



DBA thesis

**Hedgefonds in Deutschland und die Auswirkungen auf Corporate Governance im Sinne des Deutschen Corporate Governance Kodex**  
**Pergens, D.**

---

Full bibliographic citation: Pergens, D. 2020. Hedgefonds in Deutschland und die Auswirkungen auf Corporate Governance im Sinne des Deutschen Corporate Governance Kodex. DBA thesis Middlesex University / KMU Akademie & Management AG

Year: 2020

Publisher: Middlesex University Research Repository

Available online: <https://repository.mdx.ac.uk/item/88z42>

---

Middlesex University Research Repository makes the University's research available electronically.

Copyright and moral rights to this work are retained by the author and/or other copyright owners unless otherwise stated. The work is supplied on the understanding that any use for commercial gain is strictly forbidden. A copy may be downloaded for personal, non-commercial, research or study without prior permission and without charge.

Works, including theses and research projects, may not be reproduced in any format or medium, or extensive quotations taken from them, or their content changed in any way, without first obtaining permission in writing from the copyright holder(s). They may not be sold or exploited commercially in any format or medium without the prior written permission of the copyright holder(s).

Full bibliographic details must be given when referring to, or quoting from full items including the author's name, the title of the work, publication details where relevant (place, publisher, date), pagination, and for theses or dissertations the awarding institution, the degree type awarded, and the date of the award.

If you believe that any material held in the repository infringes copyright law, please contact the Repository Team at Middlesex University via the following email address: [repository@mdx.ac.uk](mailto:repository@mdx.ac.uk)

The item will be removed from the repository while any claim is being investigated.

See also repository copyright: re-use policy: <https://libguides.mdx.ac.uk/repository>

# DISSERTATION

## Hedgefonds in Deutschland und die Auswirkungen auf Corporate Governance im Sinne des Deutschen Corporate Governance Kodex

<b>NAME:</b>	Dominik Pergens
<b>MATRIKELNUMMER:</b>	MUDR/0049
<b>STUDIUM:</b>	Doctor of Business Administration
<b>ADVISOR:</b>	Dr. Klaus-Peter Schütt
<b>ANZAHL DER WÖRTER:</b>	51.457
<b>EINGEREICHT AM:</b>	13.05.2020

## EIDESSTÄTTLICHE ERKLÄRUNG

**Hiermit erkläre ich an Eides statt**, dass die vorliegende, an diese Erklärung angefügte Dissertation selbstständig und ohne jede unerlaubte Hilfe angefertigt wurde, dass es noch keiner anderen Stelle zur Prüfung vorgelegen hat und dass es weder ganz noch im Auszug veröffentlicht worden ist. Die Stellen der Arbeit einschließlich Tabellen, Abbildungen etc., die anderen Werken und Quellen (auch Internetquellen) dem Wortlaut oder dem Sinn nach entnommen sind, **habe ich in jedem einzelnen Fall als Entlehnung mit exakter Quellenangabe kenntlich gemacht**. Hiermit erkläre ich, dass die übermittelte Datei ident mit der geprüften Datei und des daraus resultierenden und übermittelten Plagiatsberichtes ist und die Angabe der Wortanzahl diesem entspricht. **Mir ist bewusst, dass Plagiate gegen grundlegende Regeln des wissenschaftlichen Arbeitens verstoßen und nicht toleriert werden. Es ist mir bekannt, dass der Plagiatsbericht allein keine Garantie für das Fehlen eines Plagiats darstellt und dass bei Vorliegen eines Plagiats Sanktionen verhängt werden können**. Diese können neben einer Bearbeitungsgebühr je nach Schwere zur Exmatrikulation und zu Geldbußen durch die Middlesex University führen. Die Middlesex University führt das Plagiatsverfahren und entscheidet über die Sanktionen. **Dabei ist es unerheblich, ob ein Plagiat absichtlich oder unabsichtlich, wie beispielsweise durch mangelhaftes Zitieren, entstanden ist, es fällt in jedem Fall unter den Tatbestand der Täuschung**.

Frankfurt am Main am 21.04.2020  
(Ort, Datum)

*D. Pergens*

.....  
Unterschrift

## SPERRVERMERK

Die Einschränkung der Bereitstellung zur Benützung meiner Dissertation mit dem Titel „Hedgefonds in Deutschland und die Auswirkungen auf Corporate Governance im Sinne des Deutschen Corporate Governance Kodex“ ist aus wichtigen rechtlichen oder wirtschaftlichen Interessen notwendig oder zweckmäßig.

Begründung: Die Erkenntnisse dieser Dissertation beruhen zu einem großen Teil auf den Einschätzungen von knapp 50 Experten, deren Anonymität zugesichert wurde und mittels dieses Sperrvermerks langfristig aufrechterhalten werden soll.

Frankfurt am Main am 21.04.2020  
(Ort, Datum)

*D. Pergens*

.....  
Unterschrift

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. EINLEITUNG .....</b>	<b>6</b>
<b>2. PROBLEMSTELLUNG .....</b>	<b>9</b>
<b>3. ERKENNTNISINTERESSE UND ZIELSETZUNG DER ARBEIT .....</b>	<b>11</b>
3.1. Einordnung und Rahmenbedingungen des Forschungsvorhabens .....	11
3.2. Zielsetzung der Arbeit .....	12
3.3. Aufbau der Arbeit.....	13
<b>4. CORPORATE GOVERNANCE .....</b>	<b>16</b>
4.1. Ausgangspunkt und Standortbestimmung von Corporate Governance.....	16
4.2. Theoretische Einordnung von Corporate Governance .....	17
4.2.1. Aufnahme des Status quo und Definition von Corporate Governance.....	17
4.2.2. Prinzipal-Agenten-Theorie: Interdependenzen zwischen Eigentum und Leitung.....	19
4.2.2.1. Grundsätze und Perspektiven der Prinzipal-Agenten-Theorie .....	19
4.2.2.2. Ausprägungsformen asymmetrischer Informationsverteilungen.....	21
4.2.2.3. Drei Handlungsoptionen interner Kontrollmechanismen .....	25
4.2.2.4. Drei Handlungsoptionen externer Kontrollmechanismen.....	29
4.2.2.5. Kontrolle durch Hedgefonds.....	31
4.2.3. Shareholder-Value-Ansatz: Unternehmenswertmaximierung im Sinne der Aktionäre .....	33
4.2.4. Stakeholder-Value-Ansatz: Die Vielfalt der Interessenlagen .....	35
4.2.5. Heterogenität der Aktionäre .....	37
4.3. Corporate Governance Systeme im Vergleich .....	40
4.3.1. Übersicht über die vorherrschenden Corporate Governance Systeme .....	40
4.3.2. Merkmale des dualistischen Corporate Governance Systems .....	41
4.3.3. Merkmale des monistischen Corporate Governance Systems .....	44
4.3.4. Annäherung der beiden aufgezeigten Corporate Governance Systeme.....	45
4.3.4.1. Drei Szenarien möglicher Konvergenzen .....	45
4.3.4.2. Kontrollmechanismen des dualistischen Corporate Governance Systems gemäß DCGK ...	46
4.3.4.3. Kontrollmechanismen des monistischen Corporate Governance Systems .....	47
4.4. Deutscher Corporate Governance Kodex .....	48
4.4.1. Einführung und historische Entwicklung des DCGK .....	48
4.4.2. Ziele, Inhalte und rechtliche Bedeutung des DCGK.....	49
4.4.3. Signalwirkung und Überwachungsfunktion im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie.....	52

4.4.4.	Entsprechenserklärung nach Maßgabe des DCGK .....	53
4.4.5.	Internationale Bedeutung des DCGK für Investoren und die Rolle der Stimmrechtsberater .....	55
4.4.6.	Aktuelle Neuerungen und Ausblick im Sinne des DCGK 2019 .....	57
<b>5.</b>	<b>HEDGEFONDS.....</b>	<b>59</b>
5.1.	Begriffsbestimmung von Hedgefonds.....	59
5.2.	Ursprung, Industrie und Bedeutung von Hedgefonds heutzutage .....	60
5.3.	Hedgefonds in Abgrenzung zu anderen Alternative Investments .....	65
5.3.1.	Klassifizierung der Alternative Investments .....	65
5.3.2.	Private Equity .....	66
5.3.3.	Venture Capital .....	68
5.4.	Investitionsprozess und Anlagestrategien .....	68
5.4.1.	Einordnung diverser Hedgefonds-Strategien .....	68
5.4.2.	Event Driven-Strategien .....	71
5.4.2.1.	Merger Arbitrage-Strategie .....	71
5.4.2.2.	Distressed Debt-Strategie .....	72
5.4.3.	Hedgefonds-Strategien weiterer Investmentstile .....	74
5.4.3.1.	Global-Macro-Strategie .....	74
5.4.3.2.	Long/Short-Equity-Strategie .....	76
5.4.3.3.	Convertible-Arbitrage-Strategie .....	77
5.5.	Merkmale von Hedgefonds .....	78
5.5.1.	Organisationsstruktur .....	78
5.5.2.	Rolle und Vergütung von Hedgefonds-Managern.....	79
5.6.	Grundzüge der Regulierung von Hedgefonds .....	82
5.6.1.	Rechtliches Umfeld in Deutschland.....	82
5.6.1.1.	Grundzüge des Kapitalanlagegesetzbuchs .....	82
5.6.1.2.	Rechtliche Grundzüge von Single-Hedgefonds.....	84
5.6.1.3.	Rechtliche Grundzüge von Dach-Hedgefonds .....	85
5.6.1.4.	Single- und Dach-Hedgefonds im Vergleich unter Risiko- und Kostenaspekten .....	85
5.6.2.	Rechtliches Umfeld in den USA .....	87
5.6.2.1.	Hedgefonds-Identifizierung nach Maßgabe der SEC .....	87
5.6.2.2.	Wissenschaftliche Ansätze zur Identifizierung US-amerikanischer Hedgefonds.....	88
5.6.2.3.	Implikationen der Identifizierung von Hedgefonds-Aktivismus für den Forschungsbeitrag	89
5.7.	Anomalien .....	89
5.7.1.	Ursprung von potenziellen Verzerrungseffekten im Umgang mit Hedgefonds-Daten .....	89
5.7.2.	Selection Bias .....	90
5.7.3.	Survivorship Bias .....	91

5.7.4.	Backfill Bias.....	92
<b>6.</b>	<b>SHAREHOLDER-AKTIVISMUS .....</b>	<b>94</b>
6.1.	Definition und wissenschaftlicher Diskurs .....	94
6.2.	Drei Grundformen von Shareholder-Aktivismus und die Rolle von Hedgefonds ....	96
6.3.	Prämissen und Beweggründe von Hedgefonds-Aktivismus .....	99
6.4.	Strategien und Einflussnahmemöglichkeiten von aktivistischen Hedgefonds .....	100
6.4.1.	Strategien aktivistischer Hedgefonds.....	100
6.4.2.	Faktische Einflussnahme durch Hedgefonds.....	101
6.4.3.	Rechtliche Einflussnahme durch Hedgefonds .....	102
6.5.	Hedgefonds-Aktivismus bezogen auf Corporate Governance.....	104
6.6.	Hedgefonds im Spannungsfeld von Corporate Governance.....	105
6.6.1.	Einordnung von Hedgefonds im Kontext von Corporate Governance .....	105
6.6.2.	Acting in Concert .....	106
6.6.3.	Ansätze zur Reduzierung der Agentenkosten .....	107
<b>7.</b>	<b>FORSCHUNGSBEITRAG DIESER ARBEIT .....</b>	<b>110</b>
7.1.	Eingrenzung des Forschungsgebiets .....	110
7.2.	Forschungslücke .....	111
7.3.	Forschungsfragen .....	116
7.3.1.	Zentrale Forschungsfrage dieses Forschungsvorhabens.....	116
7.3.2.	Forschungsfragen hinsichtlich Zielunternehmen .....	116
7.3.3.	Forschungsfragen hinsichtlich Hedgefonds-Aktivismus .....	117
7.3.3.1.	Art des Hedgefonds-Aktivismus.....	117
7.3.3.2.	Marktreaktion auf Hedgefonds-Aktivismus.....	117
7.3.4.	Forschungsfragen hinsichtlich Corporate Governance im Sinne des DCGK.....	118
<b>8.</b>	<b>METHODISCHES VORGEHEN .....</b>	<b>119</b>
8.1.	Methodik und Gang der Untersuchung .....	119
8.1.1.	Bestimmung der Grundgesamtheit potenzieller Zielunternehmen .....	119
8.1.2.	Identifikation der Anteilsbesitze an den Zielunternehmen.....	120
8.1.2.1.	Dreistufige Vorgehensweise bei der Hedgefonds-Identifizierung.....	120
8.1.2.2.	BaFin-Datenbank der bedeutenden Stimmrechtsanteile .....	121
8.1.2.3.	Datenabfrage mittels Activist Insight.....	122
8.1.2.4.	Einzelfallprüfung jeder Hedgefonds-Kampagne .....	124
8.1.2.5.	Zusammentragung der Datengrundlage des Hedgefonds-Aktivismus .....	125
8.1.3.	Entsprechenserklärung im Sinne des DCGK .....	126

8.2.	Statistische Auswertung.....	128
8.2.1.	Analyse der betroffenen Zielunternehmen.....	128
8.2.2.	Ziele und Umfang von Hedgefonds-Aktivismus .....	130
8.2.2.1.	Welche Ziele werden von Hedgefonds verfolgt, und wie erfolgreich sind sie bei deren Umsetzung? .....	130
8.2.2.2.	Welchen Einfluss nehmen Hedgefonds auf die Unternehmensführung, beispielsweise in Form der Besetzung des Vorstands und Aufsichtsrats? .....	134
8.2.2.3.	Welchen Einfluss nehmen Hedgefonds auf die Dividendenausschüttung? .....	137
8.2.2.4.	Reduziert Hedgefonds-Aktivismus die im Zuge der zu trennenden Eigentums- und Kontrollverhältnisse entstehenden Kosten im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie? .....	140
8.2.2.5.	Welche Erkenntnisse lassen sich über die aktiven Hedgefonds, die Höhe und die Dauer ihrer entsprechenden Beteiligung gewinnen?.....	141
8.2.3.	Marktreaktionen auf Hedgefonds-Aktivismus .....	144
8.2.3.1.	Besteht ab dem Zeitpunkt des ersten Einstiegs oder der ersten Forderung eines aktiven Hedgefonds eine Überrendite des Aktienkurses? .....	144
8.2.3.2.	Führt das maßgebliche Vorliegen von Großaktionären, wie beispielsweise Familien oder staatlichen Beteiligungen, zu einer Überrendite relativ zum entsprechenden Börsenindex? .....	149
8.2.3.3.	Erzielen Unternehmen mit höherem Streubesitzanteil höhere positive Renditen im Vergleich zu Unternehmen mit geringerem Streubesitzanteil? .....	152
8.2.3.4.	Wie verhält sich die Umschlagshäufigkeit der gehandelten Aktien eines Zielunternehmens ab dem Einstieg sowie der ersten Forderung eines aktiven Hedgefonds? .....	154
8.2.4.	Auswertung der Corporate Governance Implikationen im Sinne des DCGK.....	156
8.2.4.1.	Inwieweit wird den Vorgaben, Empfehlungen und Anregungen des DCGK entsprochen, und welchen Einfluss hat der Hedgefonds-Aktivismus auf deren Umsetzung?.....	156
8.2.4.2.	Welchen Bezug nehmen die Unternehmen auf die Kodex-Empfehlungen im Sinne des comply or explain-Prinzips? Welche Abweichungen und Gründe liegen für eine eingeschränkte oder keine Entsprechung vor, und werden diese transparent begründet? .....	160
8.2.4.3.	Inwiefern werden die Interessen von Großanlegern im Allgemeinen und Hedgefonds im Speziellen im Rahmen des DCGK abgesichert?.....	164
8.3.	Expertenumfrage mittels eines Fragebogens .....	167
8.3.1.	Abwägung und Begründung der Untersuchung per Fragebogen.....	167
8.3.2.	Ziel der Expertenumfrage und Konzeption des Fragebogens .....	168
8.3.3.	Durchführung der Umfrage.....	169
8.3.4.	Teilnehmer der Umfrage.....	170
8.3.5.	Evaluation der verwendeten Fragebögen .....	173
8.3.5.1.	Eigenschaften der Zielunternehmen .....	173
8.3.5.2.	Ziele und Umfang von Hedgefonds-Aktivismus.....	175
8.3.5.3.	Corporate Governance im Sinne des DCGK .....	185

<b>9.</b>	<b>ERGEBNISSE .....</b>	<b>193</b>
9.1.	Betroffene Zielunternehmen des Hedgefonds-Aktivismus.....	193
9.2.	Ziele und Umfang von Hedgefonds-Aktivismus .....	193
9.3.	Beeinflussung der Corporate Governance im Sinne des DCGK .....	195
<b>10.</b>	<b>DISKUSSION UND INTERPRETATION DER ERGEBNISSE .....</b>	<b>197</b>
10.1.	Wissenschaftlicher und praktischer Beitrag dieser Arbeit.....	197
10.2.	Ausblick .....	198
<b>11.</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG .....</b>	<b>200</b>
<b>12.</b>	<b>LITERATURVERZEICHNIS .....</b>	<b>205</b>
12.1.	Wissenschaftliche Arbeiten.....	205
12.2.	Gesetze .....	223
12.3.	Online Quellen.....	225
12.4.	Presseartikel .....	234
<b>13.</b>	<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....</b>	<b>236</b>
<b>14.</b>	<b>TABELLENVERZEICHNIS .....</b>	<b>238</b>
<b>15.</b>	<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....</b>	<b>241</b>
<b>16.</b>	<b>LEBENS LAUF.....</b>	<b>242</b>
<b>17.</b>	<b>DANKSAGUNG .....</b>	<b>243</b>
<b>18.</b>	<b>AUFZÄHLUNG DER BISHERIGEN PUBLIKATIONEN.....</b>	<b>243</b>
<b>19.</b>	<b>ANLAGEN.....</b>	<b>244</b>

# 1. Einleitung

Diese wissenschaftliche Arbeit hat das Ziel, Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland unter besonderer Berücksichtigung der Auswirkungen auf den Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) zu untersuchen. Der angestrebte Erkenntnisgewinn beruht hierbei sowohl auf einer statistischen Auswertung öffentlich zugänglicher Marktdaten als auch der Auswertung von knapp 50 Experteneinschätzungen von zuvor abgeleiteten Thesen und Fragestellungen im Rahmen einer umfangreichen Fragebogenumfrage. Der Forschungsbeitrag inklusive kritischer Selbstreflexion der neugewonnenen Ergebnisse betrifft die Forschungsgebiete Hedgefonds-Aktivismus und Corporate Governance mit dem Schwerpunkt des DCGK.

Bei den meisten deutschen börsennotierten Unternehmen werden wichtige Entscheidungen im Spannungsfeld zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Aktionären gefällt. Die in Deutschland vorherrschende dualistische Ausrichtung der Unternehmensführung und -überwachung unterscheidet sich deutlich von den Verantwortungs- und Aufgabenbereichen des alleinigen „Board of Directors“ im angelsächsischen Raum, wo der monistische Ansatz dominiert. Im deutschen Rechtsraum sind ferner gesetzliche, zum Teil unternehmensspezifische, Vorschriften, wie z.B. die Unternehmenssatzung, zu beachten, die unter anderem die Zustimmung des Aufsichtsrats bei Sondersachverhalten vorschreiben. Der Vorstand leitet in Eigenverantwortung die Gesellschaft, zu deren Überwachung der Aufsichtsrat bestimmt ist, der in Einzelfällen der Unternehmensführung ebenfalls beratend zur Seite stehen kann. Die Eigentümer, darunter auch Minderheitsaktionäre, einiger großer deutscher börsennotierter Unternehmen verfolgen nicht zwangsläufig dieselben Interessen der Unternehmensführung, sodass zum Teil erhebliche Interessendivergenzen vorliegen können. In den Diskurs über unternehmensspezifische strategische und organisatorische bis hin zu finanziellen Entscheidungen bringen sich häufig Kreditinstitute und potenzielle Investoren bis hin zu einer interessierten Öffentlichkeit ein, die die Entscheidungsfindung für die Unternehmensführung erheblich erschweren können.

Die in diesen Fällen häufig in die Öffentlichkeit getragenen Forderungen können für die betroffenen Zielunternehmen strukturelle sowie personelle Veränderungen zur Folge haben. Die Ablösung von Heinrich Hiesinger, dem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden von Thyssenkrupp (2011 bis 2018), geht Meldungen zufolge beispielsweise unter anderem auf eine in der Presse breit diskutierte Forderung des Hedgefonds Elliott Management zurück (vgl. Knitterscheidt; Murphy, 2018). Die Forderung nach höheren „Buyouts“ im Rahmen der

Übernahme Innogys durch E.ON, welche als „Back-end Game“-Taktik bekannt ist, geht laut Pressebericht ebenfalls auf denselben Hedgefonds zurück (vgl. Fröndhoff; Rezmer, 2018). Bislang abzuwarten bleiben die konkreten Forderungen von Elliott Management gegenüber Bayer, deren zweiprozentige Beteiligung am Pharmakonzern Ende Juni 2019 bekannt wurde (vgl. Smolka; Jung, 2019). Trotz meist nur einstelliger Stimmrechtsbeteiligungen verschaffen sich Hedgefonds wie Elliott Management oder Octavian Capital Management überproportional viel Gehör für ihre Forderungen bei deutschen börsennotierten Unternehmen. Die Verfolgung aktiver Aktionärsinteressen wird fortan unter dem Begriff des Shareholder-Aktivismus zusammengefasst. Die namhaften Beispiele vermitteln eindrucksvoll einen Einblick in die aktuellen Entwicklungen in den Jahren 2018 und 2019.

Börsennotierte Unternehmen agieren daher in einem Kapitalmarktumfeld geprägt von Aktionären, unternehmensexternen Marktteilnehmern, wie beispielsweise anderen börsennotierten Gesellschaften, Aufsichtsbehörden, Notenbanken, sowie der Öffentlichkeit auf nationaler und internationaler Ebene. Im Zeichen der genannten Shareholder bzw. Stakeholder sollte es daher das Ziel im Sinne einer „guten“ Unternehmensführung sein, eine transparente Informationsversorgung gegenüber allen Interessengruppen zu gewährleisten. In der Wissenschaft und Praxis werden Fragestellungen rund um die angestrebte „gute“ Unternehmensführung unter den Begriff „Corporate Governance“ subsumiert. Ende der 1990er Jahre nahm sich die deutsche Bundesregierung dieser Thematik in Form der Etablierung einer entsprechenden Regierungskommission an, die den DCGK erstmalig im Jahr 2002 veröffentlichte.

Die im Herbst 2002 in Kraft getretene Vorschrift wird kontinuierlich weiterentwickelt, um effiziente und effektive Corporate Governance Regelungen in Deutschland zu etablieren. Der DCGK „hat zum Ziel, das duale deutsche Corporate Governance System transparent und nachvollziehbar zu machen“ (DCGK, 2019, Präambel), und hebt zugleich die Bedeutung institutioneller Anleger zum ersten Mal besonders hervor, da von ihnen erwartet wird, „dass sie ihre Eigentumsrechte aktiv und verantwortungsvoll auf der Grundlage von transparenten und die Nachhaltigkeit berücksichtigenden Grundsätzen ausüben“ (ebda, Präambel), so der DCGK weiter. In der Praxis deutscher börsennotierter Unternehmen drückt sich die zunehmende Bedeutung in Form der „Erklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex“ (§ 161 Aktiengesetz (AktG)) aus. Vor dem Hintergrund des etablierten dualistischen Führungssystems für deutsche Aktiengesellschaften (AG) in Form eines Vorstands und Aufsichtsrats ist es fraglich, inwiefern sich die Beteiligungen und die damit verknüpften

Aktionärsinteressen von Hedgefonds auf die Corporate Governance des jeweiligen Zielunternehmens im Sinne des DCGK auswirken.

Die Beteiligungsverhältnisse auf der Eigentümerseite und der Führung der Gesellschaft auf der Management Seite beschreiben letztlich die Ausgestaltung der Trennung zwischen Eigentum und Verfügungsgewalt.

Diesem Spannungsverhältnis nimmt sich die Prinzipal-Agenten-Theorie an und bildet folgerichtig das theoretische Rahmengerüst der Untersuchung dieser Arbeit. Die vorliegende Arbeit untersucht die aufgezeigte Interdependenz zwischen den Eigenkapitalgebern (Prinzipalen) und der Unternehmensführung (Agenten) sowie die damit einhergehenden Auswirkungen zunehmender Hedgefonds-Beteiligungen an DAX 30, MDAX, SDAX und TecDAX Unternehmen quantitativ und qualitativ und richtet den Fokus auf die jeweils abgegebenen Entsprechenserklärungen im Sinne des DCGK.

## 2. Problemstellung

Hedgefonds zählen in ihrer Form als Investmentfonds zu den „Alternative Investments“ (AI). Durch die Verfolgung unkonventioneller und zum Teil risikoreicher Anlagestrategien entgegen den traditionellen Formen der Kapitalanlage, wie z.B. Aktien oder festverzinsliche Wertpapiere, wird die Erzielung einer absoluten Rendite, folglich ohne Bezug zu einer Benchmark, im weniger regulierten Umfeld angestrebt.

Unter den diversen Hedgefonds-Anlagestrategien werden im Rahmen der „Event Driven“-Strategien besondere Unternehmenssituationen, wie beispielsweise eine Fusion, Restrukturierung oder Übernahme, ins Auge gefasst, um die eigenen Hedgefonds-Interessen bei der Unternehmensführung durchzusetzen. Die gegenüber den Unternehmensvertretern vorgebrachten Forderungen werden als Kampagnen bezeichnet und charakterisieren aktivistische Hedgefonds, die in der jüngeren Vergangenheit zunehmend bemüht sind, bei deutschen börsennotierten Unternehmen Fuß zu fassen. Der angedeutete Aktivismus wirft die Frage auf, inwiefern der in Deutschland geltende DCGK als Ordnungsinstrument dienen kann.

Die sich ergebende Problemstellung geht folglich der Frage nach, ob eine „gute“ Corporate Governance im Sinne des DCGK trotz oder gerade bedingt durch den Hedgefonds-Aktivismus möglich ist.

Die Problemstellung dieser Arbeit beleuchtet zwei Aspekte:

- (1) Aus Corporate Governance Sicht ist es fraglich, inwiefern der DCGK in der Form, in der er im Laufe des Untersuchungszeitraums (2010 bis 2015) angewendet wurde, als effizientes und effektives Mittel verstanden und durchgesetzt wurde, um Corporate Governance in Deutschland zu fördern und messbar zu machen. Gegenstand der Untersuchung werden primär die jährlich abgegebenen DCGK-Entsprechenserklärungen jedes Zielunternehmens sein. Die Grundgesamtheit der einzubeziehenden Zielunternehmen umfasst alle DAX 30, MDAX, SDAX und TecDAX Unternehmen der Jahre 2010 bis 2015, bei denen sich Hedgefonds in dieser Periode aktiv bei der Unternehmensführung eingebracht haben. Die im Zusammenhang mit den Beteiligungen stehenden Hedgefonds-Kampagnen werden bis einschließlich 31. Dezember 2017 untersucht.
- (2) Aus Sicht der aktiven Hedgefonds stellt sich die Frage, inwiefern der Erfolg der Beteiligungen in Verbindung mit den verfolgten Strategien messbar und in Zusammenhang mit der jeweiligen Corporate Governance der Zielunternehmen gebracht werden kann. Dieses Vorhaben birgt insbesondere die Schwierigkeit in der Zusammenstellung verlässlicher

Hedgefonds-Daten. Denn auf eine allgemeingültige, objektive und vollkommene Datenbank kann aus Gründen der Intransparenz dieser Investmentfonds nicht zurückgegriffen werden. Der Autor dieser Arbeit erstellt und verifiziert zu diesem Zweck eine Datengrundlage mittels öffentlich zugänglicher Informationen. Die selbstgezogenen Rückschlüsse werden anschließend durch eine umfangreiche Expertenbefragung auf den Prüfstand gestellt.

Zusammenfassend ergibt sich eine komplexe Problemstellung, die aufgrund des Wandels im Umfeld der Anteilseigner deutscher börsennotierter Unternehmen von hoher praktischer Bedeutung ist. Ferner gilt es die Auswirkungen von Hedgefonds auf die Corporate Governance deutscher börsennotierter Unternehmen auf Basis einer verlässlichen Datengrundlage zu analysieren, die eigens von dem Autor dieser Arbeit erstellt und mehrfach validiert wird.

### **3. Erkenntnisinteresse und Zielsetzung der Arbeit**

#### **3.1. Einordnung und Rahmenbedingungen des Forschungsvorhabens**

In Deutschland ist die Präsenz aktiv einflussnehmender Hedgefonds primär auf die vergangenen zwei Jahrzehnte zurückzuführen. Im angelsächsischen Raum hingegen befasste sich die Wissenschaft bereits zum Ende der 1970er Jahre mit dem Themengebiet (vgl. Lignier, 2016, S. 17). Aufgrund der strukturellen Unterschiede zwischen den Corporate Governance Systemen in Deutschland und den USA sowie der höheren ökonomischen Bedeutung der Hedgefonds in den USA (vgl. Abbildung 4) ist fraglich, inwieweit Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland ausgeprägt ist.

Unter dem Gesichtspunkt der Kapitalmarktorientierung könnte der Hedgefonds-Aktivismus, trotz Beteiligungsquoten im meist einstelligen prozentualen Bereich der Stimmrechte, zu Auswirkungen auf die Corporate Governance der Zielunternehmen führen und letztlich der Unternehmenswertsteigerung dienlich sein. Unter ethischen Gesichtspunkten ist fraglich, inwiefern die Interessen der Großaktionäre hinter denen einiger Minderheitsaktionäre, für die sie öffentlichkeitswirksam eintreten, zurückstehen.

Die aus der heterogenen Eigentümerstruktur entstehenden Interessenkonflikte könnten beispielsweise eine Diskussion über eine erhöhte Dividendenausschüttung bis hin zum Verkauf einzelner Sparten des Zielunternehmens entfachen. Die unterschiedlichen Ausprägungsformen der Interessen-, Kontroll- und Anreizkonflikte beschreibt die Prinzipal-Agenten-Theorie insbesondere vor dem Hintergrund der Hedgefonds in ihrer Stellung als Eigenkapitalgeber. Dieses theoretische Rahmengerüst untermauert den wissenschaftlichen Anspruch der empirischen Untersuchung.

Zusammenfassend gilt es ein empirisch fundiertes Bild der Auswirkungen von aktivistischen Hedgefonds in Deutschland auf die Corporate Governance börsennotierter Unternehmen vor dem Hintergrund des DCGK aufzuzeigen.

### **3.2. Zielsetzung der Arbeit**

Aus der beschriebenen Problemstellung, ob Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland einen positiven oder negativen Einfluss auf die Corporate Governance der Unternehmen haben, leitet sich die Zielsetzung dieser Arbeit ab.

Die zentrale Forschungsfrage lautet deshalb:

*Welche Auswirkungen haben Hedgefonds auf die Corporate Governance deutscher börsennotierter Unternehmen im Sinne des DCGK?*

Im vorliegenden Forschungsvorhaben ist der Fragestellung nachzugehen, ob Hedgefonds die Unternehmensführung und -überwachung eines Zielunternehmens derart beeinflussen, um eine mögliche (kurzfristige) Renditeabsicht zu verfolgen, oder ob die Absichten langfristig ausgelegt sind. Darüber hinaus ist fraglich, welche Rolle, die für deutsche Unternehmen vorgesehene DCGK unter dem Einfluss international agierender Hedgefonds spielt. Methodisch wird sich dieser Zielstellung zum einen mittels einer Eventstudie sowie zum anderen durch die Befragung von Experten angenommen.

Die Durchführung der Eventstudie soll Aufschluss über die Wirkungsweise der angesprochenen Hedgefonds geben. Der Annahme folgend, dass öffentlich bekanntgewordene Informationen unverzüglich in den Aktienkurs eingepreist werden, eröffnet sich die Möglichkeit, den Zeitpunkt der Beteiligung oder ersten öffentlichen Forderungen eines Hedgefonds verlässlich bestimmen zu können. Ziel ist es, diese Zeitpunkte möglichst exakt zu ermitteln, um anschließende Aktienkursentwicklungen ablesen und analysieren zu können.

Darüber hinaus werden die jährlichen Abweichungserklärungen in Form der Entsprechenserklärungen des DCGK statistisch ausgewertet und ein möglicher Zusammenhang zu den beteiligten Hedgefonds untersucht.

Der fachliche Austausch mit Experten, die im Kapitalmarkt- bzw. Hedgefonds-Umfeld agieren, erfolgt durch einen mehrseitigen Fragebogen und untermauert den hohen praktischen Stellenwert dieser Arbeit. Dieser zweite methodische Ansatz ermöglicht zudem, den zuvor gewonnenen Erkenntnisgewinn aus der Eventstudie, welcher primär von quantitativ geprägten Einschätzungen dominiert wird, zu validieren, zu ergänzen oder zu

relativieren, sodass ein umfangreicher wissenschaftlicher Beitrag auf diesem Forschungsgebiet geleistet wird.

### 3.3. Aufbau der Arbeit

Der Aufbau der vorliegenden Dissertation ist unterteilt in eine theoretische (Kapitel 1 bis 6) sowie eine empirische Untersuchung (Kapitel 7 und 8), deren Ergebnisse im Nachgang diskutiert, interpretiert und zusammengefasst werden (Kapitel 9 bis 11).

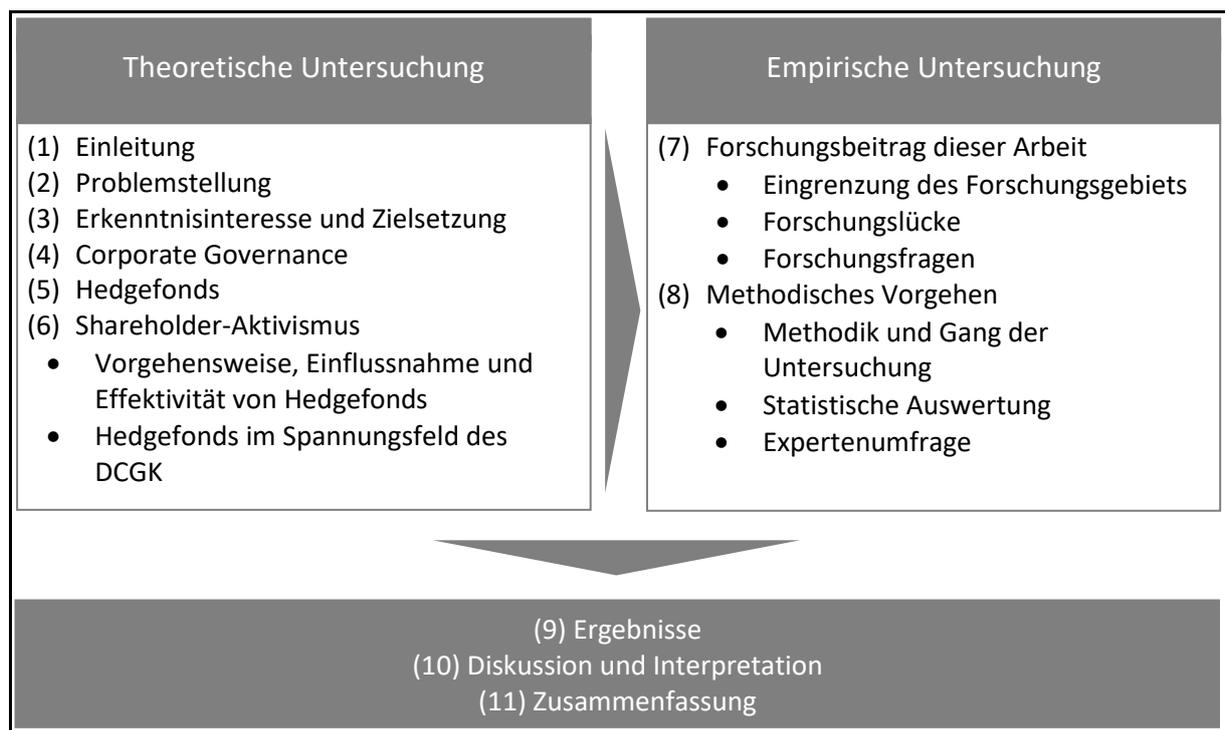


Abbildung 1: Konzeptioneller und struktureller Aufbau der Arbeit

(Quelle: eigene Darstellung)

Im Detail beginnt die Arbeit mit einer Einleitung in die Thematik in Kapitel 1, schildert nachfolgend die bestehende Problemstellung in Kapitel 2 und das damit verbundene Erkenntnisinteresse sowie die einhergehende Zielsetzung in Kapitel 3.

Kapitel 4 befasst sich mit der Beschreibung von Corporate Governance und definiert eine für das Forschungsvorhaben zutreffende Definition. Die Einbettung in das theoretische Rahmengerüst in Form der Prinzipal-Agenten-Theorie bis hin zu der Gegenüberstellung des Shareholder-Value- im Vergleich zum Stakeholder-Value-Ansatz folgen. Es schließt sich der Vergleich des in Deutschland vorzufindenden dualistischen Corporate Governance Systems

gegenüber der im angelsächsischen Raum dominierenden monistischen Ausrichtung an, bevor ein tiefergehendes Verständnis über den DCGK vermittelt wird.

Kapitel 5 thematisiert die Charakteristika von Hedgefonds und geht dabei unter anderem auf die unterschiedlichen Anlagestrategien sowie das rechtliche Umfeld ein. Dieses Verständnis stellt die fundamentale Grundlage für die Identifizierung, Analyse und Interpretation der Hedgefonds-Kampagnen dar. Es wird davon ausgegangen, dass insbesondere die Abgrenzung zu anderen Investorengruppen und die Aufarbeitung potenzieller Motive und Strategien, die mit einer Beteiligung verfolgt werden, der empirischen Untersuchung dienlich sein werden. Im Umgang mit Hedgefonds können gewisse Verzerrungseffekte auftreten, welche unter dem Stichwort Anomalien, aufgeführt werden. Die erhöhte Sensibilität bei der Zusammenstellung und Interpretation der Hedgefonds-Daten ist ausschlaggebend für die korrekte Identifizierung tatsächlicher Hedgefonds-Kampagnen.

Kapitel 6 vereint thematisch die beiden vorherigen Kapitel unter dem Begriff Shareholder-Aktivismus. Abgeleitet von den Beweggründen und Vorgehensweisen aktiver Hedgefonds werden potenzielle Lösungsansätze aufgezeigt, die eine Interessenkonvergenz zwischen den Absichten der Hedgefonds gegenüber weiteren Aktionären sowie gegenüber der Unternehmensführung im Sinne des DCGK anstreben.

Kapitel 7 ordnet die komplexe Motivations- und Sachlage unter wissenschaftlichen sowie praxisrelevanten Gesichtspunkten ein. Nach der Eingrenzung des Forschungsgebiets werden die sich aus der aufgezeigten Forschungslücke ergebenden Forschungsfragen formuliert; sie bilden die Basis des empirischen Teils der vorliegenden Dissertation. Zunächst wird grundlegend der Frage nach den betroffenen Zielunternehmen nachgegangen und im weiteren Verlauf die Arten des Hedgefonds-Aktivismus und deren Marktreaktion hinterfragt. Konkrete Fragestellungen hinsichtlich der Entsprechung des DCGK und insbesondere deren Abweichungen werden nachfolgend aufgeführt.

Kapitel 8 befasst sich mit der Durchführung und Auswertung der empirischen Untersuchung und verdeutlicht somit den anwendungsorientierten Forschungsansatz dieser Arbeit. Zum einen werden Hedgefonds-Beteiligungen identifiziert und deren Forderungen, sofern öffentlich bekannt geworden, untersucht und in Verbindung mit den jährlich abzugebenden

DCGK-Entsprechenserklärungen gebracht. Zum anderen fließen diese statistischen Erkenntnisse in die Konzeption des Fragebogens ein, welcher einem breiten Kreis von Experten vorgelegt wird. Die Auswertung der ausgefüllten Fragebögen erfolgt im Anschluss. Kapitel 9 fasst die Ergebnisse der statistischen Untersuchung sowie der Einschätzungen der Experten zusammen und orientiert sich hierbei an den aufgestellten Forschungsfragen.

Kapitel 10 diskutiert und interpretiert diese Erkenntnisse und hebt den wissenschaftlichen und praktischen Beitrag dieser Arbeit hervor. Darüber hinaus gibt der Autor dieser Arbeit einen Überblick über aus seiner Sicht mögliche zukünftige Entwicklungen in den Bereichen Hedgefonds-Aktivismus sowie Corporate Governance im Sinne des DCGK.

Kapitel 11 schließt mit einer Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse dieser Arbeit ab.

## 4. Corporate Governance<sup>1</sup>

### 4.1. Ausgangspunkt und Standortbestimmung von Corporate Governance

Der Begriff Corporate Governance kann nicht unmittelbar ins Deutsche übersetzt werden und führt im wissenschaftlichen Umfeld häufig zu divergierenden Sichtweisen. Kremer et al. (vgl. 2018, Randnummer 1) verstehen unter Corporate Governance, den für die Unternehmensführung sowie den Aufsichtsrat sich gegebenen Ordnungsrahmen, dessen rechtliche und faktische Natur sie bei der Ausübung der Führungs- und Kontrollaufgaben unterliegen. Vor diesem Hintergrund stellt Steiger (vgl. 2000, S. 64) in erster Linie auf den Anlegerschutz ab. Erstmals folgt auch der überarbeitete Entwurf des DCGK, vorgestellt am 6. November 2018, diesem Verständnis über Corporate Governance (vgl. DCGK Pressemitteilung, 2018, S. 2).

Je nach Auffassung erweitert sich die Interessengruppe über die der Eigenkapitalgeber hinaus, deren Überlegungen sich in dem Shareholder-Value- bzw. Stakeholder-Value-Ansatz wiederfinden. Die wissenschaftliche Diskussion brachte insbesondere aufgrund der intensiven Auseinandersetzung der vergangenen drei Jahrzehnte eine beachtliche Komplexität hervor. Das breite Spektrum der jeweiligen Forschungsfelder lässt sich nach Bebchuk und Weisbach (vgl. 2010, S. 940ff) in die folgenden sieben Bereiche untergliedern: Shareholders, Board of Directors, Executive Compensation, Controlling Shareholders, International Comparisons, Cross-Border Investing und Politics.

In Deutschland etablierte sich zu Beginn der 1990er Jahre die Diskussion rund um das Thema Corporate Governance. Vor diesem zeitlichen Hintergrund konstatierten Kremer et al. (vgl. 2018, Randnummer 3) einen rasanten Anstieg von Verhaltenskodizes, Richtlinien, Leitfäden und Berichten zum Thema Corporate Governance, wie beispielsweise in Form der OECD-Grundsätze der Corporate Governance (vgl. OECD, 2004, S. 1).

Bis heute wurden die Forschungsarbeiten auf dem Gebiet der Corporate Governance zunehmend durch ein hohes Maß an Interdisziplinarität und Komplexität geprägt basierend auf primär (verhaltens-)ökonomischen sowie juristischen Überlegungen mit dem Ziel, neue Lösungsansätze zu erarbeiten. Diese fortlaufende Entwicklung findet entsprechend

---

<sup>1</sup> Abweichende Überschrift zur obligatorischen Vorlage mit dem Advisor abgestimmt und entsprechend blau hervorgehoben.

Beachtung in den regelmäßig überarbeiteten Leitlinien. Der in Deutschland angewendete DCGK wird hierzu jährlich von der entsprechenden Regierungskommission überprüft und, falls notwendig, angepasst.

Für das Forschungsvorhaben ist ein umfangreiches Verständnis über die unterschiedlichen Sichtweisen auf die Corporate Governance sowie deren historische Entwicklung, insbesondere bei der Identifizierung sowie Einschätzung der Auswirkungen von Hedgefonds-Kampagnen, von essenzieller Bedeutung.

## **4.2. Theoretische Einordnung von Corporate Governance**

### **4.2.1. Aufnahme des Status quo und Definition von Corporate Governance**

Wissenschaftliche Arbeiten in den 1980er Jahren befassten sich bereits mit dem Begriff Corporate Governance. In der Literatur steht Corporate Governance beispielsweise im Zusammenhang mit der Unternehmensleitung und deren Kontrolle (vgl. Witt, 2003, S. 1), welche als Regelwerk guter Unternehmensführung versuchen, einen Ordnungsrahmen zu manifestieren (vgl. Schmidt; Spindler, 2008, S. 110). Eine differenzierte Auseinandersetzung mit dieser Thematik kann zu folgenden divergierenden Auffassungen führen.

Aus der Perspektive von Core et al. (vgl. 2003, S. 27) ist Corporate Governance allgemein als eine Reihe von sich ergänzenden Mechanismen anzusehen, die dazu beitragen, das Handeln und die Entscheidungen der Manager an den Interessen der Aktionäre auszurichten. In diesem Zusammenhang stellen Gillan und Starks (vgl. 2000, S. 285ff) die hohe Bedeutung der Stimmrechtsausübung als Instrument der Unternehmenswertsteigerung in den Vordergrund. Die genannten Vertreter dieser Shareholder-Value-Konzeption gehen explizit auf die alleinige Prinzipalstellung der Aktionäre (vgl. Kapitelabschnitt 4.2.2.1.) in wechselseitiger Abhängigkeit zur Unternehmensführung ein.

Abstrakt und vereinfacht dargestellt, verfügen Aktionäre über das Eigentum, welches primär durch die Unternehmensführung in Form der täglichen Steuerung des Unternehmens verwaltet bzw. kontrolliert wird. Die Anreize dieser zweiseitigen Beziehung erscheinen in Form von Dividendenausschüttungen bzw. Managementvergütungen vergleichsweise leicht mess- und möglicherweise beeinflussbar zu sein.

Shleifer und Vishny (vgl. 1997, S. 737) verstehen unter Corporate Governance die Möglichkeiten der Investoren, sich von Unternehmen davon überzeugen zu können, eine

Rendite zu erzielen. Die vage Beschreibung der Investorengruppe geht über das Verständnis des Aktionärs bzw. Shareholders entscheidend hinaus. Ferner nehmen Shleifer und Vishny (vgl. ebda, S. 737) unmissverständlich Bezug auf die Renditeabsicht seitens der Investoren, sodass bereits das Ziel und die dafür maßgeblich zu verfolgenden Interessen von Corporate Governance festgelegt werden.

Aus der Sicht der Fremd- und Eigenkapitalgeber versteht Zingales (vgl. 1998, S. 3) Corporate Governance als die komplexen Rahmenbedingungen, die durch die Ex-post-Verhandlungen geprägten Quasi-Renten der Unternehmen und erweitert somit entscheidend den Kreis der potenziell einflussnehmenden Parteien. Über die ausschließlich finanzielle Partizipation an einer Unternehmung hinaus unterstellt Clarkson (vgl. 1995, S. 107), als ein Vertreter der Stakeholder-Value-Konzeption, der Unternehmensführung von vielen Interessengruppen mit unterschiedlichen Rechten, Zielen, Verantwortlichkeiten und Erwartungen beeinflusst zu werden. Die abweichenden monetären sowie nichtmonetären Interessen der heterogenen Gruppe der Stakeholder umfasst Mitarbeiter, Kreditgeber, Kunden, Zulieferer oder öffentliche Institutionen (vgl. Jost, 2001, S. 95). Aus dieser Vielzahl weiterer Parteien ist die Entstehung neuer Interessenkonflikte sehr wahrscheinlich. Vor diesem Hintergrund fasst Tirole (vgl. 2001, S. 4) Corporate Governance als Konzeption von Institutionen, die das Management dazu veranlassen oder zwingen, das Wohlergehen der Interessengruppen zu internationalisieren, auf.

Die Interessen und Anreize eines Stakeholders können negative Externalitäten für einen anderen Stakeholder bedeuten. Angesichts dieser zunehmenden Verflechtungen steigt der Grad der Komplexität und Intransparenz an und erschwert die eindeutige Bestimmbarkeit der jeweiligen Wechselbeziehungen.

Festzuhalten ist folglich, dass Corporate Governance sowohl im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes als auch im Sinne des Stakeholder-Value-Ansatzes Zustimmung in der Literatur findet, wenngleich sich diese Konzeptionen maßgeblich voneinander unterscheiden. Erstgenannter Ansatz erscheint aufgrund der unterschiedlichen Ausprägungsformen von Corporate Governance für das Forschungsvorhaben zu kurz gefasst zu sein. Letztgenannter könnte jedoch zu allgemein und unpräzise sein, um im Kontext von Hedgefonds angewendet zu werden.

Der im Jahr 1992 zum ersten Mal veröffentlichte Cadbury Report definiert Corporate Governance ursprünglich als System, durch das Unternehmen geleitet und kontrolliert werden (vgl. Cadbury, 1992, Textziffer 2.5), die in Anlehnung an die Prinzipal-Agenten-

Theorie nicht nur die Wahrung der Aktionärsinteressen im Allgemeinen, sondern aus heutiger Sicht vor allem eine transparente Informationsgestaltung an die Stakeholder in den Vordergrund rücken. Dem Streben nach mehr Transparenz kann jedoch nur dann Rechnung getragen werden, wenn sowohl Shareholder als auch Stakeholder den Anreiz haben, dieses Ziel zu verfolgen, und die dafür notwendigen Maßnahmen umsetzen können.

Zusammengefasst ergibt sich für das vorliegende Forschungsvorhaben, zugeschnitten auf die im weiteren Verlauf zu betrachtenden Hedgefonds, die folgende von dem Autor dieser Arbeit selbst formulierte Definition von Corporate Governance:

*Corporate Governance stellt auf die Wechselbeziehung zwischen Stakeholdern und Management ab, deren beiderseitige Wohlfahrtssteigerung von der Umsetzung der Anreizsteuerung und Transparenzschaffung maßgeblich abhängt. Die Gesamtheit der hierzu notwendigen Instrumente und Maßnahmen dient der Interessenangleichung beider Parteien.*

Die weitgreifende Beschreibung der Stakeholder entspricht der Mehrdimensionalität, in denen Hedgefonds nicht nur als Aktionäre, sondern je nach verfolgter Strategie auch als Stakeholder im weiteren Sinne auftreten können (vgl. Metze; Westpfahl, 2015, S. 103).

#### **4.2.2. Prinzipal-Agenten-Theorie: Interdependenzen zwischen Eigentum und Leitung**

##### 4.2.2.1. Grundsätze und Perspektiven der Prinzipal-Agenten-Theorie

Die Prinzipal-Agenten-Theorie befasst sich mit der Beziehung zwischen einer Person oder einer Personengruppe, die als Prinzipal bzw. Prinzipale (Auftraggeber) auftritt, und einem in ihrem Namen handelnden Agenten bzw. Agentengruppe (Auftragnehmer). In dieser Konstellation stellen die Prinzipale bei der Bewältigung aufkommender Aufgaben auf die Fähigkeiten der Agenten ab (vgl. Ross, 1973, S. 134).

Die sich ergebende Anreizproblematik aufgrund der fehlenden Personalunion zwischen Eigentümer (Prinzipal) und Unternehmer (Agent) erkannte bereits Smith (vgl. 1776, S. 741). In der in die deutsche Sprache übersetzten Fassung (vgl. Smith, 1974, S. 629) wird der Unternehmensführung unterstellt, dass bei Publikumsgesellschaften eine geringere Sorgfalt im Umgang mit Kapitalinvestitionen und deren Kontrolle gepflegt werde im Vergleich zu

privaten Handelsgesellschaften. In der Folge träten Unachtsamkeit und Misswirtschaft auf. Die bereits im 18. Jahrhundert angestellten Überlegungen stellen die Grundlage der heutzutage in Praxis und Wissenschaft geläufigen Prinzipal-Agenten-Theorie dar.

Auf den Anwendungsfall bezogen können Investoren durch den Anteilserwerb an börsennotierten AG als Eigenkapitalgeber auftreten, ohne jedoch selbst unternehmerisch tätig zu werden bzw. operative Verantwortung zu übernehmen. Die Eigentümer (Prinzipale) greifen hierbei zur Leitung des Unternehmens auf das Humankapital eines Unternehmens in Form der Mitarbeiter (Agenten) im Allgemeinen und auf die Führungsebene im Speziellen zurück. Deren spezifische Fähigkeiten zur Führung des Unternehmens sollen letztlich die Ertragskraft und Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens sicherstellen. Die Leistungserbringung durch den Agenten gegenüber dem Prinzipal stellt die beiden Parteien in ein vertragsähnliches Verhältnis. In diesem Kontext weicht die Auffassung dieser Beziehung jedoch von einem rein juristischen Verständnis eines Vertrags ab. Vielmehr sind Fama und Jensen (vgl. 1983, S. 302) in diesem Zusammenhang der Meinung, dass der Vertrag die Vorgaben aller geschriebenen und ungeschriebenen Regeln und Normen, die dem Agenten im Rahmen seiner Rolle innerhalb der Organisation obliegen, umfasse. Fama und Jensen (vgl. ebda, S. 304) zufolge entstehen Agentenkosten, da das Schreiben der Verträge und deren Umsetzung mit Kosten verbunden sei.

