

Shareholder Activism – werden Hedgefonds erst durch Private Equity erfolgreich?

Kann durch aktives Aktionärsverhalten (Shareholder Activism) auch in traditionell weniger kapitalmarktorientierten Ländern wie Deutschland der Unternehmenswert gesteigert und damit Shareholder Value generiert werden? Diese Fragestellung rückt immer mehr in den Fokus vieler empirischer Untersuchungen und konfrontiert sogleich mit einer zentralen Erkenntnis: Erst die aktive Teilnahme von bestimmten Gruppen von Großaktionären, beispielsweise Hedgefonds (HF) und Private Equity (PE), an der Unternehmenskontrolle und -steuerung führt zu Änderungen im Investitionsverhalten, der Unternehmensfinanzierung und -strategie. Wurde bislang nur zwischen aktiven und passiven sowie großen und kleinen Aktionären und deren Einfluss auf das Unternehmen hingewiesen, fordern Cronqvist und Fahlenbrach (2007) in einer aktuellen Studie eine differenzierte Individualbetrachtungsweise der jeweiligen Aktionäre.

Interessenkonflikte zwischen Management und Anteilseignern

Ökonomen verweisen bei der Frage, wie einzelne Investoren den Wert eines Unternehmens beeinflussen können, in der Regel auf die Interessenkonflikte zwischen dem Management und den Anteilseignern bezüglich der Verwendung der von den Aktionären bereitgestellten und den vom Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Ressourcen. Durch eine aktive Überwachungs- und Kontrollfunktion können Investoren dem Management die Möglichkeit zur unrentablen Verwendung der (liquiden) Mittel nehmen und somit die sich aus Prinzipal-Agent-Konflikten ergebenden Kosten senken.

Allerdings haben nicht alle Großaktionäre die Möglichkeit und die Motivation, eine aktive Überwachungs- und Kontrollfunk-

tion innerhalb eines Unternehmens zu übernehmen, da sie beispielsweise eigene Interessenkonflikte haben. Für aktivistische Hedgefonds- und Private-Equity-Manager hingegen kann unterstellt werden, dass diese durch ihre Unabhängigkeit und geringe Regulierung die Möglichkeit einer aktiven und frei von Interessenkonflikten überlagerten Einflussnahme in den Zielunternehmen haben.

Weiterhin haben sie aufgrund ihrer performanceabhängigen Vergütungsstruktur einen sehr starken Anreiz an einer erfolgreichen, aktiven Einflussnahme auf die Unternehmensstrategie. Allerdings ist die Frage, ob diese beiden Gruppen von institutionellen Investoren den Wert eines Unternehmens nachhaltig positiv beeinflussen können, bislang kaum empirisch behandelt worden. Darüber hinaus ist ferner zu prüfen, ob eine Steigerung des

Shareholder Values auf eine Reduzierung der Agency-Kosten zurückzuführen ist und ob Industrieeffekte zu beobachten sind.

Studien für den angloamerikanischen Raum zeigen, dass ein Engagement aktiver institutioneller Investoren (Hedgefonds- und Private-Equity-Investoren) in börsennotierten Unternehmen zu beachtlichen positiven Kapitalmarktreaktionen am Tag der Ankündigung führt. Brav, Jiang, Par-tony und Thomas (2008) beobachten, dass der Erwerb von mindestens fünf Prozent der Stimmrechte durch einen Hedgefonds in Abhängigkeit von seiner erwarteten „Aggressivität“ zu einer Marktreaktion von null Prozent bis 16 Prozent führt. Während eine geplante Veränderung der Corporate-Governance-Struktur des Unternehmens kurzfristig meist keinen Wert schafft, bewirkt die Ankündigung eines geplanten CEO-Wechsels oder die Bereitstellung von finanziellen Mitteln beträchtliche Marktreaktionen von bis zu 16,8 Prozent. Vergleichbare Marktreaktionen in den Zielunternehmen von Hedgefonds beobachten Klein und Zur (2009), Clifford (2007) und Boyson und Mooradian (2007).

