

Transparenz zahlt sich aus

Im Gegensatz zu den USA gibt es in Deutschland nur unzureichende Informationen über die Strategien von Hedge-Fonds

Die Aktivitäten von Hedge-Fonds sind breit gestreut, wobei alle die Aussicht auf sehr hohe Renditen eint. Ausgestattet mit erheblichen Geldmitteln, treten Hedge-Fonds in letzter Zeit verstärkt als Aktionäre börsennotierter Unternehmen auf. Und sie fallen auf: Forderungen nach einem Strategiewechsel, nach speziellen Ausschüttungen und nach Änderungen der Finanzierungsstruktur sind an der Tagesordnung. Dramatisch in Szene gesetzt werden vor allem die gewünschten personellen Veränderungen in Vorstand und Aufsichtsrat.

Hedge-Fonds pflegen das Geschäftsmodell des aggressiven Aktionärsaktivismus. Hinter diesem Begriff verbirgt sich letztlich nur die legitime Wahrnehmung von Aktionärsrechten. Allerdings geschieht dies nicht vornehm zurückhaltend, sondern mit lautem Getöse und vor allem öffentlichkeitswirksam. Unternehmen wie die Deutsche Börse, Techem und CeWe Color wissen ein Lied davon zu singen.

Ist dieses Geschäftsmodell erfolgreich? Da die Zielunternehmen börsennotiert sind, lässt sich der Einfluss von Hedge-Fonds am Börsenkurs verfolgen. Wie bewertet der Kapitalmarkt das Auftreten von Hedge-Fonds und die von diesen vorgetragenen Forderungen? Durchweg positiv,

wie ein Blick in Richtung USA lehrt. Die Studien von Brav/Jiang/Partnoy/Thomas und Klein/Zur aus dem Jahr 2006 weisen außergewöhnliche Renditen zwischen fünf und 7,3 Prozent für die Zeiträume von 2004 bis 2005 bzw. von 2003 bis 2005 nach.

Der Kapitalmarkt sieht den Einstieg von Hedge-Fonds als ein wertsteigerndes Ereignis. Wer profitiert von dieser Wertsteigerung? Nicht nur die agierenden Hedge-Fonds, da die Information über ihren Einstieg allgemein bekannt gegeben wird. Hier greift eine Besonderheit des US-Kapitalmarktes, der im Vergleich zum deutschen Markt einen höheren Grad an Transparenz aufweist. Er erfasst nämlich durch seine Meldepflichten die Aktionärsaktivitäten von Hedge-Fonds recht genau.

Nach dem Securities Exchange Act aus dem Jahr 1934 werden von jedem Aktienkäufer bei einem Erwerb von mehr als fünf Prozent der Anteile detaillierte Angaben erhoben. Dabei wird unterschieden zwischen aktivem und passivem Verhalten. Aktive Investoren müssen im so genannten Schedule 13D innerhalb von zehn Tagen den Kauf melden und ihre Ziele präzise darlegen.

Darunter fallen Forderungen nach geplanten Zusammenschlüssen von Unternehmen, nach Käufen und Verkäufen von Unternehmensteilen, Än-

derungen in der Kapitalstruktur und Dividendenpolitik, Sonderausschüttungen und Rückkaufprogramme. Diese Informationen werden der Öffentlichkeit durch die SEC zur Verfügung gestellt.

Dagegen haben Investoren, die keine Änderungen der Unternehmenspolitik verfolgen, für ihre Mel-



SIGRID MÜLLER

ist Direktorin des Instituts für Finanzierung an der Humboldt-Universität in Berlin.

dung nach Schedule 13G 45 Tage Zeit. Wechselt ein Investor von passivem zu aktivem Verhalten, muss die SEC auch davon nach Schedule 13D verständigt werden. Die Öffentlichkeit wird auch informiert. Positiv ist ferner, dass nicht nur Aktienpositionen, sondern auch Derivate bei der Melde-schwelle berücksichtigt werden.

In den USA verfügen die Kapitalmärkte somit über eine ausgezeichnete Informationsbasis hinsichtlich der Aktivitäten von Hedge-Fonds. Zahlt sich dies aus? Lassen sich insbesondere durch das Nachahmen der Anlagestrategien von Hedge-Fonds

außergewöhnliche Renditen erzielen? Hier helfen die veröffentlichten Ziele der Fonds. Brav/Jiang/Partnoy/Thomas und Klein/Zur zeigen, dass abnormale Renditen in einem Zeitfenster von 20 Tagen realisiert werden. Dabei kann nach den Zielen der Hedge-Fonds differenziert werden. So liegen zum Beispiel neue Investitionsvorhaben mit einer abnormalen Rendite von 17 Prozent an der Spitze, gefolgt von Verkäufen von Unternehmensteilen (zehn Prozent) und Restrukturierungsmaßnahmen (5,9 Prozent). Änderungen in der Geschäftsstrategie liefern somit die besten Resultate. Damit bestätigt sich die Intuition, dass wachstumsfördernde Maßnahmen auch vom Kapitalmarkt als wertsteigernd angesehen werden.

Dies gilt jedoch nicht für die stark in der öffentlichen Diskussion stehenden Ziele Unternehmensführung und Kapitalstruktur. Die Marktreaktionen auf Änderungen in der Entlohnungsstruktur, auf personelle Veränderungen in Management und Aufsichtsgremien, auf Fremdkapitalaufnahme, Rückkauf- und Dividendenprogramme sind nach Brav/Jiang/Partnoy/Thomas nicht signifikant. Übereinstimmend stellen beide Untersuchungen die hohe Durchsetzungsfähigkeit von Hedge-Fonds fest. In mehr als 60 Prozent aller Fälle sind Hedge-Fonds mit ihren For-

derungen erfolgreich. Die Bewertung durch den Kapitalmarkt erfasst also dieses Phänomen.

Der deutsche Kapitalmarkt verfügt nicht annähernd über die Informationslage des US-amerikanischen. In Deutschland finden sich Angaben zum Einstieg von Hedge-Fonds in den unterschiedlichsten Quellen. Die für die Kapitalmärkte äußerst relevante Information über die Ziele des Engagements wird offiziell nicht abgefragt. Informationen über geplante Akquisitionen und Verkäufe von Unternehmensteilen, Änderungen der Eigen- und Fremdkapitalaufnahme, Aktienrückkäufe und Änderungen der Dividendenpolitik finden sich teilweise in der Finanzpresse. In einem aufwendigen mehrstufigen Suchprozess müssen sie aus diesen Quellen erhoben werden. Dies wird zurzeit am Institut für Finanzierung der Humboldt-Universität zu Berlin durchgeführt.

Mehr Transparenz ließe sich auch in Deutschland erzielen, indem Informationen wie zum Beispiel in den USA erhoben und zeitnah veröffentlicht würden. Dies würde die Bewertung des recht unterschiedlichen Engagements von Hedge-Fonds durch den Kapitalmarkt ermöglichen. Wachstums- und beschäftigungsfördernde Strategien würden belohnt.

gastautor@handelsblatt.com