Dem Abhängigkeitsverhältnis zwischen Prinzipalen und Agenten kann jedoch ein Interessenkonflikt innewohnen, den Jensen und Meckling (vgl. 1976, S. 308) wie folgt beschreiben: Wenn beide Parteien der Beziehung bestrebt sind, ihren Nutzen zu maximieren, dann ist zu unterstellen, dass der Agent nicht immer im besten Interesse des Auftraggebers handeln wird. Berle und Means (vgl. 1932, S. 312) vertreten eine skeptischere Sichtweise und sprechen sogar von einer Unternehmensplünderung seitens der Unternehmensführung. Die Ausschüttung von Dividenden an die Aktionäre und der damit nicht vollumfänglichen Partizipation am Unternehmenserfolg aus Sicht der Unternehmensmanager führt dazu, dass ein Anreiz zu einer geringeren Einsatzbereitschaft der Arbeitsleistung entsteht. Im Extremfall könnten gar unerlaubte Umleitungen von Unternehmenskapital in den privaten Bereich erfolgen, sodass die Unternehmen „geplündert“ würden. Das aufgezeigte potenzielle opportunistische Verhalten seitens der operativen Unternehmensführung ist durch den Informationsvorsprung, der durch die Einbindung in das tägliche operative Geschäft entsteht, erst möglich. Die daraus anzunehmende nachteilige Verfolgung der Aktionärsinteressen wirft die generelle Frage

nach einer effizienten Überwachungsmöglichkeit der Geschäftsführungstätigkeiten durch die Prinzipale auf.

Die angestrebte Kontrolle seitens der Prinzipale geht infolge des Wohlfahrtsverlusts auf die bereits oben angesprochenen Agentenkosten zurück. Nach Jensen und Meckling (vgl. 1976, S. 308) bestehen diese zunächst aus den „Monitoring Costs“ als Resultat der Überwachung des Managementverhaltens. Des Weiteren kommen „Bonding Costs“ hinzu, welche die Kosten der Bindung eines Agenten an den Prinzipal umfassen. In der Praxis zählen hierzu beispielsweise Bonuszahlungen in Abhängigkeit von der Unternehmenszugehörigkeit. Abschließend kann ein „Residual Loss“ auftreten, der für die Shareholder nachteilige Managemententscheidungen trotz des skizzierten Kontrollaufwands bzw. Entlohnungsbemühungen umfasst und letztlich zu Lasten der Aktionärsinteressen geht. Corporate Governance nimmt nach Bress (vgl. 2008, S. 17) als etablierter Ordnungsrahmen der Unternehmenskontrolle für sich in Anspruch, diese Agentenkosten mindern, wenn auch nicht eliminieren, zu können. Die übergeordnete Maxime lautet folglich, dass die Verringerung der Agentenkosten bzw. die Vorteile aus der Überwachung stets die entstehenden Kosten durch die Überwachung übersteigen müssen.

Abweichend von der Beziehung zwischen Aktionär und Manager im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes bezieht die Konzeption des Stakeholder-Value-Ansatzes weitere Interessengruppen, die an der jeweiligen Unternehmung in unterschiedlicher Form beteiligt sind, mit ein. Im Sinne des Interessenpluralismus können, wie bereits eingangs angedeutet, demnach Arbeitnehmer, Kunden, Lieferanten oder Gläubiger als Prinzipale neben den bereits angesprochenen Aktionären in Beziehung zu den Managern treten (vgl. Fleischer, 2009, S. 191). Ein tiefergehendes Verständnis der angesprochenen Shareholder- und Stakeholder-Konzeption, die sich beide als Instrumente der Minderung der Agentenkosten verstehen, erschließt sich in den beiden Kapitelabschnitten 4.2.3. und 4.2.4.

#### 4.2.2.2. Ausprägungsformen asymmetrischer Informationsverteilungen

Die (Auftrags-)Beziehung zwischen Prinzipal und Agent unterliegt grundsätzlich der Annahme, dass der Agent ausschließlich im Sinne der Prinzipalinteressen agiert und keinem individuellen opportunistischen Verhalten verfällt. Diese Prämisse setzt voraus, dass sich jegliche aufkommende asymmetrische Informationsverteilung zwischen den beiden Parteien unmittelbar auflöst. Divergieren jedoch die Handlungsweisen des Agenten gegenüber den

Interessen des Prinzipals, wird eine ungleiche Informationsverteilung hervorgerufen. Infolgedessen treten Informationsprobleme bzw. Informationsasymmetrie auf, die sich in ihrer Ausprägungsart und -umfang unterscheiden.

Die Ausprägung der Beziehung zwischen Prinzipal und Agent differenziert Bress (vgl. 2008, S. 18f) in zwei Verhaltensunsicherheiten. Wenn die Leistungserbringung des Agenten zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bereits feststeht, wird diese als Ex-ante-Verhaltensunsicherheit bezeichnet (siehe Absatz „Adverse Selektion“). Stellt sich diese erst nach Vertragsabschluss heraus, so handelt es sich um eine Ex-post-Verhaltensunsicherheit (siehe Absatz „Moral Hazard“). Darüber hinaus könnten passive Agenten wie Prinzipale von dem Engagement der aktiven Parteien profitieren (siehe Absatz „Free Rider“).

Aus der Kontroll- bzw. Beobachterrolle stellt sich die Frage, inwiefern der Prinzipal die Leistungserbringung des Agenten ex post bewertet bzw. bewerten kann. Vor diesem Hintergrund entwickelte Spremann bereits im Jahr 1990 die drei genannten Grundtypen asymmetrischer Information (vgl. Spremann, 1990, S. 562).

#### *Adverse Selektion*

Die Form der adversen Selektion beschreibt die Möglichkeit des Agenten, vor Vertragsabschluss vermeintlich nachteilhafte Partner entgegen den Interessen des Prinzipals auszuwählen und Letzterem dadurch zu schaden. Zu dieser Situation kann es vor allem dann kommen, wenn die Motive des Agenten dem Prinzipal nicht vollumfänglich bekannt sind. Am Beispiel des Handels mit Gebrauchtwagen beschreibt Akerlof (vgl. 1970, S. 489) das bekannte „Zitronenproblem“. Nur für den Verkäufer, der den Markt von guten und schlechten Gebrauchtwagen kennt, nicht aber für den Käufer ist die Qualität eines bestimmten Autos objektiv bestimmbar. Demzufolge wird der Käufer in der Regel einen durchschnittlichen oder gar schlechten Gebrauchtwagen kaufen, sodass sich der Markt guter Gebrauchtwagen zurückzieht und sich schlechtere dauerhaft durchsetzen würden. Die Gefahr des Qualitätsverlusts am Beispiel des Gebrauchtwagenmarktes lässt sich auf weitere Anwendungsfälle übertragen. Bei börsennotierten Unternehmen ist es denkbar, dass beispielsweise im Austausch von Gütern oder Dienstleistungen die Qualität des Angebots nur aus Verkäuferseite verlässlich bestimmt werden kann.

Aus Sicht der Hedgefonds scheint die Vorabbestimmung der Qualifikation und Motivation der leitenden Angestellten nur schwer abschätzbar zu sein. Insbesondere dann, wenn die Leitungs- und Kontrollfunktionen bei Zielunternehmen neu besetzt werden, besteht die

Gefahr der Fehleinschätzung der Fähigkeiten und Beweggründe der handelnden Personen. Die resultierende Unzufriedenheit gegenüber dem Management kann anschließend in Form von öffentlichen Forderungen zum Ausdruck kommen, die es im empirischen Teil zu untersuchen gilt.

### *Moral Hazard*

Im Unterschied zur adversen Selektion, bei der die ungleiche Informationslage bereits vor, ex ante, der ersten Kontaktaufnahme beider Parteien vorliegt, beschreibt die Informationsasymmetrie im Sinne des Moral Hazard einen Zustand und den daraus folgenden Schaden für den Prinzipal ex post, der folglich während einer Prinzipal-Agenten-Beziehung auftritt (vgl. Picot et al., 2015, S. 93). Durch die Einbindung in das Tagesgeschäft generieren Agenten eine informative oder gar fachliche Überlegenheit, die dem Prinzipal verborgen bleibt. Diese Form beschreibt Zureck (vgl. 2015, S. 15) als „hidden information“.

Wenn der Prinzipal die Ressourcen nicht aufbringen kann, zielgerichtete Überwachungsmaßnahmen zu ergreifen, dann spricht Zureck (vgl. ebda, S. 15) von „hidden action“. Aus dieser für den Prinzipal ungünstigen Situation heraus ist es diesem weder möglich, das Leistungsergebnis objektiv zu beobachten noch es einzuschätzen.

Darüber hinaus können externe, nicht beeinflussbare Faktoren auftreten, die eine Zuordnung und Beurteilung der Handlungen des Agenten bei Betrachtung des Leistungsergebnisses unmöglich für den Prinzipal machen. Nutzt der Agent diese Unwissenheit aus, wird von Moral Hazard gesprochen.

Auf den Anwendungsfall dieser Dissertation bezogen beleuchten Picot et al. (vgl. 2015, S. 93) die Schwierigkeiten des Aufsichtsrats, die Unternehmensleistung und den Beitrag an dieser durch die Unternehmensführung zu identifizieren und zu bewerten. Fraglich ist beispielsweise, ob der Umsatzanstieg durch die Weisungen oder trotz der Weisungen der Unternehmensführung generiert wurde.

Dieses mögliche opportunistische Verhalten der Unternehmensführung ist bei der anstehenden empirischen Untersuchung zum Ausdruck gebrachter Unzufriedenheit seitens des Aufsichtsrats oder auch durch die Investoren selbst stets in Betracht zu ziehen. Letztlich ist es daher denkbar, dass Moral Hazard im Einzelfall so zum Auslöser des Shareholder-Aktivismus wird.

### *Free Rider*

Der Wunsch nach Kontrolle und Einflussnahme verbindet vermutlich die Mehrzahl der Aktionäre. In der Praxis hingegen verfügen jedoch nur größere oder auf Aktivismus spezialisierte Anleger über die benötigten Ressourcen und Expertise. Kleinere Aktionäre, in der Regel private Investoren, meiden es, kosten- und zeitintensive Anstrengungen zu unternehmen, um eigene Forderungen durchzusetzen. Aus der passiven Rolle heraus, bestärkt durch die rationale (Selbst-)Einschätzung ihrer relativen geringen Beteiligungsverhältnisse, ist es folglich denkbar, dass eigene Bemühungen frühzeitig eingestellt werden. Dennoch partizipieren passive Investoren im gleichen Maß wie andere aktiv auftretende Anteilseigner von Kurssteigerungen oder Dividendenausschüttungen, die eventuell durch den Aktivismus erst möglich wurden. Da im Ergebnis ein passiver Investor ohne eigenen Mehraufwand dennoch unentgeltlich von den Kontrollaufwendungen der aktiven Investoren profitiert, spricht Arnold (vgl. 2010, S. 91) in diesem Fall von einem „Trittbrettfahrer“ (Free Rider). Des Weiteren steht Arnold (vgl. ebda, S. 91) den Offenlegungspflichten in Bezug auf die Darlegung strategischer und anlagespezifischer Absichten bei institutionellen Investoren kritisch gegenüber und hält diese Entwicklungen für bedenklich. Nicht nur sei der Begriff der institutionellen Investoren nicht ausreichend definiert, sondern es entstehe ferner auch eine Überschneidung zwischen dem Grundsatz der transparenten Gesellschaft und dem des Anlegerschutzes. Anzunehmen ist in diesem Zusammenhang auch, dass bei hohem Streubesitzanteil ein erhöhtes Trittbrettfahrerproblem vorliegt, da sich viele Kleinanleger in ihrer passiven Rolle zurückziehen könnten.

Als Lösungsansatz legen die theoretischen Überlegungen von Grossman und Hart (vgl. 1980, S. 42f) nahe, dass das „Public-Good-Paradoxon“ nur dann aufzulösen ist, wenn dem institutionellen Anleger, der die Monitorkosten trägt, auch der vollumfängliche Nutzen durch das Monitoring zufließt. Die Ausführungen basieren folglich auf drei in Frage zu stellenden Annahmen:

- Erstens wird ein Verzicht der anteiligen Gewinne all derjenigen Investoren, die für sich keine aktive Einflussnahme beanspruchen, vorausgesetzt.
- Zweitens wird eine eindeutige Bestimm- und Abgrenzbarkeit der Kosten und Gewinne unterstellt.
- Drittens wird von einer homogenen Interessenlage unter den Investoren ausgegangen, die in der Praxis nur selten vorzufinden ist.

Das Free-Rider-Problem erkennt auch Bratton (vgl. 2007, S. 1384) an und fordert, dass die angefallenen Monitoringkosten unter den beteiligten Parteien aufgeteilt werden müssen, kann jedoch selbst ebenfalls keinen Lösungsweg aufzeigen, diese fair zu verteilen.

Es bleibt festzuhalten, dass in der Praxis dem Trittbrettfahrerproblem nur begrenzt begegnet werden kann und es daher nicht auszuschließen ist. Dennoch können aktive Investoren, darunter Hedgefonds, ihre einzelnen Stimmrechte mit anderen gleichgesinnten Investoren bündeln (vgl. Kapitelabschnitt 6.6.2.), um einen erhöhten Druck auf die Unternehmensführung beispielsweise im Rahmen der Hauptversammlung auszuüben und dem Free-Rider-Problem auf diesem Weg entgegenzuwirken. Abschließend sei bemerkt, dass Trittbrettfahrer nicht nur an möglicherweise positiven Ausflüssen des Aktivismus teilhaben, sondern auch von Kursverlusten oder von Dividendenkürzungen betroffen sind.

#### 4.2.2.3. Drei Handlungsoptionen interner Kontrollmechanismen

Der Vielzahl der Ausprägungen asymmetrischer Informationsverteilungen steht eine Reihe von Möglichkeiten gegenüber, die die Aktionäre in die Lage versetzen, eine möglichst optimale Informationsverteilung zu erreichen und gleichermaßen die Agentenkosten zu senken.

Um diesem Anspruch gerecht werden zu können, ist die Entwicklung eines vertragskonformen Anreizmechanismus unabdingbar. Am Beispiel der AG wird deutlich, dass, wenn der Aktionär unzufrieden mit der zu erwartenden oder bereits erwirtschafteten Unternehmensleistung im Sinne des Shareholder Values ist, sich dann daraus drei mögliche Handlungsoptionen für die Investorengruppe ableiten lassen:

- Exit-Option
- Voice- bzw. Vote-Option
- Passive Option

Die „Wallstreet Rule“ nach Hirschmann (vgl. 1970, S. 46) besagt unter anderem, dass, wenn ein Investor unzufrieden mit dem Management ist, die gehaltenen Aktien zeitnah verkauft werden sollen. Die naheliegende Möglichkeit der Veräußerung der gehaltenen Aktien („Exit-Option“) steht dabei im Gegensatz zur Handlungsalternative der aktiven Einflussnahme auf die Unternehmensführung im Sinne der Corporate Governance („Voice-Option“ bzw. „Vote-Option“). Komplettiert werden die zwei genannten Handlungsszenarien durch eine passive

einnehmende Rolle des Investors, welcher an seiner Beteiligung weiter festhält, ohne jedoch dem Anreiz der Kontrollaktivitäten nachzugehen (Passive Option).

### *Exit-Option*

Die Exit-Option ist für institutionelle Großinvestoren im Vergleich zu kleineren beispielsweise privaten Investoren nicht unmittelbar bzw. nicht ohne die anzunehmenden negativen Folgen umsetzbar. Ein Verkauf großer Aktienpakete in Form von „Block Orders“ kann zu erheblichen Kursverlusten führen. Denn die Veräußerung kann von anderen Marktteilnehmern als Vertrauensentzug in eine künftige positive Geschäftsentwicklung gewertet werden, die dann wiederum selbst gehaltene Beteiligungen oder den Einstieg überdenken. Palmiter (vgl. 2002, S. 1437f) argumentiert, dass allein die tatsächliche oder gar implizierte Ankündigung eines möglichen Verkaufs als Auslöser für einen bevorstehenden Kursverfall ausreichen und, wie nachfolgend gezeigt wird, als Disziplinierungsinstrument gegenüber dem Management eingesetzt werden könne. Insbesondere in Deutschland ist zu vermuten, dass die Gefahr einer niedrigeren Börsenbewertung im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen in den USA aufgrund einer geringeren Sekundärmarktliquidität und höheren Fremdkapitalisierung höher einzuschätzen ist. Ist eine hinreichende Sekundärmarktliquidität sichergestellt, bleiben die „Market-Impact“-Kosten gering, und die Abwicklung des Verkaufs kann kurzfristig umgesetzt werden (vgl. Steiger, 2000, S. 74). Aus Sicht der Unternehmensführung ist der Kontrollmechanismus anhand der dargestellten Kausalkette durch die Aktie ebenfalls nicht zu unterschätzen. Tritt der beschriebene Aktienkursverlust ein, so kann sich diese Entwicklung auch direkt negativ bei den Gehaltsabrechnungen des Managements bemerkbar machen, sofern die Aktienkursentwicklung, als meist variabler Bestandteil der Vergütung, mit dem Gehalt verknüpft ist. Indirekt führt die Devaluation des Unternehmenswerts, nicht zuletzt aufgrund des signalisierten Vertrauensverlusts, zu höheren Refinanzierungskosten. Dem Gedanken weiter folgend ist ein Mehr an Transparenz beispielsweise in Form von umfangreicheren Offenlegungsaktivitäten bis hin zu einer Neubesetzung der Führungsebene denkbar. Zudem gilt es die Gefahr, als Übernahmekandidat im „Market for Corporate Control“ gehandelt zu werden, beispielsweise im Immobiliensektor (vgl. Eichholtz; Kok, 2008, S. 155f) als Folge der vermeintlichen Unterbewertung, abzuwenden.

Nicht abwehren konnte die Führungsebene von Mannesmann die feindliche Übernahme des ausländischen Investors und Wettbewerbers Vodafone. Diese industriepolitische Transaktion zählt mit einem Volumen von ungefähr 180 Milliarden Euro im Jahr 2000 bis heute zu den

größten in Deutschland (vgl. Höpner; Jackson, 2001, S. 550). Die theoretischen Überlegungen sowie der Fall Mannesmann zeigen, dass das Management selbst über ein Eigeninteresse verfügen sollte, zum Wohle der Unternehmung zu agieren, um letztlich nicht den eigenen Arbeitsplatz, Teile der Vergütung und den damit verbundenen Status einbüßen zu müssen. Die empirischen Nachweise von Admati und Pfleiderer (vgl. 2009, S. 2677) legen die Möglichkeit des Exits als Form von Aktivismus und deren Potenzial der Effizienzsteigerung im Sinne verbesserter Corporate Governance nahe, wenngleich der Kontrollmechanismus von der Ausprägung des Agentenproblems selbst abhängt.

### *Voice- bzw. Vote-Option*

Um einen derart möglicherweise selbst ausgelösten Kurs- und damit verbundenen Unternehmenswertverlust zu vermeiden, können Großinvestoren bei Unzufriedenheit mit der Unternehmensführung von ihren Stimmrechten Gebrauch machen. Die Möglichkeit der Ausübung dieser beschreibt Hirschmann bereits im Jahr 1974 als Voice-Option. Die Unzufriedenheit mit der Ist-Situation kann sich nach Hirschmann in jeder Möglichkeit des Widerspruchs seitens der Investoren einer Organisation gegenüber der Führungsebene ausdrücken. Hirschmann zählt zu dieser Handlungsoption jeden zielgerichteten Versuch, einen als ungünstig empfundenen Zustand zu verändern, anstatt diesen hinzunehmen, falls notwendig verbunden mit der Konsequenz eines Führungswechsels (vgl. Hirschmann, 1974, S. 25).

Die Ausprägungen dieses skizzierten Aktivismus können informelle Gespräche mit dem Management bis hin zu der Absicht, ein möglichst hohes Maß an medialem Interesse zu generieren, betreffen, um die für notwendig gehaltenen Veränderungen herbeizuführen (vgl. Kapitelabschnitt 6.4.). Als Beispiel können hierzu die sich im angelsächsischen Raum zunehmender Popularität erfreuenden „Just Vote No“-Kampagnen aufgeführt werden (vgl. Del Guercio et al., 2008, S. 102). Bei diesem seit Anfang der 1990er Jahre aufkommenden Instrument des Shareholder-Aktivismus stimmen die Aktionäre US-amerikanischer börsennotierter Unternehmen beispielsweise gegen zur Wahl stehende Kandidaten des Board of Directors, um ihre Unzufriedenheit gegenüber einzelnen Kandidaten im Speziellen oder der Corporate Governance Struktur im Allgemeinen zum Ausdruck zu bringen. Grundfest (vgl. 1993, S. 932ff) argumentiert, dass der mögliche Reputationsverlust und die ggf. öffentliche Bloßstellung eines einzelnen Managers aufgrund fehlender Zustimmung seitens der Aktionäre effizientere Druckmittel seien, Einfluss auf die Unternehmensführung

auszuüben, als die Einreichung von formalen Anträgen durch institutionelle Investoren. Die Fragestellung, ob der externe Druck einer Just Vote No-Kampagne ausreicht, um die Unternehmensführung dazu zu bewegen, im Interesse der Aktionärsinteressen zu handeln, stellen Del Guercio et al. (vgl. 2008, S. 102) im Rahmen ihrer empirischen Untersuchungen in den Mittelpunkt und kommen zu dem Schluss, dass solche Kampagnen am effektivsten sind, wenn die Führungskräfte der Unternehmen am meisten zu verlieren haben, insbesondere in den Vorstandsetagen großer börsennotierter Unternehmen. Del Guercio et al. (vgl. ebda, S. 102) führen fort, dass dieser kostengünstige Aktivismus in seiner möglichen Ausprägung als Disziplinierungseffekt der Bloßstellung im Rampenlicht des öffentlichen Interesses besonders zum Tragen kommt.

### *Passive Option*

Die Ausübung und der Erfolg sowohl der Exit- als auch der Voice-Option hängt entscheidend von der Beteiligungsquote bzw. der anteiligen Stimmrechte ab. Über je mehr Stimmrechte ein oder mehrere gleichgesinnte Investoren verfügen, desto größer sind die Erfolgsaussichten, die eigenen Interessen im Zuge der Stimmrechtsausübung auf der Hauptversammlung durchzusetzen. Für Kleinaktionäre, die in der Regel nur einen Bruchteil der stimmberechtigten Aktien aufweisen, scheint die Verfolgung der beiden oben aufgeführten Strategien irrational zu sein und führt nach Shleifer und Vishny (vgl. 1997, S. 741) zu Free-Rider-Problemen (vgl. Kapitelabschnitt 4.2.2.2.) und erklärt letztlich die häufig festzustellende Passivität dieser Aktionärsgruppe. Diese Passivität ergibt sich im ersten Schritt aus der kostenintensiven Beschaffung entscheidungsrelevanter Informationen, deren Verwendung im zweiten Schritt aufgrund der geringen Beteiligungsquote bei den auf der Hauptversammlung abgehaltenen Abstimmungen nur wenig ins Gewicht fallen. Die Zurückhaltung einzelner kleinerer, meist privater Investoren dürfte sich erst dann legen, wenn sich das Verhältnis von hohen Monitoringkosten und dem vergleichsweise geringen zu erwartenden Nutzen durch die verbesserte Unternehmenskontrolle umkehrt. Infolge der geringen Einflussmöglichkeiten auf die Corporate Governance des Unternehmens erscheint die Anteilsveräußerung unter diesem Gesichtspunkt vorteilhafter zu sein und führt letztlich zu einer indirekten Verbesserung der Unternehmenskontrolle aus Sicht der Anteilseigner (vgl. Seretakis, 2014, S. 448f). Abschließend weisen Gillan und Starks (vgl. 2007, S. 56) darauf hin, dass einige Aktionäre

trotz Unzufriedenheit Beteiligungen halten, da sie beispielsweise an einen Index gebunden sind und daher nicht unmittelbar verkaufen können.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass sowohl Exit- als auch Voice-Strategien seitens der Anteilseigner einen Feedback-Mechanismus gegenüber der Unternehmensführung darstellen, deren Auswirkungen jedoch einzelfallspezifisch nicht immer eindeutig abgrenzbar sind. Dennoch trägt das Monitoring durch institutionelle Investoren grundsätzlich zu einer verbesserten Informationsversorgung im Markt bei und verringert die Ausübung opportunistischen Verhaltens durch das Management. Empirische Nachweise der universellen Überlegenheit der Exit- über die Voice-Strategie oder vice versa stehen jedoch zum jetzigen Zeitpunkt aus.

#### 4.2.2.4. Drei Handlungsoptionen externer Kontrollmechanismen

Neben den internen Kontrollmechanismen durch die Aktionäre in Form der Exit-Voice-Theorie treten weitere externe Kontrollmechanismen in Erscheinung. Fama (vgl. 1980, S. 290) führt in diesem Zusammenhang an, dass das Eigentum am Kapital im Sinne der Aktionäre nicht mit dem Eigentum an der Unternehmung im Sinne der Unternehmensführung verwechselt werden darf. Seinem Gedanken folgend werden untenstehend die Kontrollmöglichkeiten durch Unternehmensübernahmen, den Kapital- sowie Arbeitsmarkt betrachtet.

##### *Unternehmensübernahmen*

Das Streben nach anorganischem Wachstum rückt den Kauf einzelner oder mehrerer Geschäftsbereiche in den Blickpunkt der Unternehmensführung. Im Zuge des bereits erwähnten Begriffs des Market for Corporate Control unterstellt Manne (vgl. 1965, S. 112), dass ein positiver Zusammenhang zwischen der Effizienz der Unternehmensführung und dem Aktienkurs desselben Unternehmens bestehe. Der daraus abgeleitete Disziplinierungseffekt besteht in der offenkundigen marktpreisrelevanten Bewertung der übergehenden Verfügungsrechte beispielsweise in Form einzelner Gesellschaften oder Segmente. Unabhängig davon, ob die Unternehmensübernahme im Sinne der Manager ist, auf dem Willen der Aktionäre beruht oder gar feindlicher Natur ist, so stellt der übergehende Marktwert immer die Zielgröße dar, an welcher sich das Management messen

lassen muss. Die Umsetzung solcher Transaktionen hängt maßgeblich von dem Einsatz des Managements, deren Koordination und Auswahl weiterer Parteien wie beispielsweise Banken und Beratern ab. Die möglichen positiven und negativen Auswirkungen für das jeweilige Management können sich dabei erheblich unterscheiden. Während dem Management des übernehmenden Unternehmens mehr Verfügungsmacht in Aussicht gestellt wird, muss das Management der akquirierten Gegenseite mindestens mit einem Kontrollverlust, wenn nicht gar mit der Auflösung des Arbeitsvertrags aufgrund des Unternehmensverkaufs rechnen. Mit der beschriebenen Wirkungsweise haben sich Gugler et al. (vgl. 2003, S. 25) wissenschaftlich auseinandergesetzt und kommen zu dem Ergebnis, dass Unternehmensübernahmen in Deutschland eine positive Auswirkung auf die Umsatzentwicklung der akquirierenden Unternehmen haben.

### *Kapitalmarkt*

Die angesprochene Bewertung zu Marktpreisen im Rahmen von Unternehmenskontrollen knüpft an den Disziplinierungsmechanismus durch den Kapitalmarkt an. Unternehmen stehen am Kapitalmarkt in Konkurrenz um das verfügbare Kapital. Dieser Wettbewerb kann nicht zuletzt an den Aktien- und Refinanzierungskursen abgelesen werden. Höhere Kapitalbeschaffungskosten können die Handlungsoptionen für das Management erheblich beschneiden, sodass weitere negative Folgen zu erwarten sind. Dazu zählen beispielsweise höhere Fremdfinanzierungskosten aufgrund höherer Zinszahlungen, die Verringerung des zur Ausschüttung stehenden Betrags an die Aktionäre bis hin zu nicht unmittelbar quantitativen Effekten wie beispielsweise Reputationsverlusten.

### *Arbeitsmarkt*

Die Anzahl der Führungspositionen innerhalb der Unternehmen ist begrenzt und steht einer Vielzahl an potenziellen internen wie externen Kandidaten, die eine solche Funktion bekleiden können und wollen, gegenüber. Die über den Arbeitsmarkt in Konkurrenz stehenden Manager signalisieren über ihre Reputation, vergangene Arbeitserfolge und -erfahrungen die Kompetenz, den Anforderungen und Aufgaben, die im Verantwortungsbereich eines Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieds liegen, gerecht zu werden. Im Markt wahrnehmbare Reputation kann beispielsweise im Transaktionsumfeld aufgebaut werden. Klein und Franke (vgl. 2008, S. 18) sprechen im Zusammenhang mit dem erfolgreichen Abschluss von Unternehmenserwerben vom „Empire Building“, welches nicht

primär dem Shareholder Value dient, sondern vielmehr dem persönlichen Selbstanspruch und dem Status der verantwortlichen Person(en). Inwiefern eine effektive Kontrolle der Fähigkeiten jedes einzelnen Kandidaten unter objektiven Gesichtspunkten möglich ist, erscheint fraglich. Dennoch würde schadhaftes Managementverhalten nicht nur der Gesellschaft schaden, sondern es würden darüber hinaus auch negative persönliche Konsequenzen folgen. Zum einen wird der persönliche Ruf des Managers in Mitleidenschaft gezogen, zum anderen dürfte der variable Bestandteil der Vergütung geringer ausfallen, sodass sich hieraus ein Disziplinierungsmechanismus einstellt. Fama (vgl. 1980, S. 294) beschreibt diesen Kontrollmechanismus mit dem Begriff der „Manager-Arbeitsmärkte“. Zusammenfassend zeigt sich, dass der Prinzipal-Agenten-Theorie folgend die Kontrollmöglichkeiten über das Management nicht ausschließlich den Aktionären obliegen, sondern marktübergreifende Mechanismen ebenfalls zu berücksichtigen sind.

#### 4.2.2.5. Kontrolle durch Hedgefonds

In Anbetracht der Passivität einer Vielzahl von (privaten) Kleinaktionären können aktiv auftretende (Groß-)Aktionäre einen Ansatz zur Angleichung der Informationsverteilung im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie darstellen. Denn aus der Sicht der Kleinaktionären ist es in vielen Fällen irrational, die für sie überproportional hohen Kosten, die in Verbindung mit der aktiven Kontrolle des Managements stünden, einzugehen, um im gleichen bzw. höheren Maße beispielsweise durch Kurssteigerungen und Dividendenausschüttungen zu profitieren. Für Großaktionäre, wie beispielsweise Hedgefonds, kann jedoch die aktive Einflussnahme die rationale und bevorzugte Strategie sein, welche mit der folgenden These beschrieben wird:

*Als Großaktionäre haben Hedgefonds im Vergleich zu Kleinaktionären ein verstärktes Interesse an der Einflussnahme auf den Vorstand und Aufsichtsrat, um aktiv auf die Wertentwicklung des Unternehmens bzw. ihrer Beteiligung einzuwirken.*

Die These beruht primär auf der Annahme, dass die meist ein- oder gar geringe zweistellige Beteiligungsquote zum einen Hedgefonds einen umfangreichen Einfluss einräumt und zum anderen die Wertsteigerung aufgrund des Aktivismus gegenüber den entstehenden Agentenkosten im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie überwiegt.

Dem Vorwurf, dass ein Verkauf eines großen Aktienpakets eines Unternehmens, als Instrument der Kontrolle im Sinne der Exit-Option (vgl. Kapitelabschnitt 4.2.2.3.), zu Lasten

der Diversifikation des Portfolios eines Großaktionärs beitrage, hält Black (vgl. 1992, S. 834) entgegen, dass einige institutionelle Investoren bereits Anfang der 1990er Jahre, darunter auch Hedgefonds, ausreichend diversifiziert gewesen seien, sodass das firmenspezifische Risiko nahezu eliminiert werden könne. Trotz der für sich alleingegenommen ein- oder teilweise niedrigen zweistelligen Anteilsbesitze einzelner institutioneller Investoren ist nach Black (vgl. ebda, S. 817) immer häufiger das Phänomen des Zusammenschlusses unter gleichgesinnten Investoren zu beobachten, um Synergien zu heben und den Einfluss zu erhöhen.

Auf das deutsche Aktienrecht bezogen kann der umfangreiche Einfluss der Minderheitsaktionäre, gerade auch bei ein- oder geringen zweistelligen Beteiligungsquoten, auf einen hohen Streubesitz sowie die diversen Vorschriften hinsichtlich Sperrminorität zurückgeführt werden. Dem deutschen Gesetzgeber folgend muss eine Dreiviertelmehrheit der Stimmberechtigten vorliegen, um einen Beschluss auf der Hauptversammlung fassen zu können (§ 179 Abs. 2 AktG). Folglich gilt es mindestens 25 Prozent der anwesenden Stimmrechte zu vereinigen, um möglicherweise den eigenen Interessen entgegenstehende Beschlüsse zu verhindern. Die Form des Zusammenschlusses ermöglicht es, verbesserte Einflussmöglichkeiten mit dem Fokus auf prozessuale und strukturelle Größenvorteile einschließlich der Nominierung und Vergütung der Führungsebene innerhalb der Gesellschaft zu etablieren und durchzusetzen. Eingriffe in das Tagesgeschäft oder gar die Übertragung der Kontrollfunktion auf die Investoren sind dementsprechend nicht unmittelbar beabsichtigt, sodass Kontrollaktivitäten häufig primär auf der strategischen und nichtoperativen Ebene beschränkt bleiben. Dementsprechend ist dieser Mehraufwand an Kontrollaktivitäten und Koordination nur dann wirtschaftlich, wenn der erwartete erhöhte Shareholder Value die damit zusammenhängenden entstandenen Kosten des Aktivismus übersteigt. Darüber hinaus spricht sich Ruffner (vgl. 2000, S. 442) im Falle der Unzufriedenheit mit dem Geschäftsverlauf aus Sicht der institutionellen Investoren für die aufgezeigte Voice-Option im Vergleich zur Exit-Option (vgl. Kapitelanschnitt 4.2.2.3.) aus. Denn der Verkauf von großen Anteilsbesitzen führt höchstwahrscheinlich zu Kursverlusten. Zusammenfassend beschreibt die oben genannte These die Vorstellung des effizienten Kontrollmechanismus gegenüber der Unternehmensführung, ausgeübt durch die aktive Einflussnahme seitens der Großaktionäre, sodass nach Ruffner (vgl. ebda, S. 415) nicht zuletzt im Vergleich zu feindlichen Übernahmen oder im Falle einer Insolvenz der Kostenvorteil des Aktivismus überwiegt.

### **4.2.3. Shareholder-Value-Ansatz: Unternehmenswertmaximierung im Sinne der Aktionäre**

Der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler Alfred Rappaport (vgl. 1981, S. 140f) zählt zu den ersten Vertretern der Shareholder-Value-Konzeption. Im Zentrum der Überlegungen steht der Unternehmenswert, dessen Maximierung die Eigentümer anstreben und die unternehmerische Ausrichtung einzig der Interessengruppe der Eigenkapitalgeber folgt.

Bei börsennotierten Unternehmen wird in diesem Zusammenhang häufig vom Marktwert des Unternehmens bzw. des Eigenkapitals gesprochen; dieser ist in seiner Form als Marktkapitalisierung leicht ablesbar. Darüber hinaus sind weitere Maßstäbe der Rentabilität denkbar, deren Vor- und Nachteile in der Literatur wie auch in der Praxis fortwährend hinterfragt werden.

Der Auffassung von Rappaport (vgl. ebda, S. 140) entsprechend ist beispielsweise die isolierte Betrachtung der Kennzahl Gewinn pro Aktie für die Bestimmung des Unternehmenswerts zu kurzgreifend und sollte vielmehr durch die Diskontierung mit den gewichteten, unternehmensspezifischen Kapitalkosten jetziger und zukünftig erwarteter Zahlungsströme, bereinigt um Steuereffekte, bekannt als „Discounted Cash Flow“-Modell (DCF), abgelöst werden. Neben dem DCF-Verfahren können weitere Kennzahlen je nach Steuerungsmotiv und vorliegender Datenqualität zur Unternehmensbewertung herangezogen werden. Hierzu zählen beispielsweise der Kapitalkostensatz, bekannt als „Weighted Average Cost of Capital“ (WACC), oder der direkte bzw. indirekte „Free Cash Flow“, deren immer widerkehrendes Ziel die Erzielung eines Übergewinns darstellt, der die entstanden (Kapital-)Kosten übersteigt (vgl. Gladen, 2014, S. 114).

Aus Sicht des Anteilseigners wird die Beteiligung als Investitionsentscheidung verstanden, die einen Ertrag aus den Mittelrückflüssen in Form von Dividendenzahlungen sowie dem Verkauf der Anteile zu einem höheren Kurs als zum damaligen Kaufpreis erzielen soll. Vor dem Hintergrund der Renditeabsicht nimmt auch Miller (vgl. 1994, S. 32) eine befürwortende Position gegenüber dem Shareholder-Value-Ansatz ein und argumentiert, dass der Schwerpunkt, den die Manager auf die Rendite für die Aktionäre legen, nicht der Fehler im Corporate Governance System, sondern eine ihrer Hauptstärken sei.

Das von Fleischer (vgl. 2009, S. 193) beschriebene interessenmonistische Modell überzeugt deren Anhänger, da es für sich in Anspruch nimmt, den Erfolg besser messbar zu machen, und zu einer Verringerung der Handlungsspielräume für Manager beiträgt. Des Weiteren

erscheint die Beziehung zwischen Manager und Aktionär die Realisierung signifikanter Kontrollkostenvorteile zu ermöglichen. Easterbrook und Fischel (vgl. 1991, S. 38) sind der Auffassung, dass kein Manager sowohl den Aktionären als auch der Gemeinschaft dienen kann und sich dadurch der Verantwortung gegenüber beiden gegenüberstehenden Parteien entzieht.

Die damit vorgeworfene Ziellosigkeit des Stakeholder-Value-Ansatzes führt demnach zu höheren Finanzierungskosten bzw. einem höheren WACC. Zudem schmälert diese Ausgangslage die Verantwortung der Manager und könnte als Vorwand für eigennütziges Verhalten verstanden und ausgenutzt werden (vgl. Tirole, 2006, S. 59f). Dieser Befürchtung obliegt die Denkweise der zunehmenden Komplexität und der damit einhergehenden abnehmenden Messbarkeit.

Neben der quantitativen Dimension werden qualitative Fähigkeiten und Einflussmöglichkeiten anderer Stakeholder zur Einschränkung der Handlungsspielräume der Manager in Frage gestellt. Am Beispiel der Politik erläutert Tirole (vgl. ebda, S. 59f) die potenzielle persönliche Verflechtung zwischen Managern und Politikern. Letzteren wird die primäre Verfolgung persönlicher statt gesellschaftlicher Interessen unterstellt, die beispielsweise bei der Vertragsabschließung aus politisch motivierten, jedoch weniger aus ökonomisch nachvollziehbaren Gründen auftreten können. Gemeinwohlinteressen und möglicherweise Umverteilungen sollen demnach der politischen und nicht der unternehmerischen Ebene zugeordnet sein. Auf den Anwendungsfall einer börsennotierten Gesellschaft übertragen könnte die Partizipation des Managements am Unternehmenserfolg mittels Aktienoptionen zu einer verstärkten Shareholder-Value-Orientierung führen, würde im Gegenzug jedoch ebenfalls die beschriebene Prinzipal-Agenten-Problematik bestärken (vgl. Jensen; Meckling, 1976, S. 308).

Abschließend ist festzuhalten, dass die Konzeption des Shareholder-Value-Ansatzes einem ökonomischen Leitmotiv entspricht und in erster Linie der Verwirklichung der Aktionärsinteressen dient. Die Ermittlung wertorientierter Ergebnis- und letztlich Steuerungsgrößen kann Unternehmen in der Praxis jedoch aufgrund der Sicherstellung der Datenqualität im Hinblick auf Relevanz, Vollständigkeit und weitere Verzerrungseffekte vor große Herausforderungen stellen.

#### 4.2.4. Stakeholder-Value-Ansatz: Die Vielfalt der Interessenlagen

Der Begriff Stakeholder Value ist maßgeblich auf den amerikanischen Philosophen Robert Edward Freeman (vgl. 1984, S. 32) zurückzuführen, der bereits im Jahr 1984 Stakeholder in einem Unternehmen als Gruppe oder Person definierte, die die Erreichung der Ziele des Unternehmens beeinflussen kann oder davon betroffen ist. Zu den Stakeholdern zählen sowohl unternehmensinterne Gruppen, wie beispielsweise Aktionäre, Mitarbeiter oder Betriebsräte, als auch unternehmensexterne Gruppen, wie zum Beispiel Kunden, Lieferanten, Wettbewerber, Verbände bis hin zu staatlichen Institutionen. Zwanzig Jahre später hält Freeman (vgl. 2004, S. 234) an der Konzeption weiterhin fest und hebt die besondere Bedeutung der Beziehungen zu den Personen hervor, die ein Interesse an dem Unternehmen haben. Als Beispiele der Stabilität, die solche Beziehungen untermauern, rückt Freeman den Austausch von Kernprinzipien und Werten in den Vordergrund. Diese Grundlage erlaube Managern, im Sinne der Stakeholder-Value-Konzeption persönliche Ziele mit denen der Stakeholder in Form eines strategischen Plans zu vereinbaren, so Freeman weiter (vgl. ebda, S. 234).

Den strategisch langfristig angestrebten Unternehmenserfolg sieht Porter (vgl. 1997, S. 5) in Gefahr, da mittel- bis langfristige notwendige Investitionen vernachlässigt würden, wenn eine zu starke kurzfristige Fokussierung auf die Rentabilität des Unternehmens, in Anlehnung an den Shareholder-Value-Ansatz, vorherrsche.

Die Kritik am Shareholder-Value-Ansatz kann nach Fleischer (vgl. 2009, S. 191f) in drei Kategorien zusammengefasst werden:

- Ausbeutung anderer Interessengruppen
- Kurzfristig wertorientierte Unternehmensführung
- Beitrag aller Interessengruppen am Unternehmenserfolg

Der hier zuerst aufgeführte Vorbehalt steht für eine marktgerechte Vergütung der Leistungsbeziehungen gegenüber allen Interessengruppen. Dies stellt die Bereitschaft, im Sinne der unternehmerischen Wohlfahrt zu agieren, wie beispielsweise durch die Verfügbarkeit des bereits angesprochenen (Human-)Kapitals, sicher. Vor diesem Hintergrund resümiert Neus (vgl. 2013, S. 177), dass bei keiner bzw. geringer Beteiligung des Managements am Unternehmenserfolg es viele Beispiele für Fehlanreize gebe. Vielmehr könne eine private Verwendung der dem Unternehmen zur Verfügung gestellten Mittel nicht vollumfänglich ausgeschlossen werden.

Am Beispiel der eigenen Mitarbeiter wird der Reputationseffekt, der auch für andere Stakeholder gilt, deutlich. Unternehmen, die als Nutznießer der eigenen Arbeitnehmer wahrgenommen werden, dürften diesen negativen Ruf nur durch eine höhere bzw. marktgerechte, womöglich monetäre, Vergütung kompensieren können, um entsprechende Mitarbeiter für sich gewinnen und halten zu können.

Der zweite Kritikpunkt zielt auf eine vermehrt kurzfristig ausgelegte unternehmerische Denk- und Handlungsweise zu Gunsten der Aktionäre ab. Insbesondere langfristig ausgelegte Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie in das bereits angesprochene Humankapital rücken Blair (vgl. 1995, S. 122) zufolge so in den Hintergrund. Dieser Vorwurf kann jedoch insofern entkräftet werden, als der Shareholder-Value-Ansatz die Berücksichtigung aller Zahlungsströme versteht und den Residualwert einschließt (vgl. Fleischer, 2009, S. 191f).

Dem zuletzt aufgeführten Argument der gemeinschaftlichen Besteuerung zur Unternehmenswertsteigerung kann grundsätzlich zugestimmt werden. Dennoch ist zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern zu differenzieren, da der jeweilige Rechtsanspruch auf entsprechende Zu- bzw. Rückflüsse durch das Unternehmen sich aufgrund der jeweiligen Stellung als Risikokapitalgeber maßgeblich unterscheidet. Vor dem Hintergrund einer möglichen Insolvenz eines Unternehmens bezeichnet Fleischer (vgl. ebda, S. 192) die Eigenkapitalgeber als „Restbetragsbeteiligte“, die gegenüber den anderen Stakeholdern, in ihrer Form als „Festbetragsbeteiligte“, einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Hansmann und Kraakman (vgl. 2001, S. 442) sprechen sich ebenfalls für die Vorrangstellung der Aktionärsinteressen aus. Demnach steht der grundsätzlichen Vorrangigkeit der Shareholder-Interessen der Schutz weiterer Interessengruppen nicht im Wege. Vielmehr kann sich jede Stakeholder-Gruppe auf den für sie in Betracht kommenden rechtlichen Rahmen berufen. Arbeitnehmer beispielsweise erfahren durch arbeitsschutzrechtliche Vorschriften, Pensions- oder Krankheitsansprüche besonderen Schutz.

Schmidt und Weiß (vgl. 2009, S. 162) stellen die ökonomischen Grundlagen dieser Theorie in Frage und weisen im Rahmen der pluralistischen Interessenverfolgung auf mögliche Benachteiligungen der Shareholder oder einzelner Stakeholdergruppen und letztlich eine potenziell geringere Wettbewerbsfähigkeit hin. Vor diesem Hintergrund scheint die Bestimmung der Gruppe einflussreicher Stakeholder stets unternehmensspezifisch bzw. situationsabhängig zu sein, sodass inhärente Zielkonflikte unausweichlich auftreten. Wie

ausführlich im nächsten Kapitelabschnitt dargelegt, können abweichende Motive bereits innerhalb einer Stakeholdergruppe vorliegen.

Es ist abschließend festzuhalten, dass die zu betrachtenden börsennotierten Unternehmen in einem interdependenten Umfeld agieren und ihnen als Teil ihres wirtschaftlichen Handelns aufgrund der Vielzahl der involvierten Interessengruppen auch eine sozioökonomische Verantwortung zugeschrieben wird (vgl. Poeschl, 2013, S. 135).

Unter ethischen Gesichtspunkten erscheint fraglich, inwieweit die pluralistischen Interessen miteinander vereinbar sind, um überproportionale Benachteiligungen zu vermeiden. Auf das Forschungsvorhaben bezogen ist kritisch zu hinterfragen, inwiefern die Interessen der Hedgefonds als Minderheitsaktionäre mit der Heterogenität der anderen Stakeholder im Einklang stehen und welche, möglicherweise negativen, Auswirkungen sich daraus für die Corporate Governance des Zielunternehmens ergeben.

Die Komplexität und in Teilen die Unschärfe der Bestimmung der relevanten Stakeholder und ihrer Motive scheint jedoch eine unweigerliche Konsequenz der interessenpluralistischen Überlegungen zu sein, der jedes Unternehmen unter anderem in Form von Priorisierungen und regelmäßiger Kommunikation mit ihren Stakeholdern begegnen sollte.

#### **4.2.5. Heterogenität der Aktionäre**

Das nach außen hin vermeintlich homogene Bild der Aktionäre wird durch die Praxis widerlegt. Vielmehr unterscheiden sich die Anleger börsennotierter Gesellschaften anhand einer Vielzahl von Kriterien. Diese schließen beispielsweise die Ansässigkeit der Investoren oder die Unterscheidung in private, institutionelle und staatliche Anleger mit ein.

In der Literatur ist eine Differenzierung zwischen Anlegeraktionären und Kontrollaktionären verbreitet (vgl. Wymeersch, 2009, S. 151).

Erstere sind demnach wenig an einer aktiven Einflussnahme interessiert und verkaufen ihre Anteile bei kurzfristig nicht zufriedenstellender Wertentwicklung. Demgegenüber sind Kontrollaktionäre, die zumeist als Großaktionäre auftreten, bestrebt, einen aktiven Einfluss auf die strategische oder finanzielle Ausrichtung des Unternehmens zu erlangen. Darunter wird in vielen Fällen die Einflussnahme auf die Bestellung des Aufsichtsrats, Vorstands sowie Abschlussprüfers verstanden. Zu dieser Kategorie der Kontrollaktionäre zählen insbesondere

aktivistische Hedgefonds, die mit primär einstelligen Anteilsbesitzern versuchen, überproportional stark ihre Vorstellungen durchzusetzen.

Dem Verhältnis zwischen Beteiligung und Mitbestimmung haben sich beispielsweise Adams und Ferreira (vgl. 2008, S. 51) in Form des „One Share, One Vote“-Prinzips angenommen. Der Ansicht von Adams und Ferreira (vgl. ebda, S. 65) weiter folgend führt eine Abweichung von diesem Prinzip zu einer ineffizienten Eigenkapitalbewertung, welche insbesondere anhand der Ergebnisse von Regressionsstudien und weniger durch Eventstudien zu belegen ist. Als mögliche Erklärung dient zum einen die Ausnutzung privater Vorteile durch kontrollierende Aktionäre (vgl. ebda, S. 85). Zum anderen kann eine unwirtschaftliche Kapitalallokation zu höheren Kapitalkosten für das Unternehmen führen. Burkhart und Lee (vgl. 2008, S. 41) stimmen der Argumentation grundsätzlich zu, führen jedoch an, dass bei vielen aktiven Investoren Implementierungsprobleme auftreten können, indem die Aktionäre auf derivative Transaktionen zurückgreifen können, um Eigentum und Kontrolle zu trennen.

In diesem Zusammenhang drängt sich die Frage auf, welche Partei die tatsächliche Stimmrechtsausübung verantwortet beispielsweise dann, wenn diese und die damit verbundenen wirtschaftlichen Auswirkungen nicht zusammenfallen (vgl. Ohler, 2009, S. 148). Die Divergenz zwischen Stimmrecht und wirtschaftlicher Beteiligung kann nach Hu und Black (vgl. 2008, S. 671) insbesondere durch den Einsatz derivativer (Eigenkapital-)Instrumente im „Over-the-Counter“, folglich im nicht börsenregulierten Bereich, herbeigeführt werden, deren Praktiken nur in einigen Ländern verboten sind. Das beschriebene Problem wird als „Empty Voting“ bezeichnet und ist trotz der Befolgung des zuvor skizzierten One Share, One Vote-Prinzips möglich. In der Praxis kann dieses Phänomen bei der Verfolgung einer Leerverkaufstrategie auftreten, nämlich dann, wenn zum Zeitpunkt der Stimmrechtabgabe sich die Aktien nicht mehr in dem Portfolio des Investors befinden. Darüber hinaus kann Empty Voting auch dann auftreten, wenn der Investor sich dazu entschließt, seine Aktien in der Zeitspanne nach dem „Record-Day“, aber noch vor der eigentlichen Hauptversammlung zu verkaufen. In diesem Szenario verbleibt das Stimmrecht bei dem verkaufenden Investor, obwohl er zum Zeitpunkt der Stimmrechtabgabe seine wirtschaftliche Partizipation bereits abgetreten hat. Der Stichtag bzw. Record-Day kann je nach Jurisdiktion ein bzw. zwei Handelstage vor der Hauptversammlung liegen und stellt zugleich die Berechtigungsgrundlage einer möglichen Dividendenausschüttung dar.

Das Beispiel der abgewendeten Übernahme der Deutschen Börse gegenüber der London Stock Exchange im Jahr 2005 ist besonders eindrucksvoll und zeigt die Absurdität dieser

Praxis auf. In einem ersten Schritt akkumulierten die beiden Hedgefonds Children's Investment Fund und Atticus Capital Aktien mittels Leerverkäufen ihren Einfluss und verfügten letztlich über rund acht Prozent der Stimmrechte. Im zweiten Schritt konnte im Rahmen der Hauptversammlung erfolgreich gegen die bevorstehende Akquisition gestimmt werden. Daraufhin fiel der Aktienkurs, und die beteiligten Hedgefonds profitierten von diesem Kursverlust aufgrund der zuvor aufgebauten Short-Position (vgl. Hu; Black, 2007, S. 352).

Die von Euklund und Poulsen (vgl. 2014, S. 461) durchgeführte Studie kommt bei den über 3.000 europäischen untersuchten Unternehmen zu dem Ergebnis, dass die Disproportionalität zwischen Stimmrechten („Voting Rights“) und Bezugsrechten („Cash Flow Rights“) zu einer Überschätzung der negativen Beziehung zwischen Unternehmenswert und der Existenz unterschiedlicher Aktiegattungen in Form der „Dual Class Shares“ führt. In Reaktion auf die empirischen Ergebnisse legen Euklund und Poulsen den Aufsichtsbehörden nahe, bei der Regulierung den Fokus auf übergeordnete Regelwerke mit dem Schwerpunkt des Anlegerschutzes zu richten, anstatt sich in Details zu verlieren (vgl. ebda, S. 462f).

Als Gegenentwurf zum Empty Voting-Ansatz kann ein Investor ein höheres wirtschaftliches Interesse in Relation zu den von ihm gehaltenen Stimmrechten haben. Diese de facto Möglichkeit des Anteilserwerbs bezeichnen Hu und Black (vgl. 2007, S. 344) als „hidden (morphable) ownership“.