Agency-Kosten

Als erste Studie für Deutschland, finden Mietzner und Schweizer (2007) Ankündigungsrenditen in vergleichbarer Höhe von zirka sechs Prozent für Unternehmen, an denen ein Hedgefondsmanager mindestens fünf Prozent der Stimmrechte erwirbt. Mit Blick auf die Fähigkeit, Agency-Kosten zu reduzieren, beobachtet Clifford (2007) zwar eine Verbesserung der operativen Ergebnisse, räumt aber gleichzeitig ein, dass dieses Ergebnis auch aus einer Reduktion der Aktiva resultieren könnte. Boyson und Mooradian (2007) zeigen, dass eine Veränderung der Corporate Governance in den Zielunternehmen auch mit einer Reduktion

Dr. Mark Mietzner, Lehrstuhl für Unternehmensfinanzierung, Technische Universität Darmstadt, und Prof. Dr. Denis Schweizer, Juniorprofessor für Alternative Investments, WHU – Otto Beisheim School of Management, Vallendar

Wenn sich Private-Equity-Investoren und/oder Hedgefondsmanager in Unternehmen engagieren, führt das kurzfristig zu einer registrierbaren positiven Marktreaktion. Kapitalmarktreaktionen nach oben lassen sich empirisch nicht nur im angloamerikanischen Raum nachweisen, sondern auch für Deutschland haben die Autoren solche Ankündigungsrenditen in einer Marktstudie aufzeigen können. Dass Hedgefonds vor allem dann positive Bewertungseffekte erzielen, wenn auch Private-Equity-Investoren engagiert sind, werten sie als interessante Perspektive zur Komplementarität dieser aktiven Investoren in der Corporate Governance. (Red.)

von Agency-Kosten einhergeht. Vergleichbar mit einem Engagement von Hedgefonds führen auch Beteiligungen von Private-Equity-Investoren kurzfristig zu positiven Kapitalmarktreaktionen [siehe hierzu Klein und Zur (2009), Achleitner, Andres, Betzer und Weir (2008) sowie Mietzner und Schweizer (2007)], die mit einer Reduktion von Agency-Kosten konsistent sind.¹⁾

Agency-Kosten sind oft ein Phänomen, das nicht nur ein Unternehmen innerhalb einer Industrie betrifft, sondern eine gesamte Industrie. Daher stellt sich die Frage, inwieweit für Wettbewerbsunternehmen (Rivalen) zu den Hedgefonds- oder Private-Equity-Zielunternehmen ein vergleichbarer Mehrwert erwartet werden kann. Diese Einschätzung basiert auf den Geschäftsmodellen von Hedgefonds- und Private-Equity-Investoren, die beachtliche Ressourcen auf die Identifikation ihrer Investitionsobjekte verwenden und hierdurch private Informationen generieren. Durch ein Engagement wird die Einschätzung des Zielunternehmens und möglicherweise der gesamten Industrie öffentlich.

Signal für die gesamte Industrie

Auf der einen Seite kann das Engagement eines neuen institutionellen Investors somit als ein positives Signal für die gesamte Industrie angesehen werden und sollte damit auch positive Marktreaktionen bei Rivalen hervorrufen (Signalwirkungshypothese). Auf der anderen Seite forcieren die aktiven Anteilseigner eine stärkere Fokussierung auf den Shareholder Value bei ihren Zielunternehmen. Diese Änderung der Zielfunktion in den Zielunternehmen kann eine Veränderung des Wettbewerbsverhaltens mit sich bringen und somit die Rivalen aufgrund einer erhöhten Wettbewerbsintensität negativ beeinflussen (Wettbewerbshypothese).

