kleiner als 1.

Abbildung 53: Streudiagramme Sechs- und Zwölf-Monats-BHAR – Marktkapitalisierung der Zielunternehmen



Anmerkung: x-Achse – BHAR (-40; +125) in Prozent;

y-Achse – BHAR (-40; +250) in Prozent

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung

ISSN 2509-2359