Die anhaltenden Innovationen neuer Finanzinstrumente in Verbindung mit den zunehmenden Möglichkeiten des Stimmreichtauschs stellt die Diskussion hinsichtlich Corporate Governance sowie des Gesellschaftsrechts auch in Zukunft vor Herausforderungen, deren Auswirkungen aus heutiger Sicht nicht verlässlich bestimmbar sind. Wymeersch (vgl. 2009, S. 154) resümiert, dass den Aktionären zunehmend mehr Einfluss innerhalb der Unternehmen zukommt. Vor diesem Hintergrund treten Hu und Black (vgl. 2007, S. 363) für ein besseres Verständnis der aufgezeigten Stimmrechtspraktiken in Form von vereinfachten und vereinheitlichten Offenlegungspflichten verbunden mit strengeren regulatorischen Vorschriften, insbesondere hinsichtlich Empty Voting, ein.

### **4.3. Corporate Governance Systeme im Vergleich**

#### **4.3.1. Übersicht über die vorherrschenden Corporate Governance Systeme**

Unabhängig von der Ansässigkeit des Unternehmens oder der Zugehörigkeit des jeweiligen Wirtschaftsraums verbindet ein Großteil aller weltweiten börsennotierten Unternehmen die allgemein zu unterstellende Gewinnerzielungsabsicht. Bei genauerer Betrachtung ist jedoch auffällig, dass sich die Corporate Governance der einzelnen Unternehmen hinsichtlich ihrer Leitungs- und Kontrollstrukturen erheblich voneinander unterscheiden. In diesem Zusammenhang halten Schmidt und Weiß (vgl. 2009, S. 162) die Rolle der Shareholder bzw. Stakeholder und deren Interessenverfolgung für ein elementares Unterscheidungsmerkmal. Darüber hinaus stellen Corporate Governance Systeme der Beschreibung von Weimer und Pape (vgl. 1999, S. 152) zufolge einen mehr oder weniger länderspezifischen Rahmen von rechtlichen, institutionellen und kulturellen Einflussfaktoren seitens der Stakeholder dar, die die Entscheidungsfindung im Management beeinflussen können.

Im folgenden Kapitelabschnitt wird das in Deutschland wie auch in vielen weiteren kontinentalen europäischen Ländern sowie in Japan anzutreffende dualistische bzw. pluralistische Corporate Governance System analysiert. Der dualistische Ansatz drückt sich in der Trennung zwischen der Führung des Unternehmens in Form des Vorstands und der Kontrolle in Form des Aufsichtsrats aus, deren grundsätzliche Ausrichtung dem Gedanken des Stakeholder-Value-Ansatzes folgt.

Das interessenmonistische Corporate Governance System hingegen ist gegenwärtig besonders in den USA wie auch in abgeschwächter Form in Großbritannien vorzufinden. Das alleinige Gremium des Board of Directors erfüllt hierbei sowohl die Leitungs- als auch die Kontrollfunktion einer Gesellschaft, dessen Bestellung ohne die paritätische Mitbestimmung seitens der Mitarbeiter erfolgt. Die sich daraus ergebende ausschließliche Legitimierungsmöglichkeit durch die Aktionäre legt die Anlehnung an den Shareholder-Value-Ansatz nahe.

Trotz der strukturellen Unterschiede sind Annäherungsentwicklungen beider Systeme zu erkennen, die nachfolgend aufgezeigt werden.

### 4.3.2. Merkmale des dualistischen Corporate Governance Systems

Das durch die Neuerungen des damaligen Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuchs (ADHGB) im Jahr 1861 entstandene dualistische Corporate Governance System löste das bis dahin auch in Deutschland verbreitete monistische System in Form des Verwaltungsrats ab (vgl. Lutter, 1995, S. 7). Die angestrebte Vereinheitlichung des Handelsrechts in Deutschland sah die Generalversammlung als höchste Instanz der AG vor. Diesem Organ wurde die Verantwortung der Wahrung der Gesellschaftsinteressen (§ 237 Abs. 1 ADHGB), das beispielsweise auch die Bestellung und Entlassung des Vorstands (§ 231 Abs. 1 ADHGB) umfasste, zuteil (vgl. Pahlow, 2007, S. 268f). Erstmals wurde darüber hinaus das fakultative Organ des Aufsichtsrats normiert. Der folglich nicht zwingend verbindlich zu bestellende Aufsichtsrat war für die Kontrolle der Geschäftsführung vorgesehen (§ 225 Abs. 1 ADHGB), sodass das ADHGB letztlich zum ersten Mal den gesetzlichen Rahmen der bis heute in Deutschland anhaltenden dreistufigen Verfassung der AG vorgab (vgl. Pahlow, 2007, S. 269f). Aus heutiger Sicht wird das deutsche Corporate Governance System als dualistischer Ansatz verstanden, dessen Trennung zwischen der Leitung des Unternehmens durch den Vorstand (§ 76 AktG) und dessen Überwachung durch den Aufsichtsrat (§ 111 AktG) den Ursprungsgedanken des ADHGB widerspiegelt.

#### *Vorstand*

Im Unterschied zum monistischen System können Aktionäre deutscher AG die Vorstandsmitglieder nur indirekt wählen, da diese ausschließlich durch den Aufsichtsrat bestellt werden können (§ 84 Abs. 1 AktG). Hinzu kommt, dass eine mögliche Ernennung eines Vorstandsvorsitzenden lediglich durch den Aufsichtsrat (§ 84 Abs. 2 AktG) erfolgen kann und eine Abberufung eines Vorstandsmitglieds nur bei Vorliegen eines bedeutsamen Grundes vollzogen werden darf (§ 84 Abs. 3 AktG). Der vom Gesetzgeber vorgegebene indirekte Bestellungsprozess durch den Aufsichtsrat stärkt die Rolle des Vorstands und verhindert gleichzeitig die Vormachtstellung einzelner nicht dazu abgestellter Mitglieder. Der aus einer oder mehreren Personen bestehende Vorstand ist dem Kollegialprinzip unterstellt, sodass der gesetzlich vorgeschriebenen gemeinschaftlichen Geschäftsführung entsprochen werden muss (§ 77 Abs. 1 S. 1 AktG).

Darüber hinaus ist es im Regelfall der Vorstand, der die Hauptversammlung einberuft (§ 121 Abs. 3 AktG), die Tagespunkte festlegt und letztlich leitet. Dennoch steht dem

Aufsichtsrat jederzeit die Möglichkeit offen, eine Hauptversammlung selbst einzuberufen, wenn es zum Wohl der Gesellschaft ist (§ 111 Abs. 2 AktG). Der Vorstand steht folglich in einem kontinuierlichen Austausch mit den Aktionären, dies gilt insbesondere im Rahmen der Hauptversammlung.

### *Aufsichtsrat*

Die Stellung des Aufsichtsrats als Kontroll- und Überwachungsorgan wurde im Rahmen des im Jahr 1998 in Kraft getretenen Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) präzisiert und steht nach Einschätzung von Böckli (vgl. 2009, S. 260) im Vergleich zur Stellung des Vorstands in einem kaum mehr wesentlich zu verbessernden Gleichgewicht.

Die Zusammensetzung des Aufsichtsrats und der damit gelebte Interessenpluralismus bedürfen insbesondere vor dem Hintergrund der Abgrenzung zum monistischen System einer weitergehenden Erläuterung. In der Literatur findet sich aufgrund der Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei der Bestellung der Aufsichtsratsmitglieder (§ 101 AktG in Verbindung mit dem Gesetz der Mitbestimmung der Arbeitnehmer (MitbestG)) mehrfach der Begriff der paritätischen Mitbestimmung (vgl. Böckli, 2009, S. 260 und Witt, 2003, S. 37). Abhängig von der Anzahl der Mitarbeiter bestimmt sich die Größe des Aufsichtsrats, wobei die Arbeitnehmer die Hälfte der Aufsichtsratsmitglieder direkt wählen (§ 1 Abs. 2 MitbestG; § 7 MitbestG). Die Zusammensetzung des Aufsichtsrats kann insbesondere auf internationaler Ebene aufgrund der unterschiedlichen Legitimationsbasis einzelner Aufsichtsratsmitglieder zu Irritationen führen. In Deutschland hingegen ist der mitbestimmte Aufsichtsrat etabliert und anerkannt (vgl. Böckli, 2009, S. 260). Das MitbestG räumt den Arbeitnehmern ebenfalls die Möglichkeit ein, im Aufsichtsrat vertreten zu sein (§ 3 MitbestG). Eine rechtliche Absicherung der Mitarbeiterinteressen im Sinne des Stakeholder-Value-Ansatzes wird dadurch ermöglicht (vgl. Kapitelabschnitt 4.2.4.).

Fraglich bleibt, inwiefern der Aufsichtsrat die Unternehmensführung effektiv überwachen kann und mögliche konzeptionelle Schwächen des dualistischen Corporate Governance Systems weiterhin bestehen. Das Kernproblem der Trennung zwischen Leitung und Kontrolle liegt nach Giger (vgl. 2003, S. 270) darin begründet, dass eine lückenlose Überwachung nur bei einer dauerhaften Anwesenheit des Kontrollorgans bei der Ausübung der Geschäftstätigkeiten gewährleistet werden kann. In diesem Kontext führt Witt (vgl. 2003, S. 31) die Größe der Aufsichtsräte an, die vermeintlich zu viele Mitglieder aufweisen, um

effizienten Kontrollen nachgehen zu können. Demnach steigt mit zunehmender Mitgliederanzahl nicht nur die Risikoaversion, sondern diese verringert auch die Möglichkeit, zum Teil notwendige kontroverse Diskussionen zu führen. Die im Zweifel besser im „kleinen Kreis“ zu führenden Diskussionen mit der Unternehmensleitung kämen so nicht zustande. Für kleinere Aufsichtsräte bzw. Board of Directors sprechen sich folglich Quick et al. (vgl. 2008, S. 26) sowie Yermack (vgl. 1996, S. 196) mit sechs bis zehn Mitgliedern aus, deren Kontrollaktivitäten effizienter sind und zu höheren Marktbewertungen der Unternehmen führen.

Abschließend sei auf mögliche Informationsasymmetrien und Ineffizienzen innerhalb des Aufsichtsratsgremiums hingewiesen. Dieses Szenario ist nach Witt (vgl. 2003, S. 31) dann gegeben, wenn die Arbeitnehmervertreter aus Furcht gegenüber ihren Kollegen, die durch die Anteilseigner gewählt wurden, Informationen nicht weitergeben, sodass möglicherweise notwendige Diskussionen innerhalb des Aufsichtsrats gar nicht erst geführt werden.

### *Hauptversammlung*

Die Hauptversammlung komplettiert, als drittes zentrales Gremium, den deutschen dualistischen Corporate Governance Ansatz und gibt den Rahmen grundlegender Gesellschaftsentscheidungen durch die an ihr beteiligten Eigentümer vor. Die jeweiligen Rechte der Hauptversammlung umfassen beispielsweise die Regelungen der Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern sowie die Entlastung von Aufsichts- und Vorstandsmitgliedern, die Verwendung des Bilanzgewinns, Maßnahmen der Kapitalbeschaffung bzw. -herabsetzung bis hin zu der Auflösung der Gesellschaft (§ 119 Abs. 1–8 AktG). Bei der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder während der Hauptversammlung steht es den stimmberechtigten Aktionären grundsätzlich frei, von ihrem Stimmrecht Gebrauch zu machen. Durch ein gemeinsames Vorgehen, „Acting in Concert“ (vgl. Kapitelabschnitt 6.6.2.), können mehrere Aktionäre zielgerichtet und geschlossen agieren. Ein explizites Anforderungsprofil für sich zur Wahl aufstellende potenzielle Mitglieder des Aufsichtsrats findet sich weder im AktG noch im DCGK. Letzterer verweist auf den Aufsichtsrat, der einen Nominierungsausschuss bilden soll, der aus Aktionärsvertretern besteht und dem Aufsichtsrat potenzielle Aufsichtsratsmitglieder vorschlägt (vgl. DCGK, 2017, Textziffer 5.3.3).

Eine indirekte Einflussmöglichkeit, auf die Unternehmensführung einzuwirken, ist es, selbst aufgestellte Kandidaten in das höchste Kontrollgremium zu wählen. Diese Kandidaten

können sowohl durch Mehrheitsaktionäre als auch von Kleinaktionären benannt und im Rahmen der Hauptversammlung gewählt werden. Darüber hinaus finden sich weitere Regelungen des Shareholder-Aktivismus im deutschen Aktienrecht beispielsweise in Form des Einberufungsrechts einer Hauptversammlung auf Verlangen einer Minderheit oder die Möglichkeit der Einbringung von Tagesordnungspunkten auf eben jener wieder. Eine Minderheit bildet demnach jede Partei, die ein Zwanzigstel des Grundkapitals oder den anteilmäßigen Betrag von einer halben Millionen Euro erreicht (§ 122 Abs. 2. S. 1 AktG). Im Fortgang dieser Dissertation wird unter anderem den Abstimmungsergebnissen der Hauptversammlung entsprechende Bedeutung beigemessen, denn sie können ein Gradmesser des Erfolgs des Shareholder-Aktivismus sein.

#### **4.3.3. Merkmale des monistischen Corporate Governance Systems**

Das monistische Corporate Governance System ist heutzutage nach Böckli (vgl. 2009, S. 262) primär in den USA vorzufinden. In Großbritannien wiederum wird zwar an dem Grundgedanken des monistischen Systems festgehalten, doch der im Juli 2018 veröffentlichte UK Corporate Governance Code (vgl. 2018, S. 6) bringt deutlich zum Ausdruck, dass keine Einzelperson oder kleine Gruppe von Personen die Entscheidungsfindung im Vorstand dominieren soll. Bezug wird hier auf das Verhältnis zwischen dem „Chairman“, der den Vorsitz des Boards einnimmt, und der Rolle des leitenden Geschäftsführers, der als „Chief Executive Officer“ (CEO) auftritt, genommen. Diese beiden Positionen können insbesondere in den USA in Form einer Personalunion von ausschließlich einer Person wahrgenommen werden.

Im Rahmen der Hauptversammlung wählen die Aktionäre die Mitglieder des Board of Directors, welches die Leitungs- und Überwachungsfunktion vereint. Aus dieser doppelgleisigen Rolle heraus werden „Executive Directors“ bzw. „Inside Directors“ ernannt, in deren Verantwortung das Tagesgeschäft liegt. Vorwiegend im britischen Umfeld werden darüber hinaus noch weitere „Non-executive Directors“ bzw. „Outside Directors“ bestellt. Die häufig unternehmensexternen Mitglieder übernehmen im Rahmen ihrer Berufung gewisse Kontrollfunktionen.

Der bereits angesprochene CEO wird von den Mitgliedern des Boards gewählt und abberufen. Aus der Rolle des höchsten Entscheidungsträgers heraus steht der CEO nicht nur dem Board vor, sondern ist im Unterschied zum dualistisch geprägten Kollegialprinzip auch

den anderen Mitgliedern des Boards im Sinne des Direktorialprinzips vorgesetzt (vgl. Witt, 2003, S. 63f). Aus dieser Verantwortung heraus bringt das Amt des CEO insbesondere bei börsennotierten Unternehmen ein verstärktes öffentliches Interesse sowie eine personelle Identifikation mit dem Unternehmen mit sich. Bei aufkommender Unzufriedenheit mit dem Unternehmen kann dies eine schnelle Abberufung für den CEO bedeuten (vgl. Charkham, 1994, S. 187).

Im Unterschied zum dualistischen System verantwortet das Board vollumfänglich die Interaktion mit den Aktionären und ist daher kennzeichnend für das einstufige Corporate Governance System. Beginnend mit der Einberufung und Leitung der Hauptversammlung über die Bestimmung der Tagesordnungspunkte bis hin zur Zulassung der von den Aktionären gestellten Anträge nimmt das Board diese selbstständigen Befugnisse wahr.

Das skizzierte Bild des monistischen Systems lässt mitunter zwei Kritikpunkte erkennen:

Zum einen ist fraglich, inwiefern von einem Gremium verlangt werden kann, sich selbst effektiv zu überwachen. Besonders fragwürdig erscheint dies für Personen zu sein, die sowohl als Chairman als auch als CEO eines Unternehmens in Erscheinung treten.

Zum anderen lässt die Unterteilung der Mitglieder in „executive“ und „non-executive“ Gruppendynamiken innerhalb eines Gremiums erahnen, die nicht zuletzt aufgrund der vorgegebenen Informationsasymmetrie die Überwachungsmöglichkeiten der externen, nicht geschäftsführenden Mitglieder erheblich einschränken können.

#### **4.3.4. Annäherung der beiden aufgezeigten Corporate Governance Systeme**

##### **4.3.4.1. Drei Szenarien möglicher Konvergenzen**

Im Zuge der fortschreitenden Corporate Governance Diskussion gilt es im nächsten Schritt herauszuarbeiten, ob die Überwindung vermeintlicher Schwächen eines Systems möglicherweise durch die Orientierung an den Stärken des anderen Systems erfolgt bzw. erfolgte und letztlich von einer Konvergenz der beiden Systeme gesprochen werden kann.

In der Literatur sind bereits in den 1990er Jahren erste Vorstellungen möglicher Konvergenzszenarien zu finden:

- (1) Eine Konvergenz in den meisten rechtlichen Aspekten aufgrund der hohen praktischen Relevanz der Corporate Governance erwarten Hansmann und Kraakman (vgl. 2001, S. 468).

- (2) Ferner spricht sich Yoshimori (vgl. 1995, S. 42) für eine partielle formale Konvergenz aus, bei der gewisse nationale bzw. regionale Eigenschaften bestehen bleiben, sodass eine vollkommene Annäherung im Sinne einer formalen Konvergenz nicht entstehe.
- (3) Im Gegensatz zu dem ersten Szenario tritt Gilson (vgl. 2001, S. 356) anstatt einer formalen Konvergenz für eine funktionale Konvergenz ein. In diesem Fall bleiben zwar die institutionellen Corporate Governance Divergenzen bestehen, es gleichen sich jedoch die Folgen für die Unternehmen und deren Stakeholder an. Diesem Gedankenexperiment wohnt die Annahme inne, dass die Institutionen sich flexibel auf sich ändernde Rahmenbedingungen einstellen können, ohne formalrechtliche Änderungen vornehmen zu müssen.

Die konzeptionell vorgesehene Zweistufigkeit des dualistischen Ansatzes bzw. Einstufigkeit der monistischen Konzeption wirft die Frage der effizienten Kontrolle auf. Dieses Kernproblems nehmen sich die beiden Systeme wie folgt an.

#### 4.3.4.2. Kontrollmechanismen des dualistischen Corporate Governance Systems gemäß DCGK

Der Aufsichtsrat befindet sich aufgrund der vorgesehenen Trennung der Gremien immer in einer Ex-post-Kontrolle und ist folgerichtig dem Vorwurf ausgesetzt, nicht ex ante involviert zu sein. Dieser Ausgangslage begegnet der DCGK in der Fassung aus dem Jahr 2017 und somit den Betrachtungsraum dieser Arbeit betreffend mit der Aufforderung, dass der Vorstand und Aufsichtsrat eng und immer zu Gunsten des Unternehmens zusammenarbeiten und strategisch gesetzte Vorgaben regelmäßig hinterfragt werden sollen (vgl. DCGK, 2017, Textziffer 3.1 und 3.2).

Neben der gemeinschaftlichen Verantwortung für das Wohlergehen des Unternehmens Sorge zu tragen, soll zudem die Informationsasymmetrie gemindert werden, welche durch die zweistufige Gremienstruktur impliziert wird. Hierzu wird nicht nur eine Form der Bringschuld seitens des Vorstands, den Aufsichtsrat zu informieren, sondern auch eine Form der Holschuld des Aufsichtsrats, der die Informationsversorgung eigenständig einfordern muss, definiert (vgl. DCGK, 2017, Textziffer 3.4).

Ein weiteres Instrument der Sicherstellung von Kontrollmechanismen durch den Aufsichtsrat sind die durch diese zu bildenden Ausschüsse, wie beispielsweise der Prüfungs- oder der bereits angesprochene Normierungsausschuss (vgl. DCGK, 2017, Textziffer 5.3.2 und 5.3.3).

Zusammenfassend besteht die Aufgabe des Aufsichtsrats in der regelmäßigen Beratung und Überwachung des Vorstands. Der Vorstand soll im Gegenzug den Aufsichtsrat bei wegweisenden Entscheidungen miteinbeziehen (vgl. DCGK, 2017, Textziffer 5.1.1). Unternehmen, die dem dargelegten Vorbild des DCGK entsprechen, können sich anmaßen, die identifizierten Schwächen des dualistischen Corporate Governance Systems weitestgehend überwunden zu haben. Weitere Ausführungen zur Signalwirkung und Überwachungsfunktion des DCGK sind dem Kapitelabschnitt 4.4.3. zu entnehmen.

#### 4.3.4.3. Kontrollmechanismen des monistischen Corporate Governance Systems

An der Grundidee eines einzigen an der Spitze des Unternehmens stehenden Board of Directors, das sowohl die Leitung als auch die Kontrolle der Unternehmung vereint, wird in monistischen Corporate Governance Systemen festgehalten. Dennoch lässt die Unterteilung der Mitglieder in die beschriebenen Inside Directors und Outside Directors eine abweichende Aufgaben- und Zuständigkeitsverteilung erahnen und wird von Böckli (vgl. 2009, S. 270) als „Quasi-Dualismus“ beschrieben.

Eine Untersuchung der Fortune 100 Unternehmen, den 100 umsatzstärksten privaten und börsennotierten US-amerikanischen Unternehmen, kommt zu dem Ergebnis, dass mehr als zwei Drittel aller untersuchten Unternehmen die Rolle des „Independent Lead Director“ innerhalb des Board of Directors etabliert haben (vgl. Vell Report, 2015, S. 4). In seiner Funktion steht der Independent Lead Director den nicht geschäftsführenden Outside Directors vor und übt eine vergleichsweise ähnlich kontrollierende und überwachende Rolle wie ein Aufsichtsratsvorsitzender bei einer deutschen AG aus.

Aus spieltheoretischer Sicht führt das Modell von Boot und Macey (vgl. 2004, S. 357) zu der Annahme, dass branchen- und unternehmensspezifische Einflussfaktoren die Formulierung und Etablierung eines Corporate Governance Systems dominieren sollten und im Umkehrschluss ein universell gleichgeschaltetes Corporate Governance Systems ineffizient sei.

Resümierend ist festzustellen, dass die Frage, welches Corporate Governance System vorteilhafter ist, aus heutiger Sicht nicht abschließend beantwortet werden kann. Vielmehr gilt es die aufgezeigten Tendenzen im Einzelfall empirisch hinsichtlich ihrer Effektivität und Effizienz zu untersuchen. Zudem ist eine hinreichende Transparenz der Funktionsweisen der beiden Systeme zu vermitteln, um weitere Annäherungsversuche erfolgreich zu gestalten.

## **4.4. Deutscher Corporate Governance Kodex**

### **4.4.1. Einführung und historische Entwicklung des DCGK**

Der DCGK wurde in seiner ersten Fassung am 26. Februar 2002 veröffentlicht. An diesem Tag beschloss die gleichnamige Regierungskommission den DCGK und übergab diesen an das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV). Im jährlichen Turnus erschienen fortan aktualisierte Fassungen (ausgenommen 2011, 2016 und 2018), die sowohl im Bundeszeiger als auch auf der Internetseite der genannten Regierungskommission abrufbar sind. Dieser staatlichen Kommission gingen private Initiativen, wie beispielsweise die Corporate Governance Grundsätze in Frankfurt am Main (vgl. Grundsatzkommission Corporate Governance, 2000, S. 238ff und Schneider, 2000, S. 2413ff) oder auch der German Codes of Corporate Governance in Berlin (vgl. Berliner Initiativkreis German Code of Corporate Governance, 2000, S. 1573ff), voraus.

Die für die vorliegende Arbeit im Mittelpunkt stehenden maßgeblichen Fassungen des DCGK erstrecken sich über den Veröffentlichungszeitraum zwischen 2009 bis einschließlich 2017. Die aktuelle Fassung aus dem Jahr 2020 wurde aufgrund der zeitlichen Verschiebung im Rahmen der Untersuchung nicht berücksichtigt. Der Fassung vom 7. Februar 2017 weiter folgend zielt der DCGK darauf ab, die Transparenz und Nachvollziehbarkeit des deutschen Corporate Governance Systems zu erhöhen (vgl. DCGK, 2017, S. 1).

Der Selbstanspruch des DCGK umfasst die Vorschriften des deutschen Gesetzgebers sowie international anerkannte Grundsätze guter Unternehmensführung mit dem Ziel, das Vertrauen in diese seitens der Investoren, der Kunden, der Mitarbeiter und der Öffentlichkeit zu fördern (vgl. ebda, S. 1).

Das Vertrauen ausländischer Investoren erscheint vor dem historischen Hintergrund von besonders hohem Interesse zu sein, denn die deutschen börsennotierten Unternehmen griffen insbesondere in den 1990er Jahren vorwiegend auf zwei Finanzierungsmöglichkeiten zurück:

- Zum einen ermöglicht der Gesetzgeber bis heute eine Form der Innenfinanzierung, die die Einstellung des Jahresüberschusses in die Gewinnrücklage von bis zu 50 Prozent, ohne die Anteilseigner in Form einer Satzungsbestimmung befragen zu müssen, vorsieht (§ 58 Abs. 2 AktG).
- Zum anderen waren Bankkredite ein verbreitetes Mittel der Fremdfinanzierung, deren Bedeutung jedoch im Zeitablauf stetig zurückging.

Diese beiden Finanzierungsquellen führten zu einer starken, zum Teil personellen Verflechtung der deutschen Unternehmen mit dem Bankensektor. Die jüngsten Entwicklungen in den letzten zehn Jahren zeigen jedoch ein stark verändertes Bild der Finanzierung von deutschen börsennotierten Gesellschaften auf (vgl. Klafunde, 2015, S. 27). Nach Informationen der Bundesbank lag der Anteil der Bankkredite im Jahr 1991 noch bei 32 Prozent, welcher bis zum Jahr 2010 bereits auf 18 Prozent gesunken war (vgl. Deutsche Bundesbank, 2012, S. 21).

Im Wettbewerb um Kapital kommen neben Banken auch große verwaltete Vermögen von US-amerikanischen und britischen Pensionsfonds und Versicherungen als alternative Finanzierungsmöglichkeiten zunehmend in Betracht (vgl. Lutter, 2009, S. 125). Die Einschätzung der steigenden Mischfinanzierungen deutscher börsennotierter AG in Form von klassischen Bankfinanzierungen auf der einen Seite und den vielfältigen Finanzierungsmöglichkeiten durch den erweiterten Kapitalmarkt auf der anderen Seite teilen auch Gerun und Mölls (vgl. 2011, S. 20).

Ein für insbesondere ausländische Investoren komplexes deutsches Aktienrecht ohne direkte Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten durch die amerikanische Aufsichtsbehörde United States Securities and Exchange Commission (SEC) und den Vorwurf, einem intransparenten Corporate Governance System ausgesetzt zu sein, können hohe Finanzierungskosten für die Unternehmen zur Folge haben (vgl. Lutter, 2002, S. 86). Um diesen Herausforderungen zu begegnen, wurde der DCGK weiterentwickelt. Nach Lutter (vgl. 2009, S. 126) wirbt der DCGK auf der einen Seite um das Vertrauen internationaler Investoren und führt auf der anderen Seite punktuelle Verbesserungen des deutschen Corporate Governance Systems herbei.

#### **4.4.2. Ziele, Inhalte und rechtliche Bedeutung des DCGK**

In den Ausführungen von Dr. Gerhard Cromme, dem damaligen Vorsitzenden der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, anlässlich der Veröffentlichung des Entwurfs des DCGK am 18. Dezember 2001 wird unmissverständlich klargestellt, dass es das Ziel war, den Standort Deutschland für Investoren aus dem In- und Ausland attraktiver zu gestalten (vgl. Cromme, 2001, S. 2). Dieser übergeordneten Intention stehen unterschiedliche Kritikpunkte gegenüber, die der deutschen Unternehmensverfassung bzw. -führung vorgeworfen werden, so Cromme (vgl. ebda, S. 2) weiter. Der Abbau der unterstellten Intransparenz in den Führungsetagen deutscher

Unternehmen, beispielsweise in Bezug auf das Zusammenwirken zwischen Vorstand und Aufsichtsrat, sowie eine verstärkte Ausrichtung an den Aktionärsinteressen waren selbstaufgelegte Zielsetzungen der Regierungskommission. Abschließend nimmt sich der DCGK der Vermittlung eines besseren Verständnisses über die Funktionsweise des deutschen dualistischen Corporate Governance Ansatzes insbesondere für ausländische Investoren an.

Hierzu wurden und werden Anstrengungen unternommen, die Kodexempfehlungen und -anregungen, die für deutsche börsennotierte Gesellschaften sowie kapitalmarktorientierte Gesellschaften gelten, zu etablieren und fortlaufend zu verbessern (§ 161 Abs. 1 S. 2 AktG). Das Ergebnis dieser Arbeiten kann in den beinahe jährlich neu überarbeiteten Fassungen des DCGK abgelesen werden.

Die Erklärung zum DCGK ist gesetzlich verankert und schreibt dem Vorstand und Aufsichtsrat der börsennotierten Gesellschaft vor, eine Entsprechenserklärung dem BMJV jährlich zu übermitteln und diese auch langfristig für Dritte abrufbar zu machen (§ 161 Abs. 2 AktG). Abweichungen gegenüber Empfehlungen, die anhand der Formulierung „soll“ gekennzeichnet sind, müssen jedes Jahr offengelegt und begründet werden (§ 161 Abs. 1 AktG). Der DCGK betont, dass nach dem „comply or explain“-Prinzip begründete Kodexabweichungen mit einer guten Unternehmensführung vereinbar sind, wenn diese für Dritte hinreichend erklärt und nachvollziehbar dargelegt wurden (vgl. DCGK, 2017, S. 2).

Die Pflicht der begründeten Nichtanwendung einzelner Empfehlungen im Rahmen der Entsprechenserklärung trat am 29. Mai 2009 durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) in Kraft. Entgegen der propagierten Abweichungskultur hat sich in der Praxis die Angabe vorsorglicher Nichtentsprechungen etabliert (vgl. Tabelle 33). Da möglicherweise Sachverhalte nicht eindeutig oder abschließend im Sinne einer DCGK Befolgung bzw. Nichtbefolgung eingestuft werden können, bedienen sich Unternehmen dieses Hilfsmittels, um letztlich potenzielle Sanktionen aufgrund fehlerhaft abgegebener Entsprechenserklärungen frühzeitig abzuwenden. Juristisch sind dann keine Konsequenzen zu befürchten, wenn die Hintergründe einer vorsorglichen Abweichung ausreichend begründet wurden. Diese können entweder in der Entsprechenserklärung selbst oder beispielsweise im Corporate Governance Bericht des Unternehmens erläutert werden.

Im Kodex enthaltene Anregungen sind von dieser Offenlegungspflicht befreit. Zur Unterscheidung zwischen Empfehlungen und Anregungen werden bei Letzteren die Begrifflichkeiten „sollte“ oder „kann“ verwendet, die somit keine rechtlichen Konsequenzen

nach sich ziehen. Inhalte des Kodex, die keinen dieser Termini aufweisen, sind gesetzliche Vorschriften und Erläuterungen (vgl. DCGK, 2017, S. 2). Diese Form der komprimierten Wiedergabe deutscher aktienrechtlicher Vorschriften dient letztlich auch dem Zweck, internationalen Investoren ein besseres Bild über etwaige deutsche Regelungen zu vermitteln.

Das angesprochene comply or explain-Prinzip wahrt die individuellen Unternehmensinteressen und trägt somit zum übergeordneten Ziel der flexiblen Ausgestaltung und letztlich zur Selbstregulierung bei.

Der Aufbau des Kodex in seiner Fassung vom 7. Februar 2017 erstreckt sich zunächst über die folgenden sieben Abschnitte sowie entsprechende Mustertabellen in der Anlage (vgl. DCGK, 2017, S. 1):

- (1) Präambel
- (2) Aktionäre und Hauptversammlung
- (3) Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat
- (4) Vorstand
- (5) Aufsichtsrat
- (6) Transparenz und
- (7) Rechnungslegung und Abschlussprüfung

In Abgrenzung zu den Absichten und Zielen, die der DCGK verfolgt, soll abschließend unmissverständlich aufgezeigt werden, wofür der DCGK nicht einsteht:

- Erstens soll der DCGK nicht als Ideenvorlage für mögliche neue Gesetzesentwürfe verstanden werden, sondern richtet sich vielmehr an die Befolgung durch die Unternehmen.
- Zweitens strebt der DCGK nicht danach, bestehendes geltendes Recht zu ändern oder weiterzuentwickeln (vgl. Kremer et al., 2018, Randnummer 30a). Vielmehr wird eine Kultur der Erklärung potenzieller Abweichungen befürwortet.
- Drittens dient der DCGK nicht als Interpretationsgrundlage möglicher strittiger Rechtsfragen, die Verantwortung verbleibt weiterhin bei den zuständigen Gerichten und Institutionen (vgl. Kremer et al., 2018, Randnummer 30). In diesem Zusammenhang sei auf die einfache und verständliche Sprache des Kodex hingewiesen, die sich insbesondere an die Unternehmensführung und Investoren und weniger an fachkundige Rechtsexperten richtet. Im Zweifelsfall überwiegt immer die geltende Rechtsnorm bzw. deren Auslegung, ein Auszug aus dem Kodex ist demnach immer sekundär zu behandeln.

#### **4.4.3. Signalwirkung und Überwachungsfunktion im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie**

In der Auseinandersetzung mit dem DCGK ist die Frage nach seiner inhaltlichen Ausrichtung und Signalwirkung unausweichlich. Vor diesem Hintergrund ist fraglich, inwiefern die Grundzüge des Shareholder- bzw. Stakeholder-Ansatzes erkennbar sind. Bei der Betrachtung der historischen Entwicklung des Kodex ist zunächst eine verstärkte Anlehnung an den Shareholder-Value-Ansatz festzustellen. In der ersten Fassung des DCGK aus dem Jahr 2002 heißt es, dass der Vorstand an das Unternehmensinteresse im Rahmen einer nachhaltigen Unternehmenswertsteigerung gebunden ist (vgl. DCGK, 2002, Textziffer 4.1.1.). Die Einnahme einer solchen fokussierten Investorensicht dürfte insbesondere durch das Ziel des Werbens um ausländische Anleger getrieben worden sein.

Von dieser Haltung wurde im Zuge der Fortentwicklung des DCGK abgerückt. Hier zu nennen ist beispielsweise die Änderung des Kodex aus dem Jahr 2009, die als mögliche Reaktion auf die vorangegangene und zum damaligen Zeitpunkt andauernde Finanzmarktkrise begründet werden kann. Indiz hierfür ist das in der Präambel vorgeschriebene und neu überarbeitete Handlungsprimat des Vorstands und Aufsichtsrats, wonach das Wirtschaften im Einklang mit den Grundsätzen der sozialen Marktwirtschaft unter Vorbehalt einer langfristigen Ausrichtung der Unternehmenswertsteigerung im Sinne des zukünftigen Fortbestands der Unternehmung stehen soll (vgl. DCGK, 2009, S. 1).

Für den relevanten Betrachtungszeitraum wird ebenfalls in der Literatur keine eindeutige Positionierung des DCGK weder im Sinne des Shareholder-Value- noch des Stakeholder-Value-Ansatzes eingenommen (vgl. Klabunde, 2015, S. 36f). Dennoch lassen die aktuell definierten Aufgabenbereiche für Vorstand und Aufsichtsrat eine Neigung zum Stakeholder-Ansatz erkennen. Zum einen wird auf die Verpflichtung des Vorstands und Aufsichtsrats, für den Erhalt des Unternehmens unter Einbeziehung der Interessen der Stakeholder Sorge zu tragen, hingewiesen (vgl. DCGK, 2019, S. 2). Zum anderen wird von dem Aufsichtsratsvorsitzenden eine angemessene Investoreneinbindung gefordert (vgl. ebda, S. 4).

#### 4.4.4. Entsprechenserklärung nach Maßgabe des DCGK

Die Erklärung zum DCGK in Form der Entsprechenserklärung wurde im Rahmen des Transparenz- und Publizitätsgesetzes im Jahr 2002 in das deutsche Aktienrecht aufgenommen und gilt fortan (vgl. Döll, 2018, S. 29).

Demnach sind Vorstand und Aufsichtsrat dazu verpflichtet, jährlich zu erklären, inwiefern den Empfehlungen des DCGK entsprochen wurde und wird bzw. welche Empfehlungen nicht angewendet wurden oder werden, sowie eine jeweilige Erläuterung über die Abweichung zu geben (§ 161 Abs. 1 S. 1 AktG). Grundsätzlich erfolgt keine qualitative Überprüfung der abgegebenen Entsprechenserklärungen weder durch die Regierungskommission selbst noch durch den vom Unternehmen mandatierten Abschlussprüfer oder einen sonstigen Dritten. Dennoch gilt es für Unternehmen bereits zum Zeitpunkt der Abgabe auf die Richtigkeit vor dem Hintergrund möglicher Anfechtungsklagen zu achten. An dieser Stelle sind primär der Vorstand und Aufsichtsrat des Unternehmens zu nennen, die in ihrer Funktion die angesprochene jährliche Entsprechenserklärung im Bundesanzeiger veröffentlichen müssen. Die aktuellen wie auch historischen abgegebenen Erklärungen sind hierbei zwingend auf der Unternehmensseite zu hinterlegen (§ 161 Abs. 2 AktG).

Der Rechtslage bis zum Jahr 2017 und dementsprechend den Betrachtungszeitraum dieser Arbeit abdeckend folgend, sieht die Rechtsprechung des deutschen Bundesgerichtshofs vor, dass Entlastungsbeschlüsse gegenüber den Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern (§ 120 Abs. 1 AktG) bei Verstößen anfechtbar sein können (vgl. Döll, 2018, S. 75). In Betracht kommen die Fälle, in denen keine, eine unvollständige oder unrichtige Erklärung abgegeben wurde (vgl. ebda, S. 75). Mit der Einführung des BilMoG im Jahr 2009 folgte die verpflichtend abzugebende Begründung für potenzielle Abweichungen gegenüber dem DCGK (vgl. Paetzmann, 2018, Randnummer 9). Die Begründungspflicht bezieht sich gleichwohl ausschließlich auf die im Kodex enthaltenen Empfehlungen, Anregungen sind hingegen ausgenommen. Der Detailgrad der abzugebenden Begründung ist hierbei nicht abschließend geregelt und kann zu vorsorglichen Abweichungen führen (vgl. Kapitelabschnitt 8.2.4.).

In der Literatur wird in diesem Zusammenhang häufig auf eine von der Europäischen Union bereits kurz nach dem Inkrafttreten des BilMoG im Jahr 2009 vorgestellte Studie verwiesen. Die primär durch die Risk Metrics Group durchgeführte Untersuchung umfasst 19 Entsprechenserklärungen deutscher „Large-Cap und Mid-Cap Companies“ (Europäische Kommission, 2009, S. 91). Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass zwar die Begründungen

bei den größeren Unternehmen (Large-Cap Companies) eine höhere Qualität aufweisen als bei Mid-Cap Companies, jedoch generell eine ausbaufähige „Best Practice“ festgestellt wurde (vgl. ebda, S. 91). Die Beobachtungen offenbaren, dass trotz umfangreicherer Ressourcen, beispielsweise gemessen an größeren Investor-Relations-Abteilungen bei Large-Cap Unternehmen, Differenzierungspotenziale gegenüber Wettbewerbern bestehen.

In Anlehnung an die Transparenzfunktion, die der DCGK insbesondere im Hinblick auf internationale Investoren erfüllen soll, sollen die abgegebenen Abweichungserklärungen nachvollziehbar und in einem angemessenen Detailgrad beschrieben sein. Pauschale oder gar widersprüchliche Begründungen sind zu vermeiden.

Die Legitimation der Entsprechenserklärung wird im wissenschaftlichen Diskurs in Teilen, primär aus verfassungsrechtlichen Überlegungen, hinterfragt. Im Kern wird in Frage gestellt, ob der deutsche Gesetzgeber die Zusammensetzung der Kommission, das Verfahren ihrer Regelsetzung und deren staatliche Überwachung nicht (hinreichend) regelt (vgl. Kremer et al., 2018, Randnummer 82). In der ausführlichen Widerlegung dieser Bedenken kommen Kremer et al. zu dem Schluss, dass die in der Diskussion vorgebrachten Einwände nicht überzeugen, und stellen die Gruppe der Kritiker als Minderheit dar (vgl. ebda, Randnummer 83). Diese Einschätzung wird im weiteren Verlauf von dem Autor dieser Arbeit geteilt, da Inhalte des DCGK nicht direkt durch das Parlament bestimmt werden, sondern vielmehr im Verlauf einer öffentlichen Konsultation entwickelt werden. Das Konsultationsverfahren zur Überarbeitung des DCGK im Jahr 2019 erfreute sich hierbei reger Beteiligung und konnte in Summe über 100 Stellungnahmen verzeichnen und unterstreicht somit den breiten öffentlichen Diskurs im Umgang mit dem DCGK (vgl. DCGK Konsultationsverfahren, 2019, S. 1).

Aus der rechtlichen Perspektive zeigt sich, dass die Entsprechenserklärung nicht nur im AktG geregelt, sondern beispielsweise auch im Handelsgesetzbuch (HGB) zu finden ist. Die angesprochene Offenlegungspflicht erfolgt neben der Bereitstellung auf der Unternehmenswebseite auch im Bundesanzeiger mit der Veröffentlichung des Lageberichts. Konkret bedeutet dies, dass das Unternehmen die Offenlegung im Zuge der elektronischen Übermittlung der Entsprechenserklärung im Bundesanzeiger herbeiführen muss (§ 325 Abs. 1 Nr. 2 HGB). Eine weitere Verknüpfung mit dem HGB ergibt sich bei der Erklärung zur Unternehmensführung (§ 289 HGB), wonach die Erklärung des DCGK auch in den Lagebericht zwingend mit aufzunehmen ist. Die enge und übergreifende Verzahnung mit

dem deutschen Recht betont die Stellung des DCGK und bietet Ansatzpunkte für die bevorstehende empirische Untersuchung.

Als elementarer Bestandteil dieser Arbeit beschäftigen sich die Forschungsfragen in Kapitelabschnitt 7.3. mit dem Vorliegen, der Art und dem Umfang der zu untersuchenden Entsprechenserklärungen, welche im Nachgang in Kapitelabschnitt 8.2.4. ausführlich analysiert werden. Aus Investorensicht ist fraglich, inwiefern diesen eine Entscheidungsrelevanz im Zuge von Investmententscheidungen beigemessen wird (vgl. Kapitelabschnitt 8.3.5.3.).

In Bezug auf den empirischen Untersuchungszeitraum dieser Arbeit kann folglich davon ausgegangen werden, dass, falls eine (unterjährige) Abweichung von den Regelungen des Kodex ab dem Jahr 2010 vorlag, diese begründet werden musste und letztlich aufgrund der Offenlegungsvorschriften für Dritte einsehbar ist.

#### **4.4.5. Internationale Bedeutung des DCGK für Investoren und die Rolle der Stimmrechtsberater**

Das Interesse ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen ist maßgeblich durch die Reformen in den 1990er Jahren geweckt worden. Die Erhöhung der Streubesitzanteile sowie die Stärkung der Rechte von Minderheitsaktionären sind grundlegend auf das im Jahr 1998 in Kraft getretene KonTraG zurückzuführen.

Die Vorgaben des Gesetzgebers brachten zwei Entwicklungen auf den Weg, die zusammengenommen für die Öffnung des deutschen Kapitalmarkts für ausländische Investoren charakteristisch waren.

Auf der einen Seite führt der steuerlich begünstigte Abstoß großer Aktienpakete zum Abbau der Vormachtstellung einzelner Großaktionäre und bedingt hierbei die Reduzierung des Problems der Enteignung vieler Kleinaktionäre durch einige wenige Großaktionäre. Becht und Böhmer (vgl. 2003, S. 26) kommen zu dem Ergebnis, dass für den Zeitraum 1. Januar 1995 bis zum 30. September 1996 82 Prozent aller börsennotierten Unternehmen in Deutschland je einen Großaktionär, mit Stimmrechtsanteilen von mehr 25 Prozent aufwiesen. Offenlegungsvorschriften bis zum Jahr 1995 sahen vor, dass ausschließlich Großaktionäre mit mehr als 25 Prozent der Stimmrechte im veröffentlichten Jahresabschluss angegeben werden mussten.

Auf der anderen Seite wurde seit der Umsetzung der Europäischen Large Holdings Directive (88/627/EEC) ab Juli 1994 der gesetzliche Rahmen für das damalige Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, heute Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), geschaffen. Die Direktive umfasst Regelungen zur Sanktionierung des Insiderhandels bis hin zur Einhaltung der Ad-hoc-Publizitätspflichten. Weitere Entwicklungen im Hinblick auf mögliche Harmonisierungen auf europäischer Ebene bleiben derzeit abzuwarten.

Die Bestrebung, ausländischen Kapitalgebern einen besseren Zugang zum deutschen Kapitalmarkt zu ermöglichen, rief vermehrt Stimmrechtsberater oder auch „Proxy Advisors“ auf den Plan. Die zunehmende Relevanz für deutsche börsennotierte Unternehmen führte sogar so weit, dass der Deutsche Investor Relations Verband zur Zusammenarbeit mit den Proxy Advisors aufrief, um den Dialog zu pflegen (vgl. DIRK, 2014, S. 3). In den USA sind diese Berater im Zusammenhang mit Hedgefonds-Aktivismus schon länger bekannt (vgl. Briggs, 2007, S. 698). Beauftragt von eben jenen institutionellen, meist ausländischen, Investoren treten die Proxy Advisors für eine bestmögliche Stimmrechtsausübung im Rahmen der Hauptversammlungen ein. Proxy Advisors, wie beispielsweise Institutional Shareholder Services (ISS) oder IVOX Glass Lewis, befassen sich mit dem deutschen Aktienrecht, der geltenden Rechtsordnung für die betreffenden mandatspezifischen Besonderheiten sowie letztlich auch dem DCGK. Im Ergebnis wirken Stimmrechtsberater auf die Tagesordnungspunkte der Hauptversammlung ein und geben entsprechende Empfehlungen ab. Die Einbeziehung dieser Kenntnisse bei der Stimmrechtsausübung durch die Anteilseigner selbst kann dabei abhängig von der Aktionärsstruktur erheblich sein (vgl. Klabunde, 2015, S. 46). Vor diesem Hintergrund hebt der im Jahr 2017 amtierende Vorsitzende des DCGK, Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher (vgl. 2017, S. 3), die Bedeutung dieser Berater hervor und hält das Risiko, dass „Proxy Voting“-Richtlinien in Zukunft wichtiger als der DCGK selbst werden, für nicht abwegig. Aus Sicht der ausländischen Investoren stellen Stimmrechtsberater die Möglichkeit dar, das deutsche Corporate Governance System und damit eng verbunden den DCGK besser zu verstehen und daraus entsprechende Erkenntnisse zu ziehen. Dem Informations- und Transparenzgedanken wird demzufolge Rechnung getragen, sodass der Stellenwert des DCGK insbesondere im internationalen Vergleich steigt.

Den Ausführungen von Nonnenmacher zufolge kann der DCGK für die Attraktivität des Kapitalmarktstandorts Deutschlands in Zukunft ausschlaggebend sein, nämlich dann, wenn dieser aus Investorensicht als Wettbewerbsfaktor wahrgenommen wird (vgl. ebda, S. 26).

#### 4.4.6. Aktuelle Neuerungen und Ausblick im Sinne des DCGK 2019

Der DCGK zählt zu den bekanntesten Corporate Governance Regelwerken in Deutschland und wurde in seiner geltenden Form vom deutschen Gesetzgeber entsprechend manifestiert. Mit dem aktuellen Vorsitzenden Nonnenmacher kam es im März 2017 zur Ablösung an der Spitze der Regierungskommission. Zum Amtsantritt wurden einige Neuerungen ausgegeben. Die Überarbeitung des DCGK soll in Zukunft den vier Leitlinien folgen (vgl. Nonnenmacher, 2017, S. 5):

- (1) Längere Überarbeitungszyklen des DCGK,
- (2) Stärkere Berücksichtigung von international anerkannten Best Practices,
- (3) Generelle Überarbeitung der Empfehlungen und Anregungen und
- (4) Überarbeitung des Aufbaus des Kodex aus Unternehmenssicht und geringerer Fokus auf dessen rechtliche Reglementierung.

Gut ein Jahr nach der Ankündigung gab die Regierungskommission einen entsprechenden Entwurf am 6. November 2018 bekannt mit dem Ziel, neue Standards im Sinne vieler Stakeholder setzen zu wollen (vgl. DCGK, 2018, S. 1).

Zu den auffälligsten Änderungen gehören die Angabe von 30 Grundsätzen, die jedem thematischen Abschnitt vorangestellt sind, sowie der Hinweis, ob es sich anschließend um eine Empfehlung oder Anregung handelt (vgl. DCGK, 2019, S. 3ff). Die kurzgefassten Aussagen sind dabei aus Sicht der Kommission von den wesentlichen Grundsätzen guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung geprägt und weisen wichtige rechtliche Grundzüge auf (vgl. DCGK Pressemitteilung, 2018, S. 2). Sie fördern den Fokus auf das Wesentliche und die Lesbarkeit, indem gezielt auf ausführliche und kleinteilige Erklärungen verzichtet wird. Daneben werden inhaltlich neue Empfehlungen in Bezug auf die Vorstandsvergütung benannt und die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats konkretisiert.

Des Weiteren soll das wirtschaftliche Handeln stärker soziale und umweltfreundliche Faktoren berücksichtigen (vgl. ebda, S. 2). Neben der bereits etablierten Praxis der Begründung der Abweichungen in Form des comply or explain-Prinzips schlägt die überarbeitete Version des DCGK das neue „apply or explain“-Prinzip vor (vgl. ebda, S. 2). Dieser Ansatz zielt darauf ab, ein noch besseres Verständnis über den marktüblichen oder branchenspezifischen Umgang (Best Practice) mit Corporate Governance zu relevanten Themen zu erhalten, die möglicherweise auf den ersten Blick nicht in Einklang mit dem DCGK stehen.

Die Überarbeitung der Fassung des DCGK 2019 erfolgte im Rahmen eines öffentlichen Konsultationsverfahrens (vgl. Kapitelabschnitt 4.4.4.). Der Ansatz verdeutlicht den Anspruch einer hohen Praxisorientierung, sodass auch Themen wie beispielsweise die Empfehlungen zur Vorstandsvergütung entsprechenden Einfluss fanden (vgl. DCGK Pressemitteilung, 2019, S. 2). Darüber hinaus wurde ein Indikatorenkatalog für fehlende Unabhängigkeit von Anteilseignern festgehalten (vgl. DCGK, 2019, S. 7).

Die Zukunft des Kodex steht demnach unter dem durch die Regierungskommission selbst erhobenen Anspruch, einen modernen, klaren, kompakten und relevanten DCGK zu entwickeln und zu etablieren. Dem Selbstverständnis folgend soll dieser nicht nur den internationalen Stand der aktuellen Diskussion rund um das Thema Corporate Governance widerspiegeln, sondern insbesondere auch der hohen Relevanz für die betreffenden Stakeholder genügen und letztlich zu einem transparenteren Verständnis über das deutsche Corporate Governance System beitragen.

Dieses Anspruchs nimmt sich die nachfolgende Untersuchung an und beleuchtet die Wahrnehmung des DCGK im Rahmen der Expertenumfrage (vgl. Kapitelabschnitt 8.3.5.3.). Konkret wird der Frage nachgegangen, inwiefern der DCGK im Rahmen der Investmententscheidungen berücksichtigt wird.

## 5. Hedgefonds<sup>2</sup>

### 5.1. Begriffsbestimmung von Hedgefonds

Für den Begriff Hedgefonds liegt, ähnlich wie bei dem Verständnis über Corporate Governance, keine allgemeingültige Definition vor. Dennoch kann sich dem Terminus wie folgt genähert werden.

Prinzipiell stellen Hedgefonds private Investmentpools dar, die über eine Vielzahl an unterschiedlichsten Finanzinstrumenten verfügen können. Der Begriff „hedge“ bzw. „hedging“ bezeichnet die Absicherung einer Position, der ein oder mehrere Risiken in einem finanzwirtschaftlichen Umfeld innewohnen (vgl. Grünewald; Schlitt, 2014, S. 135). Die angestrebte Absicherung gegenüber Wertverlusten soll jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass Kapitalanlagen mittels Hedgefonds zum Teil erheblichen Risiken ausgesetzt sein können. Hohe Mindesteinlagen im Bereich von über einer Millionen Euro sind keine Seltenheit und führen somit zu einem kleinen Kreis von institutionellen Anlegern bzw. sehr vermögenden privaten Investoren (vgl. Abbildung 9). Hinzu kommt ein Minimum an Regulierungsvorschriften, das den verantwortlichen Hedgefonds-Managern vergleichsweise große Spielräume bei der Verfolgung der Anlagestrategie, insbesondere im Vergleich zu traditionellen Investmentfonds, einräumt. Häufig ist der Hedgefonds-Manager selbst mit beträchtlichem privatem Vermögen am Hedgefonds beteiligt, welches nicht zuletzt zu einer Reduzierung von Interessenkonflikten führen kann (vgl. Fung; Hsieh, 1999, S. 310). Zentrale Bestandteile der Anlagestrategie können zum einen der Einsatz von Leerverkäufen in Form von „Short-Selling“ (vgl. Lhabitant, 2006, S. 126ff) und zum anderen der Gebrauch von Hebeln im Sinne von „Leverage“ (vgl. ebda, S. 151ff) sein.