In den folgenden Analysen liegt der Fokus auf den kurzfristigen Aktienrenditen der Ziel- und Wettbewerbsunternehmen um den Ankündigungstag, an dem bekannt wird, dass ein Hedgefondsmanager oder Private-Equity-Investor in einem börsennotierten Unternehmen mindestens fünf Prozent der Stimmrechte erworben hat. Im Folgenden wird gezeigt, wie die kurzfristigen Marktreaktionen bei den börsennotierten Zielunternehmen ausfallen und ob die Werteffekte auf eine Reduktion von

Tabelle: Marktreaktion der Zielunternehmen

Private-Equity-Transaktionen				Hedge-Funds-Transaktionen			
		Boehmer Test	t-Test		Boehmer Test	t-Test	
Ereignisfenster	CAAR	z-Score	t-Wert	CAAR	z-Score	t-Wert	
Reaktion der Zielunternehmen							
[- 20; + 20]	3,55%	2,52***	3,24***	6,24%	2,57**	2,62***	
[- 10; + 10]	4,14%	3,98***	4,45***	4,65%	2,19***	2,51***	
[- 5; + 5]	5,05%	4,62***	5,10***	3,31%	2,14***	2,16***	
Reaktion der Rivalen							
[- 20; + 20]	2,68%	3,04**	2,44**	- 3,64%	- 1,90*	- 2,00**	
[- 10; + 10]	1,53%	2,46**	1,74*	- 2,49%	- 2,08**	- 2,04**	
[- 5; + 5]	1,05%	2,34**	1,60	- 3,48%	- 4,22***	- 3,86***	
Hinweis: Die Signifikanzniveaus werden wie folgt definiert: *** für 1%, ** für 5% und * für 10%. CAAR: Kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite							

Agency-Kosten zurückzuführen sind. Anschließend werden die Auswirkungen auf die direkten Wettbewerber (Rivalen) der Zielunternehmen untersucht.

Die Hedgefonds- und Private-Equity-Zielunternehmen im vorliegenden Datensatz wurden unter Einsatz der Transaktionsdatenbank von Thomson Financial sowie der Datenbank zur Veränderung bedeutender Stimmrechte der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) identifiziert. Von den in diesen Datenbanken dokumentierten Anteilskäufen waren insgesamt 67 durch HF- und 156 durch PE-Investoren initiiert worden.

Zur Identifikation der Rivalen diente der C-Dax mit einer Liste aller Unternehmen, die zwischen 2000 und 2008 im Index gelistet waren. Aus diesen Unternehmen wurde mittels Industriezugehörigkeit (INDG-Code) und Korrelation der Aktienkursrenditen ein Portfolio von Rivalen für jedes Zielunternehmen erstellt. Als Benchmarkindex für die erstellte Ereignisstudie wurde der C-Dax verwendet. Die Aktienkurszeitreihen stammten aus Thomson Financial Data-Stream, während die Finanzzahlen aus Thomson Financial Worldscope entnommen wurden.

Im Rahmen der Ereignisstudie wurde um den Tag, an dem ein Hedgefondsmanager oder Private-Equity-Investor bekannt gegeben hat, dass er mehr als fünf Prozent der Stimmrechte an einem Unternehmen erworben hat, ein Fenster von mehreren Tagen gelegt. Zur Bestimmung durch den Anteilserwerb hervorgerufene Marktreaktionen wurden von den beobachteten Ak-

tienkursrenditen diejenige Aktienkursrendite subtrahiert, die aufgetreten wäre, wenn das Ereignis nicht stattgefunden hätte. Diese erwarteten täglichen Aktienrenditen ergeben sich als Prognosewerte eines Regressionsmodells der C-Dax-Renditen auf die jeweiligen Aktienkursrenditen über einen Zeitraum von 200 Tagen vor dem Ereignis. Die als Differenz zwischen den erwarteten und den beobachteten Aktienkursrenditen ermittelten abnormalen Renditen wurden mit Hilfe zweier Testverfahren (t- und Böhmer-Test) auf ihre statistische Signifikanz geprüft.

Kurzfristige Effekte

Bei Betrachtung der kurzfristigen Aktienperformance (CAAR) in der Tabelle ist auffallend, dass für alle Ereignisfenster und unabhängig vom Investorentyp positive und signifikante Marktreaktionen beobachtbar sind. Dies bedeutet, dass der Kapitalmarkt den Erwerb von mindestens fünf Prozent der Stimmrechte an einem Unternehmen durch einen Hedgefonds oder Private-Equity-Investor als werterhöhend beurteilt. Werden hingegen die kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen der Rivalen betrachtet, ist festzuhalten, dass nur bei einem Einstieg eines Private-Equity-Investors positive Marktreaktionen auftreten. Dies ist zunächst einmal konsistent mit der Signalwirkungshypothese. In diesen Fällen könnten die Agency-Probleme nicht nur auf das Zielunternehmen beschränkt sein, sondern industrieweit vorliegen.

