

# Streit zahlt sich aus

Zwei Studien zeigen, dass Hedge-Fonds in den USA erfolgreich den Firmenwert steigern. Der Kapitalmarkt würde profitieren, wenn auch in Deutschland Fonds zu Transparenz gezwungen werden **VON SIGRID MÜLLER**

**D**eutsche Börse, Techem, CeWe Color, Balda – die Liste ließe sich beliebig verlängern. Über alle Branchen und Börsensegmente hinweg treten Hedge-Fonds bei deutschen Unternehmen als Aktionäre auf.

Und diese Aktionäre sind überaus aktiv. Forderungen nach einem Wechsel der Geschäftspolitik und personellen Veränderungen im Vorstand und Aufsichtsrat gehören zu ihrem Standardrepertoire. Dies ist an sich nichts Spektakuläres, handelt es sich doch um die legitime Wahrnehmung von Aktionärsrechten. Allerdings wird dieser Aktionärsaktivismus begleitet von zahlreichen Nebengeräuschen. Da werden Drohkulissen aufgebaut, Streit wird inszeniert, Briefe an das Management werden publik gemacht und ruppiges Verhalten wird zelebriert. Alle diese Zutaten garantieren eine starke Medienbeachtung. Zahlt sich dieses Vorgehen aus? Wird das Unternehmen geschädigt, oder lässt sich auf diese Weise Wachstum erzielen?

Die Verfechter eines aggressiven Aktionärsaktivismus verweisen darauf, dass sie wertschöpfende Unternehmensentscheidungen verfolgen. Der Druck auf das Management erfolge, um zusätzliches Wachstum zu erzielen. Die Investition in Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Wertentwicklung an den Kapitalmärkten diene exakt diesem Zweck. Ein unterbewertetes Unternehmen werde fit gemacht für den Wettbewerb. Es habe ein höheres Wachstumspotenzial mit positiven Auswirkungen auf die Beschäftigung. Dem entgegen stehen Kosten. Der

Streit um Strategien kostet Zeit und Energie und bindet das Management. Für das Unternehmen kann der erzwungene Strategiewechsel zunächst schmerzhaft sein, bevor sich eine Veränderung zum Besseren einstellt. Erschwerend kommt die relativ kurze Dauer der Investition von Hedge-Fonds hinzu. Welcher Effekt überwiegt?

Die Antwort ist verblüffend, wenn das Vorgehen von Hedge-Fonds als Anteilseiger empirisch untersucht wird. Dazu liegen zwei einzigartige Datensätze vor: Studien des Autorenteam Brav/Jiang/Partnoy/Thomas sowie von Klein/Zur untersuchen das Verhalten von Hedge-Fonds als Aktionäre von US-Unternehmen im Zeitraum 2004 bis 2005 respektive 2003 bis 2005.

Generell gilt: Der Kapitalmarkt reagiert positiv auf den Einstieg von Hedge-Fonds. Aktienkurse steigen nach der Ankündigung eines Kaufs von mehr als fünf Prozent, der Meldeschwelle für Investoren. In einem Zeitfenster von 20 Tagen sind abnormale Renditen zwischen fünf und sieben Prozent zu beobachten. Investoren bewerten den Einstieg von Hedge-Fonds als wertsteigerndes Ereignis. Dabei gilt: Feindliches Verhalten führt zu den höchsten abnormalen Renditen. Wie lässt sich dies erklären?

Unternehmen, die zum Ziel von Hedge-Fonds werden, sind in der Regel profitabel und verfügen über hohe Barmittel. Über deren Verwendung herrschen unterschied-

liche Auffassungen zwischen Management und Fonds, die aufseiten des Hedge-Fonds äußerst aggressiv vertreten werden. Hohe Barmittel stellen keine wertsteigernde Investition dar und bergen das Risiko eines sorglosen Umgangs mit Geld. Dazu gehören etwa unvorteilhafte Investitionsvorhaben, starke Vergütungserhöhungen und luxuriöse Geschäftsreisen – die Ökonomen sprechen hier von Agencykosten. Durch eine Änderung der Geschäftsstrategie lässt sich das Wachstum erhöhen, geringere Barmittel senken Agencykosten.

Beim Kauf von mehr als fünf Prozent der Anteile müssen innerhalb von zehn Tagen der Aufsichtsbehörde SEC Details mitgeteilt werden wie Pläne für Akquisitionen und Verkäufe von Unternehmensteilen, Änderungen der Eigen- und Fremdkapitalaufnahme, Aktienrückkäufe und Änderungen der Dividendenpolitik. Interessant ist, dass auch das Halten derivativer Positionen relevant ist. Da die Hedge-Fonds ihr Ziele bekannt geben müssen, lässt sich die Zielerreichung messen. Wie sieht es mit den Erfolgsquoten aus? Nach Brav/Jiang/Partnoy/Thomas liegen sie bei mehr als 60 Prozent. In der Mehrzahl aller feindlichen Fälle erreichen Hedge-Fonds ihr Ziel – eine beeindruckende Bilanz. Die höchste Erfolgsquote wird übrigens erzielt bei Forderungen nach personellen Veränderungen.

Tatsächlich bewertet der Markt die verschiedenen Ziele unter-

schiedlich. Vor allem potenzielle Wachstumsstrategien werden belohnt. Neue Investitionsvorhaben, der Verkauf von Unternehmensteilen und Restrukturierungsmaßnahmen sind nach Brav/Jiang/Partnoy/Thomas mit positiven abnormalen Renditen verbunden. Sie sind unternehmenswertsteigernd und werden vom Markt so wahrgenommen. Die von der Öffentlichkeit stark beachteten Änderungen in der Kapitalstruktur, der Entlohnungsstruktur und der personellen Zusammensetzung des Managements und der Aufsichtsgremien erzielen nach den Studien diese Effekte nicht.

Für den deutschen Kapitalmarkt lassen sich diese Effekte noch nicht bestätigen. Die Datenlage ist recht unübersichtlich. Eine Untersuchung wird zurzeit am Institut für Finanzierung der Humboldt-Universität durchgeführt.

Ließe sich für Deutschland größere Transparenz ohne allzu große Verwerfungen erzielen? Sicherlich, denn eine Bekanntgabe der Ziele eines Hedge-Fonds ist vielen Marktteilnehmern insbesondere aus den USA bekannt. Sie dürfte die Geschäftstätigkeit und das Geschäftsmodell von Hedge-Fonds daher nicht nachhaltig beeinflussen. Für den Kapitalmarkt wären diese Informationen in jedem Fall vorteilhaft. Die unterschiedlichen Ziele von Hedge-Fonds wären einer Bewertung durch den Kapitalmarkt unterworfen.

**SIGRID MÜLLER** ist Professorin für Betriebswirtschaftslehre und Direktorin des Instituts für Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin.

**Hohe Barmittel  
verleiten zum  
sorglosen  
Umgang mit  
Firmengeld**