Der erzielte Gewinn bei der Verfolgung von Short-Selling-Strategien ergibt sich erst durch den Kursverfall eines Wertpapiers. Die Erzielung einer Rendite, die einer langfristigen Unternehmenswertsteigerung entgegensteht, scheint aus der moralischen Perspektive fragwürdig. Als Instrument der Handelstechnik und Teil einer Strategie bietet der Leerverkauf von Aktien dem Hedgefonds jedoch eine Absicherung, aufgrund derer andere

---

<sup>2</sup> Abweichende Überschrift zur obligatorischen Vorlage mit dem Advisor abgestimmt und entsprechend blau hervorgehoben.

Zielunternehmen mit Mittelzuflüssen im Sinne einer „Long/Short“-Strategie bedient werden können.

Leverage bezeichnet die Aufnahme von Fremdkapital und wird zur Renditesteigerung genutzt, solange die erwartete Gesamtkapitalrendite oberhalb des Fremdkapitalzinssatzes liegt, sodass durch den höheren Verschuldungsgrad ein Hebeleffekt in Bezug auf die angestrebte Eigenkapitalrendite erreicht wird. Die Kehrseite des Hebeleffekts zeigt sich dann, wenn die Kursentwicklung entgegen der Erwartung verläuft. In diesem Fall ist das aufgenommene Kreditvolumen in der Regel aus Eigenmitteln zu bedienen (vgl. Weber, 2004, S. 55).

Mit dem übergeordneten Ziel, eine absolute positive Rendite zu erzielen, besteht die Vergütung der Hedgefonds-Manager häufig aus einer fixen („Management fee“) und einer variablen („Performance fee“ bzw. „Incentive fee“) Komponente. Wie hoch die Vergütung ausfällt, hängt primär von der tatsächlichen Wertentwicklung des verwalteten Investmentpools ab. Den rechtlichen Rahmen dieser Anlageform gibt in Deutschland das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) vor, wodurch das zuvor geltende Investmentgesetz (InvG) abgelöst wurde (vgl. Kapitelabschnitt 5.6.).

Zusammenfassend lassen sich Hedgefonds folglich anhand der gemeinschaftlichen Kapitalanlage als Investmentpool charakterisieren, deren Anlegerkreis jedoch aufgrund der sehr hohen Anlagesummen meist auf institutionelle Investoren bzw. sehr vermögende Privatpersonen beschränkt ist. Bei den Investitionsentscheidungen kann der Hedgefonds-Manager unterschiedliche Anlagestrategien verfolgen, die beispielsweise auf Leerverkäufen und das Ausnutzen von Hebeleffekten beruhen mit dem Ziel, die Rendite zu maximieren.

## **5.2. Ursprung, Industrie und Bedeutung von Hedgefonds heutzutage**

Die erste Erwähnung des Begriffs „hedge fund“ geht auf den von Carol J. Loomis im Fortune Magazin veröffentlichten Artikel „The Jones Nobody Keeps Up With“ (vgl. Loomis, 1966, S. 237) zurück. Die Überschrift nimmt Bezug auf den Soziologen Alfred Winslow Jones, der mittels seiner beiden „private limited partnerships“, City Associates und Fairfield Partners, in den ersten fünf Jahren seit deren Auflage eine Rendite von über 670 Prozent erzielen konnte. Dabei unterscheiden sich die von Jones verfolgten Investitionsstrategien im Vergleich zu den damals bekannten Publikumsfonds dadurch, dass das Kapital des Fonds sowohl gehebelt als auch abgesichert wurde (vgl. ebda, S. 237). Der Hebel wurde durch das

Ausschöpfen der Kapitalmargen und die Absicherung durch das Verfolgen von Leerverkäufen beschrieben.

Einige bis heute häufig anzutreffende Merkmale von Hedgefonds sind ebenfalls auf Jones zurückzuführen.

Hierzu zählen unter anderem die bereits erwähnte Selbstbeteiligung der Hedgefonds-Manager an dem jeweiligen Hedgefonds und die erfolgsabhängige Vergütung. Jones verlangte für die Erzielung einer absoluten positiven Rendite eine variable Vergütung in Höhe von 20 Prozent, neben einer geringeren fixen Vergütung von zwei Prozent (vgl. Kapitelabschnitt 5.5.2.). Diese Vergütungsstruktur ist auch in der heutigen Literatur unter anderem als 2/20-Struktur zu finden (vgl. Connor; Woo, 2004, S. 12).

Des Weiteren übertrug Jones die Verantwortung der Verwaltung eines oder mehrerer Hedgefonds weiteren Hedgefonds-Managern. Dieses Vorgehen entspricht den heute bekannten Multi-Manager-Hedgefonds bzw. „Funds of Funds“ (vgl. Lhabitant, 2006, S. 596).

Des Weiteren nutzte Jones eine marktneutrale Strategie, die eine ausgewogene Gewichtung von Long- und Short-Positionen vorsah, sodass der Vorteil einer guten Auswahl an Finanzinstrumenten („Stock-Picking“) den Nachteil eines möglichen schlechten Markteinstiegs überwog. Dieser Strategieansatz ist bis heute in der Literatur wie auch in der Praxis unter Long/Short Equity bekannt (vgl. Brass, 2010, S. 31f). Konkret investierte Jones in Long-Positionen in aus seiner Sicht unterbewertete Aktien und nutzte die Methode des Short-Selling bei vermeintlich überbewerteten Aktien. Die so hervorgerufene Absicherung gegen fallende Kursentwicklungen ermöglichte Jones, bereits im ersten Jahr seit Auflage eine Rendite von über 17 Prozent zu erzielen.

Über die Entwicklung der Hedgefonds-Industrie bis zur Jahrtausendwende konstatiert die President's Working Group on Financial Markets (vgl. 1999, S. 1) in ihrem im April 1999 veröffentlichten Bericht, dass Hedgefonds nicht weit verbreitet waren. Eine im Jahr 1968 durchgeführte Umfrage der SEC ermittelte 140 aktive Hedgefonds zum damaligen Zeitpunkt. Die Anzahl stieg nach Schätzungen der SEC zwar in den folgenden 30 Jahren auf 2.500 bis 3.500 Hedgefonds an, ihnen kam jedoch im Vergleich zu anderen Anlageklassen weiterhin nur eine relativ geringe Bedeutung zu. Diese Einschätzung spiegelt sich ebenfalls in den veröffentlichten Daten der Federal Reserve aus dem Jahr 1998 wider. Dessen zufolge wurden 200 bis 300 Milliarden US-Dollar als Assets under Management (AuM) den Hedgefonds zugeschrieben. Weitere Anlageformen wie beispielsweise Publikumsfonds (ca. 5 Billionen US-Dollar), private Pensionsfonds (ca. 4,3 Billionen US-Dollar), Geschäfts- und

Handelsbanken (ca. 4,1 Billionen US-Dollar) bzw. Versicherungen (ca. 3,7 Billionen US-Dollar) wiesen zu dem damaligen Zeitpunkt weitaus höhere Volumina auf (vgl. Federal Reserve, 1999, S. 24ff).

Das verwaltete Vermögen durch weltweit tätige Hedgefonds stieg ab Ende der 1990er Jahre von unter 200 Milliarden US-Dollar auf über drei Billionen US-Dollar im Jahr 2018 an (vgl. BarclayHedge, 2019).

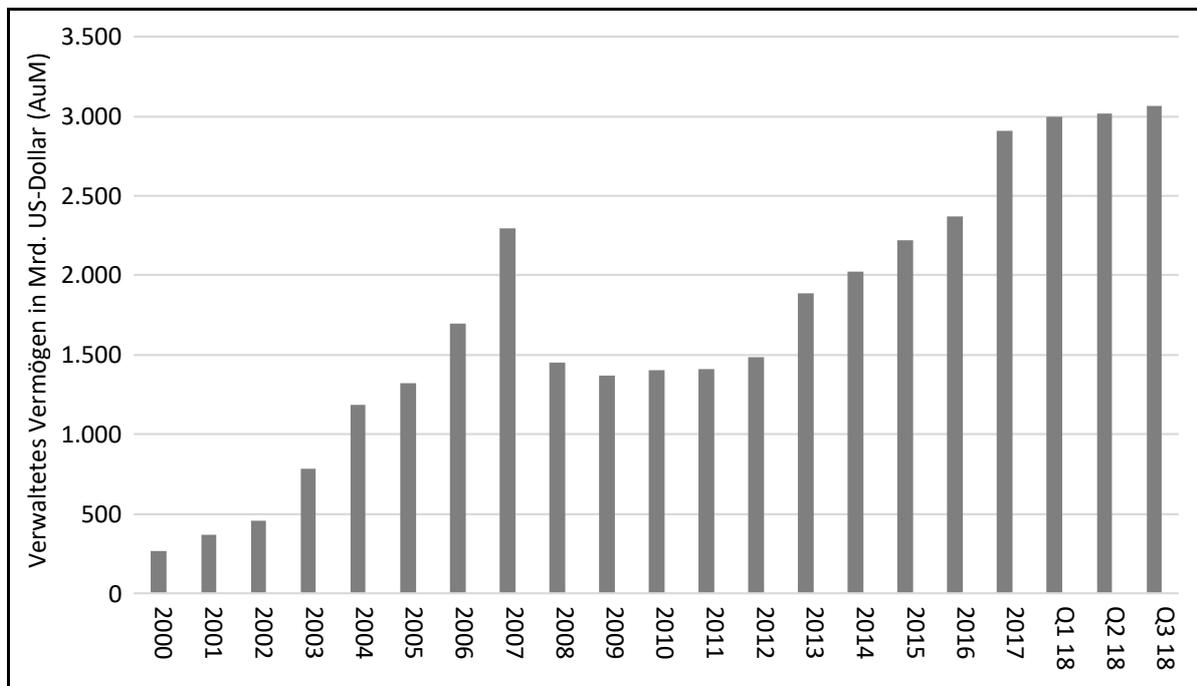


Abbildung 2: Entwicklung des weltweiten verwalteten Vermögens durch Hedgefonds

(Quelle: vgl. BarclayHedge, 2019)

Die schiere Größe dieser Form der Kapitalanlage geht mit einer zunehmenden Bedeutung sowie den daraus abgeleiteten Einflussmöglichkeiten der Hedgefonds einher und weckt seit jeher vermehrt das mediale, wirtschaftliche und wissenschaftliche Interesse.

Aktuelle Marktdaten aus dem Monat August 2019 zeigen hingegen, dass die Hedgefonds-Industrie Mittelabflüsse in Höhe von ca. 6,5 Milliarden US-Dollar verzeichnete (vgl. Evestment, 2019, S. 2). Der August 2019 ist hierbei der sechste Monat in Folge bzw. der elfte Monat der vergangenen zwölf Monate, in dem Mittelabflüsse verbucht wurden. Zwar setzte sich das Interesse an Event-Driven-Strategien weiter fort, doch überwiegen die hohen Abflüsse bei Macro- und Long/Short-Equity-Strategien (vgl. ebda, S. 3).

In den letzten Jahren ist ebenfalls eine gewisse Stagnation in Bezug auf die Anzahl der derzeit knapp 16.000 weltweit aktiven Hedgefonds zu erkennen.

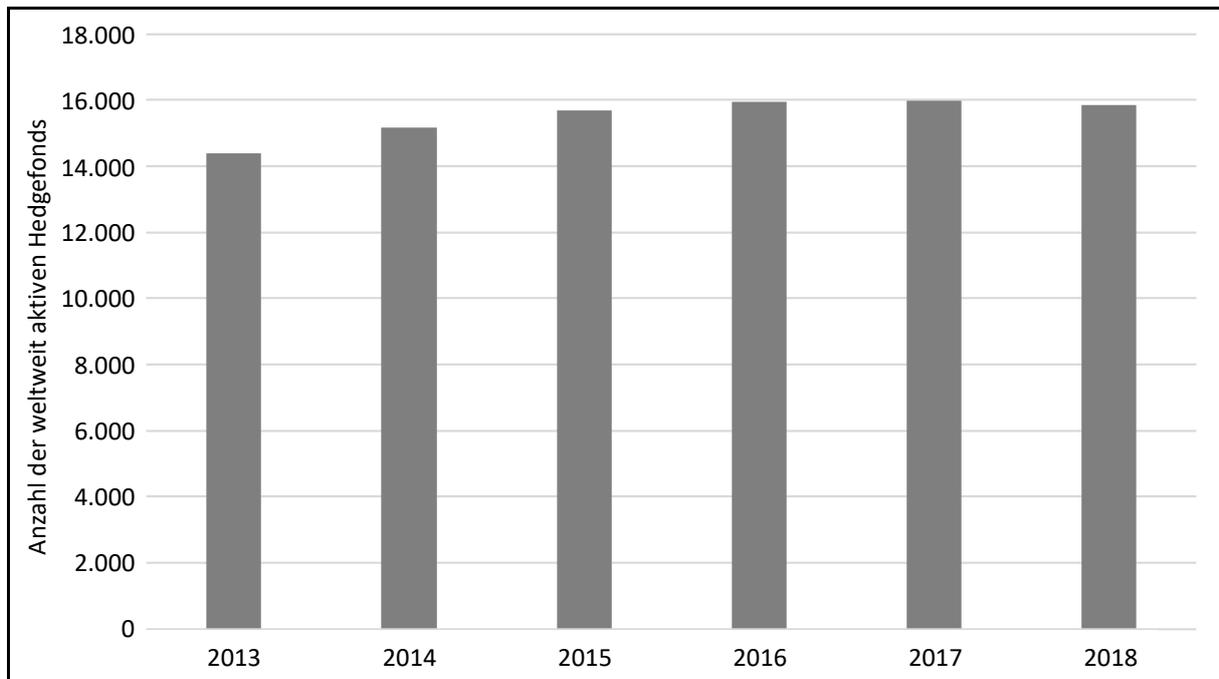


Abbildung 3: Entwicklung der Anzahl der weltweit aktiven Hedgefonds

(Quelle: vgl. Preqin, 2019a)

Der Ländervergleich markiert die Vormachtstellung der USA auf diesem Gebiet, während aus europäischer Sicht das Vereinigte Königreich die Spitzenposition einnimmt (vgl. Abbildung 4). Denn die 529 im Vereinten Königreich ansässigen aktiven Hedgefonds-Manager agieren in einer knapp 500 Milliarden US-Dollar großen britischen Hedgefonds-Industrie (vgl. Preqin, 2017, S. 5). Das anhaltende Übergewicht US-amerikanischer und britischer Hedgefonds bzw. die Beteiligungen in eben jene Jurisdiktionen sind hingegen kein neues Phänomen. Eine Untersuchung von Becht et al. (vgl. 2017, S. 2939) für den Zeitraum von 2000 bis 2010 kommt zu dem Ergebnis, dass 85 Prozent der 1.740 identifizierten Hedgefonds Interventionen maßgeblich auf drei Länder zurückzuführen sind: USA (65 Prozent), Japan (11 Prozent) und Vereinigtes Königreich (9 Prozent) abgeschlagen auf dem vierten Platz folgt Deutschland mit 3 Prozent. Die im Preqin Global Hedge Fund Report 2016 (vgl. 2016, S. 37) veröffentlichten Daten weisen ebenfalls Nordamerika als bedeutendste Region aus: nicht nur, dass 60 Prozent aller Hedgefonds dieser Region angehören, sondern auch dass diese über 70 Prozent der weltweiten AuM in Höhe von ca. drei Billionen US-Dollar verwalten. Aktuelle Zahlen legen gar ein Volumen von AuM von knapp 3,6 Billionen US-Dollar Ende 2018 nahe (vgl. Preqin, 2019b, S. 8).

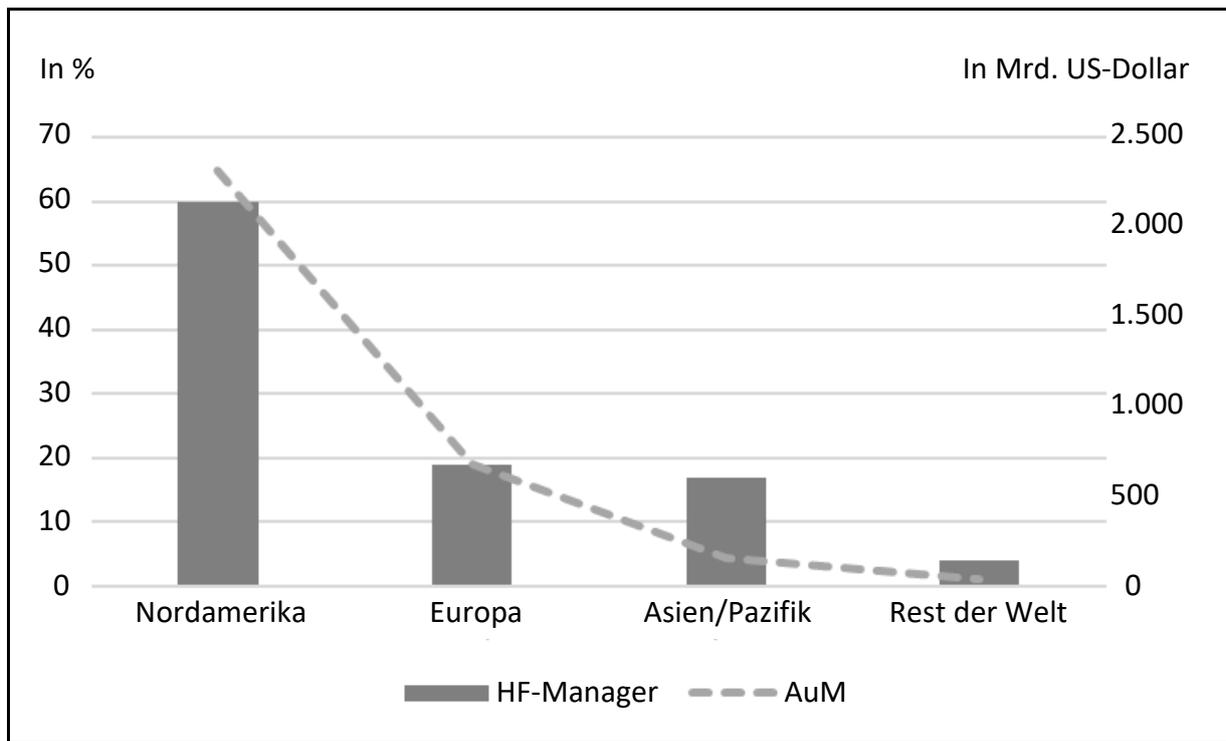


Abbildung 4: Verteilung der Hedgefonds-Manager und AuM weltweit im Jahr 2015

(Quelle: eigene Darstellung nach Preqin, 2016, S. 37)

Die 36 in Deutschland ansässigen aktiven Hedgefonds-Manager mit einem Volumen von elf Milliarden US-Dollar (vgl. Preqin, 2017, S. 10) fallen im internationalen Vergleich nur marginal ins Gewicht. Die genannten Zahlen sind jedoch mit Vorsicht zu interpretieren, denn die Ansässigkeit der vergleichsweise wenigen deutschen aktiven Hedgefonds vermittelt ein unvollständiges bzw. möglicherweise irreführendes Bild des Aktivismus bei deutschen börsennotierten Unternehmen. Zwar kann aus Gründen der Intransparenz dieser Anlageform keine verlässliche Beteiligungshöhe an allen in Deutschland börsennotierten Gesellschaften bestimmt werden, primär aufgrund gewisser Meldeschwellen, dennoch lässt die hohe Anzahl der Zielunternehmen mit den zum Teil bekannten Beteiligungsquoten ein großes Volumen an investiertem Kapital vermuten (vgl. Anlage 8). Darüber hinaus ist in Betracht zu ziehen, dass die meisten in Deutschland investierten Hedgefonds vermutlich ihren Sitz im steuerlich begünstigten Ausland haben, sodass entsprechende Ländervergleiche hinfällig sind.

## 5.3. Hedgefonds in Abgrenzung zu anderen Alternative Investments

### 5.3.1. Klassifizierung der Alternative Investments

Hedgefonds gehören der Anlageklasse der AI bzw. den „nicht traditionellen“ Investments an. Zu AI zählen ferner Private Equity, Venture Capital und Real Assets wie beispielsweise Rohstoffe oder Immobilien (vgl. Ineichen; Silberstein, 2012, S. 64). Wenngleich sich AI derselben Aktien- und Rentenmärkte bedienen, unterscheiden sich diese unter anderem anhand der verfolgten Investitionsstrategien gegenüber traditionellen Investments (vgl. Bretzler; Rudolph, 2004, S. 5).

Letztere können insbesondere durch marktspezifische Risikoprämien, welche als „Beta“ bezeichnet werden, eine positive Wertentwicklung erzielen. Beta stellt das Marktrisiko dar, dem Investoren aufgrund von allgemeinen Marktschwankungen ausgesetzt sind.

AI können jedoch durch das Ausschöpfen von alternativen Risiken Überrenditen erzielen, wie beispielsweise durch die Verfolgung des „Alpha“, das das Geschick des einzelnen Managers beschreibt und daher über Regressionsanalysen nur schwer erfasst werden kann.

Die Verfolgung trendbasierter Investitionsstrategien kennzeichnet diese Anlageklasse, wodurch die Renditeerwartungen durch quantifizierbare zukünftige Preisvorstellungen eines bestimmten Wertpapiers angestrebt werden. Darüber hinaus können AI von Volatilitäten, Teil- oder Totalausfällen sowie Liquiditätsengpässen profitieren und mittels Arbitragestrategien Marktanomalien ausnutzen und zur Effizienzsteigerung des Kapitalmarktes beitragen (vgl. Kapitelabschnitt 5.4.2.1.).

Die nächsten beiden Kapitelabschnitte befassen sich mit der Abgrenzung von Private Equity und Venture Capital gegenüber Hedgefonds, wenngleich Brass (vgl. 2010, S. 38) eine Konvergenz zwischen den Anlageklassen unterstellt.

Ein klares Verständnis über die Unterschiede zwischen den jeweiligen Anlageklassen ist speziell vor dem Hintergrund der Identifikation der beteiligten Investoren im Rahmen der empirischen Untersuchung von hoher Bedeutung und kann zu Einzelfallprüfungen führen (vgl. Kapitelabschnitt 8.1.2.4.).

### 5.3.2. Private Equity

Private Equity gilt in Deutschland als Sammelbegriff für eine Vielzahl privater Beteiligungen und ist nach Pichl (vgl. 2001, S. 19) häufig mit Venture Capital gleichgestellt. Dennoch unterscheiden sich Private Equity Anleger unter anderem durch eine Vielzahl von Motiven und Geschäftspraktiken gegenüber Hedgefonds- und Venture Capital Investoren. Beginnend bei den Zielunternehmen investieren Private Equity Unternehmen häufig in nicht börsennotierte Unternehmen, deren gewonnene Mehrheit der Stimmrechte sie zur Ausübung von Restrukturierungsmaßnahmen befähigt (§ 288 Abs. 1 KAGB) und zu Offenlegungspflichten verpflichtet (§ 290 KAGB). Üblicherweise rücken Unternehmen, die bereits eine etablierte Unternehmensentwicklung vorweisen, in den Fokus solcher Private Equity Investoren. Demgegenüber erwerben Hedgefonds Minderheitsbeteiligungen (vgl. Kaserer et al., 2013, S. 494).

Private Equity Investoren forcieren nach Brass (vgl. 2010, S. 37) anschließend die Wachstumsstrategie des Unternehmens mittels des bereitgestellten Kapitals, das in vielen Fällen auch die Akquisition weiterer Gesellschaften (Wachstumsfinanzierung) bis hin zu einem Börsengang bedeuten kann (Bridge-Finanzierung). In der Regel bringen die Investoren neben dem investierten Kapital weitere Ressourcen einschließlich ihrer Industrieexpertise mit ein. Der Mittel- und Ressourcenzufluss kommt dem Portfoliounternehmen meist abseits der Öffentlichkeit zu (vgl. Bratton, 2007, S. 1383). Gemeint ist damit, dass die Zielunternehmen, während sie sich in der Restrukturierungsphase befinden, nicht börsennotiert sind und somit die Private Equity Investoren im privaten Bereich agieren können. Ein vergleichbares „Delisting“ ist bei Zielunternehmen von Hedgefonds selten anzutreffen. Private Equity Investoren verfolgen anschließend das Ziel, das mehrheitlich erworbene Unternehmen nach erfolgreicher Restrukturierung gewinnbringend innerhalb von üblicherweise fünf bis zehn Jahren wieder zu veräußern (vgl. Lamm; Ghaleb-Harter, 2001, S. 73). Übereinstimmend hierzu kommt eine Studie von PricewaterhouseCoopers aus dem Jahr 2014 zu dem Ergebnis, dass die durchschnittliche Anlagedauer von Portfoliounternehmen 5,8 Jahre beträgt (vgl. PricewaterhouseCoopers, 2014, S. 10). Im Vergleich dazu verfolgen aktivistische Hedgefonds einen deutlichen kürzeren Anlagehorizont (vgl. Kaserer et al., 2013, S. 491). Die Unternehmenswertsteigerung der von Private Equity Investoren gehaltenen Unternehmen wird dazu häufig auf einem inhaltlichen wie auch auf einem finanziellen Weg vorangetrieben. Aktive Managementberatung und möglicherweise

spezifische Branchenexpertise können das qualitative Portfolio eines Private Equity Investors darstellen.

Aus der finanziellen Perspektive heraus vermeiden die Zielunternehmen aufgrund der gestärkten Eigenkapitalposition durch die Private Equity Investoren hohe Fremdkapitalkosten. Das Risiko, einen möglichst hohen Verkaufspreis zu erzielen, verbleibt indes bis zuletzt bei den Private Equity Investoren. Die abschließende und aperiodisch erfolgende Unternehmensbewertung hängt maßgeblich von der Liquidität des Marktumfeldes, den Renditeerwartungen und der damit verbundenen Unsicherheit ab. Im Gegensatz dazu erfolgt die Portfoliobewertung von Hedgefonds üblicherweise jährlich und somit periodisch (vgl. Achleitner et al., 2010, S. 808). Neben den längeren Investitionszeiträumen weisen die Portfolios von Private Equity Fonds zudem eine geringere Diversifikation als die von Hedgefonds auf (vgl. Brass, 2010, S. 37). Diese Einschätzung vertritt ebenfalls Haglund (vgl. 2010, S. 53), der in seinen Untersuchungen Verminderungen der Volatilität innerhalb eines Portfolios feststellte, wenngleich erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Hedgefonds-Strategien bestehen.

Aus der rechtlichen Perspektive ist festzustellen, dass im Zuge des KAGB die Vorgaben für Private Equity Fonds zugenommen haben. Zwar erfolgt keine explizite Nennung des Begriffs Private Equity in den relevanten Abschnitten des KAGB (§§ 80–90 KAGB sowie §§ 287–292 KAGB), doch weist der Kontrollerwerb auf die Erlangung der Stimmrechtsmehrheit im Sinne von Private Equity Aktivitäten hin (§ 288 KAGB). Hierzu zählen Mitteilungs- und Offenlegungspflichten, die bei der Erlangung von Kontrolle besondere Berichtspflichten, beispielsweise in Bezug auf die Aufstellung des Jahresabschlusses und des entsprechenden Lageberichts, nach sich ziehen. Abschließend sieht der Gesetzgeber ein Zerschlagungsverbot von zwei Jahren nach Kontrollerwerb vor (§ 292 KAGB). Die Vorschriften des Kapitalerhalts umfassen die Regelungen von Dividendenausschüttungen bis hin zu Aktienrückkaufprogrammen (§ 292 Abs. 1 Nr. 1 KAGB).

Es bleibt festzuhalten, dass Private Equity Investoren ihre Expertise und Ressourcen den Zielunternehmen im zumeist nicht börsenregulierten Umfeld zukommen lassen und für die Umsetzung ihrer Maßnahmen die Beteiligung länger halten im Vergleich zu Hedgefonds. Aus der Corporate Governance Sicht ist die Besetzung des Managements durch Kandidaten des Private Equity Investors denkbar, die jedoch aufgrund der fehlenden Börsennotierung weniger im öffentlichen Fokus stehen im Vergleich zu öffentlichkeitswirksam inszenierten Hedgefonds-Kampagnen.

### **5.3.3. Venture Capital**

Zu einer Unterkategorie des privaten Beteiligungskapitals zählen Venture Capital Investoren, deren Beteiligungen in der Regel bei jungen Unternehmen, die sich noch in der Gründungs- oder Wachstumsphase befinden, zu verzeichnen sind (vgl. Kolat, 2014, S. 95). Die Investoren unterstützen die Zielunternehmen beginnend bei Forschungs- und Entwicklungsarbeiten über die Vermarktung der ersten Produkte bzw. Dienstleistungen bis hin zum Aufbau eines etablierten operativen Geschäftsmodells. Die in vielen Fällen eingebrachte Expertise durch die Investoren ist kennzeichnend für diese Form des Risikokapitals und häufig auch das ausschlaggebende Unterscheidungsmerkmal zum vorgenannten Private Equity Bereich. Hedgefonds hingegen meiden häufig Zielunternehmen, die sich in den ersten Gründungsjahren befinden, wenngleich ebenfalls ein hohes Maß an aktiver Einflussnahme angestrebt wird.

## **5.4. Investitionsprozess und Anlagestrategien**

### **5.4.1. Einordnung diverser Hedgefonds-Strategien**

Der Maßstab, an dem sich Hedgefonds in der Regel messen lassen, ist der der absoluten Rendite. Vor dem Hintergrund der bewussten Abkehr, in Relation zu einer oder mehreren Benchmarks gemessen zu werden, stellen Bessler et al. (vgl. 2005, S. 5) Hedgefonds treffend als „Absolute-Return-Investments“ dar, deren Performance folglich losgelöst von der vorherrschenden Marktlage abgelesen wird.

Die Erzielung entsprechender marktüberdurchschnittlicher Renditen wird durch die Ausnutzung von vermeintlichen (Informations-)Ineffizienzen angestrebt. Unter den Voraussetzungen, dass der aktuelle Marktpreis zum einen nicht alle bewertungsrelevanten Informationen einpreist sowie zum anderen derzeit noch private Informationen, die dem Hedgefonds-Manager bereits bekannt sind, in der Zukunft bei der Preisbildung mit berücksichtigt werden, kann die zukünftige Bewertung bzw. dessen Korrektur zuverlässig antizipiert werden. Die Realisierung von entsprechenden Arbitragegewinnen ist jedoch nur dann möglich, wenn eine nachhaltige Preiskorrektur im Markt durchgesetzt wird (vgl. ebda, S. 5).

Maßgeblicher Einfluss auf die Anlageentscheidung wird dem Hedgefonds-Manager zuteil, dessen Rolle im Kapitelabschnitt 5.5.2. ausführlich dargestellt wird.

Eine detaillierte Veröffentlichung des Investitionsprozesses der Hedgefonds und der damit verbundenen Anlagestrategie wird typischerweise vermieden und auf allgemeinformulierte Beschreibungen verwiesen. Die bewusste Intransparenz liegt in der Wahrung der vermeintlichen Ineffizienzen, die es für die Erzielung zukünftiger Renditen auszunutzen gilt. Die Verfolgung entsprechender Nachahmungsstrategien durch Wettbewerber würde zwar die Markteffizienz steigern, jedoch in letzter Konsequenz auch den Erfolg für den einzelnen Hedgefonds-Manager in Gefahr bringen (vgl. Cottier, 1997, S. 18). Der Intransparenz und Komplexität nehmen sich Hilpold und Kaiser (vgl. 2013, S. 13) an und klassifizieren Hedgefonds-Strategien anhand der folgenden Parameter:

- Direktionalität
- Volatilität
- Investitionsprozess
- Anlageklasse
- Geografische Ausrichtung
- Branchenfokus

Die Problematik einer einheitlichen Klassifizierung liegt auch darin begründet, dass es den Hedgefonds-Managern selbst überlassen ist, eine Klassifizierung neu aufgelegter Hedgefonds vor der Aufnahme in eine entsprechende Datenbank vorzunehmen (vgl. Kapitelabschnitt 5.7.2.). Da keine einheitliche Klassifizierung zum derzeitigen Zeitpunkt vorliegt, wird zunächst dem Vorschlag der Alternative Investment Management Association Folge geleistet. Demnach soll die Klassifizierung der jeweiligen Hedgefonds-Strategien mit dem tatsächlich verfolgten Investitionsprozess übereinstimmen (vgl. Ineichen; Silberstein, 2012, S. 63ff). Hierzu wird grundlegend zwischen direktionalen und nichtdirektionalen Strategien unterscheiden.

Bei der Kategorie der direktionalen, folglich richtungsorientierten, Strategien wird das Ziel verfolgt, Marktbewegung auszunutzen. Zu den bekannten direktionalen Strategien zählen beispielsweise Global Macro, Long/Short-Equity, Emerging Markets bzw. Short-Selling.

Demgegenüber sind Formen von Arbitrage-Strategien sowie marktneutralen und Multi-Strategien den nichtdirektionalen Strategien zuzuordnen (vgl. Busack; Kaiser, 2006, S. 6).

Die Gruppe der direktionalen Strategien weist folglich eine höhere Korrelation zum Markt auf als nichtdirektionale Strategien. Agrawal und Naik (vgl. 2000, S. 329f) ordnen die Strategien den beiden Hauptgruppen zu.

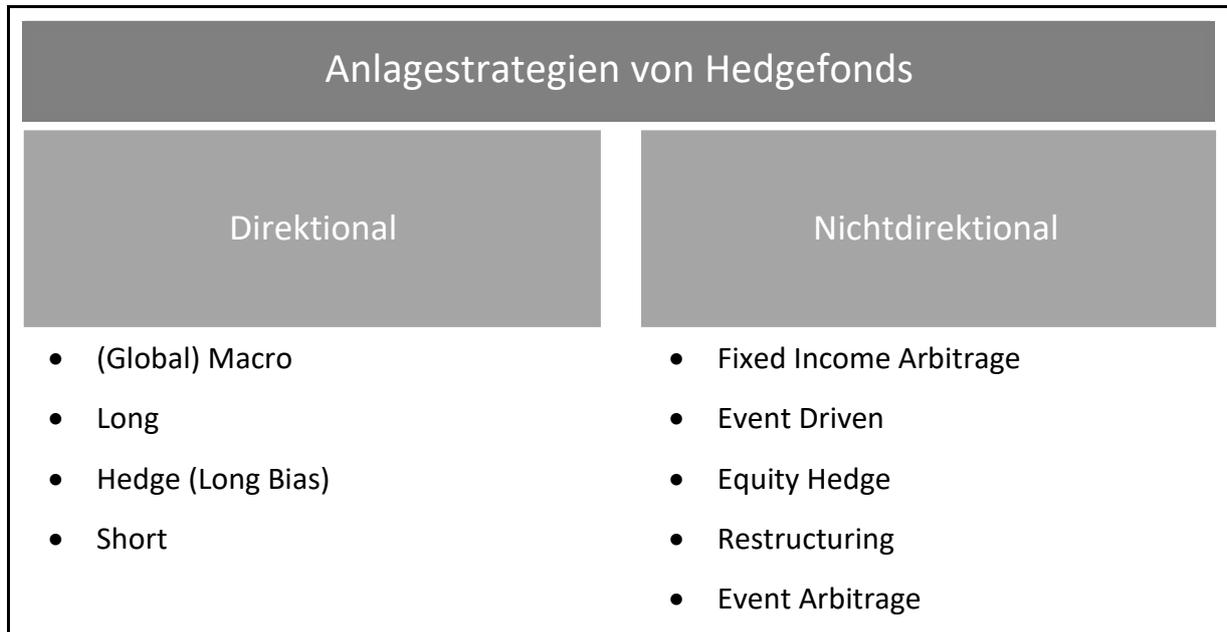


Abbildung 5: Spektrum der Anlagestrategien

(Quelle: vgl. Agrawal; Naik, 2000, S. 340f)

Aufbauend auf dieser ersten Klassifizierung nach Direktionalität wird in Anbetracht des vorliegenden Forschungsvorhabens eine detailliertere Unterscheidung nach den Hedgefonds-Strategien erforderlich. Der Klassifikation nach Kaiser (vgl. 2009, S. 79) folgend sind vier übergeordnete Investitionsstile festzustellen.

Stile	Equity Hedge	Event Driven	Tactical	Relative
<b>Strategien</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Long/Short Equity</li> <li>• Equity Non Hedge</li> <li>• Short-Selling</li> <li>• Equity Market Neutral</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Merger Arbitrage</li> <li>• Distressed Debt</li> <li>• Activists</li> <li>• High Yield</li> <li>• Special Situations</li> <li>• Regulation D</li> <li>• PIPEs</li> <li>• Asset Based Lending</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Global Macro</li> <li>• Managed Futures</li> <li>• Emerging Markets</li> <li>• GTAA</li> <li>• Commodities</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Convertible Arbitrage</li> <li>• Fixed Income Arbitrage</li> <li>• Split-Strike Conversion</li> <li>• Volatility Trading</li> </ul>

Abbildung 6: Spektrum der Investitionsstile

(Quelle: vgl. Kaiser, 2009, S. 79)

Aus dem umfangreichen Spektrum aller aufgeführten Investitionsstile werden nur die bekanntesten Strategien, insbesondere die, die häufig im Zusammenhang mit Hedgefonds-Aktivismus stehen, näher betrachtet, sodass nicht nur ein Einblick in die Industrie, sondern auch in das zielgerichtete Forschungsvorhaben gewährt wird.

Zu den häufig in Verbindung mit Aktivismus stehenden Strategien zählen die Event Driven-Strategien. Hierunter fallen Merger Arbitrage- und Distressed Debt-Strategien, die im weiteren Verlauf näher erläutert werden. Weitere in der Praxis weitverbreitete Strategien sind unter anderem Long/Short Equity, Global Macro sowie Convertible Arbitrage, deren Darstellung die Komplexität dieser Investmentklasse unterstreicht.

## **5.4.2. Event Driven-Strategien**

### 5.4.2.1. Merger Arbitrage-Strategie

Event Driven-Strategien nehmen Bezug auf unternehmensspezifische Situationen wie beispielsweise Aktienrückkaufprogramme, Fusionen, (drohende) Insolvenzen, Restrukturierungen, Übernahmen oder den Verkauf von Teilbereichen (carve-outs bzw. spin-offs), über deren tatsächliche Umsetzung und Ausmaß Hedgefonds versuchen mitzubestimmen. Die hierzu verwendeten Instrumente können situationsabhängig sowohl Long- als auch Short-Positionen beinhalten, die erwartungsgemäß kurzfristig stark im Wert steigen, aber auch fallen können.

Der Versuch, Arbitrage-Situationen auszunutzen, ist ein häufig anzutreffendes Merkmal von Hedgefonds-Strategien. Ziel ist es, Bewertungsineffizienzen in Form von beispielsweise Preis- oder Zinsunterschieden gewinnbringend zu nutzen. Dies führt unvermeidlich zur Behebung von Marktineffizienzen. Liegt eine Arbitrage-Situation vor, dann ist es möglich, risikolos Gewinne zu erzielen, solange die Anomalie besteht (vgl. Arnold, 2010, S. 8).

Diesem Streben folgen unter anderem Merger-Arbitrage-Strategien, die den Aufbau sowohl von Long- als auch Short-Positionen in Unternehmen, bei denen eine Übernahme kurz bevorsteht, kennzeichnen. Mit der öffentlichen Bekanntgabe der bevorstehenden oder (unmittelbar) abgeschlossenen Transaktion fällt in der Regel der Aktienkurs der akquirierenden Gesellschaft, und es steigt der des Zielunternehmens (vgl. Thompson, 2006, S. 14). Folglich wird entsprechend long in das Zielunternehmen und short in die Bietergesellschaft investiert. Unter der Prämisse einer erfolgreichen Transaktion kann der

Hedgefonds dann einen „Arbitrage Spread“ als Gewinn verbuchen, der sich aus dem Delta der Marktbewertung vor und nach der Transaktion ergibt. Der Erfolg dieser Strategie hängt daher entscheidend von der richtigen Antizipation des Ausgangs der Transaktion ab. Hierzu bemüht sich der Hedgefonds-Manager um entsprechende Analyse- und Rechercharbeiten, um eine Einschätzung mit hinreichender Sicherheit ex ante treffen zu können. Darüber hinaus wird aktiv auf das Management zugegangen, wenngleich ein gewisses Transaktionsrisiko verbleibt (vgl. Van Tassel, 2016, S. 1). Neben unternehmensinternen Beschlüssen können auch Entscheidungen, die nicht im Einflussbereich der Hedgefonds selbst liegen, wie beispielsweise kartellrechtliche bzw. regulatorische Entscheidungen, eine Transaktion verhindern. Nichtsdestotrotz kann auch das Scheitern einer bevorstehenden Transaktion eine positive Rendite für die beteiligten Hedgefonds bedeuten. In diesem Fall kehrt sich der Aufbau der Long- (Bieterunternehmen) bzw. Short- (Zielunternehmen) Positionen ex ante um unter der Annahme, dass die geplante Transaktion nicht zustande kommt.

#### 5.4.2.2. Distressed Debt-Strategie

Unternehmen, die sich in einer wirtschaftlichen bzw. finanziellen Schieflage (Distressed Situation) befinden, sind nach Kirschner et al. (vgl. 2006, S. 117) dadurch gekennzeichnet, dass die Finanz- und Ertragskraft des Unternehmens signifikant abnimmt, die ausstehenden Schulden nicht beglichen werden können oder gar eine Insolvenzanmeldung bevorsteht.

Die angespannte wirtschaftliche bzw. finanzielle Lage des Emittenten spiegelt sich in hohen Abschlägen, zu denen die entsprechenden Fremdkapitalinstrumente gehandelt werden, wider. Dieser Entwicklung stehen die Vorgaben einiger institutioneller Investoren entgegen. Einigen Versicherungen ist es beispielsweise nicht erlaubt, in Wertpapiere, deren Bonität als Investmentgrade eingestuft wird, zu investieren, sodass der entstehende Verkaufsdruck ebenfalls zum Wertverfall beiträgt (vgl. Bretzler; Rudolph, 2004, S. 30).

Die hohe Insolvenzgefahr des Emittenten erlaubt den beteiligten Hedgefonds, die Anteile mit großen Abschlägen zu erwerben, die aus fundamentaler Sicht jedoch als unterbewertet eingestuft werden (vgl. Lhabitant, 2006, S. 226f). Gelingt der Turnaround, dann können Hedgefonds Gewinne durch die Wertsteigerung der erworbenen Schuldtitel verbuchen. Eine solche Beteiligung wird gewiss nur dann eingegangen, wenn die Einschätzung vertreten wird, dass das zukünftige Ertragspotenzial die derzeit vorherrschenden Risiken übersteigt.

Aus Sicht der Hedgefonds können sich in diesen Situationen folglich sowohl absolute als auch relative Marktineffizienzen ergeben. Zum einen stellt die absolute Ineffizienz die Differenz zwischen dem Marktpreis und dem vom Hedgefonds modellierten inneren Wert des Wertpapiers dar. Zum anderen können Ineffizienzen zwischen unterschiedlichen Wertpapieren desselben Emittenten auftreten.

Trotz der Notlage können angeschlagene Unternehmen daher die Aufmerksamkeit von Investoren auf Distressed-Debt-spezialisierte Hedgefonds wecken, die ihrerseits entweder aktiv oder passiv agieren können.

Wie nachfolgend beschrieben, können aktive Sanierungsmaßnahmen den inhaltlichen Austausch mit dem Unternehmen, primär mit dem Vorstand und Aufsichtsrat, eine effizientere Ressourcenverwendung in Form von Reorganisationsplänen bis hin zu der Ausgabe diverser Anleiheemissionen eines Emittenten, klassifiziert nach Bonität, umfassen.

Zu den größten Einflussmöglichkeiten zählt die Übernahme eines Sitzes im Aufsichtsrat des Zielunternehmens, welche auch als „Distressed for Control“ beschrieben wird (vgl. Hilpold; Kaiser, 2013, S. 63). Hedgefonds zählen zu ihren Zielunternehmen allerdings nicht nur große Unternehmen, sondern werden nach Krasoff und O’Neill (vgl. 2006, S. 22) auch zunehmend im Bereich der Mittelstandsfinanzierung aktiv.

Eine weitere Einflussmöglichkeit ist die Partizipation an Gläubigerkomitees, welche die Ausgestaltung der Kapitalstruktur im Rahmen der Restrukturierung beinhaltet (vgl. Hilpold; Kaiser, 2013, S. 62). Dies bietet sowohl den Vorteil des direkten Informationsaustausches als auch den Nachteil des Handelsverbots aufgrund von Vorschriften hinsichtlich des Insiderhandels.

Die Intransparenz, Illiquidität sowie die rechtlichen Besonderheiten im Bereich notleidender Wertpapiere führen dazu, dass häufig Hedgefonds, die eine Distressed-Debt-Strategie verfolgen, die einzigen Investoren sind, die bereit sind, ein solches Risiko einzugehen (vgl. ebda, S. 67).

Die Bereitstellung eines Darlehens während und nach erfolgreicher Überwindung der unternehmensspezifischen Schieflage ist mit dem Wunsch verbunden, aufgrund vorherrschender hoher Ausfallrisiken hohe Renditen zu verzeichnen. Abhängig von der Besicherung der begebenen Anleihe wird zwischen stark besicherten „Senior“- und weniger stark besicherten „Junior“-Anleihen unterschieden (vgl. ebda, S. 62). In diesem Zusammenhang konnte Wang (vgl. 2011, S. 28ff) nachweisen, dass die Senior-Anleihen im Kontext von Distressed Debt jährliche Renditen von 20 Prozent erzielen konnten, die unter

anderem durch den Reputationsgewinn, der durch die Investition eines Hedgefonds entsteht, erklärt wurden. Dagegen weisen Junior-Anleihen überdurchschnittliche Verluste von mehr als 20 Prozent auf, deren Ursache nach Auffassung von Wang in der anfänglichen Überbewertung zu liegen scheint. Neben der Investition in Form von Darlehen ist der Kauf von Aktien an den betroffenen Unternehmen verbreitet (vgl. Kaiser, 2009, S. 92). Darüber hinaus bestehen ebenfalls für nicht börsennotierte Unternehmen Investitionsmöglichkeiten in Form von Kredit- und Forderungsübernahmen, die zum Teil direkt von den Banken abgekauft werden.

Im Zuge der anhaltenden Popularität dieser Strategie stellen Liebler et al. (vgl. 2004, S. 651) sowie Achleitner und Kaserer (vgl. 2005, S. 11), unabhängig von dem tatsächlich verfolgten Investmentansatz, eine Konvergenz des Hedgefonds- und Private-Equity-Sektors fest. Abschließend kommen Kaserer et al. (vgl. 2013, S. 494) zu dem Schluss, dass die Beurteilung des Distressed-Debt-Marktes verfrüht ist, wenngleich die Chancen für die in einer Restrukturierungsphase befindlichen Unternehmen erkennbar sind, insbesondere dann, wenn Hedgefonds die einzige Finanzierungsmöglichkeit darstellen.

### **5.4.3. Hedgefonds-Strategien weiterer Investmentstile**

#### **5.4.3.1. Global-Macro-Strategie**

Die fortschreitende Verknüpfung der Güter- und insbesondere der Kapitalmärkte machten sich bereits einige Hedgefonds vornehmlich seit den 1980er Jahren zunutze und verfolgten diesbezüglich Global-Macro-Strategien. Kennzeichnend für diese Investmentstrategie ist der Versuch, Preisänderungen von Wertpapieren, wie beispielsweise Aktien, Anleihen, oder Rohstoffen sowie Zins- und Währungsänderungen aufgrund sich ändernder makroökonomischer, länderspezifischer bis hin zu regionalen wirtschaftlichen (Rahmen-)Bedingungen zu antizipieren und folglich auszunutzen (vgl. Hilpold; Kaiser, 2013, S. 153 und Connor; Woo, 2004, S. 25). Dieser direktionale Ansatz beruht auf volkswirtschaftlichen Analysen, deren Ergebnisse in entsprechende Long- bzw. Short-Positionen innerhalb des Portfolios umgesetzt werden.

Der Makroperspektive folgend ergibt sich häufig ein verfolgter „Top-down“-Investitionsprozess. Dementsprechend wird zunächst die volkswirtschaftliche Perspektive als

Ausgangspunkt angenommen, um im zweiten Schritt Rückschlüsse beispielsweise auf die jeweiligen Devisen-, Renten-, Rohstoff- und weiteren Märkte ziehen zu können.

Im Unterschied dazu verfährt der „Bottom-up“-Ansatz gegenteilig (vgl. Hilpold; Kaiser, 2013, S. 154). Die Analyse einzelner Unternehmenskennzahlen wird dazu genutzt, eine Bewertung von Einzeltiteln vorzunehmen.

Lhabitant (vgl. 2006, S. 327) gibt im Umgang mit makroökonomischen Modellen zu bedenken, dass sie per Definition nur von kurzer Dauer seien, denn sobald sie öffentlich bekannt werden, nimmt ihre Fähigkeit, Investitionsmöglichkeiten zu erkennen, ab. Zudem birgt die Verfolgung einer Global-Macro-Strategie die Gefahr, Fehleinschätzungen zu treffen, die nur schwer abzuwenden sind. Die Unsicherheit liegt in der Einschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeiten makroökonomischer Ereignisse und deren Folgewirkungen. Besonders anspruchsvoll erscheint es, die Antizipation von Entscheidungen der Politik und Notenbanken sowie die Herausforderungen und Marktchancen von insbesondere großen Unternehmen einzuschätzen. Die Folgen können erhebliche Marktbewegungen zu Ungunsten des Hedgefonds-Managers bedeuten.

Ein zusätzliches Risiko, das jeder nichtbörsenregulierten Transaktion innewohnt, ist das durchschnittlich höhere Ausfallrisiko der Gegenpartei im Vergleich zu börsenregulierten Transaktionen. Dem hohen Risikopotenzial wird nicht nur versucht mit einer breiten Diversifikation und Liquidität der Einzeltitel, sondern auch einem häufig auf „Value at Risk“-Kennzahlen basierendem Risikomanagement zu begegnen (vgl. Hilpold; Kaiser, 2013, S. 156). Wenngleich ein mehrheitlicher Long-Bias unterstellt wird, zeigte der von Georg Soros verwaltete Quantum Fonds Anfang der 1990er Jahre eine aus seiner Sicht erfolgreiche Umsetzung einer Leerverkaufsstrategie (vgl. ebda, S. 153). Der angesprochene Hedgefonds setzte die Bank of England im November 1992 durch den Leerverkauf des britischen Pfundes im Milliardenumfang derart unter Druck, dass sich die Notenbank dazu gezwungen sah, das Europäische Wechselkursystem zu verlassen.

Obwohl die Bedeutung der Global-Macro-Hedgefonds im Vergleich zu anderen Hedgefonds-Strategien von mehr als 70 Prozent im Jahr 1990 stetig abgenommen hat (vgl. Kaiser, 2009, S. 106), ist dennoch auch zum Jahresende 2010 knapp jeder fünfte Hedgefonds weltweit dieser Strategie zuzuordnen, deren Portfolios als dynamisch und flexibel beschrieben werden (vgl. Hilpold; Kaiser, 2013, S. 155). Kao (vgl. 2002, S. 25) konnte in diesem Kontext eine höhere jährliche Durchschnittsumschlagshäufigkeit des Portfolios feststellen und das trotz durchschnittlich größerer Fondsvolumina im Vergleich zu anderen

Strategien. Diese Besonderheiten sind sowohl auf einen verstärkten Einsatz von Derivaten und weniger auf Fremdkapitalaufnahmen als auch die Bereitschaft, höhere Kommissionsgebühren zu zahlen, zurückzuführen. Hilpold und Kaiser (vgl. 2013, S. 156) stufen Leverage-Verhältnisse von 6:1 bis 10:1 als typisch ein. Global-Macro-Hedgefonds wird aufgrund ihrer Größe auch eine marktmanipulierende Wirkung unterstellt, die durch hohe Volumina versuchen, Verluste zu marginalisieren (vgl. Cottier, 1997, S. 139).

Zusammengefasst tragen für Hirst (vgl. 2003, S. 82) insbesondere die hohen absoluten Renditen, die vergleichsweise hohen Volumina in Verbindung mit dem vergleichsweise hohen innewohnenden Risiko, die Investition in Währungen sowie die zum Teil mystische Berichterstattung zur großen Bekanntheit einzelner Global-Macro-Hedgefonds bei.