Im Gegensatz hierzu sind die kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen der Rivalen zu den von Hedgefonds attackierten Unterneh-

men negativ. Dies weist auf die Wettbewerbs-Hypothese hin. Hier kann argumentiert werden, dass durch die aktive Einflussnahme der Hedgefondsmanager die Zielfunktion der Unternehmen kurzfristig zu einer reinen Shareholder-Value-Orientierung hin geändert wird. Letztlich sollte sich dadurch der Wettbewerb erhöhen und die Rivalen negativ beeinflusst werden.

Erklärungsfaktoren der kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen

Mit Blick auf die Determinanten der kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen wird deutlich, dass die positiven Werteffekte für die Zielunternehmen von Private-Equity-Investoren durch eine erwartete Reduktion der Agency-Kostenpotenziale erklärt werden können. So ist auffallend, dass mit einer höheren Gesamtkapitalmarktrendite der Zielunternehmen eine höhere Ankündigungsrendite einhergeht. Dies lässt sich damit begründen, dass bei einer höheren Profitabilität auch höhere Free Cash-Flows im Unternehmen anfallen. Damit gehen höhere Agency-Kostenpotenziale einher, die durch die Private-Equity-Investoren verringert werden können. Weiterhin wirken die Marktkapitalisierung und das Markt-Buchwert-Verhältnis negativ auf die Ankündigungsrendite. Hier kann argumentiert werden, dass Unternehmen mit steigender Marktkapitalisierung auch einem höheren Monitoring durch den Kapitalmarkt unterliegen (Analyst-Coverage). Hohe Markt-Buchwert-Verhältnisse deuten meist auf das Vorhandensein vieler Wachstumsoptionen hin, die bereits in den Marktpreisen reflektiert sind. In diesen Fällen sollte eine Wertsteigerung durch die Reduktion von Agency-Kosten kaum möglich sein.

Sind in den Zielunternehmen bereits andere potenziell aktivistische Investoren engagiert, reduziert dies die Ankündigungseffekte, da diese bereits teilweise die Agency-Probleme lösen können und der Einstieg eines weiteren aktivistischen Investors somit nur einen geringen Nutzen stiftet. Dies wird vom Kapitalmarkt auch so wahrgenommen. Zusammenfassend scheint der Kapitalmarkt mit einer Reduktion der Agency-Kosten durch Private-Equity-Investoren zu rechnen.

Dementsprechend ist es nicht überraschend, dass die kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen der Rivalen ebenfalls

positiv ausfallen, da Agency-Kosten häufig ein industrieweites Phänomen sind. Allerdings spiegelt sich dieses Bild bei Betrachtung der Determinanten der Kapitalmarktreaktionen der Rivalen nicht wider. Hier lässt sich beobachten, dass bei Industrien mit einer hohen Industriekonzentration die Reaktionen geringer ausfallen, was die Wettbewerbshypothese unterstützt. Ferner fallen die Kapitalmarktreaktionen für Unternehmen, die im Jahr vor dem Einstieg des Private-Equity-Investors profitabler geworden sind, positiv aus. Da profitable Rivalen in wettbewerbsintensiven Industrien gut positioniert sind, werden sie weniger von einem zunehmenden Wettbewerb tangiert.