#### 5.4.3.2. Long/Short-Equity-Strategie

Die selektive Auswahl vermeintlich im Wert steigender (Long) Finanztitel gegenüber denen, die voraussichtlich im Wert fallen werden (Short), beschreibt den Aufbau der Long/Short-Equity-Strategie. Diesem Ansatz liegt die Annahme zugrunde, dass es aufgrund der Erfahrungswerte und Fähigkeiten für den Hedgefonds-Manager leichter ist, die Kursentwicklung einiger weniger Wertpapiere wie Aktien vorherzusagen als die Richtung eines Indizes (vgl. Hilpold; Kaiser, 2005, S. 200). Diese Form des Stock-Pickings ist nur dann gewinnbringender als ein Investment in den entsprechenden Index, wenn die unterbewerteten Long-Positionen schneller im Wert steigen bzw. die als überbewertet geltenden Short-Positionen schneller im Wert fallen als die Benchmark. Typischerweise weisen diese Portfolios einen Überhang je nach Erwartungshaltung in Form eines Übergewichts von Long-Positionen („Long Bias“) bei überwiegend positiver Markterwartung und vice versa ein Übergewicht von Short-Positionen („Short Bias“) bei überwiegend negativer Markterwartung auf (vgl. ebda, S. 199). Im Unterschied zu traditionellen Fondsmanagern, denen es aufgrund des Short-Selling-Verbots nicht erlaubt ist, Leerverkäufe zu tätigen, ist es in der Regel Hedgefonds auch in Zeiten fallender Kurse möglich, positive Renditen zu erzielen (§ 205 Abs. 1 S. 1 KAGB). Leverage kann, wie bereits an einigen Stellen erwähnt, zur Vervielfachung dieser Renditen führen.

### 5.4.3.3. Convertible-Arbitrage-Strategie

Der englische Begriff „Convertible“ bzw. „Convertible bond“ ermöglicht es dem Gläubiger, seinen Schuldtitel unter bestimmten Bedingungen in Eigenkapital des Emittenten umzuwandeln (Wandelanleihe). Wandelanleihen weisen daher sowohl eine Anleihe- als auch eine Optionskomponente auf. Die Kombination besteht darin, dass die Wandelanleihe ein festverzinsliches Wertpapier darstellt, die aufgrund der innewohnenden Option („Long-Call-Option“) dem Eigentümer die Umwandlung anhand des spezifischen Wandlungsverhältnisses („Conversion Rate“) in eine bestimmte Anzahl in Stammaktien zuspricht (vgl. Hilpold; Kaiser, 2013, S. 22).

Aus Sicht der Anleihekomponente ist der mögliche Verlust bis zum „Bond Floor“ limitiert. Aus Sicht der Optionskomponente nimmt jedoch der Gewinn annähernd in dem Maße zu, wie der Aktienkurs steigt. Brass (vgl. 2010, S. 34) spricht in diesem Fall von einem asymmetrischen Profil der Risiko- und Renditeverteilung, welches nach Wehner (vgl. 2003, S. 928) durchschnittlich dazu führt, dass der Wert der Wandelanleihe bei steigendem Aktienkurs um 70 Prozent zulegen kann, jedoch im Durchschnitt nur um 50 Prozent im Wert fällt bei nachgebenden Kursen. Diese Divergenz beschreiben Hilpold und Kaiser (vgl. 2013, S. 27) als „Delta Hedging“, bei welchem Hedgefonds unterbewertete Anleihen kaufen (Long) und die korrespondierenden Aktien leerverkaufen (Short).

Die für den Hedgefonds günstige Arbitrage-Situation ist dann gegeben, wenn ein risikofreier gleichzeitiger Kauf und Verkauf einer bestimmten Wandelanleihe, unabhängig von den vorherrschenden Marktverhältnissen, erfolgt und zu einem Gewinn unter Berücksichtigung von Transaktionskosten und nach Steuern führt. Eine Rendite wird unter diesen Voraussetzungen nach Weber (vgl. 2004, S. 88) sowohl bei steigenden Kursen, da der Gewinn der Anleihe in Form der Long-Call-Option (Long-Position) den Verlust der Aktien (Short-Position) übersteigt, als auch bei fallenden Kursen, da der Gewinn der Anleihe (Short-Position) den Verlust der Aktie (Long-Position) übertrifft, erzielt.

Nichtsdestotrotz verbleiben inhärente Risiken, die mit der Verfolgung dieser Strategie einhergehen. Die erfolgreiche Umsetzung hängt zum einen von der Identifikation potenzieller Wandelanleihen sowie zum anderen von der Fähigkeit, den Wert dieser Option kontinuierlich und verlässlich bestimmen zu können, ab.

## **5.5. Merkmale von Hedgefonds**

### **5.5.1. Organisationsstruktur**

Die vorangegangenen Kapitelabschnitte verdeutlichen bereits die Heterogenität der Anlageklasse von Hedgefonds und die damit verbundene Schwierigkeit einer trennscharfen Definition. Für ein tieferes Verständnis ihrer Funktionsweise wird nun auf die Organisationsstruktur und im Nachgang auf die Bedeutung des Hedgefonds-Managers sowie den Vergütungsmechanismus eingegangen.

Für sich unabhängig agierende Hedgefonds stehen zumeist in einer singulären Geschäftsbeziehung zum Zielunternehmen. Auf Basis dieser organisatorischen Unabhängigkeit entsteht eine verminderte Gefahr von Interessenkonflikten innerhalb der Gruppe der Aktionäre, sodass ein effektiver Druck auf die Unternehmensleitung ausgeübt werden kann. Im Vergleich dazu sind andere Investmentgesellschaften, die häufig einer übergeordneten Bank oder Versicherung angehören, einer Vielzahl von Geschäftsverbindungen und ggf. gegensätzlichen Interessen ausgesetzt. Aufgrund dieser Interdependenzen erwarten Davis und Kim (vgl. 2007, S. 569), dass sich die Shareholder-Aktivisten bei der Ausübung ihrer Stimmrechte unabhängig verhalten. Diese Sichtweise bestärkt die Stellung der Hedgefonds als unabhängige Investmentvehikel, trotz einer homogenen Interessenlage unter gewissen Investorengruppen.

Bei der Betrachtung der Organisationsstruktur sei an dieser Stelle auf die Unterscheidung zwischen Single- und Dach-Hedgefonds hingewiesen, deren Aufarbeitung insbesondere aus der rechtlichen Perspektive in Kapitelabschnitt 5.6.1. detailliert thematisiert wird.

Abschließend ist zu berücksichtigen, dass die tatsächliche Organisationsstruktur im Einzelfall für einen Dritten bewusst intransparent gestaltet wird. Die Gründe können sowohl steuerlicher als auch wettbewerbsorientierter Natur sein. Denn nicht zuletzt sind die geringen Offenlegungspraktiken ein elementarer Bestandteil der Geschäftsmodelle vieler Hedgefonds und als Alleinstellungsmerkmal selbst innerhalb der Hedgefonds-Branche aus geschäftspolitischen Erwägungen vertraulich zu behandeln.

### 5.5.2. Rolle und Vergütung von Hedgefonds-Managern

Entscheidend für die erfolgreiche Umsetzung einer Anlagestrategie sind die Fähigkeiten und Erfahrungswerte des verantwortlichen Hedgefonds-Managers. In Anbetracht der absoluten Renditeerwartung steht der Hedgefonds-Manager im besonderen Blickpunkt der Investoren, die häufig eine unmittelbare Korrelation zwischen der Rendite und der persönlichen Kompetenz des Managers herstellen. Kaiser (vgl. 2004, S. 130) spricht in diesem Zusammenhang von „skill based“-Strategien.

Die Vergütung der jeweiligen Hedgefonds-Manager, welche die Investoren eines Hedgefonds tragen, unterteilt sich in der Regel in eine fixe (Management fee) und eine variable (Performance bzw. Incentive fee) Gebühr.

#### *Management fee*

Erstere wird häufig in Form einer pauschalen Jahresgebühr in Höhe von ein bis zwei Prozent des verwalteten Vermögens erhoben. Die Berechnung erfolgt entweder auf Basis der Größe der AuM oder der Höhe des Nettovermögensbestands („net asset value“, kurz NAV) und dient letztlich zur Deckung der laufenden Kosten (vgl. Hornberg, 2006, S. 39). Hierzu zählen vor allem Kosten, die in Verbindung mit der Registrierung stehen, laufende regulatorische sowie durch die Recherche entstehende Kosten (vgl. EY, 2015, S. 10).

Der Vorteil bei der Berechnung auf Grundlage der NAV liegt für den Investor darin, dass der Einsatz von Fremdkapital nicht berücksichtigt wird und somit die Managementgebühren nicht zusätzlich steigen. Einer Studie von EY (vgl. ebda, S. 9) zufolge verzeichneten die durchschnittlichen Management-Gebühren einen Rückgang von 50 Basispunkten und betragen im Jahr 2015 durchschnittlich 1,45 Prozent. Abhängig von den verwalteten Hedgefonds-Volumina lagen diese bei kleineren Hedgefonds, die über weniger als zwei Milliarden US-Dollar AuM verfügten, bei durchschnittlich 1,33 Prozent.

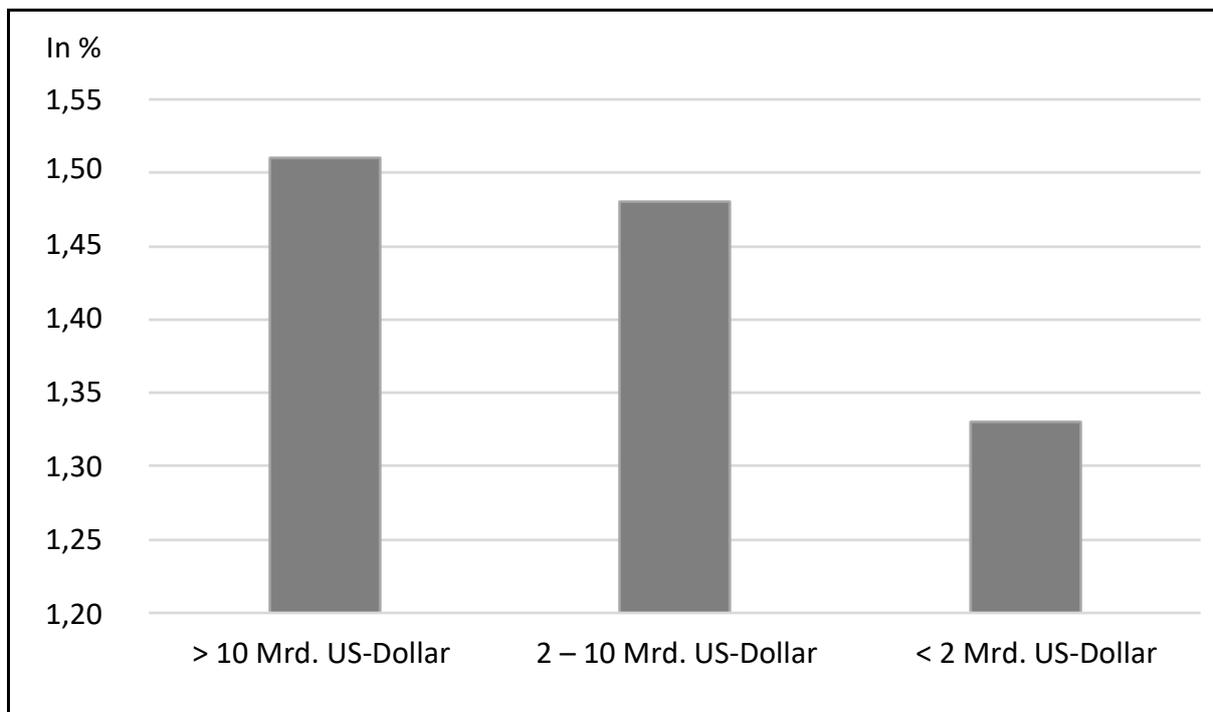


Abbildung 7: Durchschnittliche Gebühren für Hedgefonds-Manager nach AuM in 2015

(Quelle: vgl. EY, 2015, S. 9)

Eine Studie aus dem Jahr 2018 von J.P. Morgan kommt, wie in der nachfolgenden Abbildung gezeigt wird, zu dem Ergebnis, dass es für Hedgefonds-Manager zunehmend schwieriger wird, die angestrebten zwei Prozent Management fee und 20 Prozent Performance fee bei den Hedgefonds-Investoren durchzusetzen.

		Management fee							Total
		<1%	1–1,24%	1,25–1,49%	1,5–1,74%	1,75–1,99%	2%	>2%	
Performance fee	<15%	1	3	2	1	0	0	0	<b>8%</b>
	15–17,49%	0	4	13	15	1	0	0	<b>33%</b>
	17,5–19,99%	1	3	8	18	14	0	0	<b>44%</b>
	20%	0	0	1	5	6	2	1	<b>15%</b>
	>20%	0	0	0	0	0	0	0	<b>0%</b>
	<b>Total</b>	<b>4%</b>	<b>9%</b>	<b>24%</b>	<b>39%</b>	<b>21%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>100%</b>

Abbildung 8: Durchschnittliche Management-Gebühren 2018

(Quelle: vgl. J.P. Morgan, 2018, S. 28)

Den Untersuchungen von J.P. Morgan zufolge werden über drei Viertel der Hedgefonds-Manager mit einer fixen Management-Gebühr von weniger als 1,75 Prozent vergütet. Der Tendenz folgend verhält es sich ähnlich bei der durchschnittlichen Vergütung der erfolgsorientierten Performance fee. Demgegenüber ist die grau eingefärbte 2/20-Vergütungsstruktur, im Vergleich zu den ersten aufgelegten Hedgefonds von Loomis (vgl. Kapitelabschnitt 5.2.), heutzutage nur noch vereinzelt anzutreffen.

### *Performance fee / Incentive fee*

Die erfolgsabhängige Performance oder Incentive fee strebt in vielen Fällen 20 Prozent, gemessen an der erzielten Bruttojahresrendite, an. Als Maßstab werden sowohl 0 Prozent als auch die Renditen von US-amerikanischen oder deutschen Staatsanleihen zugrunde gelegt. Bekannte Hedgefonds-Manager wie beispielsweise John Meriwether, der den Hedgefonds Long-Term Capital Management verwaltete, konnte sogar eine Performance-Gebühr von 25 Prozent bei den Investoren durchsetzen. Selbst kleinere Hedgefonds, die eine überdurchschnittliche Rendite aufweisen können, versuchen über hohe Anreizvergütung zu verhandeln (vgl. Deuksar et al., 2011, S. 8).

Damit Investoren für in der Vergangenheit erlittene Verluste erst dann eine Erfolgsgebühr zahlen, wenn die Verluste aus den Vorperioden aufgeholt wurden, wird eine Mindestschwelle in Form der „Hurdle Rate“ bzw. „High-Water-Mark“ festgesetzt, die eine doppelte Gebührezahlung verhindert (vgl. Brown et al., 1999, S. 97).

Im Falle der Hurdle Rate wird ein bestimmtes Renditeziel ex ante festgeschrieben, das zunächst erreicht werden muss, bevor es zu einer Erfolgsvergütung für den Hedgefonds-Manager kommt (vgl. Kaiser, 2009, S. 54). Die Hurdle Rate besteht häufig aus einem Referenzindex oder Marktzinssatz und einem festgelegten Aufschlag, um welchen dieser mindestens übertroffen werden muss. Die sich ergebende Differenz zwischen Bruttorendite und Hurdle Rate spiegelt die Erfolgsvergütung wider. Wenn beispielsweise die London Interbank Offered Rate („LIBOR“) im Sinne eines Referenzzinssatzes ein Prozent beträgt und ein Aufschlag in Höhe von zwei Prozent vereinbart wurde, dann liegt die Hurdle Rate bei drei Prozent. Bei einer erzielten Bruttorendite von zehn Prozent für eine bestimmte Periode bildet das Delta von sieben Prozent die Berechnungsgrundlage für die Erfolgsvergütung. Neben dem LIBOR können auch andere anerkannte Referenzzinssätze je nach vertraglicher Ausgestaltung für etwaige Berechnungsgrundlagen herangezogen werden.

Der Einsatz einer High-Water-Mark-Schwelle nimmt Bezug auf den Höchststand der historisch akkumulierten absoluten Rendite bzw. Nettoinventarwert eines Hedgefonds, der zunächst wieder erreicht werden muss, um weitere erfolgsabhängige Gebühren in Rechnung zu stellen (vgl. ebda, S. 54). Aus Investorensicht wird dadurch sichergestellt, dass historisch bedingte Verluste zunächst vollständig aufgeholt werden, bevor eine weitere ergebnisabhängige Gebühr fällig wird und somit die Performance nicht doppelt vergütet wird.

Zusammenfassend soll die zum Teil fixe und zum Teil erfolgsabhängige Vergütung für die als Agenten agierenden Hedgefonds-Manager gegenüber den Prinzipalen in Form der Investoren den größtmöglichen Anreiz bieten, eine hohe absolute positive Rendite zu erzielen. Eine homogene Interessenlage beider Gruppen wird aufgrund der zum Teil erheblichen Selbstbeteiligungen der Hedgefonds-Manager am investierten Vermögen unterstellt und reduziert die zuvor thematisierten Agentenkosten.

## **5.6. Grundzüge der Regulierung von Hedgefonds**

### **5.6.1. Rechtliches Umfeld in Deutschland**

#### 5.6.1.1. Grundzüge des Kapitalanlagegesetzbuchs

Die nationalen gesetzlichen Vorschriften sowie die zuständigen Aufsichtsbehörden sind mitunter sehr unterschiedlich für die ansässigen Hedgefonds. Nachfolgend werden die Vorschriften in Deutschland gegenüber den geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen in den USA aufgezeigt, um ein besseres Verständnis über die vorherrschenden Corporate Governance Systeme zu erlangen.

In Deutschland trat zum 1. Januar 2004 das InvG in Kraft und stellte knapp zehn Jahre die rechtliche Grundlage dar, deren Nachfolge durch das Inkrafttreten des KAGB am 22. Juli 2013 angetreten wurde. Das KAGB entspricht dem zum damaligen Zeitpunkt vorherrschenden politischen Willen, welcher die Themen Harmonisierung und Anlegerschutz umfasste:

- Einheitliche Regelungen auf Nationalstaatenebene für das Managementverhalten (vgl. AIFM-Richtlinie, 2011, Abs. 1)
- Etablierung eines regulierten Vertriebs von AI, um Marktteilnehmer vor zukünftigen Marktturbulenzen besser zu schützen (vgl. AIFM-Richtlinie, 2011, Abs. 3)

Diesem Vorhaben begegnet das KAGB im ersten Schritt mit der Definition von Investmentvermögen. Dem Wortlaut des Gesetzes folgend ist Investmentvermögen „jeder Organismus, für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist“ (§ 1 Abs. 1 S. 1 KAGB). Das KAGB unterscheidet, wie das nachfolgende Schaubild zeigt,

zwischen dem Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW) und Alternative Investmentfonds (AIF).

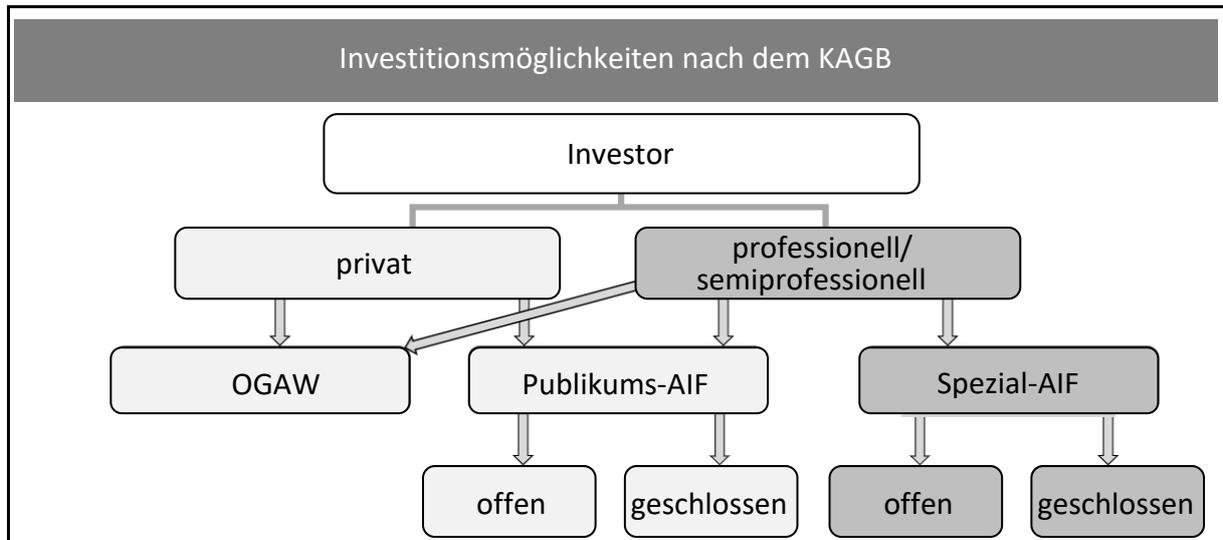


Abbildung 9: Investitionsmöglichkeiten nach dem KAGB

(Quelle: vgl. Geurts; Schubert, 2014, S. 17)

Hedgefonds sind als allgemeine und offene inländische Spezial-AIF (§ 283 Abs. 1 KAGB) definiert, wenn mindestens eine der folgenden Bedingungen erfüllt ist:

- Fremdkapitalaufnahme (Leverage) in beträchtlichem Umfang (§ 283 Abs. 1 Nr. 1 KAGB)
- Leerverkauf von Vermögensgegenständen, die zum Zeitpunkt des Gesellschaftsabschlusses nicht zum AIF gehören (§ 283 Abs. 1 Nr. 2 KAGB in Verbindung mit § 275 KAGB)

Die beiden Merkmale „allgemeine“ und „offene“ AIF (§ 282 Abs. 1 KAGB), entstammen dem Wortlaut des KAGB und rücken neben der Risikomischung ebenfalls die verlässliche Ermittlung des Verkehrswerts eines Anlageobjekts in den Vordergrund.

Der deutsche Gesetzgeber stärkt die Rechte der Investoren von Hedgefonds, denn den Investoren wird die Möglichkeit zugeschrieben, ihre Anteile oder Aktien innerhalb jedes Quartals zurückzuerhalten. Hierzu ist eine unwiderrufliche Erklärung seitens des Investors mit einer Vorlaufzeit von mindestens 40 Kalendertagen vor Quartalsende abzugeben, sodass der Hedgefonds-Manager sich auf den Mittelabfluss einstellen kann (§ 283 Abs. 3 KAGB).

Der Begriff „inländisch“ ist gesetzlich definiert (§ 1 Abs. 7 KAGB). Inländisches Investmentvermögen unterliegt demnach inländischem bzw. deutschem Recht, ausländische AIF unterliegen in Abgrenzung folglich dem Recht eines Drittstaates.

Ferner bezieht sich die Unterscheidung zwischen Spezial-AIF und Publikumsfonds auf den Anlegerkreis. Bei Spezial-AIF handelt es sich um AIF, „deren Anteile auf Grund von schriftlichen Vereinbarungen mit der Verwaltungsgesellschaft oder auf Grund der

konstituierten Dokumente des AIF nur [von professionellen bzw. semiprofessionellen Anlegern] erworben werden dürfen“ (§ 1 Abs. 6 KAGB). Das Verständnis und die Definition der Anlegergruppen nach privat, semiprofessionell bzw. professionell richten sich nach den geltenden Vorschriften (§ 1 Abs. 19 Nr. 31–33 KAGB).

Das bereits angesprochene Ziel, den Vertrieb von AIF besser zu überwachen, unterliegt dem Zuständigkeitsbereich der BaFin in Form der Prüfung von Vertriebsanzeigen von in- und ausländischen Investmentfonds. In diesem regulatorischen Umfeld weisen Geurts und Schubert (vgl. 2014, S. 213) auf das entsprechende Anzeigeverfahren hin, welches zunächst erfolgreich abgeschlossen sein muss, bevor über den Anlegerkreis der zum Vertrieb beabsichtigte Anteil bzw. Aktie des AIF entschieden werden kann (vgl. Anlage 1).

Deutsche Investoren konnten vor der Zulassung in Deutschland aufgelegter Hedgefonds einzig in ausländische Hedgefonds investieren. Dennoch weisen Coval und Moskowitz (vgl. 1999, S. 2059ff) auch für deutsche Investoren den „Home Bias“ nach. Demzufolge investieren heimische Investoren bevorzugt in heimische Wertpapiere bzw. Fonds, wengleich der Hedgefonds häufig im Ausland registriert ist. Folglich ist davon auszugehen, dass mit zunehmender Anzahl deutscher Hedgefonds das Volumen deutscher Anleger überproportional ansteigt.

#### 5.6.1.2. Rechtliche Grundzüge von Single-Hedgefonds

Durch das Inkrafttreten des InvG in Deutschland konnten zum 1. Januar 2004 erstmals die AIF in Form von aufgelegten Single- und Dach-Hedgefonds (Funds of Funds) zugelassen werden. In ihrer Organisationsstruktur bilden mehrere Single-Hedgefonds, die als Spezialfonds zugelassen werden, einen Dach-Hedgefonds, der wiederum als Publikums- oder ebenfalls als Spezialfonds genehmigt werden kann.

Bis zur Einführung des KAGB wurden Single-Hedgefonds als Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken verstanden, die „im Rahmen ihrer Anlagestrategien keinen Beschränkungen bei der Auswahl der Vermögensgegenstände [...] unterliegen“ (§ 112 Abs. 1 InvG). Die damalige Unterscheidung ist insofern heutzutage noch relevant, als private Investoren im Sinne der Risikostreuung nur in Dach-Hedgefonds investieren können, bei denen ein einzelner Zielfonds nicht mehr als 20 Prozent des Gesamtportfolios darstellt (§ 255 Abs. 4 KAGB). Demgegenüber steht einzig institutionellen Investoren der direkte Weg zu Single-Hedgefonds offen, die im Gegensatz zu Dach-Hedgefonds zwingend privat platziert

werden müssen und nicht öffentlich beworben werden dürfen (vgl. Fung; Hsieh, 1999, S. 315). Vielmehr gelten Single-Hedgefonds nur dann als allgemeine offene inländische Spezial-AIF (§ 282 KAGB), wenn eine der beiden Bedingungen hinsichtlich Leverage oder Short-Selling erfüllt ist. Für Spezial-AIF gilt der Grundsatz der Risikomischung im Sinne der gemeinschaftlichen Kapitalanlage (§ 282 KAGB).

#### 5.6.1.3. Rechtliche Grundzüge von Dach-Hedgefonds

Dach-Hedgefonds können sowohl inländisch regulierte Single-Hedgefonds umfassen als auch ausländisches Investmentvermögen in Form von Zielfonds, sofern bei Letzterem eine vergleichbare Anlagepolitik zu den inländischen Single-Hedgefonds vorherrscht (§ 225 Abs. 1 S. 1 und 2 KAGB). Geurts und Schubert (vgl. 2014, S. 74) weisen darauf hin, dass ein Verbot, in ausländische Zielfonds zu investieren, besteht, wenn gegen international anerkannte Geldwäschevorschriften verstoßen wird. Darüber hinaus schreibt geltendes Recht vor, dass „Leverage mit Ausnahme von Kreditaufnahmen nach Maßgabe des § 199 [KAGB] und Leerverkäufe“ (§ 225 Abs. 1 S. 3 KAGB) für Dach-Hedgefonds nicht vorgenommen werden dürfen.

Abschließend müssen die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die die Dach-Hedgefonds verwalten (§ 225 Abs. 5 KAGB), sicherstellen, über die notwendigen Informationen der einzelnen Zielfonds zu verfügen, um im Sinne der festgelegten Anlagestrategie zu investieren und die damit verbundenen Risiken offenzulegen (§ 225 Abs. 6 KAGB).

#### 5.6.1.4. Single- und Dach-Hedgefonds im Vergleich unter Risiko- und Kostenaspekten

Die oben bereits genannte Risiko- bzw. Kapitalstreuung im Sinne der Portfoliotheorie nach Markowitz (vgl. 1952, S. 89) folgt dem Grundgedanken der Diversifikation und trägt somit zur Risikoreduzierung bei. Dies bedeutet auch, dass Diversifikation das Risiko nicht vollumfänglich eliminieren kann, sondern auf die Reduzierung des unsystematischen, diversifizierbaren Risikos beschränkt ist (vgl. ebda, S. 79).

Vor diesem Hintergrund hebt Black (vgl. 2006, S. 99ff) die maßgebliche Bedeutung des Diversifikationseffekts als wichtigsten Unterschied zwischen Single-Hedgefonds und Dach-Hedgefonds hervor. Entscheidet sich ein institutioneller Investor für ein Investment in einen Single-Hedgefonds, können aufgrund von Kapitalbindungsfristen („Lock-up“-Periode),

verbunden mit den hohen Minimumkapitaleinlagen, große Wertverluste entstehen, die möglicherweise auf eine ineffiziente Kapitalallokation zurückzuführen sein können. Um eine effizientere Kapitalverteilung zu erreichen, bedienen sich Dach-Hedgefonds daher im Durchschnitt 25 einzelner Single-Hedgefonds, sodass durchschnittlich über fünf verschiedene Investitionsstrategien abgebildet werden können. Die breite Streuung führt bei einem Totalverlust eines einzelnen Single-Hedgefonds in der Regel zu einem Verlust von weniger als fünf Prozent aus Sicht des Gesamtportfolios des Dach-Hedgefonds. Um einen möglichen Verlust frühzeitig abzuwenden, kann die Liquidierbarkeit der Hedgefonds-Beteiligung bzw. der generell illiquiden Anlageklasse eine entscheidende Rolle spielen.

Die zuvor angesprochene Lock-up-Periode beträgt bei Single-Hedgefonds ein bis drei Jahre. In diesem Zeitraum verpflichtet sich der Investor, sein Kapital für ein oder mehrere Jahre dem Management des Hedgefonds zu überlassen. Im Unterschied dazu betragen entsprechende Kündigungsfristen bei Dach-Hedgefonds nur selten länger als drei Monate oder können gar monatlich entnommen werden (vgl. Cottier; Wessling, 2006, S. 200).

Zurückführen ist die größere relative Liquidität der Dach-Hedgefonds auf die hohe Anzahl an gehaltenen Positionen, die kennzeichnend ist für ein diversifiziertes Portfolio. Die Verfügbarkeit großer liquider Reserven sowie die Möglichkeiten, verstärkt Fremdkapital zur Zeichnung neuer Fondsanteile einzusetzen, sind die ausschlaggebenden Stellschrauben.

Neben der Streuung des Risikos ist der Aufwand für den einzelnen Investor möglicherweise relativ groß und mit hohen Kosten verbunden, da viele Hedgefonds häufig im „Offshore“-Raum registriert sind (vgl. Cottier, 1997, S. 100).

Aus Sicht der Investoren konnten Heidorn et al. (vgl. 2009, S. 7) feststellen, dass die Kosten bei einem direkten Investment in Form von Single-Hedgefonds geringer ausfallen, wengleich große Dach-Hedgefonds fixe Kosten im Sinne von Verwaltungskosten auf mehrere Single-Hedgefonds umschlagen können und in Anbetracht des höheren Anlagevolumens weniger ins Gewicht fallen.

Vor diesem Hintergrund klassifiziert Ruoff (vgl. 2003, S. 1f) eine divergierende Kostenstruktur bei Dach-Hedgefonds gemessen an der Fondsgröße in AuM:

- Fokussierte Fonds mit AuM kleiner 500 Millionen US-Dollar
- Mega Fonds mit AuM größer 500 Millionen US-Dollar

Vergleichbar zur Klassifizierung nach Ruoff konnten sowohl Harri und Brorsen (vgl. 2004, S. 138ff) als auch Getmansky (vgl. 2004, S. 33) die Erzielung einer durchschnittlich höheren Rendite bei kleineren Dach-Hedgefonds nachweisen, deren Erfolgstreiber zum einen auf der

Verfolgung von Nischenstrategien und zum anderen auf den damit nötigen schnellen Investitionsentscheidungen beruhen. Die tatsächliche Investition in einen Single- oder Dach-Hedgefonds ist in der Regel mit einer erheblichen Kapitaleinlage verbunden. Cottier und Wessling (vgl. 2006, S. 200) nennen in diesem Zusammenhang eine Mindestinvestitionsspanne von 1.000 bis 10.000 US-Dollar, um sich bei einem Dach-Hedgefonds zu beteiligen. Demgegenüber liegt das vorgeschriebene Anlagevolumen bei Single-Hedgefonds um ein Vielfaches höher und beträgt üblicherweise zwischen ein bis fünf Millionen US-Dollar.

Zusammengefasst bedeutet ein Investment in einen Dach-Hedgefonds den Zugang zu einem diversifizierten Portfolio, das durch den eintretenden Diversifizierungseffekt den Investor gegenüber unsystematischem Risiko schützt. Im Vergleich zu Single-Hedgefonds, die in ihrer Form als Spezial-AIF einzig professionellen bzw. semiprofessionellen Anlegern angeboten werden dürfen, fallen höhere Kosten bei Dach-Hedgefonds an, bei denen sich auch private Investoren beteiligen können. Letztlich gilt es situationsabhängig abzuwägen, welche Rahmenbedingungen für eine Investmentform sprechen, die auch mit den eigenen Investmentpräferenzen übereinstimmt. Das Verständnis über die beiden Formen ist in jedem Fall essenziell für die nachgelagerte Betrachtung des Hedgefonds-Aktivismus, da beispielsweise mehrere Single-Hedgefonds bei einem Zielunternehmen aktiv sein können.

## **5.6.2. Rechtliches Umfeld in den USA**

### **5.6.2.1. Hedgefonds-Identifizierung nach Maßgabe der SEC**

Unter den weltweit agierenden Hedgefonds sind die meisten in den USA, unter Vorgabe des Investment Company Act aus dem Jahr 1940, bzw. in Offshore-Jurisdiktionen ansässig. Zu den prominenten Beispielen zählen die auf den Cayman-Inseln oder Britischen Jungferninseln ansässigen Hedgefonds (vgl. Turu, 2015, S. 9). In Europa erscheinen Brass (vgl. 2010, S. 19) die rechtlichen Rahmenbedingungen besonders günstig in Luxemburg, Irland und Malta zu sein.

Die Identifizierung von Hedgefonds-Aktivismus in den USA erfolgt häufig anhand der Bekanntgabe vorgegebener Mehrheitsbeteiligungsschwellen in Form des Schedule 13D, den die amerikanische Börsenaufsicht SEC vorsieht. Im Detail schreibt die SEC bei einem Erwerb von mehr als fünf Prozent der stimmberechtigten Anteile eines Unternehmens vor, das unter

dem Securities Act von 1934 im Rahmen des Abschnitts 12 Registration Requirements for Securities registriert ist, dass der angesprochene Schedule 13D bzw. „Beneficial Ownership Report“ bei selbiger einzureichen ist (vgl. SEC, 2012).

Öffentlich abrufbar sind die Einreichungen unter dem von der SEC geführten Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval-System (EDGAR) und bilden daher häufig die Grundlage wissenschaftlicher Studien. Bei der Untersuchung der Schedule 13D wird im Fortgang auf dessen Abschnitt 4 „Purpose of Transaction“ abgestellt, anhand welcher eine Klassifizierung der verfolgten Absichten vorgenommen werden kann. Hierzu zählen beispielsweise die Angabe der Absichten und Pläne hinsichtlich bevorstehender personeller Umstrukturierungen des Board of Directors, wesentliche Änderungen der Dividendenpolitik, der Gesellschaftersatzung bis zu der Aufhebung der Börsennotiz (Delisting) oder gar die Liquidation des Unternehmens. Anhand des anzugebenden Namens und weiterführender Beschreibungen können so jedwede Berichte herausgefiltert werden, die von Hedgefonds eingereicht wurden.

#### 5.6.2.2. Wissenschaftliche Ansätze zur Identifizierung US-amerikanischer Hedgefonds

Da die Angaben in Form der 13D-Berichte jedoch in den meisten Fällen sehr allgemein gehalten sind, lassen sich keine direkten unternehmensspezifischen Rückschlüsse ziehen (vgl. Brav et al., 2008, S. 1745). Neben der Auswertung der hinterlegten Inhalte in EDGAR haben sich in der Literatur unterschiedliche Vorgehensweisen entwickelt, um die tatsächlichen Absichten der Hedgefonds zu identifizieren. Gantchev (vgl. 2013, S. 617) nutzt insbesondere eine Schlagwortsuche bei Factiva, FT.com's 100 Hedge Funds to Watch und Institutional Investor's Alpha Magazine Hedge Fund 100. Greenwood und Schor (vgl. 2009, S. 364) haben neben den Unternehmenswebseiten und Zeitungsartikeln insbesondere die Hedgefonds-Datenbank des Center for International Securities and Derivatives Markets verwendet. Boyson und Mooradian (vgl. 2011, S. 173) griffen auf die Datenbank-CSFB/Tremont zurück, die auf freiwillige Angaben beruht und daher womöglich nicht allumfassend ist. Clifford (vgl. 2008, S. 326) nutzte primär die Internetseiten der Hedgefonds selbst sowie sonstige Formen der digitalen Berichterstattung, die ein jedes Event begleiten. Anzumerken ist, dass die Identifikation einer Hedgefonds-Beteiligung häufig aus zwei unterschiedlichen Quellen bestätigt wird, sodass die beschriebenen Vorgehensweisen zumeist simultan angewendet werden, um eine zweifelsfreie Verifizierung sicherzustellen.

### 5.6.2.3. Implikationen der Identifizierung von Hedgefonds-Aktivismus für den Forschungsbeitrag

Übergeleitet auf die bevorstehende empirische Untersuchung ist deutlich geworden, dass für deutsche börsennotierte Unternehmen keine vergleichbaren Schedule-13D-Berichte vorliegen bzw. auf keine annähernd umfangreiche Datenbank wie EDGAR zurückgegriffen werden kann, sodass sich die Ausgangsgrundlage erheblich unterscheidet. Dennoch verspricht der Ansatz, mittels Einzelfallüberprüfung per Schlagwortsuche sowie entsprechender doppelter Quellenvalidierung für ein höchstmögliches Maß an Datensicherheit zu sorgen, wengleich ein deutlich höherer Mehraufwand zu erwarten ist. Darüber hinaus ist denkbar, eine kommerzielle Hedgefonds-Datenbank zu nutzen, wengleich keine Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben aufgrund der im Folgenden aufgezeigten Anomalien im Umgang mit Hedgefonds unterstellt werden kann.

## 5.7. Anomalien

### 5.7.1. Ursprung von potenziellen Verzerrungseffekten im Umgang mit Hedgefonds-Daten

Hedgefonds zeichnen sich, wie bereits in Kapitelabschnitt 5.6. gezeigt wurde, durch eine hohe Intransparenz und vergleichsweise geringe regulatorische Anforderungen aus. Dies trifft sowohl bei der Analyse ihrer Beteiligungen im Allgemeinen als auch bei der Betrachtung der erzielten Renditen im Speziellen zu. Daher ist bei der Verwendung von Hedgefonds-Datenbanken und den darauf aufbauenden Indizes besondere Vorsicht geboten. Die Informationsgewinnung und -sicherstellung unterliegen den folgenden Hürden, die es zu überprüfen gilt.

Auf der einen Seite fehlen verpflichtende und allgemeingültige Kontrollmechanismen, die die freiwillige Datenbereitstellung durch die Hedgefonds überwachen, da Hedgefonds-Manager nicht dazu verpflichtet sind, regelmäßig über die Wertentwicklungen ihrer Fonds gegenüber einer Behörde, einem Verband oder einer sonstigen Institution Bericht zu erstatten (vgl. Thies, 2018, S. 23). Nichtsdestotrotz kann die Motivation, Informationen über den eigenen Hedgefonds dennoch in einer Datenbank preiszugeben, auf das Werbeverbot, um potenzielle Investitionen zurückzuführen sein. Da Hedgefonds beispielsweise nicht aktiv

ihre Fonds auf der eigenen Webseite bewerben dürfen, stellen Datenplattformen ein gewisses Maß an Sichtbarkeit dar und können Transparenz im Einklang mit den gesetzlichen Vorschriften des Werbeverbots schaffen (vgl. Lhabitant, 2006, S. 479).

Auf der anderen Seite stellt die Überprüfung der Richtigkeit der übermittelten Daten die externen Analysten vor Herausforderungen, da die Berechnungsgrundlage der erzielten Rendite zumeist nur dem Hedgefonds-Manager vorbehalten ist.

In der Literatur wird daher zwischen diversen Verzerrungseffekten („Bias“) unterschieden. Eine Auswahl auftretender Verzerrungseffekte wird nachfolgend erläutert.

### **5.7.2. Selection Bias**

Der „Selection Bias“ bezieht sich auf Verzerrungseffekte, die dadurch hervorgerufen werden, dass nur ausgewählte Hedgefonds bzw. Informationen über jene in einer Datenbank zu finden sind. Es wird unterschieden zwischen dem „Self-Selection Bias“ sowie dem „Sample Selection Bias“.

Auf der einen Seite wird der „Self-Selection Bias“ durch den Hedgefonds-Manager selbst hervorgerufen. Vor dem Hintergrund der freiwilligen Bereitstellung der Informationen über die Entwicklung der selbstverwalteten Hedgefonds ist es dem Hedgefonds-Manager freigestellt, ob, welche Daten und in welcher Form Informationen der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden.

Die freiwillige Angabe ist insbesondere bei negativen Wertentwicklungen fraglich. Trotz des angesprochenen Werbeverbots könnten insbesondere größere Hedgefonds schlichtweg nicht darauf angewiesen sein, ihre Visibilität durch die Aufnahme in einer Datenbank steigern zu müssen oder zu wollen. Dieses Vorgehen verhindert zudem die Aufnahme in korrespondierende Indizes. Lhabitant (vgl. 2006, S. 482) stellt resümierend fest, dass, solange nicht berichtende Fonds für Außenstehende beobachtbar sind, die Auswirkungen der Verzerrung nur geschätzt werden können.

Auf der anderen Seite entscheiden die Datenbankanbieter selbst, ob, welche und in welchem Umfang die übermittelten Daten der Hedgefonds den Nutzern der Datenbank bereitgestellt werden. Nach Maßgabe gewisser Kriterienkataloge, ausgehend von den Datenbankanbietern, gerichtet an die Hedgefonds, könnten letztere bei unvollständigen bzw. nicht sachgerechten Angaben nicht mit in die Datenbank aufgenommen werden, sodass von einem Sample Selection Bias ausgegangen wird.

Zu den abgefragten Kriterien zählen:

- Mindestvermögensbasis
- Nachprüfbare Erfolgsbilanz
- Mehrjähriges Bestehen

Diese sollen zur Vergleichbarkeit und Informationssicherheit beitragen (vgl. ebda, S. 482). Aufgrund der Vielzahl von Anbietern und der beschriebenen nicht beobachtbaren Variablen kann von keiner umfassenden Datenbank ausgegangen werden, sodass die Berücksichtigung einzelner Datenbanken nur als Annäherung betrachtet wird.

### 5.7.3. Survivorship Bias

Survivorship Bias meint im wörtlichen Sinne die Verzerrung der Datengrundlage hervorgerufen durch die „Überlebenden“. Auf den vorliegenden Anwendungsfall bezogen sind Hedgefonds, die beispielsweise aufgrund von Erfolglosigkeit liquidiert oder fusioniert wurden oder aus anderen Gründen nicht mehr berichten, nicht weiter in einer aktiven Datenbank enthalten. Die aktuellen Daten zeigen, dass mehr Hedgefonds liquidiert als neu aufgelegt werden.

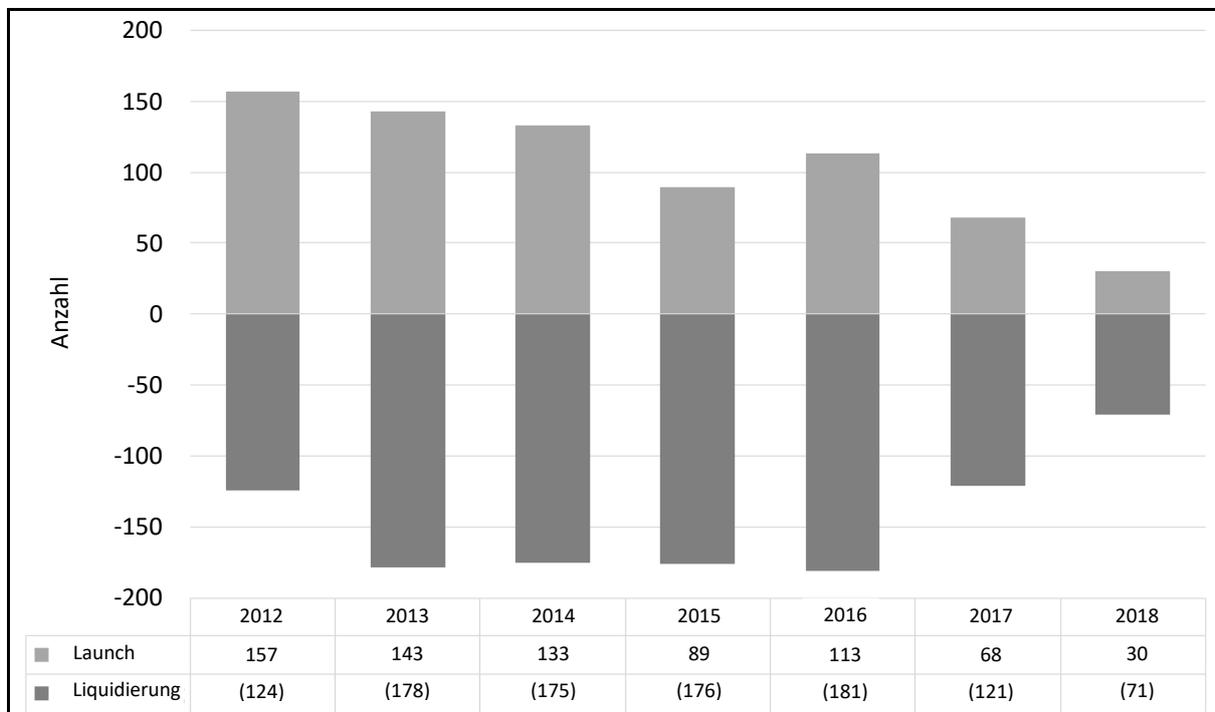


Abbildung 10: Anzahl weltweiter jährlicher Launches und Liquidierungen von Hedgefonds

(Quelle: vgl. Prequin, 2019b, S. 52)

Hohe High-Water-Mark-Provisionen können dabei als Signale der baldigen Liquidierung oder Zusammenlegung verstanden werden. Die Liquidation eines Hedgefonds ist mit rund 51

Prozent die häufigste Ursache der ausbleibenden Aufzählung innerhalb von Hedgefonds-Datenbanken. Darüber hinaus führen in vielen Fällen die ausstehende Berichterstattung (rund 28 Prozent) sowie die erfolglose Kontaktaufnahme zum Hedgefonds-Manager (rund neun Prozent) zum Ausschluss aus einer Datenbank (vgl. Moerth, 2005, S. 295).

Die erstmaligen Liquidierungen seit dem Jahr 2012 sowie die Stagnation bzw. der leichte Rückgang bei der Anzahl der weltweit aktiven Hedgefonds im Jahr 2018 (vgl. Abbildung 3) lassen gewisse Konsolidierungsmechanismen in der Hedgefonds-Industrie erahnen, wengleich das verwaltete Vermögen insbesondere bei Event-Driven-Strategien im August 2019 weiter zunahm (vgl. Evestment, 2019, S. 3).

Im Ergebnis führt die Eliminierung der weniger erfolgreichen Hedgefonds zu einer Überschätzung der tatsächlich erzielten Renditen. Als einzigen Lösungsweg zieht Lhabitant (vgl. 2006, S. 484) eine Erfassung aller entscheidungsrelevanten Informationen über die gesamte Periode in Betracht, um anschließend die jährlichen Renditen selbst zu errechnen. Die praktische Umsetzung dieses Vorschlags würde jedoch aufgrund der bereits beschriebenen sowie nachfolgenden Verzerrungseffekte fehlschlagen, sodass bereits Anfang der Jahrtausendwende entsprechende Survivorship-Verzerrungen in namhaften Datenbanken nachgewiesen wurden.

Liang (vgl. 2000, S. 310) wies für die Datenbanken HFR und TASS einen Survivorship Bias von jeweils über zwei Prozent pro Kalenderjahr nach. Ergänzend hierzu stellten Kaiser und Haberfelner (vgl. 2011, S. 10) einen jährlichen Survivorship Bias von 2,75 Prozent im Rahmen ihrer Untersuchungen fest. Noch größer fällt der Verzerrungseffekt in Höhe von vier bis sechs Prozent bei kleinen, neu aufgelegten Hedgefonds aus (vgl. Brooks; Kat, 2002, S. 38).

#### **5.7.4. Backfill Bias**

Erfahrungsgemäß wird dieser Verzerrungseffekt bei erstmaliger Aufnahme in eine Datenbank hervorgerufen. Zu diesem Zeitpunkt der Übermittlung der Informationen an eine Datenbank ist es den Hedgefonds-Managern freigestellt, neben aktuellen Informationen ebenfalls historische Daten nachträglich hinzuzufügen oder gar zu ändern, was deshalb als „Backfill Bias“ bzw. „Instant History Bias“ bezeichnet wird (vgl. Lhabitant, 2006, S. 485). Wengleich die Abbildung historisch vergleichbarer Datenreihen eines Hedgefonds wünschenswert ist, kann die Datengrundlage bewusst oder unbewusst durch den Hedgefonds-Manager verzerrt werden. Insbesondere aus der Motivation heraus, eine

positive Entwicklung über einen Zeitraum zu berichten („Track Record“), kann die verantwortliche Person entsprechende, wenn auch nicht zwangsläufig wahrheitsgetreue Informationen bereitstellen.

Zudem kann der Zeitpunkt der Aufnahme in eine Datenbank von den Hedgefonds bestimmt werden. Diese Freiheit legt die Vermutung nahe, dass bei aktuell positiver Wertentwicklung Hedgefonds eher dazu tendieren, ihre Performance preiszugeben, als in Zeiten von Kursabschlägen und Kapitalabflüssen. Als einzigen Lösungsweg sehen Fung und Hsieh (vgl. 2009, S. 2) vor, Hedgefonds nur dann zu berücksichtigen, wenn das „Inception Date“ und „Database Entry Date“ nahe beieinanderliegen, wenngleich dies zu Lasten des Stichprobenumfangs ginge. Den Nachweis über die Existenz und die unterschiedlichen Ausprägungsformen dieser Verzerrung erbrachten zahlreiche Studien. Hierzu zählen unter anderem Kaiser und Haberfelner (vgl. 2011, S. 10) für den Untersuchungszeitraum 2007 bis 2009 sowie Ibbotson et al. (vgl. 2011, S. 16) für einen längeren Zeitraum von 1995 bis 2009.

## 6. Shareholder-Aktivismus<sup>3</sup>

### 6.1. Definition und wissenschaftlicher Diskurs

Analog zu den zuvor prägenden Begriffen Corporate Governance und Hedgefonds kann sich keiner allgemeingültigen Definition hinsichtlich Hedgefonds-Aktivismus bedient werden, welcher als Teilbereich dem breiten Spektrum der Ausprägungsformen des Shareholder-Aktivismus zugeordnet wird. Nach Brass (vgl. 2010, S. 51) zählen hierzu Hedgefonds, die ihre ökonomisch motivierten Strategien durch aktive Teilhabe vorantreiben. Ähnlich weitgreifend beschreiben Brav et al. (vgl. 2008, S. 1773) Hedgefonds-Aktivisten als eine besondere Art von agilen Aktionären, die eine Vielzahl von Taktiken anwenden, um ihre Ziele zu verfolgen, und die weitgehend erfolgreich sind, obwohl sie relativ kleine Stimmrechtsanteile halten.

Für die Umsetzung der Strategie setzen Allaire und Dauphin (vgl. 2016, S. 280) zunächst die Untersuchung voraus, ob ein Unternehmen von etwaigen Interventionen profitieren würde. Kommt die Analyse zu einer hinreichend wahrscheinlichen positiven Einschätzung, wird versucht, mittels der aktiven Einflussnahme, die einen beträchtlichen Mehraufwand für den Hedgefonds selbst bedeutet, auf die Unternehmensentscheidungen einzuwirken und antizipierte Bewertungskorrekturen gewinnbringend auszunutzen.

Zu den Wegbereitern dieser Entwicklung zählt bis heute der US-amerikanische Pensionsfonds California Public Employees' Retirement System (CalPERS), der bereits im Jahr 1987 mit seinen aggressiven Aktionärskampagnen aktiv auf die beteiligten Zielunternehmen zugeht (vgl. Crutchley et al., 1998, S. 2). Crutchley et al. (vgl. ebda, S. 2) zufolge wurden zunächst Zielunternehmen, basierend auf deren schwachen Aktienkursentwicklungen im Vergleich zu ihren Referenzindizes, identifiziert. Nach der ersten schriftlichen Kontaktaufnahme wurden persönliche Gespräche mit den Führungsebenen geführt, die darauf abzielten, die abgefallene Leistungssteigerung zu erhöhen. Führte der direkte Dialog nicht zu den erhofften Ergebnissen, wurde CalPERS im Rahmen der Hauptversammlung öffentlichkeitswirksam aktiv und brachte Gegenanträge vor oder stimmte gegen die Bestellung einzelner Board-Mitglieder.

---

<sup>3</sup> Abweichende Überschrift zur obligatorischen Vorlage mit dem Advisor abgestimmt und entsprechend blau hervorgehoben.

Derzeit liegen bereits über 50 empirische Studien vor, die sich dem Thema Shareholder-Aktivismus widmen (vgl. Aguilera et al., 2019, S. 44). Dies unterstreicht die hohe wissenschaftliche und praktische Bedeutung des mit gut 30 Jahren noch vergleichsweise jungen Forschungsfeldes. In ihrer Analyse auf diesem Themengebiet in Bezug auf US-amerikanische Zielunternehmen unterscheiden Denes et al. (vgl. 2015, S. 42) fünf Grundtypen des Shareholder-Aktivismus:

- (1) Hedge Fund Activism
- (2) Negotiations
- (3) Proxy-Fights
- (4) Shareholder Proposals
- (5) Takeovers

In diesem Zusammenhang weisen Denes et al. darauf hin, dass sich die fünf Kategorien zwar prinzipiell unterscheiden, in der Praxis jedoch überschneiden können (vgl. Kapitelabschnitt 8.2.2.). Demnach werden nicht nur direkte Verhandlungen mit dem Management geführt (negotiations), sondern gleichzeitig auch Anträge auf der Hauptversammlung gestellt (shareholder proposals) (vgl. Denes et al., 2015, S. 7).

Im Ergebnis stellen Denes et al. (vgl. ebda, S. 11) fest, dass die Ergebnisse eine Unternehmenswertsteigerung bei Unternehmen anzeigen, die von Hedgefonds-Aktivismus betroffen waren. Inwiefern diese Vorgehensweisen für deutsche börsennotierte Gesellschaften zutreffend sind, bleibt zu diesem Zeitpunkt fraglich.

Rose und Sharfman (vgl. 2014, S. 1018) unterteilen Shareholder-Aktivismus ebenfalls in zwei Kategorien: zum einen „Performance-driven Activism“, wobei Hedgefonds auf Veränderungen in der Unternehmensstrategie drängen; zum anderen „Corporate Governance Activism“, dessen ausführliche Beschreibung sich Kapitelabschnitt 6.5. widmet.

Die bis heute vorliegenden Forschungsergebnisse im Bereich Hedgefonds-Aktivismus greifen primär auf Daten bis zur Jahrtausendwende zurück.

Vor diesem zeitlichen Hintergrund sprechen Brav et al. (vgl. 2015, S. 582) daher von einem vergleichsweise aktuellen Phänomen, das sich zu einem eigenständigen Forschungsgebiet herausgebildet hat. Die hohen Zuwachsraten der Hedgefonds-Industrie im Allgemeinen sowie die Zahl der Hedgefonds-Kampagnen in Deutschland (vgl. Anlage 2) lassen vorteilhafte Besonderheiten dieser Anlageklasse vermuten, die in der vorliegenden Literatur jedoch nicht ausnahmslos belegt wurden.

Auf der einen Seite kamen unter anderem Brav et al. (vgl. 2008, S. 1729) sowie Klein und Zur (vgl. 2009, S. 187) zu dem Ergebnis, dass Hedgefonds-Aktivismus grundsätzlich zur Wohlfahrtssteigerung beitrage. Auf der anderen Seite führte eine spätere Studie der Autoren Klein und Zur (vgl. 2011, S. 1735) im Jahr 2011 zum gegenteiligen Ergebnis, wonach Gläubiger zwischen 1994 und 2006 durchschnittlich signifikante Wohlfahrtsverluste bei Portfoliounternehmen im einstelligen Prozentbereich hinnehmen mussten, an denen Hedgefonds aktiv beteiligt waren.

Die angesprochenen Studien bezogen sich jedoch ausschließlich auf die Auswertung US-amerikanischer Zielunternehmen, deren Grundlage zumeist die „13D filings“ nach Vorgabe der amerikanischen Aufsichtsbehörde SEC bildeten (vgl. Kapitelabschnitt 5.6.2.1.).

## **6.2. Drei Grundformen von Shareholder-Aktivismus und die Rolle von Hedgefonds**

Im Wettbewerb um höchstmögliche Renditen stehen die einzelnen Hedgefonds in Konkurrenz zueinander. Das Versprechen an die Investoren, eine überdurchschnittliche Marktrendite zu generieren, ist besonders dann schwierig zu erfüllen, wenn die Anzahl der Fonds mit gleicher Investitionsstrategie steigt (vgl. Bratton, 2007, S. 1383). Diesem Streben unterliegen auch Hedgefonds, die sich bei der Verfolgung von Event-Driven-Strategien (vgl. Kapitelabschnitt 5.4.2.) in jüngster Vergangenheit zunehmend bei den Zielunternehmen einbringen.

Die Absichten der Hedgefonds können folglich sowohl rechtlicher als auch faktischer Natur sein. Das Ziel ist es, entweder die Fortführung des Status quo oder eine Veränderung im Unternehmen herbeizuführen. In der Literatur wird dieses Forschungsfeld mit dem Oberbegriff des Shareholder-Aktivismus beschrieben.

Unter der Maxime der Renditesteigerung können jedoch Herausforderungen für das Zielunternehmen auftreten, die letztlich auf die Interessendivergenzen zwischen den aktiven Anlegern und der Unternehmensführung bzw. innerhalb der Gruppe der Aktionäre zurückzuführen sind (vgl. Brass, 2010, S. 3). Aktivistisch verhalten sich Investoren dann, wenn mit dem Erwerb der Beteiligung bewusst versucht wird, auf die Geschäftspolitik des Zielunternehmens Einfluss zu nehmen und dieser hinreichend erfolgreich erscheint, um letztlich von den unternommenen Aufwendungen zu profitieren.

Der Shareholder-Aktivismus kann nach Allaire und Dauphin (vgl. 2016, S. 279) in drei Formen unterschieden werden:

- Social Activism
- Soft Activism
- Hard Activism

#### *Social Activism*

Unter „Social Activism“ fallen nach Allaire und Dauphin (vgl. ebda, S. 279) diejenigen Bestrebungen, die auf Änderungen der sozialen, moralischen oder ökologischen Ausrichtung des Unternehmens abzielen. Es wird davon ausgegangen, dass diesem Bereich in Zukunft vermehrt Kapital zufließen und daher an Bedeutung gewinnen wird.

#### *Soft Activism*

Zu „Soft Activism“ zählen Allaire und Dauphin (vgl. ebda, S. 279) derartige Forderungen, die Corporate Governance Maßnahmen verfolgen. Die Bedeutung dieser nichtfinanziellen Kennzahlen kommt zunehmend bei Investorenbewertungen und deren Investitionsentscheidungen zum Tragen und wird im ESG-Kontext (Environment, Social and Governance) hinterfragt (vgl. Pollitaras; Thévoux-Chabuel, 2018, S. 1). Die entsprechenden Kennzahlen aus beiden erstgenannten Formen können beispielsweise bei Thomson Reuters in dem gleichnamigen Bereich „ESG“ abgerufen werden und sind Teil der empirischen Untersuchung. Der von Thomson Reuters ermittelte Corporate Governance Performance Score bezieht dabei nicht nur die Gremienstruktur und -funktion, sondern auch die Vergütungspolitik und Aktionärsrechte mit ein. Zwar zeigt der Verlauf eine positivere Entwicklung für DAX 30 Unternehmen im Vergleich zu MDAX Unternehmen an, jedoch ist für Dritte nicht ersichtlich, wie sich die Kennzahl konkret zusammensetzt und inwiefern der DCGK berücksichtigt wird.

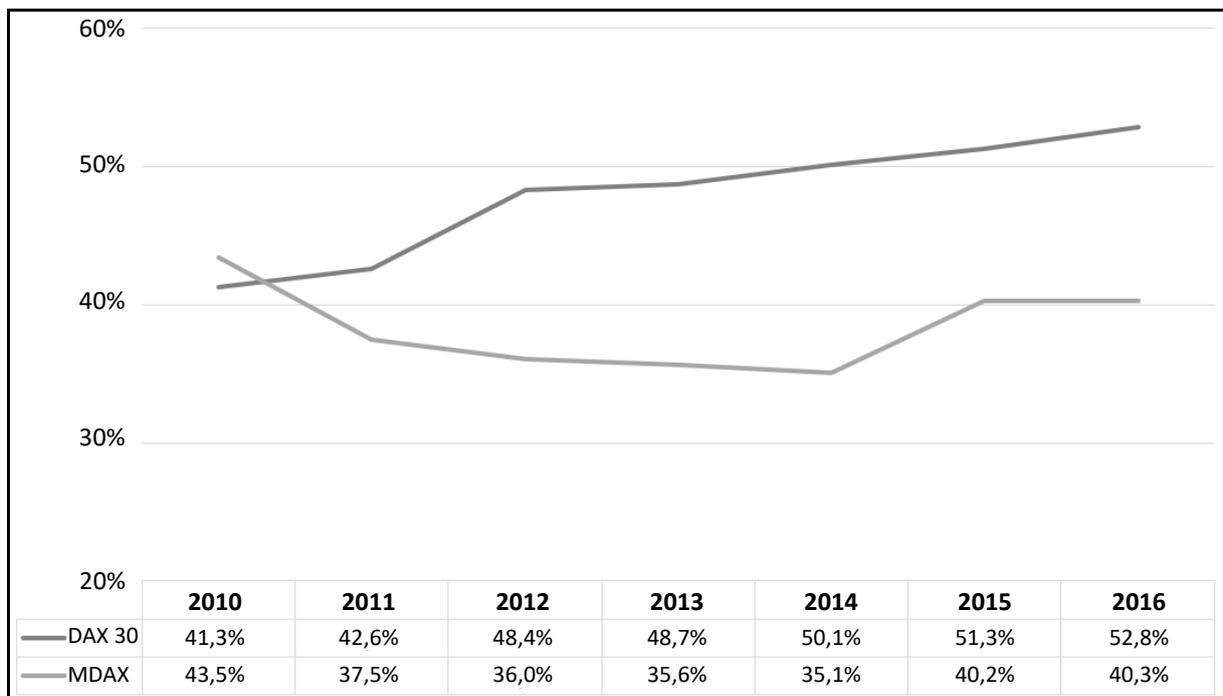


Abbildung 11: Corporate Governance Performance Score nach Thomson Reuters

(Quelle: vgl. Thomson Reuters, ESG Data)

### *Hard Activism*

Abschließend gehören ausschließlich finanziell getriebene Interventionen dem „Hard Activism“ an, deren Bewertungsgrundlage typischerweise die veröffentlichten Daten des Berichtswesens des Unternehmens darstellen, beispielsweise in Form von Jahresabschlüssen sowie Quartalsabschlüssen bzw. -mitteilungen. Wenngleich die drei Formen von Shareholder-Aktivismus inhaltlich zu trennen sind, so können sie in der Praxis gemeinsam in Erscheinung treten im Rahmen von persönlichen Gesprächen mit dem Management über Stimmrechtsausübung bis hin zum Verkauf der Anteile.

### *Die Rolle der Hedgefonds*

Die nachfolgenden Ausführungen richten den Fokus auf mögliche Merkmale und Einflussfaktoren, die Aufschluss darüber geben, warum insbesondere Hedgefonds geeignet sein könnten, als aktive Investoren aufzutreten. Dabei können die folgenden vier Eigenschaften aktiver Hedgefonds als Stellschrauben für eine optimalere Ausgestaltung der Beziehung zwischen Prinzipal und Agenten fungieren:

- (1) Organisationsstruktur
- (2) Absolute Return Ausrichtung
- (3) Gebühren- und Vergütungsstruktur
- (4) Regulatorisches Umfeld

Abschließend ist klarzustellen, dass sich keineswegs nur Hedgefonds aktiv einbringen können, sondern jeder Investor von seinen Rechten Gebrauch machen kann. Nichtsdestotrotz erscheint die Ausgangslage für Hedgefonds im Vergleich zu anderen Anlageklassen besonders attraktiv zu sein, sodass dieser Vermutung nachgegangen wird.

### **6.3. Prämissen und Beweggründe von Hedgefonds-Aktivismus**

Grundlegend folgt jede Hedgefonds-Beteiligung dem originären Ziel der Wertsteigerung des eingebrachten Kapitals. Unter Berücksichtigung des Shareholder-Value-Ansatzes bedeutet dies zum einen die Maximierung des ausschüttungsfähigen Gewinns in Form potenzieller (Sonder-)Dividendenausschüttungen sowie zum anderen für den Investor günstige Aktienkursentwicklungen. Um dieses Zielvorhaben zu erreichen, wird sich der aktiven Einflussnahme bedient, sodass die durch die Prinzipal-Agenten-Theorie beschriebenen Agentenkosten reduziert werden können (vgl. Kapitelabschnitt 4.2.2.1.). Der Hedgefonds-Aktivismus gründet auf dem vermuteten Wirkungszusammenhang zwischen effizienter Corporate Governance im Zielunternehmen und der zukünftigen erwarteten Unternehmenswertsteigerung.

Die unterstellten Annahmen dieses Ansatzes lauten:

- Die Unternehmensführung trägt maßgeblich zum Unternehmenserfolg bei, welche sich in ihrer Kompetenz und letztlich ihrer Entscheidungsgewalt ausdrückt.
- Die getroffenen Entscheidungen sind von der unternehmenseigenen Corporate Governance abhängig.
- Je geringer die Interessendivergenzen zwischen den Prinzipalen und Agenten sind, desto kleiner sind die durch die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt entstehenden Kosten im Sinne einer effizienten Corporate Governance.
- Die Investoren tragen einen entscheidenden Beitrag zur Wettbewerbssteigerung des Zielunternehmens bei.

Den aufgeführten Annahmen folgend lässt sich der Gedanke ableiten, dass das langfristige Unternehmensinteresse daraus bestehen müsse, eine aktive Zusammenarbeit zu fördern, bei der Unternehmen und Stakeholder gemeinsam auf die Wohlfahrtssteigerung des Unternehmens hinarbeiten unter Berücksichtigung sozialer, ökologischer und finanzieller Leitlinien (vgl. OECD, 2015, S. 41). Dieses Anspruchs nehmen sich die Forschungsfragen an,

die nicht zuletzt die Art und Messbarkeit des Erfolgs des Shareholder-Aktivismus sowie die Rolle aktiver Hedgefonds umfassen (vgl. Kapitelabschnitt 7.3.).

## **6.4. Strategien und Einflussnahmemöglichkeiten von aktivistischen Hedgefonds**

### **6.4.1. Strategien aktivistischer Hedgefonds**

Aktivistische Hedgefonds versuchen bei der Verfolgung ihrer Strategien sowohl faktischen als auch rechtlichen Einfluss auf die Zielunternehmen auszuüben, deren Klassifizierung sich nach Brav et al. (vgl. 2008, S. 1743) in die folgenden sieben Taktiken unterteilt.

Der Hedgefonds

- (1) strebt einen regulären Kommunikationsaustausch mit der Unternehmensführung mit dem Ziel der Erhöhung des Shareholder Values an;
- (2) strebt eine Vertretung innerhalb der Unternehmensführung ohne die Konfrontation des bestehenden Managements an;
- (3) reicht formale Anträge ein oder kritisiert das Unternehmen öffentlich zwecks Interessendurchsetzung;
- (4) droht mit rechtlichen Klagen oder Proxy-Fights, um direkt in der Unternehmensführung vertreten zu sein;
- (5) führt einen Proxy-Fight durch, um die Unternehmensführung teilweise oder vollumfänglich zu ersetzen;
- (6) verklagt das Unternehmen oder
- (7) strebt die Übernahme der Unternehmenskontrolle beispielsweise im Rahmen eines Übernahmeangebots an.

Die Erfolgsquote ist jedoch stark situationsabhängig, sodass keine allgemeingültige Erfolgsformel versprochen werden kann. Darüber hinaus unterscheiden sich die sieben Taktiken in ihrer Einflussnahme auf das Zielunternehmen. Auf der einen Seite beschneidet ein partnerschaftlicher, konstruktiver Dialog mit den Hedgefonds den Handlungsspielraum des Managements in erster Instanz kaum. Auf der anderen Seite können erfolgreich umgesetzte Übernahmeangebote den Einflussbereich eines Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieds entscheidend einschränken. Die Verfolgung der gewählten Maßnahmen des Hedgefonds gilt es aus Unternehmenssicht im Blick zu behalten, um frühzeitig gegensteuern zu können.

#### **6.4.2. Faktische Einflussnahme durch Hedgefonds**

Der faktische Einfluss ist immer dann gegeben, wenn kein Gebrauch von gesellschaftsrechtlichen Mitteln gemacht wird, sondern der informelle, häufig persönliche, Kontakt gesucht wird. Adressaten dieser Schreiben bzw. Gespräche sind häufig die in den Leitungsorganen des Zielunternehmens tätigen Personen, deren Vorgehensweise unter „Relationship Investing“ bekannt ist (vgl. Bratton; McCahery, 2015, S. 63). Bratton und McCahery (vgl. ebda, S. 63) führen jedoch an, dass die Auswirkungen eines solchen Aktivismus für die Aktionäre nur sehr schwer zu messen seien. Die Beziehungen zwischen institutionellen Investoren und Zielunternehmen bauen sich über mehrere Monate bzw. Jahre auf, sodass nicht auszuschließen ist, dass letztlich externe Faktoren die maßgeblichen Treiber des Unternehmenserfolgs oder -misserfolgs sind.

Trotz der vermeintlichen Schwierigkeiten bei der Messbarkeit des Erfolgs dieser informellen Einflussnahme kann diese Strategie aus Unabhängigkeitsgründen vorzugswürdig erscheinen, da Insidervorschriften nicht gelten und ein hohes Maß an Flexibilität für den Hedgefonds gewahrt bleibt.

Die häufig privat geführten Gespräche zwischen beiden Parteien verlaufen dabei nicht zwangsläufig im Interesse der Hedgefonds. Hedgefonds können in diesen Fällen auf ein weiteres Mittel der Eskalation in Form der (medienwirksamen) Androhung entweder des Verkaufs ihrer Anteile im Sinne der Exit-Strategie (vgl. Kapitelabschnitt 4.2.2.3.) oder mit möglichen personellen Konsequenzen für Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder zurückgreifen.

Aus Sicht der Hedgefonds könnte beispielsweise im Transaktionsumfeld die Ordnungsmäßigkeit des Vorstands bei der Ausübung der Geschäftsleitung in Frage gestellt werden (§ 84 Abs. 3 S. 2 AktG). Komplexe Transaktionen erfordern mitunter ein spezielles Fachwissen und Erfahrungswerte, von deren Vorhandensein, beispielsweise in Person des Finanzvorstands, letztlich der zukünftige Unternehmenserfolg abhängen kann. Wenngleich von der subjektiven Einschätzung eines oder mehrerer Hedgefonds keine allgemeingültige, zwangsläufige objektive Unfähigkeit abgeleitet werden kann, können diese vorgebrachten Äußerungen in Einzelfällen den Ausgangspunkt einer späteren Überprüfung der Eignung bis hin zu einer möglichen Abberufung einzelner Führungspersonen bilden.

### 6.4.3. Rechtliche Einflussnahme durch Hedgefonds

Genügt das Mittel der Androhung nicht, können rechtliche Schritte zur Interessenverfolgung eingelegt werden, wie beispielsweise die Stimmrechtsausübung im Rahmen der Hauptversammlung. Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass bei weitem nicht jede stimmberechtigte Person bzw. Gesellschaft tatsächlich von dem Recht der Ausübung Gebrauch macht. Brass (vgl. 2010, S. 55) stellt in diesem Zusammenhang eine schwindende Präsenz bei Hauptversammlungen deutscher börsennotierter AG fest. Da die Anwesenheit der ausgeübten Stimmrechte im Rahmen solcher Hauptversammlungen maßgeblich ist, ist es denkbar, dass Beschlüsse ausschließlich von Minderheitsgesellschaftern gefasst werden. Die sich aus der mangelnden Präsenz ergebende Überproportionalität der Stimmrechte ermöglicht den Hedgefonds, in Ausnahmefällen trotz ihrer Minderheitsbeteiligung Beschlüsse zu blockieren oder gar die Mehrheit der Stimmrechte für sich zu gewinnen, da entscheidende Anleger auf die Ausübung ihrer Stimmrechte verzichten.

Neben der häufig einmal im Jahr angesetzten ordentlichen Hauptversammlung können Minderheitsgesellschafter, die mindestens über fünf Prozent des Grundkapitals verfügen, unter Berücksichtigung entsprechender Fristen und Bedingungen einen Antrag auf eine außerordentliche Hauptversammlung stellen (§ 122 Abs. 1 AktG). Vor dem Hintergrund der Einberufung einer Hauptversammlung auf Verlangen von Minderheiten sei auf die inhaltliche Schwerpunktsetzung der Mitbestimmung hingewiesen, denn auf diesem Weg können Themen auf die Tagesordnung gesetzt werden, wenn diese hinreichend begründet wurden oder eine Beschlussvorlage vorliegt (§ 122 Abs. 2 AktG).

Hierzu zählt zum einen die unmittelbare Einflussnahme auf die Besetzung des Aufsichtsrats durch die Mitglieder der Hauptversammlung (§ 101 Abs. 1 AktG) sowie zum anderen die mittelbare Einflussnahme in Bezug auf die Bestellung des Vorstands durch den Aufsichtsrat (§ 84 Abs. 1 AktG). Im Rahmen der Hauptversammlung stehen Aktionären weitere Befugnisse, wie beispielsweise Rede- und Auskunftsrechte, zu (§ 131 AktG). Demnach können aktivistische Hedgefonds den geführten Debatten im Rahmen der Hauptversammlung durch die Ausübung ihrer Aktionärsrechte Nachdruck verleihen.

Die Androhung der Abberufung beispielsweise eines Aufsichtsratsmitglieds ist besonders wirksam, wenn der Hedgefonds selbst oder in Absprache mit gleichgesinnten Investoren über mehr als drei Viertel der Stimmrechte verfügt (vgl. Kapitelabschnitt 6.6.2.). Aufsichtsratsmitglieder können beispielsweise dann vorzeitig abberufen werden, wenn bei

ihrer Wahl kein entsprechender bindender Wahlvorschlag vorlag (§ 103 Abs. 1 S. 1 AktG). Ebenso kann Vorstandsmitgliedern das Vertrauen entzogen werden, denn der „Aufsichtsrat kann die Bestellung zum Vorstandsmitglied und die Ernennung zum Vorsitzenden des Vorstands widerrufen, wenn ein wichtiger Grund vorliegt“ (§ 84 Abs. 3 S. 1 AktG). Grobe Pflichtverletzungen der handelnden Person, die unterstellte Unfähigkeit zur ordnungsmäßigen Geschäftsführung oder ein Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung können hier ausschlaggebend sein (§ 84 Abs. 3 S. 2 AktG). Die Benennung eines „wichtigen Grundes“ stärkt die Unabhängigkeit des Vorstands und schützt die Minderheitsaktionäre zugleich.

Neben dem Bestreben, Einfluss auf die personelle Besetzung der obersten Organe einer Gesellschaft ausüben zu wollen, rücken Entscheidungen über Fusionen, Kapitalbeschaffungsmaßnahmen, Übernahmeangebote sowie Veräußerungen in den Fokus. Letztgenannte Entscheidungen sind besonders für Hedgefonds, die eine Merger-Arbitrage- oder Distressed-Debt-Strategie verfolgen (vgl. Kapitelabschnitt 5.4.2.), von hoher Relevanz. Während Erstere beispielsweise versuchen, günstige Übernahmekonditionen zu erwirken, indem Angebote zunächst blockiert werden, stellen Letztere auf niedrige Kaufpreise beim Anteilserwerbs ab, um einen hohen Einfluss im Zuge der Restrukturierung ausüben zu können. Nicht nur als Anteilseigner, sondern auch als Inhaber von Schuldpapieren können Hedgefonds auf solche Forderungen drängen.

Brass (vgl. 2010, S. 80) weist aus Gläubigersicht darauf hin, dass bei Erreichung etwaiger Sperrminoritäten Restrukturierungsmaßnahmen blockiert oder gar verhindert werden können. Daraus abgeleitet können Hedgefonds, unabhängig davon, ob Eigen- oder Fremdkapitalgeber, ein beträchtliches Drohpotenzial gegenüber den oberen Leitungsorganen entfalten. Der aufgezeigte Handlungsspielraum für aktivistische Hedgefonds kann mit informellen Gesprächen beginnen und über medial inszenierte Forderungen trotz ihrer Stellung als Minderheitsgesellschafter zu Mehrheitsbeschlüssen führen. Wenngleich der Erfolg der gewählten Vorgehensweise zwar nicht allgemeingültig vorhergesagt werden kann, steigt die Wahrscheinlichkeit mit zunehmendem Stimmrechtsanteil, der durch einen hohen Streubesitzanteil begünstigt wird.

## 6.5. Hedgefonds-Aktivismus bezogen auf Corporate Governance

Die beschriebenen Einflussmöglichkeiten erlauben es den Hedgefonds, auf unterschiedliche Weise ihre Ziele zu verfolgen. Brav et al. (vgl. 2008, S. 1741f) klassifizieren Hedgefonds-Aktivismus aufgrund der Heterogenität der veröffentlichten Absichten und Ziele in die folgenden fünf Kategorien:

- (1) Generelle Unterbewertung des Zielunternehmens bzw. Maximierung des Shareholder Value
- (2) Kapitalstruktur des Zielunternehmens
- (3) Geschäftsstrategie des Zielunternehmens
- (4) Verkauf des Zielunternehmens
- (5) Corporate Governance des Zielunternehmens

Den Untersuchungsergebnissen US-amerikanischer Börsenunternehmen zufolge tritt nach Brav et al. (vgl. ebda, S. 1742) zwar die Kategorie der generellen Unterbewertung bzw. die Maximierung des Shareholder Values mit über 48 Prozent aller Events am häufigsten auf, jedoch folgt die Kategorie Governance mit 36 Prozent bzw. 386 Events in dem Untersuchungszeitraum von 2001 bis 2006 und unterstreicht die praktische Bedeutung dieser Kategorie. Die hohe Relevanz dieser Form des Hedgefonds-Aktivismus verdeutlicht ebenfalls die Analyse der 250 größten US-amerikanischen börsennotierten Unternehmen nach Copland und O'Keefe (vgl. 2017, S.1) bei der mehr als ein Drittel aller Forderungen dem Corporate Governance Aktivismus zugeordnet werden konnten. Den Autoren zufolge betrifft dies Regeln für die Wahl, Zusammensetzung oder Struktur der Verwaltungsräte oder für die Befugnis der Aktionäre, unabhängig von den Sitzungen oder Maßnahmen des Verwaltungsrates zu handeln (vgl. ebda, S. 5). Deutsche Großkonzerne können selbstverständlich ebenfalls Forderungen von Hedgefonds ausgesetzt sein, die eine Zerschlagung bzw. den Verkauf einzelner Unternehmensbereiche fordern. Diese „Pure Play“-Hedgefonds, wie beispielsweise Elliott Management in gewissen Zügen, die die Zerschlagung von Thyssenkrupp (vgl. Knitterscheidt; Murphy, 2018) oder Bayer (vgl. Smolka; Jung, 2019) forderten, sind in diesen Fällen davon überzeugt, dass Teilbereiche („Sum of Parts“) eine höhere Bewertung erhalten als im Gesamtverbund („Conglomerate Discount“). Die im Mittelpunkt dieser Arbeit stehende Betrachtung der Corporate Governance richtet den Fokus primär auf eventuelle Veränderungen bei den Vorstands- oder Aufsichtsratsgremien, die auf Hedgefonds-Kampagnen zurückzuführen sind. Neben den personellen Änderungen sind Sonderprüfungen bis hin zu Klagen, die im Zusammenhang mit der Ausübung der Stimmrechte stehen können, denkbar (vgl. Kapitelabschnitt 8.2.2.).

## **6.6. Hedgefonds im Spannungsfeld von Corporate Governance**

### **6.6.1. Einordnung von Hedgefonds im Kontext von Corporate Governance**

Die Gewinnerzielungsabsicht wird jedem beteiligten Hedgefonds unterstellt. Vor dem Hintergrund der aktiven Einflussnahme auf das Zielunternehmen durch einen aktivistischen Hedgefonds ist eine Zuordnung Letzterer in Bezug auf den Shareholder-Value-Ansatz folgerichtig. Dem steht das deutsche Corporate Governance System gegenüber, welches vermehrt Merkmale des Stakeholder-Value-Ansatzes aufweist. In diesem Spannungsverhältnis ist fraglich, inwiefern insbesondere aktivistische Hedgefonds mit dem deutschen Corporate Governance System vereinbar sind.

Im Hinblick auf die Entwicklung des deutschen Corporate Governance Systems wird der bis heute anhaltende Transformationsprozess zu einem stärker angloamerikanisch geprägten Umfeld hin wie folgt deutlich. Finanzintermediäre, wie beispielsweise Banken, fungierten bereits in den 1950er und 1960er Jahren des vergangenen Jahrhunderts als primäre Fremd- und Eigenkapitalgeber großer deutscher Unternehmen, die häufig als „Deutschland-AG“ zusammengefasst wurden (vgl. Lutter, 2009, S. 125). Der Begriff beschreibt die Verflechtung der jeweiligen Unternehmen untereinander, sodass insbesondere Banken bis in die 1990er Jahre hinein zu Großaktionären aufstiegen (vgl. Gerke et al., 2009, S. 509).

Diesem Aufstieg standen neue rechtliche Gesetzgebungen insbesondere ab dem Jahr 2004 gegenüber, die Steuererleichterungen beim Verkauf von Anteilen durch Kapitalgesellschaften vorsahen (vgl. Hommer, 2014, S. 8). Die zunehmende Internationalisierung der Kapitalgeber um die Jahrtausendwende führte in Deutschland zu einer Transformation des Corporate Governance Systems. Dieser Trendwende haben sich unter anderem Hackethal et al. (vgl. 2005, S. 397f) und Achleitner et al. (vgl. 2010, S. 807) angenommen und stellen übereinstimmend ein Kontrollvakuum fest. Hackethal et al. (vgl. 2005, S. 405) sehen darüber hinaus ein kapitalmarktorientiertes System voraus, in dem die Grundzüge des Stakeholder-Value-Ansatzes weiterhin erkennbar bleiben, jedoch Verbesserungen im Anlegerschutz und die institutionelle Grundlage für die Kontrolle der Geschäftsführung stärker in den Vordergrund treten. Achleitner et al. (vgl. 2010, S. 807) zeigen auf, dass Hedgefonds insbesondere auf Unternehmen, die überwiegend im Familienbesitz gehalten werden, abzielen.

Die Rolle der Banken, als Fremdkapitalgeber für Unternehmen zu agieren, führt zu der Annahme, dass diese am mittelfristigen und kontinuierlichen Wohlfahrtsgedanken der Unternehmung maßgeblich interessiert sind, denn in der Regel erfolgen Zins- und Tilgungszahlungen über einen längeren Zeitraum. Sofern diese Zahlungen im vereinbarten Rahmen regelmäßig erfolgen, ist, insbesondere aus der Shareholder-Value-Perspektive, fraglich, inwieweit die Bank als Kontrollinstanz effektiv agiert. Vielmehr könnten Hedgefonds diesem Anspruch gerecht werden, da sie aufgrund ihrer aktivistischen Haltung und Durchsetzungsmöglichkeiten die Geschäftspolitik maßgeblich beeinflussen können. Demgegenüber wird das Argument der effektiven zusätzlichen Kontrollinstanz durch die Intransparenz der Hedgefonds selbst, gerade in Bezug auf die verbundenen Motive und Zielsetzungen, geschwächt.

Bis heute scheint diese Entwicklung fortzuschreiten, sodass Hedgefonds als logische Konsequenz dieses Prozesses angesehen werden. In diesem Zusammenhang spricht Spindler (vgl. 2009, S. 101) von Hedgefonds, die als belebendes Element für die Corporate Governance eines Unternehmens wahrgenommen werden. Gemeint ist hiermit die aktive Stimmrechtsausübung, die die Unternehmensführung derart unter Druck setzt, dass letztlich verstärkt auf die Aktionärsinteressen eingegangen wird.

### **6.6.2. Acting in Concert**

Den auf der einen Seite wünschenswerten Hedgefonds-Aktivismus, der zu einem Abbau der Informationsasymmetrie und letztlich zur Verringerung des Prinzipal-Agenten-Problems führt, steht der unerwünschte zu starke Einfluss einzelner Aktionäre auf die Unternehmensführung in Verbindung mit einer möglicherweise kurzfristigen Renditeabsicht auf der anderen Seite gegenüber.

Dieser schmale Grat stößt insbesondere an die Grenzen der rechtlichen Vorschriften des deutschen Gesetzgebers, denn die eigenverantwortliche Leitung des Unternehmens ist einzig dem Vorstand vorbehalten (§ 76 Abs. 1 AktG), sodass auch eventuelle Schadensersatzpflichten (§ 117 AktG) geregelt sind. Im Detail ist derjenige zum Schadensersatz gegenüber der Gesellschaft oder ihrer Aktionäre verpflichtet, der seinen Einfluss auf die Unternehmung vorsätzlich dazu nutzt, Maßnahmen zu veranlassen, die dem Unternehmenswohl entgegenstehen (§ 117 Abs. 1 AktG). Diese und weitere Treuepflichten

zwischen der AG und dem Aktionär, wie beispielsweise die Gleichbehandlung der Aktionäre, dienen zur Begrenzung von Interessenverfolgungen einzelner Aktionäre (§ 53 AktG).

Den skizzierten aktienrechtlichen Vorschriften steht das in der Praxis immer häufiger anzutreffende Phänomen des Acting in Concert, „Voting Group Concept“ oder auch „Wolfpacking“ genannt, entgegen (vgl. Coffee; Palia, 2016, S. 562ff). Die Begriffe stellen im Kern auf den Zusammenschluss einzelner beteiligter, häufig institutioneller Investoren, die im Rahmen dieser „Rudeltaktik“ gemeinsam beispielsweise auf eine Auszahlung an die Aktionäre (Sonderausschüttungen) bis hin zu der Zerschlagung der Gesellschaft drängen, ab. Becht et al. (vgl. 2017, S. 2934) konstatiert das bei der Auswertung von 1.740 aktivischen Interventionen knapp ein Viertel der vorgebrachten Forderungen in Verbindung mit dem Wolfpacking mehrerer Hedgefonds stehen. Mit dem Fokus auf die Renditeerfolge von Hedgefonds, die in Deutschland zwischen 2000 bis 2006 aktiv waren, kommen Bessler et al. (vgl. 2015, S. 116) zu übereinstimmenden Ergebnissen. Resümierend stellen Becht et al. (vgl. 2017, S. 2936) fest, dass diese formelle oder informelle Koordination die vielversprechendste Form von erfolgreichem Hedgefonds-Aktivismus ist und zu überdurchschnittlich hohen Renditen führt. Aus Sicht der Unternehmen oder anderer Aktionäre ist es häufig problematisch, den Nachweis zu erbringen, dass ein kollektives Zusammenwirken in Verbindung mit einer Treuepflichtverletzung vorlag.

Auf den vorliegenden Sachverhalt bezogen ist es denkbar, dass Hedgefonds sich die Strategie des Acting in Concert zunutze machen, um einen größtmöglichen Einfluss auf die Zielunternehmen auszuüben, denn im Verbund mit anderen gleichgesinnten Aktionären können einzelne geringe Stimmrechtsbeteiligungen zusammengenommen ein erhebliches Gewicht im Rahmen der Hauptversammlungen entfalten.

Bei der Einzelfalluntersuchung ist daher auf besondere Konstellationen zu achten, bei denen sich unterschiedliche Investoren im Zuge ihrer gemeinsamen Vorstellungen über die Ausrichtung des Zielunternehmens zusammenschließen.

### **6.6.3. Ansätze zur Reduzierung der Agentenkosten**

Anteilseigner sind der Gefahr ausgesetzt opportunistischem Managementverhalten ausgeliefert zu sein, sodass die Etablierung effizienter Kontrollmechanismen notwendig erscheint.

Neben unzähligen Kleinanlegern halten häufig einige wenige Großaktionäre beträchtliche Stimmrechtspakete (vgl. Anlagen 3 und 4), die mit großen Residualansprüchen einhergehen. Die Problematik der Free Rider (vgl. Kapitelabschnitt 4.2.2.2.) können Aktionäre durch ein Klagerecht in Bezug auf die Illoyalität des Managements, wie beispielsweise in den USA üblich, in Form von „Class Action Suits“ teilweise umgehen (vgl. Shleifer; Vishny, 1997, S. 752). In diesem Zusammenhang wirft Hommer (vgl. 2014, S. 41) die Frage auf, ob es eine Interessenkonvergenz zwischen Hedgefonds und der Unternehmensführung geben kann. Aktuelle Beispiele zeigen, dass aktivistische Hedgefonds in der Lage sind, Interventionen in nahezu jeglichem Umfang und jeglicher Richtung sowohl zu initiieren als auch zu verhindern. Bebchuk et al. (vgl. 2017, S. 106) geben jedoch zu bedenken, dass Hedgefonds nur dann aktiv eingreifen, wenn die Verbesserung der Corporate Governance eine signifikante Wertsteigerung verspricht. Dabei sind die Einflussmöglichkeiten vielfältig und können strategischer, personeller, finanzieller bzw. organisatorischer Natur sein mit dem allgegenwertigen Ziel der Renditesteigerung. Unabhängig davon, welche Maßnahmen tatsächlich ergriffen und verfolgt werden, unterstellen Kahan und Rock (vgl. 2007, S. 201), durch den Eingriff in das operative Geschäft eine erhöhte Kontrolle über die Managemententscheidungen zu erlangen, die letztlich zur Senkung der Agentenkosten und zu einer Wertsteigerung führen. Bebchuk et al. (vgl. 2017, S. 104) führen des Weiteren drei Faktoren an, die Hedgefonds im Vergleich zu anderen Vermögensverwaltern befähigen können als effizientere Prinzipale aufzutreten und damit entscheidend zur Reduzierung der Agentenkosten beizutragen:

- Mehr Möglichkeiten der Allokation eigener Assets
- Einsatz von Leverage
- Besonderheiten der Vergütungsstruktur

Diesem wünschenswerten Szenario steht jedoch die Tatsache entgegen, dass durch die aktive Kontrollinstanz ein neuer Interessenkonflikt zwischen Hedgefonds und Management entstehen kann. Diese Verlagerung der Problematik birgt zusätzlich die Gefahr, dass Einzelinteressen des Hedgefonds, beispielsweise aufgrund divergierender Investmenthorizonte, zum Nachteil der anderen Aktionäre durchgesetzt werden könnten.

In Anbetracht der tatsächlichen Stimmrechtsansprüche gegenüber deutschen Kapitalgesellschaften scheint die Dominanz der Verwirklichung von Partikularinteressen seitens der Hedgefonds in der Praxis jedoch fraglich. Denn die häufig prozentual einstelligen Besitzansprüche führen zu Abhängigkeiten gegenüber Großaktionären, die häufig

zweistellige Stimmrechtsansprüche aufweisen. Daher werden Hedgefonds aus Sicht der Großaktionäre zum Subjekt der Kontrolle, wenngleich aktivistischen Hedgefonds die Rolle einer Kontrollinstanz gegenüber dem Management nicht abgestritten werden kann.

## 7. Forschungsbeitrag dieser Arbeit<sup>4</sup>

### 7.1. Eingrenzung des Forschungsgebiets

Das zu untersuchende Forschungsgebiet behandelt thematisch die Schnittstelle zwischen Shareholder-Aktivismus (vgl. Kapitelabschnitt 6.) auf der einen und Corporate Governance (vgl. Kapitelabschnitt 4.) auf der anderen Seite. Neben dieser grundsätzlichen thematischen Einordnung des Forschungsvorhabens werden zwei weitere Abgrenzungen vorgenommen. Einerseits wird der zu analysierende Investorentyp in Form der Hedgefonds (vgl. Kapitelabschnitt 5.) klar definiert. Vergleiche zu anderen Investoren wie beispielsweise Private Equity oder sonstigen institutionellen Anlegern sind nicht vorgesehen. In Bezug auf den angesprochenen Aktivismus werden passive Indexfonds und nicht öffentliche Forderungen nicht berücksichtigt.

Andererseits wird eine geografische Eingrenzung in Form der zu untersuchenden deutschen Zielunternehmen und der damit einhergehenden Anwendbarkeit des DCGK vorgenommen. Unternehmen, die nicht an der Frankfurter Wertpapierbörse zwischen 2010 und 2015 in einem der zu untersuchenden Börsenindizes (DAX 30, MDAX, SDAX und TecDAX) gelistet waren, werden folglich aus der Untersuchung ausgeschlossen.

Das sich aus dieser Eingrenzung abgeleitete Forschungsgebiet kennzeichnet den Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland, der zum gegenwärtigen Zeitpunkt auf eine vergleichsweise kurze Vergangenheit zurückblickt. Eine Ausarbeitung des Deutschen Bundestages (vgl. 2018, S. 4) konstatiert, dass Shareholder-Aktivismus unter der aktienrechtlichen Perspektive erst seit einigen Jahren in der Fachliteratur behandelt wird.

Internationale Studien belegen bereits die zunehmende globale Bedeutung des Fachgebiets und den Zugewinn an Popularität in Wissenschaft und Wirtschaft. Diese Entwicklung bestätigen unter anderem Allaire und Dauphin (vgl. 2016, S. 280), die feststellen, dass Hedgefonds-Aktivismus in den letzten Jahren große Beachtung in der Presse gefunden, hitzige Debatten ausgelöst und im Mittelpunkt vieler akademischer Forschungen gestanden habe. Diesen Trend bescheinigen ebenfalls Boyson und Mooradian (vgl. 2011, S. 170) sowie Thies (vgl. 2018, S. 23). Thies (vgl. ebda, S. 23) schreibt dem Fachgebiet eine derart hohe

---

<sup>4</sup> Abweichende Überschrift zur obligatorischen Vorlage mit dem Advisor abgestimmt und entsprechend blau hervorgehoben.

Informationsnachfrage aus der Forschung und Praxis zu, sodass in der Konsequenz die Anzahl kommerzieller Datenbankanbieter steigen werde.

Erste umfangreichere deutsche Studien datieren einige Jahre zurück. Hierzu zählt unter anderem die Analyse von Klein und Franke (vgl. 2008, S. 15ff), die die namhaften Zielunternehmen Tui, Balda und CeWe Color umfasst und damit einen Nachweis für Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland erbringt.

Zusammengefasst lässt sich das Forschungsvorhaben zugeschnitten auf das Forschungsgebiet sowohl hinsichtlich der Art der Investoren in Form von Hedgefonds als auch auf deren Aktivismus bei den Zielunternehmen hinsichtlich Corporate Governance mit Hinblick auf den DCGK unter den Rahmenbedingungen deutscher börsennotierter Unternehmen in dem Zeitraum von 2010 bis 2015 eindeutig eingrenzen.

## **7.2. Forschungslücke**

Diesem Anliegen, Shareholder-Aktivismus in Verbindung mit Corporate Governance untersuchen zu wollen, nahmen sich bereits einige nationale wie internationale Wissenschaftler an. Zur Veranschaulichung der aufzuzeigenden Forschungslücke werden die in dieser Arbeit verwendeten Studien den drei folgenden Unterkategorien von Corporate Governance zugeordnet:

- Unternehmenswertsteigerung
- Prinzipal-Agenten-Theorie
- DCGK

Es folgt eine Beschreibung und Erläuterung der Relevanz für das Forschungsvorhaben für jede der drei Unterkategorien von Corporate Governance, welche zum Verständnis der Abbildung 12 erheblich beiträgt.

### *Unternehmenswertsteigerung*

Die angesprochene Abbildung 12 verdeutlicht, dass bereits zahlreiche Studien vorliegen, die sich mit der Veränderung von Corporate Governance hervorgerufen durch institutionelle Investoren und die Auswirkungen auf die Unternehmenswertsteigerung bzw. die Rendite für die Investoren beschäftigen. Dieses Forschungsfeld wurde insbesondere von US-amerikanischen Studien über die letzten 20 Jahre intensiv untersucht (vgl. Denes et al, 2015, S. 37). In jüngster Vergangenheit rückte dieser Bereich auch zunehmend in den Fokus

deutscher Wissenschaftler (vgl. Engert, 2019, S. 1), die den Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland und dessen Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung auf den Prüfstand stellten.

Für die vorliegende Arbeit ist es ebenfalls von hoher Bedeutung die Auswirkungen des Hedgefonds-Aktivismus im Hinblick auf die Unternehmenswertsteigerung zu überprüfen, da bewertungsrelevante Corporate Governance Änderungen möglicherweise anhand der DCGK-Entsprechenserklärungen frühzeitig ablesbar sind.

### *Prinzipal-Agenten-Theorie*

Darüber hinaus gibt es einzelne Arbeiten zum Thema Prinzipal-Agenten-Theorie, die den Shareholder-Aktivismus in Bezug auf Hedgefonds sowie andere Investmentfonds untersuchen. Bebchuk et al. (vgl. 2017, S. 109) halten beispielsweise fest, dass Hedgefonds-Manager aufgrund ihrer Incentivierung im Vergleich zu anderen Investmentfonds-Managern besser zur Reduzierung der Agentenkosten geeignet sind. Bezogen auf den vorliegenden Fall erscheint die Untersuchung dieses Teilgebiets gemessen an der geringen Anzahl der vorliegenden Arbeiten notwendig zu sein, sodass diese Arbeit eine Untersuchung der Kleinaktionäre im Sinne der Free-Rider-Problematik in Verbindung mit dem Hedgefonds-Aktivismus unternimmt.

### *DCGK*

Abschließend liegen bereits einige Forschungsarbeiten zur Anwendung des DCGK vor, welche jedoch bislang nicht explizit den Fokus auf Hedgefonds richten. Dennoch bieten diese Studien nicht nur Orientierung im wissenschaftlichen Umgang mit dem DCGK, sondern belegen zugleich die hohe Akzeptanz des DCGK in der Praxis und in der Wissenschaft. Zu den ersten Untersuchungen zählen Drobetz et al. (vgl. 2003, S. 25f), die ähnlich wie Goncharov et al. (vgl. 2006, S. 442) drei Jahre später einen positiven Zusammenhang zwischen einer hohen Entsprechensquote des DCGK und des jeweiligen Unternehmenserfolgs feststellten. Erstgenannte gaben für die Ergebnisse ihrer Regressionsanalyse für die 91 analysierten Unternehmen drei mögliche Erklärungen ab (vgl. Drobetz et al., 2003, S. 25f):

- Erstens führen die verschiedenen unternehmensspezifischen Corporate Governance Systeme zu unterschiedlichen Agentenkosten für die jeweiligen Unternehmen, welche zu Beginn der Betrachtungsperiode nicht adäquat im Aktienkurs reflektiert wurden. Sobald die Investoren dies realisierten, zahlten sie entweder einen Auf- oder einen Abschlag. Über die

Betrachtungsperiode konnte nachgewiesen werden, dass die Leistungskennzahlen der Unternehmen mit besserer Corporate Governance aufgrund niedrigerer Agentenkosten überdurchschnittlich anstiegen. In letzter Konsequenz drückte sich dieser positive Effekt in einem Kursanstieg aus.

- Zweitens können aktive Aktionäre auf gewisse Schwächen von Corporate Governance hinweisen, welche in der Folge behoben werden können. Dies wird als „Closing the Value Gap“-Effekt beschrieben. Der zielgerichtete Aktivismus kann daher von erheblicher Bewertungsrelevanz sein und als Rechtfertigung für die unternommenen Anstrengungen dienen.
- Drittens wird der „Noise“-Effekt aufgeführt. Unvorhergesehene, spontane Verbesserungen der Corporate Governance, beispielsweise hervorgerufen durch eine unerwartete Änderung der Veröffentlichungspflichten, mindern die zu erwartete Kapitalrendite der Investoren, sodass der Aktienkurs steigt.

Die beschriebenen positiven Effekte von Hedgefonds-Aktivismus spiegeln jedoch nur die eine Seite des wissenschaftlichen Diskurses wider. Auf der anderen Seite konnten Nowak et al. (vgl. 2005, S. 252) und Bassen et al. (vgl. 2006, S. 375) keine Kausalitäten im Rahmen ihrer durchgeführten Eventstudien nachweisen. Letztere konnten jedoch in einer späteren Studie mit einer Grundgesamtheit von 100 Unternehmen für ausgewählte Empfehlungen des DCGK einen überwiegend, bei drei von vier getesteten Leistungskennzahlen, positiven Nachweis erbringen (vgl. Bassen et al., 2009, S. 395).

Die nachfolgende Abbildung veranschaulicht die dieser Arbeit zugrundeliegenden empirischen Arbeiten zum Thema Shareholder-Aktivismus und Corporate Governance, und ordnet jede Arbeit, ihres Schwerpunktes entsprechend, einer der drei genannten Unterkategorien von Corporate Governance zu. Abhängig von der Ausrichtung der untersuchten Investoren wird zwischen Hedgefonds und anderen Investmentfonds unterschieden. Eine detaillierte Übersicht aller genannten Arbeiten ist der Anlage 5 zu entnehmen.



In Anlehnung an den Titel dieser Arbeit liegt die zu bearbeitende Forschungslücke folglich in der Untersuchung des Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland in Bezug auf die Auswirkungen der Corporate Governance im Sinne des DCGK.

Der dargestellte Ausschnitt der Fachliteratur verdeutlicht zudem die Breite des Fachgebiets und untermauert zugleich den Anspruch sowie die Relevanz, einen wissenschaftlichen Beitrag zu erbringen. Darüber hinaus ist fraglich, inwiefern Hedgefonds-Aktivismus unter ethischen Gesichtspunkten in der Praxis wahrgenommen wird. Eine entsprechende Einschätzung ist unter Berücksichtigung von Marktdaten nur schwer vorzunehmen, sodass auf die Einschätzungen der Experten abgestellt wird.

Die im Rahmen dieser Arbeit aufgezeigte Forschungslücke wird durch die nachfolgenden drei Merkmale beschrieben:

- *Aktualität und Relevanz*

Die dargestellten Eventstudien liegen bereits einige Jahre zurück. Zu dieser Zeit war der DCGK erst kürzlich vorgestellt und eingeführt worden. Fraglich ist daher, inwiefern und zu welchen Ergebnissen die vorliegende Eventstudie mit aktuellerem Datum kommt, da in der Literatur aus heutiger Sicht bereits von einem etablierten DCGK die Rede ist (vgl. Döll, 2018, S. 209 und Stiglbauer; Velte, 2012, S. 17). Zudem unterstreichen die jüngsten öffentlichen Forderungen, beispielsweise von Elliott Management bei Bayer, E.ON und Thyssenkrupp, die anhaltende hohe Bedeutung des Aktivismus in Deutschland (vgl. Kapitelabschnitt 1.).

- *Umfang*

Der Vergleich von vier Börsenindizes (DAX 30, MDAX, SDAX und TecDAX), mit einer Grundgesamtheit von über 200 potenziellen Zielunternehmen (vgl. Anlage 6) über einen Zeitraum von sechs Jahren (2010 bis 2015), erscheint unter Einbeziehung des DCGK ein Novum darzustellen. Die umfangreiche Analyse deutscher börsennotierter Unternehmen soll zu einer differenzierten Aussagekraft der Ergebnisse in Bezug auf die Größe bzw. Notierung der Zielunternehmen führen. Darüber hinaus sind etwaige Branchenvergleiche denkbar. Aufgrund der aufgezeigten Anomalien, die bei der Verwendung einzelner Hedgefonds-Datenbanken auftreten können, wird eine Einzelfalluntersuchung für jedes einzelne potenzielle Zielunternehmen durchgeführt. Des Weiteren gibt die Expertenumfrage mit knapp 50 ausgefüllten Fragebögen ein umfangreiches Bild der Praxis wieder.

- *Methodisches Vorgehen*

Nicht nur der intensiven Einzelfalluntersuchung jedes Zielunternehmens, sondern auch den angegebenen Gründen möglicher Abweichungen im Rahmen der Entsprechenserklärungen des DCGK wird eine hohe Bedeutung zugemessen. Die inhaltliche Auseinandersetzung mit den Abweichungen geht deutlich über die rechnerische Ermittlung von DCGK-

Entsprechensquoten hinaus und ist unerlässlich bei der Bestimmung möglicher Auswirkungen des Hedgefonds-Aktivismus auf die Corporate Governance der Zielunternehmen. Abschließend ermöglichen die Einschätzungen von knapp 50 branchenübergreifenden Experten die Validierung bzw. Relativierung der statistischen Ergebnisse, sodass ein hoher Praxisbezug gewährleistet wird.

Zusammengefasst charakterisiert die Forschungslücke eine hohe praktische Relevanz für Investoren, Unternehmen und Wissenschaft, mit dem Ziel ein besseres Verständnis über Hedgefonds in Deutschland und deren Auswirkungen auf Corporate Governance im Sinne des DCGK zu gewinnen.