Mit Blick auf die Zielunternehmen von Hedgefondsmanagern bleibt festzuhalten, dass hier die kurzfristigen Werteffekte nicht durch eine Reduktion von Agency-Kosten erklärt werden können. Vielmehr fällt die kurzfristige Kapitalmarktreaktion höher aus, wenn bereits ein Private-Equity-Investor im Zielunternehmen engagiert ist. Dies könnte als Indiz gesehen werden, dass Hedgefondsmanager ohne die Unterstützung von Private-Equity-Investoren ihre angestrebten Ziele nur schwer erreichen können. Ferner ist auch denkbar, dass Hedgefondsmanager in Deutschland andere Ziele verfolgen, als Agency-Kosten in ihren Portfoliounternehmen zu reduzieren. Damit konsistent ist auch die kurzfristige Kapitalmarktreaktion der Rivalen, die primär auf eine erwartete Veränderung in der Wettbewerbssituation hindeutet. Die Ergebnisse lassen sich derart interpretieren, dass Hedgefondsmanager die Zielfunktion der Unternehmen, in denen sie aktiv werden, vermehrt in eine reine Shareholder-Value-Orientierung ändern. Diese Neuausrichtung der Unternehmen hat zur Folge, dass der Wettbewerb innerhalb der Industrie steigt (Wettbewerbshypothese) und die Rivalen mit Preisabschlägen gehandelt werden.

Positive Wirkungen auf die Bewertung

Das Engagement von Private-Equity-Investoren und Hedgefondsmanagern in deutschen Unternehmen führt kurzfristig eindeutig zu einer positiven Marktreaktion. Beeinflusst werden die Aktienrenditen von Private-Equity-Zielunternehmen primär von der Erwartung, dass der neue Anteilseigner die sich aus Prinzipal-Agent-Konflikten ergebenden Kosten senken kann.

Im Gegensatz dazu scheint die kurzfristige Aktienkursperformance von Unternehmen, an denen sich Hedgefondsmanager beteiligt haben, nur durch Markteffekte determiniert zu werden. Aus Sicht der Wettbewerbsunternehmen ist ein Engagement eines Private-Equity-Investors für diese Firmen wertsteigernd, während ein Anteils-erwerb durch einen Hedgefondsmanager an einem Unternehmen innerhalb einer Industrie negative Kursreaktionen bei seinen Rivalen hervorruft. Beide Kursverläufe sind mit einer erwarteten Veränderung der Wettbewerbssituation innerhalb der Industrie konsistent.

Bemerkenswert ist darüber hinaus, dass Hedgefonds vor allem dann positive Bewertungseffekte erzielen, wenn Private-Equity-Investoren engagiert sind. Diese Beobachtung eröffnet interessante Perspektiven zu Komplementarität dieser aktiven Investoren in der Corporate Governance.

Literatur

- Achleitner, Ann-Kristin, Christian Andres, André Betzer, and Charlie Weir, 2008, Economic Consequences of Private Equity Investments on the German Stock Market, (Center for Entrepreneurial and Financial Studies – TUM, University of Bonn and Robert Gordon University).
- Bessler, Wolfgang, and Julian Holler, 2008, Capital Markets and Corporate Control: Empirical Evidence from Hedge Fund Activism in Germany, (Justus-Liebig University Gießen).
- Boyson, Nicole M., and Robert M. Mooradian, 2007, Hedge Funds as Shareholder Activists from 1994–2005, (Northeastern University – College of Business Administration).
- Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, 2008, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, *Journal of Finance*, 63, 1729–1775.
- Clifford, Christopher, 2007, Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists, *Journal of Corporate Finance*, 14, 323–336.
- Cronqvist, Henrik, und Rüdiger Fahlenbrach, 2007, Large Shareholders and Corporate Policies, *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- Klein, April, and Emanuel Zur, 2009, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, *Journal of Finance*, 64, 187–229.
- Mietzner, Mark, and Denis Schweizer, 2007, Hedge Funds versus Private Equity Funds as Shareholder Activists – Differences in Value Creation, (TU Darmstadt und WHU – Otto Beisheim School of Management).

Fußnote

- ¹⁾ Bessler and Holler (2008) betrachten ebenfalls die Aktivitäten von Hedgefonds in Deutschland. Allerdings unterscheiden sie nicht zwischen einem Engagement von Hedge Funds und Private-Equity-Investoren. Da beide Investoren typischerweise unterschiedliche Strategien verfolgen, werden die Ergebnisse hier ausgeblendet.