### **7.3. Forschungsfragen**

#### **7.3.1. Zentrale Forschungsfrage dieses Forschungsvorhabens**

Im Mittelpunkt dieser Arbeit stehen die folgende zentrale Forschungsfrage sowie die weiteren Forschungsfragen in den nächsten Kapitelabschnitten, welche aus dem Erkenntnisinteresse, der Zielsetzung der Arbeit und letztlich dem dargestellten Diskurs der bestehenden Forschung sowie der eigenen Wertung abgeleitet wurden:

*Welche Auswirkungen haben Hedgefonds auf die Corporate Governance deutscher börsennotierter Unternehmen im Sinne des DCGK?*

Der Beantwortung dieser übergeordneten Fragestellung wird sich wie folgt genähert.

#### **7.3.2. Forschungsfragen hinsichtlich Zielunternehmen**

*Frage 1: Welche Unternehmen sind von Hedgefonds-Aktivismus betroffen, und wie lassen sich diese nach Branche und Börsenindizes klassifizieren?*

### 7.3.3. Forschungsfragen hinsichtlich Hedgefonds-Aktivismus

#### 7.3.3.1. Art des Hedgefonds-Aktivismus

*Frage 2: Welche Ziele werden von Hedgefonds verfolgt, und wie erfolgreich sind sie bei deren Umsetzung?*

*Frage 2.1: Welchen Einfluss nehmen Hedgefonds auf die Unternehmensführung, beispielsweise in Form der Besetzung des Vorstands und Aufsichtsrats?*

*Frage 2.2: Welchen Einfluss nehmen Hedgefonds auf die Dividendenausschüttung?*

*Frage 2.3: Reduziert Hedgefonds-Aktivismus die im Zuge der zu trennenden Eigentum- und Kontrollverhältnisse entstehenden Kosten im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie?*

*Frage 3: Welche Erkenntnisse lassen sich über die aktiven Hedgefonds, die Höhe und die Dauer ihrer entsprechenden Beteiligung gewinnen?*

#### 7.3.3.2. Marktreaktion auf Hedgefonds-Aktivismus

*Frage 4: Besteht ab dem Zeitpunkt des ersten Einstiegs oder der ersten Forderung eines aktiven Hedgefonds eine Überrendite des Aktienkurses?*

*Frage 5: Führt das maßgebliche Vorliegen von Großaktionären, wie beispielsweise Familien oder staatlichen Beteiligungen, zu einer Überrendite relativ zum entsprechenden Börsenindex?*

*Frage 6: Erzielen Unternehmen mit höherem Streubesitzanteil höhere positive Renditen im Vergleich zu Unternehmen mit geringerem Streubesitzanteil?*

*Frage 7: Wie verhält sich die Umschlagshäufigkeit der gehandelten Aktien eines Zielunternehmens ab dem Einstieg sowie der ersten Forderung eines aktiven Hedgefonds?*

#### **7.3.4. Forschungsfragen hinsichtlich Corporate Governance im Sinne des DCGK**

*Frage 8: Inwieweit wird den Vorgaben, Empfehlungen und Anregungen des DCGK entsprochen, und welchen Einfluss hat der Hedgefonds-Aktivismus auf deren Umsetzung?*

*Frage 9: Welchen Bezug nehmen die Unternehmen auf die Kodex-Empfehlungen im Sinne des comply or explain-Prinzips? Welche Abweichungen und Gründe liegen für eine eingeschränkte oder keine Entsprechung vor, und werden diese transparent begründet?*

*Frage 10: Inwiefern werden die Interessen von Großanlegern im Allgemeinen und Hedgefonds im Speziellen im Rahmen des DCGK abgesichert?*

## **8. Methodisches Vorgehen**

### **8.1. Methodik und Gang der Untersuchung**

#### **8.1.1. Bestimmung der Grundgesamtheit potenzieller Zielunternehmen**

Das Forschungsvorhaben umfasst die Untersuchung aller aktiven Hedgefonds-Beteiligungen an Unternehmen, die in dem Zeitraum vom 1. Januar 2010 bis zum 31. Dezember 2015 im DAX 30, MDAX, SDAX oder TecDAX der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet waren. Da für diese Eventstudie aufgrund der dargelegten Anomalien (vgl. Kapitelabschnitt 5.7.) auf keine allgemeingültige Datenbank zurückgegriffen werden kann, wurde eine entsprechende Datengrundlage selbst erstellt und validiert.

Im ersten Schritt wird eine Übersicht aller börsennotierter Unternehmen der vier genannten Börsenindizes in dem betrachteten Zeitraum erstellt. Im zweiten Schritt werden die Details zu den entsprechenden (mitteilungspflichtigen) Anteilsbesitzen sowie die exakte Dauer der jeweiligen Notierungen in einem der vier Indizes ergänzt. Dem Transparenzgedanken folgend schreibt der deutsche Gesetzgeber Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten (§ 33 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)) vor.

Bei der Zusammenstellung ist zu beachten, dass die quartalsweise erfolgende Überprüfung der jeweiligen Zusammensetzung der Indizes durch die Deutsche Börse selbst durchgeführt wird (vgl. Deutsche Börse, 2019). In der Folge kann es zur Auf- oder Herausnahme einzelner Unternehmen kommen, die gewissen (Größen-)Kriterien entsprechen müssen, um in einem der vier Indizes notiert zu sein.

Unter Berücksichtigung möglicher Änderungen der Zusammensetzungen der einzelnen Börsenindizes wurden für die betrachteten sechs Jahre jeweils zur Monatsmitte und zum Monatsende für alle vier Börsenindizes die „Index Composition Reports“ zusammengetragen und auf mögliche Änderungen überprüft. Die Rohdaten wurden in Form der Index Composition Reports (vgl. Deutsche Börse, 2018) abgerufen und für Zwecke dieser Untersuchung entsprechend aufbereitet.

Im Zeitraum von 2010 bis 2015 wurden zahlreiche Änderungen in den Zusammensetzungen der vier Börsenindizes verzeichnet, sodass zunächst für die Untersuchung insgesamt 221 Unternehmen betrachtet werden (vgl. Anlage 6).

Die 221 Unternehmen setzen sich zum 31. Dezember 2015 aus jeweils 30 DAX 30 und TecDAX, jeweils 50 MDAX und SDAX Unternehmen sowie folgerichtig 61 Unternehmen, die im Betrachtungszeitraum kurzzeitig in einem der vier Indizes gelistet waren, zusammen. In der betrachteten Periode konnten bei 27 Unternehmen ein oder mehrere Wechsel zwischen den Indizes festgestellt werden.

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass etwaige Namensänderungen der Emittenten bis einschließlich dem 31. Dezember 2017 berücksichtigt und Doppelzählungen vermieden wurden. Hierzu zählen die folgenden Gesellschaften:

#	Vor Namensänderung	Nach Namensänderung
1	EADS (European Aeronautic Defence and Space)	Airbus Group
2	Balda	Clere
3	Prime Office	Deutsche Office
4	GSW Immobilien	Deutsche Wohnen
5	Gildemeister	DMG Mori
6	Arques Industries	Gigaset
7	Deutsche Annington Immobilien	Vonovia
8	Tipp 24	ZEAL Network

Tabelle 1: Namensänderungen von Zielunternehmen im Zeitraum vom 1. Januar 2010 bis 31. Dezember 2017  
(Quelle: eigene Darstellung)

## 8.1.2. Identifikation der Anteilsbesitze an den Zielunternehmen

### 8.1.2.1. Dreistufige Vorgehensweise bei der Hedgefonds-Identifizierung

Nachdem die Grundgesamtheit aller potenziellen Zielunternehmen bestimmt wurde, folgt die Überprüfung möglicher Hedgefonds-Beteiligungen in drei Schritten:

- (1) Im ersten Schritt wird eine von der BaFin verwaltete und öffentlich einsehbare Datenbank als Ausgangsgrundlage herangezogen (vgl. Kapitelabschnitt 8.1.2.2.).
- (2) Im zweiten Schritt validiert bzw. ergänzt ein kostenpflichtiger Abruf der Activist-Insight-Datenbank die Datengrundlage (vgl. Kapitelabschnitt 8.1.2.3.).
- (3) Im dritten und abschließenden Schritt wird eine Einzelfalluntersuchung für alle potenziellen 221 Zielunternehmen in Verbindung mit entsprechenden Hedgefonds-Beteiligungen durchgeführt (vgl. Kapitelabschnitt 8.1.2.4.).

Dieser zielgerichtete Ansatz verspricht, einen hohen Detaillierungsgrad über alle öffentlich bekannt gewordenen Hedgefonds-Kampagnen in dem genannten Zeitraum für die anschließende Analyse zu erlangen.

### 8.1.2.2. BaFin-Datenbank der bedeutenden Stimmrechtsanteile

Gemäß den Vorschriften im WpHG dient die von der BaFin geführte Datenbank bedeutender Stimmrechtsanteile (vgl. BaFin, 2018a) der primären Bestimmung der Mitteilungspflichten von Meldepflichtigen. Meldepflichtig ist der Investor, der „durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 3 Prozent, 5 Prozent, 10 Prozent, 15 Prozent, 20 Prozent, 30 Prozent oder 75 Prozent der Stimmrechte aus ihm gehörenden Aktien an einem Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, erreicht, überschreitet oder unterschreitet“ (§ 33 Abs. 1 S. 1 WpHG).

Im Rahmen der Nutzung der Datenbank weist die BaFin auf ihrer Internetseite auf die folgenden zwei Eigenschaften im Umgang mit der Datenbank hin. Einerseits ist in Betracht zu ziehen, „dass Veränderungen des Stimmrechtsanteils zwischen den Schwellenwerten [...] keine Mitteilungspflicht auslösen“ (BaFin, 2018b), andererseits ist zu beachten, dass Stimmrechtsmeldungen, die unterhalb des jeweils niedrigsten anzuwendenden Schwellenwerts von drei bzw. fünf Prozent liegen, „nicht in der Datenbank recherchierbar sind“ (BaFin, 2018b), sodass weder auf Vollständigkeit noch Richtigkeit an dieser Stelle abgestellt werden kann.

Der Abruf der BaFin-Datenbank am 31. Dezember 2015 für die Jahre 2010 bis 2015 enthält 859 Meldepflichtige für die zuvor ermittelten 221 potenziellen Zielunternehmen. Der Gesamtexport umfasst neben dem Emittenten und dem Veröffentlichungsdatum nicht nur den entsprechenden Meldepflichtigen, sondern darüber hinaus auch dessen aktuellen Stimmrechtsanteil. Eine Kategorisierung der Meldepflichtigen durch die BaFin beispielsweise nach Hedgefonds bleibt aus. Daher gilt es, die aufgeführten Meldepflichtigen mit hinreichender Sicherheit als Hedgefonds zu identifizieren. Das Vorliegen einer solchen Beteiligung wird als hinreichend sicher eingeschätzt, wenn die in der Literatur bzw. Praxis einschlägigen Datenbanken einen Meldepflichtigen als Hedgefonds aufführen. Der doppelte Validierungsansatz ist in der Literatur gebräuchlich (vgl. Kapitelabschnitt 5.6.2.2.) und wird daher im Fortlauf bei weiteren Überprüfungen befolgt.

Ein Abgleich zwischen verschiedenen Hedgefonds-Datenbanken (vgl. Anlage 7) sowie einer anschließenden Einzelfallprüfung durch Bloomberg überprüft, ob es sich bei einem Meldepflichtigen um einen Hedgefonds handelt.

Unter den Meldepflichtigen sind zahlreiche natürliche Personen zu finden. Diese können ebenfalls in unmittelbarer Verbindung zu einem Hedgefonds stehen, sodass jene mit besonderer Sorgfalt zu prüfen sind.

Im Ergebnis konnten im abgerufenen Datensatz der BaFin-Datenbank 45 Meldepflichtige als Hedgefonds identifiziert werden, welche sich über 19 Emittenten verteilen (vgl. Anlage 8).

Darüber hinaus lassen sich die Meldepflichtigen wie folgt klassifizieren:

<b>Meldepflichtige Investoren: Hedgefonds</b>	<b>45</b>
Einzelpersonen	197
Inländische Unternehmen, Verbände und Lebensversicherungen	184
Vermögensverwalter	177
Ausländische Unternehmen, Verbände und Lebensversicherungen	154
Investmentfonds	27
Staatliche Investoren	27
Stiftungen	26
Private Equity und Venture Capital Investoren	22
<b>Meldepflichtige Investoren: keine Hedgefonds</b>	<b>814</b>
<b>Summe der meldepflichtigen Investoren</b>	<b>859</b>

Tabelle 2: Klassifizierung der meldepflichtigen Investoren laut BaFin-Datenbank für den Zeitraum 2010 bis 2015

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Tabelle unterstreicht die hohe Heterogenität der Gruppe der Aktionäre (vgl. Kapitelabschnitt 4.2.5.), deren trennscharfe Klassifizierung nach Hedgefonds beizubehalten ist. Eine Aussage darüber, ob aktivistische Ziele mit der korrespondierenden Beteiligung verfolgt werden, kann zu diesem Zeitpunkt noch nicht getroffen werden. Darüber hinaus wird das angegebene Veröffentlichungsdatum aus der BaFin-Datenbank vernachlässigt, um mögliche Verzerrungen aufgrund von Korrekturmeldungen zu vermeiden. Stattdessen werden diese Daten im Zuge der Einzelfallprüfung mittels der Abfrage in Factiva zusammengetragen, um die Richtigkeit der Datumsangaben sicherzustellen und die Berechnung von Renditen im Rahmen dieser Eventstudie zu ermöglichen.

### 8.1.2.3. Datenabfrage mittels Activist Insight

Der zweite Ansatz der Validierung sowie eine Erweiterung der Datengrundlage bestehen in der Verwendung einer kostenpflichtigen Datenabfrage von Activist Insight (vgl. 2017), um zum einen die bestehenden Informationen zu validieren und zum anderen weiterführende Informationen zu erhalten. Ein Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit in Bezug auf Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland kann dennoch nicht erhoben werden. Dies liegt

einerseits daran, dass nicht transparent nachvollzogen werden kann, welche Hedgefonds bzw. Beteiligungen in der Datenbank hinterlegt sind, und andererseits keine Einsicht in die Abfrageparameter im Sinne des Sample Selection Bias (vgl. Kapitelabschnitt 5.7.2.) bereitgestellt wurde.

Der von Activist Insight erhaltene Auszug enthält Daten vom 1. Januar 2010 bis zum 30. September 2017 und besteht aus zwei Datensätzen. Auf der einen Seite sind dort die getätigten Investitionen von „Aktivisten“ in deutsche börsennotierte Unternehmen angegeben. Auf der anderen Seite werden die damit verbundenen Forderungen an diese Zielunternehmen aufgelistet. Die Analyse der getätigten Investitionen hat ergeben, dass die Datensätze 27 potenzielle aktivistische Hedgefonds-Beteiligungen an 24 unterschiedlichen deutschen börsennotierten Unternehmen beinhalten. Ausgeschlossen wurden Beteiligungen, die nicht eines der ermittelten Zielunternehmen betreffen und die nicht eindeutig dem Betrachtungszeitraum zugeordnet werden konnten sowie Aktivisten, die keine Hedgefonds sind.

<b>Gesamtzahl aktivistischer Investitionen</b>	<b>109</b>
Abzüglich der für die Eventstudie irrelevanten Zielunternehmen	(29)
Abzüglich der Investitionen, die erstmalig nach dem 31.12.2015 getätigt wurden	(20)
Abzüglich der Investitionen, die nicht datiert sind	(20)
Abzüglich der Aktivisten, die keine Hedgefonds sind	(13)
<b>Zwischensumme aufgrund von Ausschlusskriterien</b>	<b>(82)</b>
<b>Summe potenzieller aktivistischer Hedgefonds-Beteiligungen</b>	<b>27</b>

Tabelle 3: Aktivistische Investitionen nach Activist Insight

(Quelle: eigene Darstellung)

Zu den für diese Arbeit irrelevanten Zielunternehmen zählen Unternehmen, die nicht in dem Untersuchungszeitraum 1. Januar 2010 bis 31. Dezember 2015 in einem der vier Börsenindizes notiert waren. Hinsichtlich aktivistischer Hedgefonds-Forderungen kommen 28 Forderungen in Betracht, die sich über 15 Zielunternehmen verteilen.

<b>Gesamtzahl aktivistischer Forderungen</b>	<b>141</b>
Abzüglich der für die Eventstudie irrelevanten Zielunternehmen	(42)
Abzüglich der Investitionen, die erstmalig nach dem 31.12.2015 getätigt wurden	(36)
Abzüglich der Investitionen, die nicht datiert wurden	(20)
Abzüglich der Aktivisten, die keine Hedgefonds sind	(15)
<b>Zwischensumme aufgrund von Ausschlusskriterien</b>	<b>(113)</b>
<b>Summe potenzieller aktivistischer Hedgefonds-Forderungen</b>	<b>28</b>

Tabelle 4: Aktivistische Forderungen nach Activist Insight

(Quelle: eigene Darstellung)

Aus Konsistenzgründen wurde bei der Überprüfung, ob es sich bei den Aktivisten laut Activist Insight tatsächlich um Hedgefonds handelt, analog wie bei der zweifachen Identifizierung der Meldepflichtigen im Rahmen der BaFin-Datenbank vorgegangen.

#### 8.1.2.4. Einzelfallprüfung jeder Hedgefonds-Kampagne

Die bisherigen Zwischenergebnisse beider Datenbanken führen bereits zu unterschiedlichen Zielunternehmen. Da weitere Dateninkonsistenzen aufgrund der aufgezeigten Schwächen beider Datenbanken nicht ausgeschlossen werden können, ist eine Einzelfalluntersuchung jedes der potenziellen Unternehmen unabdingbar.

Der substantielle Mehrwert der Einzelfallprüfung besteht insbesondere in der inhaltlichen Zusammentragung der Informationen über die Hedgefonds-Kampagnen und geht somit über die reine Auswertung des Beteiligungsverhältnisses, die bereits in Teilen in den vorherigen Datensätzen vorhanden sind, hinaus.

Mehrwert durch Einzelfallprüfung	
Beteiligungsverhältnis	Hedgefonds (HF)-Aktivismus
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Datum des erstmaligen Einstiegs</li> <li>• Tagesaktueller Verlauf der Beteiligungshöhe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einschätzung des HF-Verhaltens (aktiv vs. passiv)</li> <li>• Datum und Inhalt der Forderungen des HF</li> <li>• Datum und Inhalt der Reaktion auf die HF-Forderung seitens des Zielunternehmens</li> <li>• Ergebnis der Umsetzung der Forderung</li> <li>• Mögliche Absprachen zwischen HF (Acting in Concert)</li> <li>• Einbindung von Stimmrechtsberatern</li> </ul>

Abbildung 13: Methodisches Vorgehen – Einzelfallprüfungen

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Einzelfallüberprüfung berücksichtigt ausschließlich öffentlich zugängliche Daten bzw. Publikationen, die in Verbindung mit einer Hedgefonds-Beteiligung stehen. Hier zu nennen ist vorrangig die Schlagwortsuche anhand Factiva, ein Tochterunternehmen von Dow-Jones, mit Zugriff auf internationale sowie nationale Medien, darunter diverse namhafte deutsche Pressemedien wie die Welt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt und Süddeutsche Zeitung.

Die Abfrage nach deutsch- sowie englischsprachigen Medien für das jeweilige potenzielle Zielunternehmen wurde im ersten Schritt mit diversen Schreibweisen des Begriffs

Hedgefonds wie beispielsweise „Hedge-fond“, „Hedgefond“, „Hedge fond“, „Hedge-fund“, „Hedgefund“ und „Hedge fund“ ergänzt, um ein möglichst hohes Abfrageergebnis zu generieren. Ebenso werden mögliche Namensänderungen und verschiedene Schreibweisen des Emittenten (vgl. Kapitelabschnitt 8.1.1.) mit in die Abfrage aufgenommen.

Der betrachtete Zeitraum umfasst acht Jahre und endet zum 31. Dezember 2017. Der erweiterte Betrachtungszeitraum von weiteren zwei Jahren (1. Januar 2016 bis 31. Dezember 2017) ermöglicht eine ausreichende Analyse des Hedgefonds-Verhaltens nach deren Einstieg bis spätestens zum 31. Dezember 2015.

Im zweiten Schritt werden dieselben Abfrageparameter in Factiva herangezogen, jedoch die verschiedenen Schreibweisen des Hedgefonds-Begriffs durch den Namen des tatsächlich beteiligten Hedgefonds ersetzt. Dadurch wird im ersten Schritt das Vorhandensein einer möglichen Hedgefonds-Beteiligung an einem Zielunternehmen überprüft, welche, falls vorliegend, durch die präzise nachgelagerte Schlagwortsuche konkretisiert und finalisiert wird.

Ebenso erfolgt eine Einzelfallprüfung durch Thomson Reuters, indem die im Unternehmensprofil unter dem Bereich ESG hinterlegten „Activism Campaigns“ ebenfalls für alle 221 potenziellen Zielunternehmen untersucht werden. Abschließend werden Pressemitteilungen des Unternehmens, veröffentlichte Geschäftsberichte, die Internetauftritte der Hedgefonds sowie weitere unternehmensrelevante Informationen hinzugezogen, um ein möglichst umfassendes Bild zu erlangen.

#### 8.1.2.5. Zusammentragung der Datengrundlage des Hedgefonds-Aktivismus

Die Überprüfung von Hedgefonds-Beteiligungen und deren Auswirkungen schließt mit der Einzelfallprüfung aller 221 potenziellen Zielunternehmen ab. Aufbauend auf den Ergebnissen der zuvor analysierten Datensätze werden diese Informationen um die bereits beschriebene Schlagwortsuche mittels Factiva sowie Thomson Reuters validiert und maßgeblich ergänzt.

Die Auswertung der öffentlich zugänglichen Daten zeigt, dass zwischen 2010 und 2015 eine oder mehrere Beteiligungen an mindestens 78 Unternehmen (vgl. Anlage 9) von Hedgefonds gehalten wurden. Über die Absichten der Hedgefonds-Beteiligung von 50 Unternehmen sind keine Informationen öffentlich verfügbar.

Die verbliebenen 28 Unternehmen hingegen wurden Ziel von insgesamt 85 öffentlich bekanntgewordenen Forderungen, die im weiteren Verlauf der Arbeit näher untersucht und fortan als Zielunternehmen definiert werden.

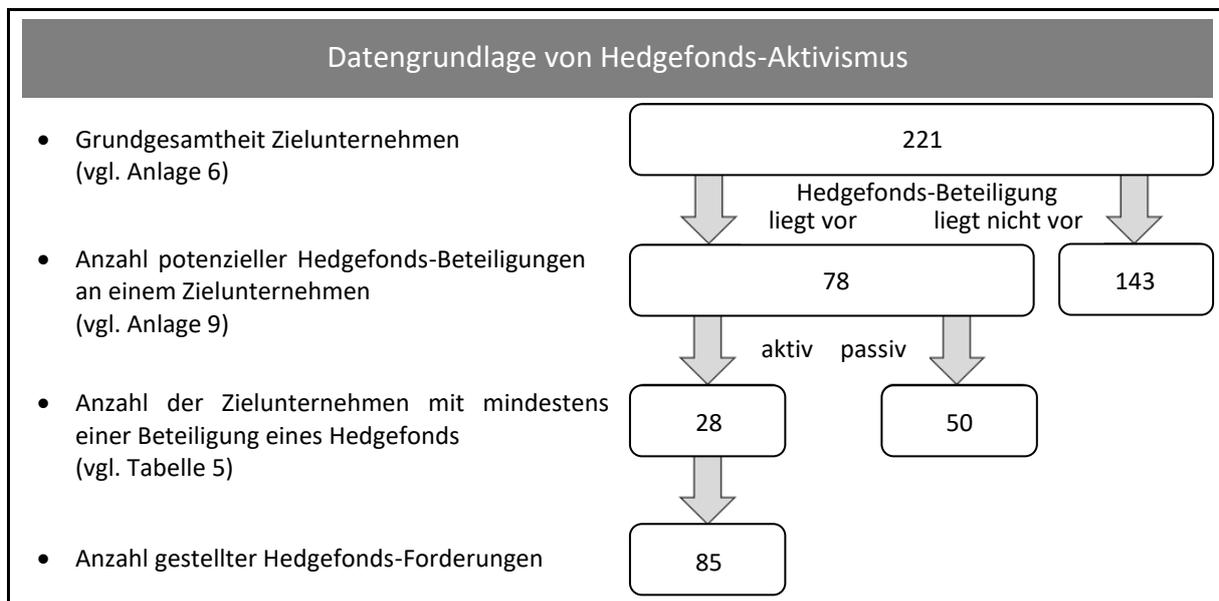


Abbildung 14: Identifizierung der Zielunternehmen mit beteiligten aktiven Hedgefonds

(Quelle: eigene Darstellung)

### 8.1.3. Entsprechenserklärung im Sinne des DCGK

Der deutsche Gesetzgeber schreibt dem Vorstand und Aufsichtsrat eines börsennotierten Unternehmens vor, jährlich zu erklären, inwieweit dem DCGK gefolgt wurde (§ 161 Abs. 1 AktG). Die aktuelle sowie vorausgegangenen Erklärungen sollen zudem öffentlich zugänglich gemacht werden und sind daher in der Regel auf der Internetseite des jeweiligen Unternehmens abrufbar (§ 161 Abs. 2 AktG).

Dennoch ist zu beachten, dass in Einzelfällen keine Entsprechenserklärungen nach diesen Vorschriften vorliegen. Dies kann zum einen darin begründet sein, dass keine gesetzliche Verpflichtung für das Zielunternehmen besteht, eine solche Entsprechenserklärung abgeben zu müssen (vgl. Anlage 10). Zum anderen stehen die Entsprechenserklärungen, auf die in den Geschäftsberichten verwiesen wird, nicht mehr auf den angegebenen Internetseiten der Unternehmen, wie beispielsweise bei Demag Cranes oder IVG Immobilien, zur Verfügung.

Auf Basis der vorliegenden jährlichen und zum Teil aktualisierten Entsprechenserklärungen wird für jedes Geschäftsjahr, von 2010 bis einschließlich 2016, eigens eine jährliche Entsprechensquote für die 28 Zielunternehmen ermittelt. Die jährliche Entsprechensquote

bemisst sich an der Summe der Textziffern, die Vorgaben, Empfehlungen und Anregungen enthalten. Dazu werden die jeweiligen unternehmensspezifischen Abweichungen in das Verhältnis zu der korrespondierenden DCGK-Fassung gesetzt (vgl. Anlagen 11 und 12).

$$\text{DCGK-Entsprechensquote} = \frac{\text{Summe der durch das Zielunternehmen erfüllten Vorgaben, Empfehlungen und Anregungen}}{\text{Summe der durch den DCGK vorgeschriebenen Vorgaben, Empfehlungen und Anregungen}}$$

Abbildung 15: Berechnung der DCGK-Entsprechensquote

(Quelle: eigene Darstellung)

In Einzelfällen wird für Vergleichszwecke zum Vorjahr auf die Entsprechensquote für das Geschäftsjahr 2009 abgestellt. Eine inhaltliche Gewichtung zwischen bestimmten Vorgaben, Empfehlungen oder Anregungen wird vom Autor dieser Arbeit nicht vorgenommen.

## 8.2. Statistische Auswertung

### 8.2.1. Analyse der betroffenen Zielunternehmen

Dieser Kapitelabschnitt stellt den Anfang der statistischen Auswertung der zusammengetragenen Hedgefonds-Kampagnen dar, beginnend mit der Frage:

*Welche Unternehmen sind von Hedgefonds-Aktivismus betroffen, und wie lassen sich diese nach Branche und Börsenindizes klassifizieren?*

Die Analyse der Zielunternehmen kommt zu dem Ergebnis, dass 28 Unternehmen sich mit mindestens einer öffentlichen bekannt gewordenen Forderung eines oder mehrerer Hedgefonds auseinandersetzen mussten. Die folgende Übersicht veranschaulicht die Grundgesamtheit aller Zielunternehmen.

#	Name des Zielunternehmens	Sektor	Börsenindex
1	Adidas	Konsumgüter	DAX 30
2	Airbus Group (ehemals EADS)	Industrie	MDAX
3	Bilfinger	Industrie	MDAX
4	Celesio	Pharma und Gesundheit	MDAX
5	Clere (ehemals Balda)	Industrie	SDAX
6	Conergy	Industrie	TecDAX
7	Demag Cranes	Industrie	MDAX
8	Deutsche Bank	Banken	DAX 30
9	Deutsche Office (ehemals Prime Office)	Finanzdienstleistung	SDAX
10	Deutsche Wohnen (ehemals GSW Immobilien)	Finanzdienstleistung	MDAX
11	Dialog Semiconductor	Technologie	TecDAX
12	DMG Mori (ehemals Gildemeister)	Industrie	MDAX
13	Hochtief	Bauindustrie	MDAX
14	Infineon Technologies	Technologie	DAX 30
15	IVG Immobilien	Finanzdienstleistung	MDAX
16	Kabel Deutschland Holding	Medien	MDAX
17	LANXESS	Chemie	MDAX
18	LEG Immobilien	Finanzdienstleistung	MDAX
19	Pfleiderer	Industrie	SDAX
20	Rhön-Klinikum	Pharma und Gesundheit	MDAX
21	Rofin-Sinar Technologies	Industrie	TecDAX
22	Schuler	Industrie	SDAX
23	Siemens	Industrie	DAX 30
24	Sky Deutschland	Medien	MDAX
25	Tele Columbus	Medien	SDAX
26	Thyssenkrupp	Industrie	DAX 30
27	Tognum	Industrie	MDAX
28	Volkswagen	Automobil	DAX 30

Tabelle 5: Übersicht der Zielunternehmen

(Quelle: eigene Darstellung)

Die nachfolgende Klassifizierung der betroffenen Unternehmen richtet sich nach den durch die Deutsche Börse vorgegebenen Sektoren (vgl. Deutsche Börse, 2018).

Sektor	Betroffene Zielunternehmen		Grundgesamtheit Zielunternehmen		Delta des prozentualen Anteils
	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	
Automobil	1	3,6%	11	5,0%	(1,4%)
Banken	1	3,6%	5	2,3%	1,3%
Bauindustrie	1	3,6%	7	3,2%	0,4%
Chemie	1	3,6%	13	5,9%	(2,3%)
Finanzdienstleistung	4	14,2%	27	12,1%	2,1%
Industrie	12	42,9%	57	25,8%	17,1%
Konsumgüter	1	3,6%	12	5,4%	(1,8%)
Medien	3	10,7%	11	5,0%	5,7%
Pharma und Gesundheit	2	7,1%	18	8,1%	(1,0%)
Technologie	2	7,1%	11	5,0%	2,1%
Sonstige	-	-	49	22,2%	(22,2%)
<b>Summe</b>	<b>28</b>	<b>100,0%</b>	<b>221</b>	<b>100,0%</b>	<b>0,0%</b>

Tabelle 6: Klassifizierung der Zielunternehmen nach Vorgabe der Deutschen Börse

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Untersuchung zeigt, dass knapp die Hälfte aller Hedgefonds-Forderungen bei Unternehmen aus dem Industriesektor eingingen und diese im Vergleich zur Grundgesamtheit aller Unternehmen überdurchschnittlich häufig betroffen waren. Des Weiteren kommen Finanzdienstleister und Medienunternehmen gemeinsam auf ein Viertel der weiter zu betrachtenden Gesellschaften. Unter die Kategorie „Sonstige“ fallen Unternehmen aus den folgenden Sektoren: Handel, Lebensmittel, Rohstoffe, Software, Telekommunikation, Transport und Logistik, Versicherung und Versorgung.

Die Kategorisierung der Unternehmensgröße nach erfolgte anhand der Zugehörigkeit zu einem Börsenindex, in dem sie letztmalig innerhalb des Betrachtungszeitraum gelistet waren. Unternehmen, die zum 31. Dezember 2015 nicht mehr in einem der vier Börsenindizes notiert waren, wurden zu dem Börsenindex gezählt, dem sie zuletzt angehörten.

Sektor	Notierung zum 31. Dezember 2015		Notierung über die Gesamtdauer (01.01.10 – 31.12.15)		Delta des prozentualen Anteils
	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	
DAX 30	6	21,4%	33	14,9%	6,5%
MDAX	8	28,6%	60	27,2%	1,4%
SDAX	1	3,6%	82	37,1%	(33,5%)
TecDAX	1	3,6%	46	20,8%	(17,2%)
Nicht gelistet zum 31.12.2015	12	42,8%	-	-	-
davon zuletzt im MDAX	6	-	-	-	-
davon zuletzt im SDAX	4	-	-	-	-
davon zuletzt im TecDAX	2	-	-	-	-
<b>Summe</b>	<b>28</b>	<b>100,0%</b>	<b>221</b>	<b>100,0%</b>	<b>n/a</b>

Tabelle 7: Klassifizierung der Zielunternehmen nach Börsenindizes

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Aufbereitung der Daten lässt zwei Schlussfolgerungen zu. Auf der einen Seite standen Unternehmen mit einer hohen (DAX 30) und mittleren (MDAX) Marktkapitalisierung im Fokus der Hedgefonds, wohingegen nur vergleichsweise wenig Aktivität bei SDAX und TecDAX Unternehmen verzeichnet wurde. Auf der anderen Seite gehören über 40 Prozent der Zielunternehmen, an denen ein Hedgefonds aktiv Einfluss ausübte, zum Stichtag 31. Dezember 2015 nicht mehr zu den vier größten Börsenindizes Deutschlands.

## 8.2.2. Ziele und Umfang von Hedgefonds-Aktivismus

### 8.2.2.1. Welche Ziele werden von Hedgefonds verfolgt, und wie erfolgreich sind sie bei deren Umsetzung?

Die insgesamt 85 Hedgefonds-Forderungen wurden in die folgenden sechs Hauptkategorien eingeordnet (vgl. Tabelle 8). In einigen Fällen konnte der Erfolg des Aktivismus aus Sicht des Hedgefonds nicht zweifelsfrei bzw. nur eingeschränkt ermittelt werden (vgl. Anlage 13). Die Bestimmung des Ausgangs des Aktivismus wurde bis einschließlich zum 31. Dezember 2017 vorgenommen.

#	Kategorie	Beschreibung sowie Beispiele
1	Corporate Governance	Corporate Governance umfasst sämtliche Forderungen, die unter 1.1 und 1.2 näher erläutert werden.
1.1	Vorstand und Aufsichtsrat	Diese Kategorie beinhaltet Forderungen, die den Vorstand und Aufsichtsrat eines Unternehmens von deren Neubesetzung bis hin zur Vergütung betreffen. In diesem Zusammenhang werden häufig Anträge auf die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung von Hedgefonds gestellt.
1.2	Sonstige	Weitere Corporate Governance Maßnahmen schließen die Durchführung von Sonderprüfungen, die Etablierung unabhängiger Gremien bis hin zu rechtlichen Klagen, beispielsweise aufgrund vermeintlich unrechter Stimmrechtsausübungen, ein.
2	Portfoliomaßnahmen	Hierzu zählen unter anderem Hedgefonds-Bestrebungen, potenzielle Zukäufe, Verkäufe des gesamten Zielunternehmens oder einzelner Unternehmensbereiche umzusetzen oder zu verhindern. Häufig sind die Forderungen im Transaktionsbereich an gewisse Kaufpreiserwartungen (Squeeze-out) geknüpft und können in Einzelfällen zu Klagen führen.
3	Kapitalstruktur	Die Forderung nach einer Veränderung der Kapitalstruktur ist in einigen Fällen wenig spezifisch. Explizit gegen eine Kapitalerhöhung sprach sich beispielsweise der Hedgefonds Southeastern Asset Management bei Hochtief aus, war jedoch nicht erfolgreich. Erfolgreich hingegen drängte Cevian Capital auf eine Kapitalerhöhung bei Thyssenkrupp.
4	Dividendenpolitik	Die Forderung einer höheren Dividendenausschüttung erfolgte in drei Fällen. Bei Thyssenkrupp sprach sich Cevian Capital gegen eine solche Erhöhung aus. Eine generelle Änderung der Dividendenpolitik forderte Elliott Management bei Celesio ein, ohne öffentlich konkreter zu werden.
5	Unternehmensstrategie	Die Forderung der Neuausrichtung oder Beibehaltung der eingeschlagenen Unternehmensstrategie ist meist mit Effizienzsteigerungs- oder Restrukturierungsplänen verbunden.
6	Börsengang	Einzig die Forderungen der Hedgefonds Perry Capital (LEG Immobilien) und Strategic Value Partners (Pfleiderer) betrafen die Durchführung eines Börsengangs, der in beiden Fällen erfolgte.

Tabelle 8: Kategorisierung von Hedgefonds-Forderungen

(Quelle: eigene Darstellung)

#	Art des Aktivismus	Anzahl	Anteil	Hedgefonds-Erfolg					Erfolgsquote
				Erfolgreich	Teilweise erfolgreich	Nicht erfolgreich	Ausstehend	Unbestimmt	
1	Corporate Governance <i>davon bezogen auf:</i>	40	47,1%	16	4	14	2	4	40,0%
1.1	Vorstand und Aufsichtsrat	30	35,3%	14	3	10	-	3	46,7%
1.2	Sonstige	10	11,8%	2	1	4	2	1	20,0%
2	Portfoliomaßnahmen	26	30,6%	18	-	2	6	-	69,2%
3	Kapitalstruktur	7	8,1%	3	-	2	-	2	42,9%
4	Dividendenpolitik	5	5,9%	3	-	1	-	1	60,0%
5	Unternehmensstrategie	5	5,9%	3	-	-	-	2	60,0%
6	Börsengang	2	2,4%	2	-	-	-	-	100,0%
<b>Summe</b>		<b>85</b>	<b>100,0%</b>	<b>45</b>	<b>4</b>	<b>19</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>52,9%</b>

Tabelle 9: Art und Erfolg des Hedgefonds-Aktivismus

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Berechnung der Erfolgsquote basiert ausschließlich auf der Kategorie „Erfolgreich“ dividiert durch die jeweilige Anzahl der dazugehörigen Art des Aktivismus (vgl. Anlage 13).

Die Auswertung aller betrachteten Hedgefonds-Kampagnen zeigt, dass insbesondere zwei Ausprägungen von Aktivismus im Vordergrund stehen, die rund drei Viertel aller Forderungen darstellen.

- (1) Einerseits gehen knapp die Hälfte aller Forderungen auf Corporate Governance Maßnahmen zurück, welche in 40 Prozent der Fälle erfolgreich waren. Mehrheitlich gehen die Forderungen auf den Vorstand bzw. Aufsichtsrat zurück, welche mit 47 Prozent aus Sicht der Hedgefonds erfolgreich durchgesetzt werden konnten. Sonstige Forderungen in diesem Bereich konnten hingegen nur in zwei von zehn Fällen erfolgreich umgesetzt werden. Diese Erkenntnisse stimmen mit den Untersuchungsergebnissen von Wu und Chung (vgl. 2018, S. 17) überein, die bei 45 Prozent der betroffenen US-amerikanischen Zielunternehmen mindestens eine Forderung aus dem Bereich Corporate Governance verzeichneten.
- (2) Andererseits steht knapp jede dritte Forderung im Zusammenhang mit einer bevorstehenden Transaktion in Form einer Fusion, einer Übernahme oder eines Verkaufs. Die Erfolgsquote liegt bei 69 Prozent und somit beträchtlich höher als bei den Forderungen im Bereich Corporate Governance. Nur zwei der 26 Forderungen in diesem Bereich waren nicht erfolgreich. Über den Ausgang der verbleibenden sechs ausstehenden Forderungen kann zum Stichtag 31. Dezember 2017 keine abschließende Aussage getroffen werden.

Bei der Einzelfallbetrachtung der einzelnen Unternehmen zeigt sich, dass in 12 von 26 Fällen Corporate Governance bezogene Forderungen mit Forderungen nach Portfoliomaßnahmen einhergingen. Diese Vorgehensweise bestätigen auch die Ergebnisse von Becht et al. (vgl. 2017, S. 2968), die in ihrer internationalen Untersuchung zu dem Schluss kommen, dass die Aussichten für eine erfolgreiche Übernahme bei vorausgegangenen Corporate Governance Änderungen am höchsten sind. Die weiteren vier Kategorien kommen zusammengenommen auf gut 20 Prozent aller Forderungen. Eine weitere Kategorie sticht nicht hervor. Dies trifft weder auf die gemessene Häufigkeit noch ihre Erfolgsquote zu.

Bei der Durchsetzung ihrer Forderungen konnten die Hedgefonds in fünf von sechs Fällen auf die Unterstützung der beteiligten Stimmrechtsberater zählen, wenngleich die Forderungen nicht immer im Sinne der Hedgefonds umgesetzt wurden. Dennoch wird davon ausgegangen, dass die Rolle der Stimmrechtsberater in Zukunft weiter steigen wird, da sie häufig Großaktionäre, darunter Hedgefonds, bei ihren Entscheidungen beraten (vgl. Kapitelabschnitt 4.4.5.).

Zielunternehmen	Stimmrechtsberater	Sachverhalt	Ausgang für Hedgefonds
Clere	ISS	ISS empfiehlt die Wahl der vorgeschlagenen Aufsichtsratskandidaten von Octavian Advisors.	Erfolgreich
Deutsche Bank	ISS und IVOX Glass Lewis	Neubesetzung der CEO Position im Sinne von Hermes.	Erfolgreich
Dialog Semiconductor	ISS und IVOX Glass Lewis	ISS und Glass Lewis sprechen sich im Sinne von Elliott Management gegen die Übernahme von Atmel aus.	Erfolgreich
Infineon Technologies	Vereinigung Institutionelle Privatanleger (VIP)	VIP empfiehlt im Sinne von Hermes die Wahl von Willi Berchtold anstatt Klaus Wucherer zum Aufsichtsratsvorsitzenden.	Teilweise erfolgreich
Rofin-Sinar Technologies	ISS, IVOX Glass Lewis und Egan-Jones Proxy Services	ISS, Glass Lewis und Egan-Jones Proxy Services sprechen sich für die Wahl von Gebhard Rainer zum Aufsichtsratsmitglied, Kandidat von Silver Arrow Capital, aus.	Nicht erfolgreich
Siemens	ISS	Hermes übt Kritik an der Nachfolgesuche des Aufsichtsratsvorsitzenden. ISS spricht sich gegen die Kritik aus.	Nicht erfolgreich

Tabelle 10: Übersicht der Mitwirkung ausgewählter Stimmrechtsberater

(Quelle: eigene Darstellung)

Festzuhalten bleibt, dass aus Sicht der Hedgefonds erheblicher Änderungsbedarf bei den Zielunternehmen aus dem Industriesektor besteht, insbesondere im Bereich Corporate Governance. Die Forderungen weisen ein breites Spektrum auf und wurden teilweise mit Erfolg im Sinne der Hedgefonds, mit partieller Unterstützung der beteiligten Stimmrechtsberater, umgesetzt. Die Details erschließen sich aus den nachfolgenden Analysen.

#### 8.2.2.2. Welchen Einfluss nehmen Hedgefonds auf die Unternehmensführung, beispielsweise in Form der Besetzung des Vorstands und Aufsichtsrats?

Der Einfluss auf die obersten Führungsgremien zeichnet sich unter anderem durch insgesamt neun Kandidaten der Hedgefonds aus, die entweder im Vorstand oder im Aufsichtsrat ihre entsprechende Position wahrnehmen konnten. Besonders prägend war der Einfluss von Cevian Capital bei Bilfinger, denn es wurde nicht nur Eckhard Cordes zum Aufsichtsratsvorsitzenden gewählt, sondern auch Per Utnegaard zum Vorstandsvorsitzenden

ernannt. Im Überblick konnten die folgenden personellen Veränderungen erfolgreich im Sinne der Hedgefonds durch eigene Kandidaten umgesetzt werden:

Zielunternehmen	Hedgefonds	Person	Besetzter Posten
Bilfinger	Cevian Capital	Per Utnegaard	Vorstandsvorsitzender
Bilfinger	Cevian Capital	Eckhard Cordes	Aufsichtsratsvorsitzender
Bilfinger	Cevian Capital	Herbert Bodner	Aufsichtsratsmitglied
Clere	Octavian Advisors	Klaus RÜth	Aufsichtsratsmitglied
Demag Cranes	Cevian Capital	Jens Tischendorf	Aufsichtsratsmitglied
Deutsche Office	Oaktree	Herman Dambach	Aufsichtsratsvorsitzender
Deutsche Wohnen	Oaktree	Herman Dambach	Aufsichtsratsvorsitzender
Pfleiderer	Strategic Value Partners	Harald Joachim Joos	Aufsichtsratsvorsitzender
Thyssenkrupp	Cevian Capital	Jens Tischendorf	Aufsichtsratsmitglied

Tabelle 11: Erfolgreiche personelle Veränderungen durch Hedgefonds-Aktivismus – eigene Kandidaten

(Quelle: eigene Darstellung)

Wenngleich Octavian Advisors die letztlich erfolglose Kandidatur von Klaus RÜth als Aufsichtsratsvorsitzender unterstützte, wird seine Wahl zum Aufsichtsratsmitglied als „teilweise erfolgreich“ gewertet, da Octavian Advisors letztlich im Rahmen der Hauptversammlung der Wahl zum Aufsichtsratsmitglied zustimmte. Die zum Ausdruck gebrachte Überzeugung der Hedgefonds ist folglich, dass der Erfolg der Beteiligung durch die Besetzung der entscheidenden Unternehmensgremien gestützt wird. Diese Annahme legen ebenfalls die Untersuchungsergebnisse des Hedgefonds-Aktivismus in den USA von Briggs (vgl. 2007, S. 772) und Keusch (vgl. 2020, S. 30) nahe, welche es nun für die in Deutschland aktiven Hedgefonds weiter zu überprüfen gilt.

Nach der Auswertung von 383 vorliegenden Geschäftsberichten (vgl. Anlagen 14 und 15) zeigt sich, dass die Anzahl der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder bei Zielunternehmen, deren Zusammensetzung dieser Gremien in Frage gestellt wurde, ein Jahr nach Bekanntwerden der Forderung im Vergleich zum Vorjahr durchschnittlich um drei Prozent bzw. um sieben Prozent angestiegen ist. Aus der Perspektive der Gesamtperiode von 2010 bis 2017 bzw. soweit vorliegend legte die Anzahl der Vorstandsmitglieder im Durchschnitt um zwei Prozent zu. Analog dazu hat die Anzahl der Aufsichtsratsplätze um drei Prozent abgenommen.

Es wird vermutet, dass der Aktivismus zu einer Größenveränderung des jeweiligen Gremiums führt. Hierzu wird eine Korrelationsanalyse zwischen der „prozentualen Veränderung zwischen der Größe des Aufsichtsrats im ersten und nach einem Jahr der Bekanntgabe der Forderung“ gegenüber der „prozentualen Veränderung zwischen der

Größe des Aufsichtsrats von 2010 zu 2017 (soweit vorliegend)“ durchgeführt. Das Ergebnis lässt darauf schließen, dass in Bezug auf die Forderungen zwar bei der Größe des Vorstands kein linearer Zusammenhang (0,17), jedoch ein mittlerer linearer Zusammenhang bei der Größe des Aufsichtsrats (0,52) besteht.

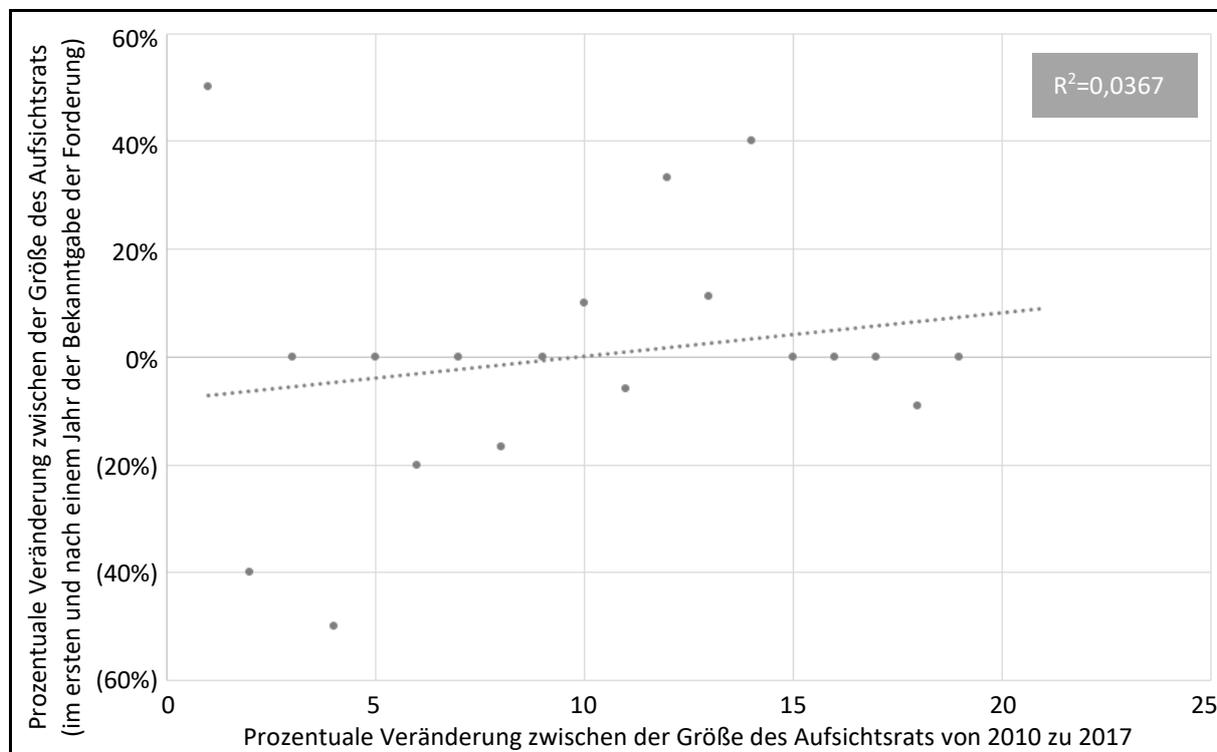


Abbildung 16: Größenveränderung der Aufsichtsräte – prozentuale Veränderung

(Quelle: eigene Darstellung)

Die angedeutete Linearität lässt die mögliche Schlussfolgerung zu, dass Aufsichtsräte durch den Aktivismus überdurchschnittlich stark anwachsen. Der Anstieg kann in Einzelfällen durch die Wahl weiterer Aufsichtsratsmitglieder im Sinne der aktiven Hedgefonds erklärt werden. Mit ihren Forderungen in Bezug auf Vorstands- und Aufsichtsratsveränderungen (vgl. Anlage 14) sind besonders häufig die Hedgefonds Hermes (5x), Elliott Management (4x) und Cevian Capital (3x) in Erscheinung getreten. Die insgesamt 30 gestellten Forderungen waren aus Sicht der Hedgefonds in knapp der Hälfte aller Fälle (14x) erfolgreich, in jedem Dritten (10x) jedoch nicht. Dies schließt, wie nachfolgend gezeigt wird, die Besetzung der Posten mit externen Kandidaten im Sinne und entgegen der Hedgefonds mit ein.

Dennoch gibt es einige Fälle, in denen der Aufsichtsrat vor diesem Hintergrund kleiner wurde, sodass ein stetiger Nachweis des Anstiegs nicht erbracht wurde (vgl. Anlage 14).

Ziel- unternehmen	Hedgefonds	Sachverhalt	Ausgang für Hedgefonds
Adidas	Southeastern Asset Management	Wechsel des Vorstandsvorsitzenden: Kasper Rorsted löst Herbert Hainer ab.	Erfolgreich
Clere	Octavian Advisors	Abberufungsanträge der Aufsichtsrats- mitglieder Dr. Michael Naschke, Yu-Sheng Kai und Chun-Chen Chen werden abgelehnt.	Nicht erfolgreich
Demag Cranes	Elliott Management	Neubesetzung des Aufsichtsrats ohne die Nominierung eines eigenen Kandidaten.	Erfolgreich
Deutsche Bank	Hermes	Wechsel der Vorstandsvorsitzenden: John Cryan löst Anshu Jain und Jürgen Fitschen ab.	Erfolgreich
Infineon Technologie	Hermes	Wechsel des Aufsichtsratsvorsitzenden: Wolfgang Mayrhofer löst Klaus Wucherer ab. Der eigene Kandidat verlor zwar die Wahl zum Aufsichtsratsvorsitzenden, jedoch bestätigt Hermes die Zufriedenheit mit dem Wahlergebnis.	Teilweise erfolgreich
IVG Immobilien	Blacksmith	Wechsel des Vorstandsvorsitzenden: Stefan Jütte löst Detlef Bommer ab (Klage erfolgreich: Wiederwahl im Jahr 2010 höchststrichterlich für nichtig erklärt).	Erfolgreich
Volkswagen	Hermes	Wechsel des Vorstandsvorsitzenden: Matthias Müller löst Martin Winterkorn ab (Zweifel an Matthias Müller bestehen fort).	Teilweise erfolgreich
Volkswagen	Hermes	Ursula Piëch wird zum Aufsichtsratsmitglied ernannt entgegen dem Vorwurf fehlender Unabhängigkeit.	Nicht erfolgreich

Tabelle 12: Erfolgreiche personelle Veränderungen durch Hedgefonds-Aktivismus – externe Kandidaten

(Quelle: eigene Darstellung)

Entgegen der Meinung von Witt (vgl. 2003, S. 31), dass kleinere Aufsichtsräte effektiver sein, wird unterstellt, dass grundsätzlich die Wahl neuer und zusätzlicher Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder (vgl. Kapitelabschnitt 4.3.2.) dem Kontrollgewinn dienlich ist, wengleich dieser quantitativ nicht messbar ist.

### 8.2.2.3. Welchen Einfluss nehmen Hedgefonds auf die Dividendenausschüttung?

Der Versuch der Einflussnahme auf die Dividendenpolitik eines Zielunternehmens ist ebenso ein Teil des verzeichneten Aktivismus, wengleich dieser wesentlich geringer ausgeprägt ist im Vergleich zu den häufigen Forderungen nach personellen Veränderungen (vgl.

Kapitelabschnitt 8.2.2.2.). Es folgen die insgesamt fünf gestellten Forderungen im betrachteten Zeitraum 1. Januar 2010 bis 31. Dezember 2017 im Überblick:

Zielunternehmen	Hedgefonds	Sachverhalt (vgl. Tabellen 10 & 12)	Beteiligungshöhe bei Stellung der Forderung (in %)	Ausgang für Hedgefonds
Bilfinger	Cevian Capital	Erhöhung der Dividendenausschüttung	12,62	Erfolgreich
Celesio	Elliott Management	Veränderung der Dividendenpolitik	21,05	Unbestimmt
Clere	Octavian Advisors	Erhöhung der Dividendenausschüttung	8,30	Erfolgreich
Demag Cranes	Elliott Management	Erhöhung der Dividendenausschüttung	10,08	Erfolgreich
Thyssenkrupp	Cevian Capital	Verringerung der Dividendenausschüttung	15,08	Nicht erfolgreich

Tabelle 13: Hedgefonds-Aktivismus in Bezug auf die Dividendenpolitik der Zielunternehmen

(Quelle: eigene Darstellung)

Die naheliegende Absicht, eine möglichst hohe Dividendenzahlung zu erhalten, hegten Hedgefonds bei drei der fünf Zielunternehmen und waren mit ihren Forderungen, eine höhere Dividendenausschüttung zu erzielen, bei einer durchschnittlichen Beteiligungshöhe von 10,3 Prozent erfolgreich. Ein gegenläufiges Beispiel zeigt die Forderung von Cevian Capital, auf eine Anhebung der bestehenden Dividende um 0,04 Euro auf insgesamt 0,15 Euro zu verzichten. Cevian Capital, zu dem Zeitpunkt mit rund 15 Prozent beteiligt, sprach sich im Verbund mit Union Investment einen Tag vor der Hauptversammlung von Thyssenkrupp gegen die Anhebung der Dividende im Jahr 2016 aus. Die Gewinnbeteiligung sei laut Lars Förberg (Managing Partner bei Cevian Capital) aufgrund der finanziellen Lage des Konzerns nicht sinnvoll, sondern der Verkauf weiterer Sparten erforderlich (vgl. Reuters, 2016). Letztlich wurde die Dividendenausschüttung in Höhe von 85 Millionen Euro zu 0,15 Euro je Aktie gebilligt. Die Ermittlung der Dividendenrendite ein Jahr nach dem Beginnsbeginn und unter Berücksichtigung der Ex-Dividendentagen ist nur in Einzelfällen verlässlich bestimmbar (vgl. Anlagen 16 und 17). Dies liegt zum einen daran, dass bei 15 der 28 Zielunternehmen der erstmalige Einstieg eines Hedgefonds vor dem Jahr 2010 liegt oder der Beginnsbeginn nicht eindeutig identifiziert werden konnte. Zum anderen wurde bei sechs der 28 Zielunternehmen über die gesamte Betrachtungsperiode keine Dividende gezahlt. Im Ergebnis überwiegen die negativen Dividendenrenditen bei den Unternehmen Rhön-Klinikum, Lanxess und Schuler, deren Ausschüttungen an die Anteilseigner vor dem Hedgefonds-Einstieg ( $t_0$ ) im Vergleich zum Folgejahr ( $t_1$ ) deutlich reduziert wurde.

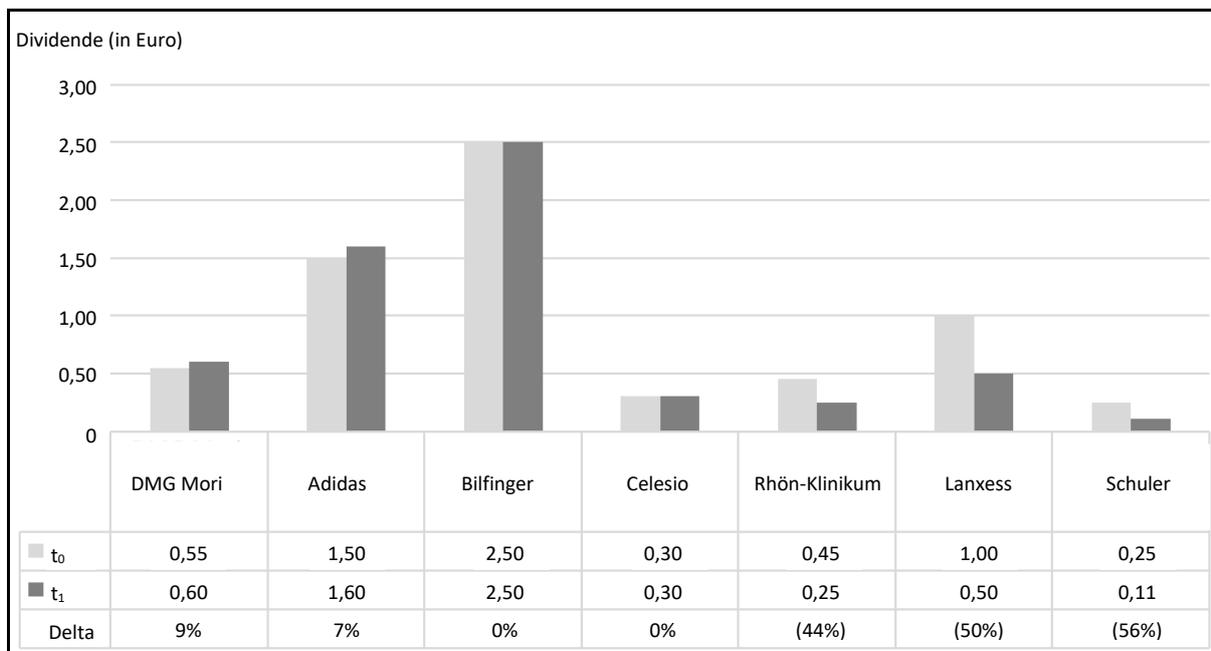


Abbildung 17: Dividendenrendite im und einem Jahr nach dem Hedgefonds-Einstieg

(Quelle: eigene Darstellung)

Die negative Rendite von durchschnittlich 19 Prozent bei den in der Abbildung 17 aufgeführten Unternehmen nach dem Einstieg konnte zwar nach dem Beginn des Aktivismus verbessert werden, verbleibt jedoch nach einem Jahr im negativen Bereich bei durchschnittlich sechs Prozent. Das Beispiel Demag Cranes zeigt besonders eindrucksvoll die große Schwankungsbreite innerhalb von zwei Jahren auf. Auf der Hauptversammlung 2012 wurde die geplante Dividendenausschüttung von ursprünglich 0,78 Euro massiv reduziert auf 0,04 Euro (im Vorjahr: 0,60 Euro). Im Folgejahr wurde eine einmalige Garantiedividende in Höhe von 3,33 Euro im Rahmen der Übernahme durch die Muttergesellschaft Terex im Rahmen des geschlossenen Ergebnisabführungsvertrags vereinbart.

Festzuhalten bleibt, dass in Einzelfällen teilweise erfolgreich auf die Dividendenpolitik eingewirkt wurde (vgl. Tabelle 13), sich jedoch daraus kein allgemeingültiger Zusammenhang zwischen Hedgefonds-Aktivismus und der jeweiligen Dividendenausschüttung ableiten lässt. Es erscheint, dass die variablen Hedgefonds-Beteiligungen und Hedgefonds-Forderungen nicht hinreichend die Dividendenpolitik erklären können, sondern vermutlich vielmehr die vorherrschende Geschäftslage und weitere Faktoren die Beschlüsse auf den Hauptversammlungen bestimmen.

#### 8.2.2.4. Reduziert Hedgefonds-Aktivismus die im Zuge der zu trennenden Eigentums- und Kontrollverhältnisse entstehenden Kosten im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie?

Geringere Agentenkosten werden dann unterstellt, wenn sich die Anzahl der Kleinaktionäre erhöht und diese möglicherweise als Free Rider (vgl. Kapitelabschnitt 4.2.2.2.) auftreten. Zu überprüfen ist folglich, ob die Beteiligung oder die Forderung eines aktiven Hedgefonds zu einem Anstieg der Kleinaktionäre führt. Kleinaktionäre sind für die Untersuchung als solche definiert, die jeweils zum Ende des Kalenderjahres 2009 bis 2017 (Ausnahme: Rumpfgeschäftsjahre) weniger als ein Prozent der Stimmrechtsaktien halten. Grundlage für die Auswertung sind die am 22. Mai 2018 abgefragten „Shareholder History Reports“ von Thomson Reuters zum jeweiligen Ende des Kalender- bzw. Rumpfgeschäftsjahres, die für alle 28 Zielunternehmen ausgewertet wurden mit Ausnahme von Demag Cranes und Tognum, die nicht in Thomson Reuters geführt werden.

Die Überprüfung orientiert sich an den folgenden zwei Events:

Event 1: Entwicklung der Anzahl von Kleinaktionären nach Bekanntwerden der Hedgefonds-Beteiligung eines in der Vergangenheit aktivistischen Hedgefonds.

Event 2: Entwicklung der Anzahl von Kleinaktionären nach Bekanntwerden der ersten Hedgefonds-Forderung.

Die Auswertung aller verbleibenden 26 Unternehmen weist eine breite Streuung der jeweiligen Aktionäre und ihrer Beteiligungsverhältnisse auf. Die Gruppierung nach Börsenindex zum 31. Dezember 2015 bzw. letztmalig zugehörig vor diesem Stichtag ermöglicht eine differenziertere Betrachtung.

<b>Durchschnittliche Anzahl der Kleinaktionäre</b>											
<b>ein Jahr vor (<math>t_{-1}</math>), im (<math>t_0</math>) und ein Jahr nach (<math>t_{+1}</math>)</b>											
	<b>dem Einstieg (Event 1)</b>						<b>der ersten Forderung (Event 2)</b>				
<b>#</b>	<b>Börsen- index</b>	<b><math>t_{-1}</math></b>	<b><math>t_0</math></b>	<b><math>t_{+1}</math></b>	<b>Delta <math>t_0/t_{-1}</math></b>	<b>Delta <math>t_{+1}/t_0</math></b>	<b><math>t_{-1}</math></b>	<b><math>t_0</math></b>	<b><math>t_{+1}</math></b>	<b>Delta <math>t_0/t_{-1}</math></b>	<b>Delta <math>t_{+1}/t_0</math></b>
6	DAX 30	386	399	418	3%	5%	442	431	455	(2%)	6%
14	MDAX	179	158	157	(11%)	(1%)	168	168	168	(0%)	(0%)
5	SDAX	19	20	26	5%	29%	16	21	21	30%	3%
3	TecDAX	130	159	84	23%	(47%)	130	159	84	23%	(47%)

Tabelle 14: Anzahl der Kleinaktionäre nach Börsenindizes in Bezug auf Hedgefonds-Aktivismus

(Quelle: eigene Darstellung)

Wenig überraschend nimmt die durchschnittliche Anzahl der Kleinaktionäre mit steigender Marktkapitalisierung zu. Die betrachteten SDAX Unternehmen weisen im Durchschnitt rund 20 Kleinaktionäre auf, wohingegen die Unternehmen der drei anderen Börsenindizes jeweils mit einer dreistelligen Anzahl an Kleinaktionären aufwarten. In der Spitze sind

durchschnittlich über 450 Kleinaktionäre an DAX 30 Unternehmen beteiligt, deren Zahl insbesondere nach Bekanntwerden der ersten Forderung eines aktiven Hedgefonds um durchschnittlich sechs Prozent anstieg. Bei mittelgroßen Unternehmen kehrt sich die Entwicklung um. Nicht nur bleibt die Zahl der MDAX Kleinaktionäre (gerundet) bei der Betrachtung der gestellten Forderung über die Periode der drei Jahre gleich, sondern nimmt ab dem Einstieg eines aktiven Hedgefonds ab. Bei den fünf SDAX Unternehmen steigt die Anzahl der Kleinaktionäre sowohl nach dem Einstieg als auch der ersten Forderung im Vergleich am stärksten. Treiber dieser Entwicklung ist insbesondere Clere, deren Anzahl an Kleinaktionären sich innerhalb von zwei Jahren (2009: 8; 2010: 13; 2011: 20), wenn auch auf niedrigem Niveau, mehr als verdoppelte. Bei den TecDAX Unternehmen wurde die erste Forderung im selben Jahr des Beginns gestellt und führte bei allen drei Unternehmen zu einer Verringerung der Kleinaktionäre im Folgejahr.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass kein eindeutiger Trend einer zunehmenden Anzahl von Kleinaktionären für alle vier Börsenindizes weder nach dem Einstieg noch nach der ersten Forderung erkennbar ist. Der ermittelte Hedgefonds-Aktivismus scheint in der Folge die Entwicklung der Aktionärsstruktur nicht erklären zu können, sodass der Abbau der Agentenkosten, zumindest anhand der Anzahl der Kleinaktionäre, nicht mit hinreichender Sicherheit bestätigt werden kann.

#### 8.2.2.5. Welche Erkenntnisse lassen sich über die aktiven Hedgefonds, die Höhe und die Dauer ihrer entsprechenden Beteiligung gewinnen?

Der betrachtete Hedgefonds-Aktivismus geht insgesamt von den nachfolgenden 21 Hedgefonds aus, wodurch sich 38 verschiedene Beteiligungsverhältnisse an 28 Zielunternehmen ergeben. Davon gehen mehr als die Hälfte aller 85 Forderungen auf die Hedgefonds Elliott Management (19x bzw. 22,4 Prozent), Hermes (14x bzw. 16,5 Prozent) sowie Cevian Capital (12x bzw. 14,1 Prozent) zurück.

Eine relativ hohe Erfolgsquote konnte Cevian Capital in Höhe von über 80 Prozent verbuchen. Elliott Management und Hermes waren im Vergleich nur mit knapp jeder dritten Forderung erfolgreich. Jeweils eine Forderung stellten neun weitere Hedgefonds und waren damit in sieben Fällen erfolgreich. Die Berechnung der Erfolgsquote wurde analog zur zweiten Forschungsfrage durchgeführt (vgl. Kapitelabschnitt 8.2.2.1.).

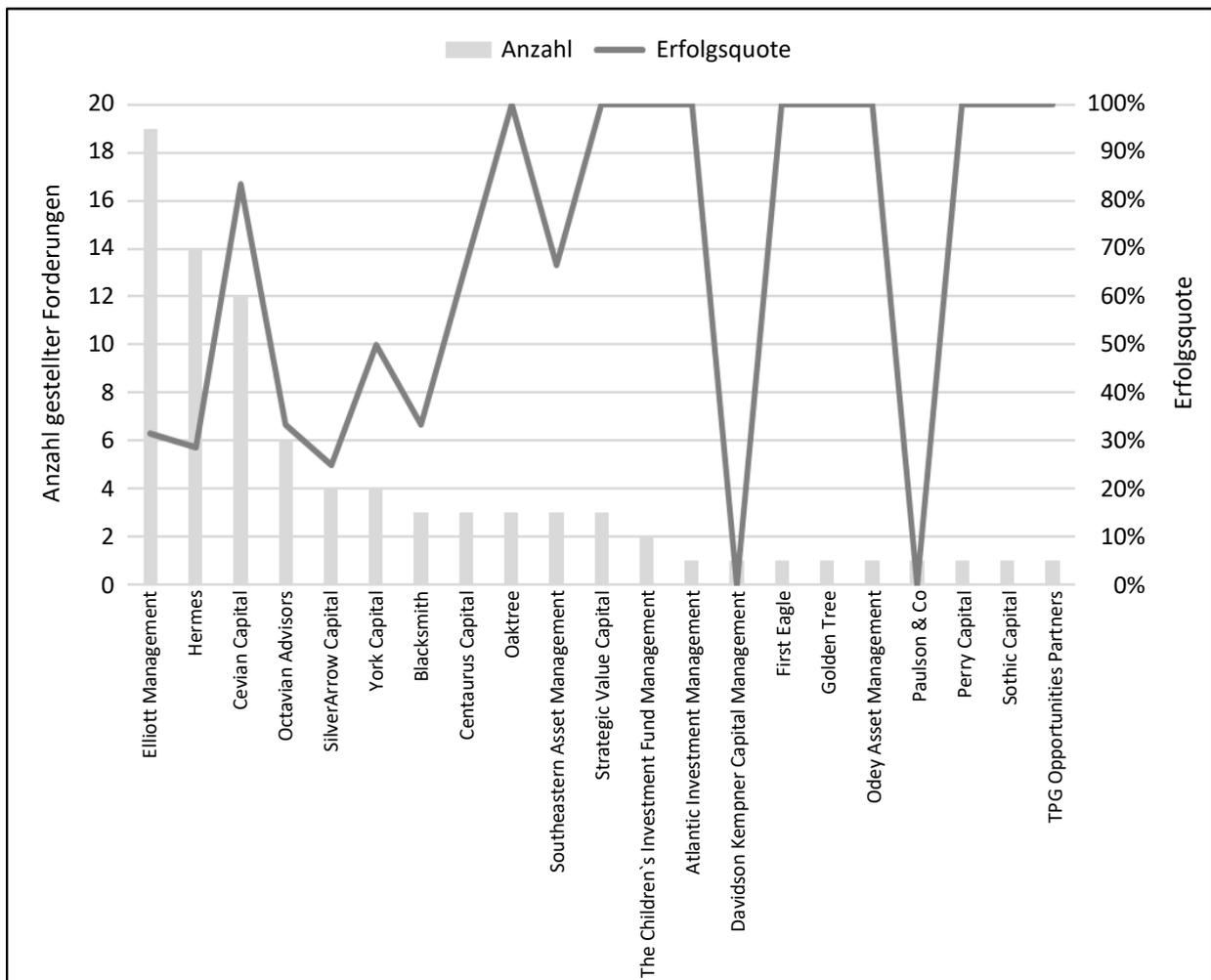


Abbildung 18: Hedgefonds-Aktivismus nach Hedgefonds und Erfolgsquote

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Höhe der Beteiligung zum Einstieg weist dabei ein breites Spektrum von knapp unter drei Prozent bis über zwölf Prozent auf, wie im Fall der Beteiligung von Cevian Capital an Bilfinger im Oktober 2011. In Einzelfällen konnte die Beteiligungshöhe nicht zuverlässig ermittelt werden, da weder mitteilungsrechtliche Meldeschwelle erreicht noch konkrete Angaben über die Höhe sowie das Datum der Beteiligung öffentlich gemacht wurden.

Im Überblick zeigt sich, dass der Einstieg bei über einem Drittel aller betrachteten Hedgefonds-Beteiligungen vor dem Betrachtungszeitraum liegt. Die erste öffentlich bekannt gewordene Forderung ging zum Teil erst im Jahr 2016 oder 2017 ein, sodass die Verfolgung einer eher langfristigen Anlagestrategie unterstellt wird. Mit Ausnahme des Jahres 2014, in dem keine neue Hedgefonds-Beteiligung registriert werden konnte, wurden durchschnittlich rund vier neue Hedgefonds-Beteiligungen von 2010 bis 2015 pro Jahr verzeichnet. Das ausgewogene Bild unterstreicht die fortwährende Bedeutung sowie das Interesse der Hedgefonds, sich aktiv zu beteiligen.

Angaben	vor 2010	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Unbestimmt	Summe
Absolut	14	4	2	3	5	0	4	6	38
Relativ	37%	11%	5%	8%	13%	0%	10%	16%	100%

Tabelle 15: Erste Beteiligung aktiver Hedgefonds an einem Zielunternehmen nach Jahren

(Quelle: eigene Darstellung)

Neben der zeitlichen Betrachtung wird nun der Fokus auf die Höhe der jeweiligen Beteiligungen gerichtet. Die folgenden Beteiligungsquoten betreffen alle erstmaligen Hedgefonds-Beteiligungen an den jeweiligen Zielunternehmen ab dem 1. Januar 2010. Die zusammengestellten Daten basieren auf der erstmaligen Nennung der Beteiligungen in öffentlich zugänglichen Medien und gehen daher meist auf verpflichtend abzugebende Stimmrechtsmitteilungen zurück (vgl. Anlage 8).

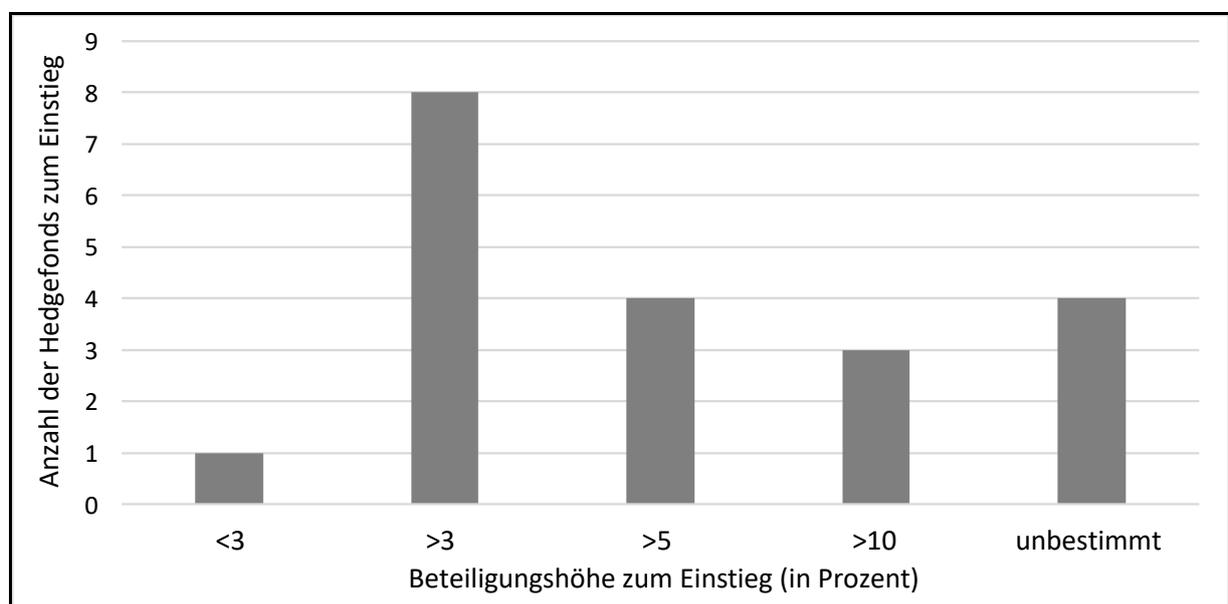


Abbildung 19: Beteiligungshöhe der Hedgefonds beim Einstieg nach dem 1. Januar 2010

(Quelle: eigene Darstellung)

Die 18 eindeutig in den Betrachtungsraum fallenden Hedgefonds-Beteiligungen wurden in vielen Fällen knapp über der ersten Meldeschwelle von drei Prozent registriert. Die Anzahl der Kleinaktionäre liegt um ein Vielfaches höher (vgl. Anlage 18). Insbesondere durch drei Hedgefonds-Beteiligungen im niedrigen zweistelligen Prozentbereich ergibt sich eine durchschnittliche Beteiligungsquote von 5,5 Prozent der Stimmrechte zum Zeitpunkt der erstmaligen Veröffentlichung einer Beteiligung.

Es sei an dieser Stelle auf zwei Einschränkungen bei der Interpretation der Daten hingewiesen. Zum einen kann nicht ausgeschlossen werden, dass eine Position bereits vor Erreichen der Meldeschwellen bestand und im Zuge der Überschreitung der Schwelle ausgebaut wurde. Zum anderen handelt es sich um eine Ex-post-Betrachtung zum Stichtag

31. Dezember 2017. Hedgefonds, die nach diesem Stichtag Forderungen gegenüber dem beteiligten Unternehmen äußerten, aber bereits zwischen 2010 und 2015 beteiligt waren, wurden nicht berücksichtigt.

Abgeleitet aus der beschriebenen Intransparenz insbesondere aufgrund gewisser Meldeschwellen ergeben sich erhebliche Schwierigkeiten bei der Bestimmung statistisch belastbarer Haltedauern, sodass hiervon letztlich Abstand genommen wird.

Resümierend kann zwar keine Aussage über die Dauer der Beteiligungen getroffen werden, dennoch zeigen die Daten, dass die erste Forderung eines Hedgefonds bereits mehrheitlich bei einstelligen prozentualen gehaltenen Stimmrechtsbeteiligungen bei den Zielunternehmen eingehen.

### 8.2.3. Marktreaktionen auf Hedgefonds-Aktivismus

8.2.3.1. Besteht ab dem Zeitpunkt des ersten Einstiegs oder der ersten Forderung eines aktiven Hedgefonds eine Überrendite des Aktienkurses?

Die grundsätzliche Renditeabsicht eines jeden Investors wird auch den beteiligten Hedgefonds unterstellt. Im Kern der Untersuchung steht deshalb in diesem Kapitelabschnitt die Betrachtung der Aktienkursverläufe ab Beteiligungsbeginn sowie nach der öffentlichen Ankündigung der ersten Forderung.

Im ersten Schritt werden für die Zielunternehmen die jeweiligen Renditen zum Handelstag des Einstiegs ( $t_0$  (Einstieg)) sowie der ersten Forderung ( $t_0$  (Forderung)) im Vergleich mit den folgenden Zeitfenstern, gemessen in Handelstagen,  $t_{-200}$ ,  $t_{-20}$ ,  $t_{-5}$ ,  $t_{-1}$ ,  $t_{+1}$ ,  $t_{+5}$ ,  $t_{+20}$  und  $t_{+200}$ , ermittelt. Für die weitergehende Beschreibung werden die Zeiträume wie folgt eingestuft:

Kurzfristig	$t_{-5}, t_{-1}, t_{+1}, t_{+5}$
Mittelfristig	$t_{-20}, t_{+20}$
Langfristig	$t_{-200}, t_{+200}$

Tabelle 16: Kategorisierung der Betrachtungszeiträume (in Handelstagen)

(Quelle: eigene Darstellung)

In Anlehnung an die empirische Untersuchung von Weber und Zimmermann (vgl. 2013, S. 1021) liegt den Berechnungen in dieser Arbeit das Veröffentlichungsdatum, an dem der Hedgefonds das Zielunternehmen öffentlich über die entsprechende Beteiligung informiert, zugrunde.

Im zweiten Schritt werden analog die Markt- bzw. Indexrenditen ermittelt. Hierzu wird die Indexrendite nicht auf Basis der jeweiligen Aktienkurse der Zielunternehmen, sondern mit den entsprechenden Daten des DAX 30, MDAX, SDAX bzw. TecDAX berechnet. Alle Berechnungen basieren auf den täglichen Schlusskursen und wurden am 28. Mai 2018 über Thomson Reuters abgefragt. Es ist zu beachten, dass keine Aktienkurshistorie für die Unternehmen Demag Cranes sowie Tognum abgerufen werden konnten, da diese nicht in Thomson Reuters geführt werden. Um mögliche Verzerrungen durch die Nutzung weiterer Datenbanken zu vermeiden, werden diese beiden Unternehmen für die nachfolgenden Betrachtungen ausgeschlossen. Zudem konnten nicht alle Zielunternehmen mit einbezogen werden, da das Datum des Hedgefonds-Einstiegs bzw. der -Forderung nicht eindeutig bestimmt werden konnte (vgl. Anlage 2).

<b>Gesamt</b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-200</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-20</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-5</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-1</sub></b>	<b>t<sub>+1</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+5</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+20</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+200</sub>/t<sub>0</sub></b>
Unternehmensrendite ab dem Einstieg	30,6	15,2	3,2	1,0	0,7	0,4	0,5	4,7
Indexrendite ab dem Einstieg	19,0	3,9	0,4	0,4	0,5	0,6	1,5	10,8
Unternehmensrendite ab der ersten Forderung	17,5	4,0	2,0	2,3	0,5	(0,6)	1,1	5,6
Indexrendite ab der ersten Forderung	14,1	0,7	0,1	(0,2)	(0,5)	(0,7)	1,5	10,6

Tabelle 17: Durchschnittliche Rendite aller Zielunternehmen im Vergleich zur Indexrendite (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Auswertung der Daten ab dem Einstieg der Hedgefonds ergibt, dass die durchschnittliche Unternehmensrendite für nahezu alle Betrachtungszeiträume positiv ausfiel. Im Vergleich zum Markt fällt jedoch auf, dass die Unternehmensrendite bis zum Zeitpunkt  $t_0$  die Marktrendite deutlich übersteigt (vgl. Anlage 19). Diese Entwicklung kehrt sich meist um, sobald die Beteiligung öffentlich wurde und in den meisten Fällen eine mitteilungspflichtige Meldeschwelle erreicht wurde. Ein vergleichbares Bild ist bei der Betrachtung der Stichtage vor Bekanntwerden der ersten Forderung erkennbar. So konnten 200 Handelstage nach der ersten Forderung die Börsenindizes um durchschnittlich 10,6 Prozent zulegen, die Entwicklung der Aktienkurse der Zielunternehmen lag fünf Prozentpunkte darunter.

Aus der Analyse sind zwei wesentliche Schlussfolgerungen zu ziehen: Zum einen scheinen Hedgefonds sich aktiv bei Unternehmen einzubringen, deren Aktienkursentwicklung vor deren Engagement überdurchschnittlich positiv im Vergleich zum Markt ausfiel. Dies lässt auf besondere Analyse- und Recherchefähigkeiten schließen besonders attraktive Zielunternehmen zu identifizieren. Zum anderen entwickelten sich die Anteilsscheine der Zielunternehmen sowohl nach dem Einstieg als auch nach der ersten Forderung langfristig

positiv, sodass grundsätzlich die Generierung eines Mehrwerts für das Unternehmen unterstellt werden kann, wenngleich dieser in vielen Fällen hinter der Benchmark liegt. Ausgehend von der Gesamtbetrachtung werden nachfolgend die Zielunternehmen im Detail nach ihrer Indexzugehörigkeit hin untersucht (vgl. Anlagen 20 und 21).

### *DAX 30 Unternehmen*

Die sechs größten Unternehmen der Stichprobe weisen sowohl 200 Handelstage nach dem Einstieg als auch nach der ersten Forderung eine deutlich positivere Wertentwicklung als der Börsenindex DAX 30 auf. In der Spitze legte der Wert der Aktie von Adidas um über 40 Prozent ab Einstieg sowie um über 80 Prozent nach der ersten Forderung zu. Einzig die Aktionäre der Deutschen Bank mussten Abschläge von knapp 20 Prozent in dem letztgenannten Zeitraum hinnehmen. Kurzfristig stellte sich nur bei Adidas (1,2 Prozent) bzw. Infineon (3,6 Prozent) eine positive Wertentwicklung heraus, die weiteren Beobachtungen verzeichneten durchweg Kursverluste.

<b>DAX 30</b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-200</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-20</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-5</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-1</sub></b>	<b>t<sub>+1</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+5</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+20</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+200</sub>/t<sub>0</sub></b>
Unternehmensrendite ab dem Einstieg	(9,5)	4,1	2,8	(0,7)	2,9	4,2	14,2	33,8
Indexrendite ab dem Einstieg	11,7	4,4	2,1	0,4	1,2	1,2	4,1	7,9
Unternehmensrendite ab der ersten Forderung	(0,0)	2,7	1,1	0,5	(1,1)	(2,6)	1,4	25,2
Indexrendite ab der ersten Forderung	4,9	1,6	0,8	0,1	(1,0)	(1,9)	0,6	5,5

Tabelle 18: Durchschnittliche Rendite der DAX 30 Zielunternehmen und des Börsenindex (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

In der Folge ist festzuhalten, dass die Aktienkursverläufe der Zielunternehmen entgegen der Gesamtbetrachtung des DAX 30 langfristig überdurchschnittlich zulegten. Ein kurzfristiger positiver Effekt des Hedgefonds-Aktivismus konnte nicht festgestellt werden.

### *MDAX Unternehmen*

Die 14 mittelgroßen Unternehmen der Stichprobe können langfristig nicht an die überdurchschnittlichen Wertsteigerungen der DAX 30 Unternehmen anknüpfen. Wenngleich teilweise eine kurzfristige Überrendite nur nach dem Einstieg und nicht nach der ersten Forderung gegenüber dem MDAX erzielt werden konnte, kehrt sich diese in Form einer deutlichen Unterrendite bereits mittelfristig um. In dem betrachteten Zeitraum vor dem Hedgefonds-Aktivismus schneiden die Zielunternehmen mit deutlichen Überrenditen im Vergleich zum Referenzindex ab. Übereinstimmend stellen Weber und Zimmermann (vgl.

2013, S. 1048) ebenfalls eine Trendumkehr 20 Handelstage nach dem Veröffentlichungsdatum der Hedgefonds-Beteiligung fest und sprechen lediglich von einem temporären positiven Informationseffekt.

<b>MDAX</b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-200</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-20</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-5</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-1</sub></b>	<b>t<sub>+1</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+5</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+20</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+200</sub>/t<sub>0</sub></b>
Unternehmensrendite ab dem Einstieg	30,8	22,3	3,3	2,2	(0,0)	0,4	(3,1)	5,5
Indexrendite ab dem Einstieg	17,6	5,9	0,9	0,5	(0,5)	0,2	0,3	16,1
Unternehmensrendite ab der ersten Forderung	23,8	4,9	1,3	1,6	(0,3)	(1,2)	(3,6)	8,4
Indexrendite ab der ersten Forderung	18,2	0,7	(0,4)	(0,2)	(0,2)	0,3	1,4	18,2

Tabelle 19: Durchschnittliche Rendite der MDAX Zielunternehmen und des Börsenindex (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Aus Sicht der MDAX Unternehmen ist zu konstatieren, dass die durchschnittlichen Überrenditen vor dem Hedgefonds-Aktivismus nur in Einzelfällen, insbesondere nach dem Einstieg, gehalten werden konnten. Vielmehr scheinen Hedgefonds nicht zwingend zur Wertsteigerung bei MDAX Unternehmen beizutragen, denn die Rendite des gesamten MDAX konnte zu keinem Zeitpunkt von den betrachteten MDAX Unternehmen übertroffen werden. Das Beispiel von Rhön-Klinikum zeigt eindrucksvoll, dass bereits 20 Handelstage nach der ersten Forderung zweistellige Wertverluste zu Buche stehen können.

### *SDAX Unternehmen*

Die fünf kleineren SDAX Unternehmen dieser Stichprobe können im Vergleich zu den DAX 30 und MDAX Unternehmen langfristig keine durchschnittliche Wertentwicklung verzeichnen, obwohl der Referenzindex im Plus liegt. Vielmehr ergeben sich zweistellige Unterrenditen, da nicht zuletzt der SDAX über die 200 Handelstage nach Beteiligung bzw. erster Forderung jeweils um rund zehn Prozent zulegen konnte. Demgegenüber reagierten die Aktienkurse der Unternehmen kurz- und mittelfristig eher positiv auf den Hedgefonds-Aktivismus.

<b>SDAX</b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-200</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-20</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-5</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-1</sub></b>	<b>t<sub>+1</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+5</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+20</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+200</sub>/t<sub>0</sub></b>
Unternehmensrendite ab dem Einstieg	62,0	14,0	1,2	(2,9)	(0,1)	0,6	3,1	(0,5)
Indexrendite ab dem Einstieg	18,6	0,3	(1,9)	0,1	1,3	1,2	3,3	11,7
Unternehmensrendite ab der ersten Forderung	47,3	7,1	(0,1)	3,6	(0,5)	3,8	13,4	(6,7)
Indexrendite ab der ersten Forderung	14,8	(0,6)	(0,1)	(0,4)	(0,5)	(1,4)	1,6	9,7

Tabelle 20: Durchschnittliche Rendite der SDAX Zielunternehmen und des Börsenindex (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Den beiden vorherigen Untersuchungen der DAX 30 und MDAX Unternehmen anschließend, kennzeichnen auch die SDAX Unternehmen zum Teil erhebliche Überrenditen, insbesondere mittel- und langfristig. Die langfristige negative Wertentwicklung im Nachgang kann aus Investorensicht jedoch überwiegend wenig zufriedenstellend sein.

### *TecDAX Unternehmen*

Die verbleibenden drei TecDAX Unternehmen der Stichprobe bestätigen den Eindruck, dass sich langfristig eine Unterrendite im Vergleich zum Börsenindex einstellt. Diese fällt besonders hoch bei der Insolvenz des Solarunternehmens Conergy aus.

<b>TecDAX</b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-200</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-20</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-5</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-1</sub></b>	<b>t<sub>+1</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+5</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+20</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+200</sub>/t<sub>0</sub></b>
Unternehmensrendite ab dem Einstieg	22,9	7,1	6,0	4,9	1,5	(3,8)	(6,4)	(18,9)
Indexrendite ab dem Einstieg	30,7	2,9	0,3	0,3	1,4	0,2	0,1	(3,5)
Unternehmensrendite ab der ersten Forderung	(10,6)	(1,0)	9,5	6,5	8,1	(0,1)	1,7	(27,2)
Indexrendite ab der ersten Forderung	16,4	0,6	0,8	(0,1)	(0,8)	(0,6)	3,8	(6,0)

Tabelle 21: Durchschnittliche Rendite der TecDAX Zielunternehmen und des Börsenindex (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Trotz der kurzfristig vorherrschenden positiven Unternehmensrenditen sowohl vor dem Einstieg als auch vor der ersten Forderung scheinen die beiden TecDAX Unternehmen Conergy und Dialog Semiconductor ex post wenig positiv für die beteiligten Investoren vor dem Hintergrund des Hedgefonds-Aktivismus verlaufen zu sein. Einzig die Aktionäre des Werkzeugmaschinenherstellers Rofin-Sinar Technologies konnten sich über eine positive Wertentwicklung freuen.

In der Zusammenfassung kann kein überwiegend positiver Effekt des Hedgefonds-Aktivismus auf die Aktienkursverläufe bei den betrachteten Zielunternehmen festgestellt werden. Einzig die großen DAX 30 Unternehmen können Überrenditen, insbesondere nach den ersten 200 Handelstagen, vorweisen. Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu beachten, dass auf der einen Seite längere Betrachtungszeiträume von einem oder mehreren Jahren zu gegenläufigen Ergebnissen führen können. Auf der anderen Seite wurden weitere mögliche Erfolgskomponenten, wie beispielsweise Dividendenausschüttungen oder Übernahmeangebote im Rahmen von Squeeze-outs, nicht berücksichtigt.

8.2.3.2. Führt das maßgebliche Vorliegen von Großaktionären, wie beispielsweise Familien oder staatlichen Beteiligungen, zu einer Überrendite relativ zum entsprechenden Börsenindex?

Der oben genannten Forschungsfrage wohnt die Vermutung inne, dass Hedgefonds einen größeren Einfluss bei Unternehmen ausüben können, bei denen keine Großaktionäre investiert sind und diese möglicherweise Forderungen leichter blockieren könnten.

Großaktionäre werden für die Untersuchung als solche definiert, die zum Ende jeden Kalenderjahres zwischen 2009 bis 2017 mehr als 25 Prozent der Stimmrechte halten. Die Analyse der Höhe sowie die Klassifizierung der Aktionäre orientiert sich an den Haupt- und Unterkategorien der Shareholder History Reports für die 26 Zielunternehmen, die über Thomson Reuters abgerufen wurden (vgl. Anlage 22). Für die beiden Unternehmen Demag Cranes und Tognum liegen keine Daten in Thomson Reuters vor, sodass deren Geschäftsberichte auf Angaben hinsichtlich der Aktionärsstruktur überprüft und zusammengetragen werden.

Es zeigt sich, dass 22 der 28 Zielunternehmen mindestens zu einem der jährlichen Stichtage einen oder mehrere Großaktionäre aufweisen. Die durchschnittliche Beteiligungshöhe dieser Großaktionäre liegt bei 59,8 Prozent für die Betrachtungsperiode beginnend am 31. Dezember 2009. Für die Börsenindizes DAX 30, MDAX und SDAX gilt: Je höher die Marktkapitalisierung des Zielunternehmens ist, desto geringer fällt die durchschnittliche Beteiligung der Großaktionäre aus.

<b>Alle Angaben in Prozent</b>	<b>DAX 30</b>	<b>MDAX</b>	<b>SDAX</b>	<b>TecDAX</b>
Ø Jährliche Beteiligungshöhe der Großaktionäre (Zeitraum 31.12.2009 bis 31.12.2017)	47,7	63,1	67,7	42,8

Tabelle 22: Durchschnittliche Beteiligungshöhe der Großaktionäre nach Börsenindizes

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Großaktionäre steigerten ihre Beteiligung durchschnittlich um 11,4 Prozent im Jahr des Einstiegs verglichen mit dem jeweiligen Vorjahr. Im Zeichen des Hedgefonds-Aktivismus stieg die Beteiligung der Großaktionäre ein Jahr nach dem Einstieg eines aktiven Hedgefonds um durchschnittlich 13,2 Prozent an. Dieselbe zunehmende Entwicklung ist bei der Betrachtung der ersten Forderung der Hedgefonds zu verzeichnen.

Alle Angaben in Prozent	Beteiligung ein Jahr vor ( $t_{-1}$ ), im ( $t_0$ ) und ein Jahr nach ( $t_{+1}$ ) dem Einstieg (Event 1)   der ersten Forderung (Event 2)			
	Delta	Delta	Delta	Delta
	$t_0/t_{-1}$	$t_{+1}/t_0$	$t_0/t_{-1}$	$t_{+1}/t_0$
Veränderung der Ø Beteiligungshöhe der Großaktionäre (in Prozent) (Zeitraum 31.12.2009 bis 31.12.2017)	11,4	13,2	16,1	8,6

Tabelle 23: Durchschnittliche Veränderung der Beteiligungshöhe der Großaktionäre

(Quelle: eigene Darstellung)

Als Zwischenfazit ist festzuhalten, dass beim Einstieg eines aktiven Hedgefonds sowie nach Eingang der ersten Forderung die Beteiligung der Großaktionäre jeweils durchschnittlich zunahm. Ausstehend ist zu überprüfen, inwiefern sich der Aktienkurs des Zielunternehmens zum jeweiligen Börsenindex entwickelte. Die Erzielung einer Überrendite ist, analog zu der vorherigen Forschungsfrage (vgl. Kapitelabschnitt 8.2.3.1), dann gegeben, wenn die relative Aktienkursentwicklung eines Unternehmens über der des dazugehörigen Börsenindex bei der Betrachtung desselben Zeithorizonts lag. Hierzu werden die Renditen zum Einstieg sowie bei Bekanntwerden der ersten Forderungen zu den nachfolgenden Stichtagen untersucht:  $t_{-200}$ ,  $t_{-20}$ ,  $t_{-5}$ ,  $t_{-1}$ ,  $t_{+1}$ ,  $t_{+5}$ ,  $t_{+20}$  und  $t_{+200}$ . Im Gegensatz zur vorherigen Tabelle entspricht  $t$  einem Handelstag und nicht einem Jahr. Der Tag, an dem entweder die Beteiligung oder die Forderung bekannt wurde, wird als  $t_0$  definiert.

Die Unterteilung zwischen den einzelnen Börsenindizes sowie nach einzelnen Zeitfenstern vermittelt ein differenziertes Bild. Bei allen 22 Unternehmen mit Großaktionären stellt sich für den ersten sowie die ersten fünf Handelstage nach dem erstmaligen Einstieg eine durchschnittliche Überrendite ein. Die Aktienkursentwicklung von Thyssenkrupp verlief dabei besonders positiv. Auf der einen Seite konnte eine Überrendite in Höhe von 14,7 Prozent im Vergleich zum DAX 30 im Zeitraum von 200 Handelstagen nach dem Einstieg verzeichnet werden, auf der anderen Seite entwickelte sich vor dem Hintergrund der ersten Forderung über denselben Zeitraum der Aktienkurs des Stahlkonzerns 17,5 Prozentpunkte besser als der DAX 30. Diesem positiven Trend können die anderen Unternehmen kaum folgen. So wurden durchschnittliche Unterrenditen für MDAX (–10,6 Prozent), SDAX (–12,2 Prozent) und TecDAX Unternehmen (–19,6 Prozent) nach den ersten 200 Tagen des Einstiegs verzeichnet. Analog stellte sich ab der ersten Forderung nur bei den DAX 30 Unternehmen eine langfristige positive durchschnittliche Überrendite von 8,8 Prozent ein. Unter denselben Parametern fallen die betrachteten MDAX (–9,8 Prozent), SDAX (–16,4 Prozent) sowie

TecDAX (-26,1 Prozent) Unternehmen gegenüber den jeweiligen Börsenindizes zurück. Kurzfristig jedoch legten die Aktienkurse kleinerer Unternehmen zu.

Anzahl der Unternehmen	Börsenindizes	$t_{+1}/t_0$	$t_{+5}/t_0$
4	SDAX	0,0	5,2
2	TecDAX	12,3	1,8

Tabelle 24: Durchschnittliche Überrendite nach der ersten Forderung (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die nach der ersten Forderung mit Abstand höchsten kurzfristigen Überrenditen konnten bei TecDAX Unternehmen verzeichnet werden. Bereits fünf Tage vor Ankündigung der öffentlich bekanntgewordenen Forderung stieg der Aktienkurs um knapp zehn Prozent und konnte am Tag nach der offiziellen Pressemitteilung zusätzlich um elf Prozent zulegen.

Der in der Statistik verbreitete t-Test wird für die Analyse der Über- bzw. Unterrenditen aller Zielunternehmen mit Großaktionären herangezogen (vgl. Brown; Warner, 1985, S. 7f). Da die Datengrundlage keine einheitlichen Varianzen aufweist, wird der unabhängige Zweistichprobentest unter der Annahme ungleicher Varianzen sowohl ab dem Zeitpunkt des Einstiegs (vgl. Anlage 23) als auch ab der ersten Forderung (vgl. Anlage 24) verwendet. Die beiden Stichproben lassen sich zwischen der Experimentalgruppe (Zielunternehmen mit Großaktionären) und der Kontrollgruppe (Börsenindizes) unterscheiden. Getestet wird, ob eine signifikante Änderung (Signifikanzniveau von  $\alpha = 0,05$ ) der Aktienkursverläufe der Unternehmen zu deren Börsenindizes zu den unterschiedlichen Zeitpunkten besteht.

Die Wirkungsvermutung lautet folglich:

Der relative Kursverlauf der Zielunternehmen mit Großaktionären liegt über dem des Marktes. Die zugrundeliegende Annahme der Hypothese  $H_0 = 0$  (Nullhypothese) legt keine Änderung nahe. Falls diese verworfen werden muss, wäre ein signifikanter Effekt einer Überrendite statistisch nachgewiesen. Die Auswertungen (vgl. Anlagen 23 und 24) zeigen deutlich, dass die Nullhypothese nicht verworfen werden kann, sondern angenommen werden muss. Denn die t-Statistik liegt in keinem der betrachteten Zeitpunkte über dem des kritischen t-Werts bei den einseitigen t-Tests. Darüber hinaus liegt der p-Wert ausschließlich unterhalb des getesteten Signifikanzniveaus von 0,05.

In der Schlussbetrachtung zeigt sich, dass sich die Aktionärsstruktur bei den Zielunternehmen dahingehend verändert hat, dass Großaktionäre zunehmend ihren Einfluss in Form höherer Stimmrechtsbeteiligungen ausbauen. Trotz kurzfristiger Überrenditen bei kleineren Unternehmen sowie langfristigen Überrenditen bei DAX 30 Unternehmen konnte

der Nachweis eines positiven Effekts auf die Aktienkursentwicklung bei dieser Stichprobe mittels t-Tests nicht erbracht werden.

### 8.2.3.3. Erzielen Unternehmen mit höherem Streubesitzanteil höhere positive Renditen im Vergleich zu Unternehmen mit geringerem Streubesitzanteil?

Der Streubesitz (Free Float) ist der Anteil der Aktien eines Emittenten, der frei gehandelt werden kann und nicht von Investoren gehalten wird, die über mehr als fünf Prozent der Stimmrechte verfügen. Folglich ist die Handelbarkeit einer Aktie dann am höchsten, wenn der Free Float 100 Prozent beträgt (vgl. Anlage 25).

Die Wirkungsvermutung liegt darin begründet, dass Unternehmen, deren Free Float höher ist für Investoren, darunter Hedgefonds, attraktiver sein könnten, da weitere Zukäufe leichter durchzuführen wären und sich die Möglichkeiten der Einflussnahme erhöhen würden. Diese Vermutung wird durch die Erkenntnisse der vorherigen Forschungsfrage (vgl. Kapitelabschnitt 8.2.3.2.) gestärkt, wonach Großaktionäre offenbar grundsätzlich den Ausbau ihrer Beteiligungspositionen forcieren.

Die Analyse beruht auf den jeweiligen Streubesitzanteilen der 26 Zielunternehmen zum Ende jedes Kalenderjahres. Die Daten wurden über Thomson Reuters am 27. Mai 2018 abgerufen. Für die beiden Unternehmen Demag Cranes und Tognum lagen keine Daten in Thomson Reuters zum Streubesitz vor. Die Durchsicht der Geschäftsberichte der beiden Unternehmen brachte ebenfalls keine eindeutig quantifizierbaren Streubesitzanteile hervor, sodass diese beiden Unternehmen von der Analyse ausgeschlossen wurden (vgl. Anlage 25).

Zur Beantwortung der Forschungsfrage wird ein durchschnittlicher Streubesitzanteil je Unternehmen auf Basis der jährlichen Streubesitzanteile vom 31. Dezember 2010 bis 31. Dezember 2017 berechnet. Anschließend werden die 26 Durchschnittswerte der Höhe nach in zwei Gruppen eingeteilt (vgl. Anlage 26). Bei der Gruppe 1 liegt der Streubesitzanteil mit 92,4 Prozent über dem Durchschnitt von 70,5 Prozent, bei der Gruppe 2 entsprechend darunter mit 48,6 Prozent.

<b>Rendite</b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-200</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-20</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-5</sub></b>	<b>t<sub>0</sub>/t<sub>-1</sub></b>	<b>t<sub>+1</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+5</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+20</sub>/t<sub>0</sub></b>	<b>t<sub>+200</sub>/t<sub>0</sub></b>
Gruppe 1 Unternehmensrendite ab dem Einstieg	5,0	7,2	3,3	1,4	1,4	0,1	(1,0)	4,2
Gruppe 2 Unternehmensrendite ab dem Einstieg	52,5	22,1	3,0	0,6	0,0	0,6	1,8	5,2
Gruppe 1 Unternehmensrendite ab der ersten Forderung	(4,7)	3,1	2,9	2,2	1,4	(0,6)	1,4	10,6
Gruppe 2 Unternehmensrendite ab der ersten Forderung	39,7	4,9	1,1	2,3	(0,4)	(0,6)	0,8	0,6

Tabelle 25: Durchschnittliche Rendite nach Free Float (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Auswertung der Daten nach Gruppenzugehörigkeit offenbart, dass Unternehmen beider Gruppen kurz- und langfristig ähnlich positiv auf den Einstieg eines Hedgefonds reagierten. Ausgehend von der ersten Forderung unterscheiden sich die Mittelwerte jedoch in Teilen erheblich.

Zum einen mussten die Unternehmen mit dem geringeren Streubesitzanteil (Gruppe 2) kurzfristige Kursabschläge hinnehmen, wohingegen die Aktienkurse der Unternehmen mit höherem Streubesitzanteil (Gruppe 1) nach dem ersten Handelstag im Mittel einen Kursgewinn von 1,4 Prozent verzeichnen konnten.

Zum anderen wird in der langfristigen Betrachtung der Renditeentwicklungen ein weiterer Unterschied deutlich. Die Aktienkurse der Gruppe 1 konnten nach 200 Handelstagen um über zehn Prozent im Durchschnitt zulegen. Im Vergleichszeitraum ergab sich für Unternehmen mit geringerem Streubesitz (Gruppe 2) eine Steigerung von weniger als einem Prozent.

Diese Beobachtung lässt die Schlussfolgerung zu, dass die Wertsteigerung nach der ersten Forderung dann höher ist, wenn eine höhere Handelbarkeit der Aktie gegeben ist. Der Einstieg eines aktiven Hedgefonds scheint jedoch keine Auswirkungen auf die weitere Entwicklung zu nehmen. Dies könnte daran liegen, dass zu Beginn des Einstiegs die Verfolgung aktivistischer Ziele noch nicht bekannt ist.

#### 8.2.3.4. Wie verhält sich die Umschlagshäufigkeit der gehandelten Aktien eines Zielunternehmens ab dem Einstieg sowie der ersten Forderung eines aktiven Hedgefonds?

Die tägliche Umschlagshäufigkeit einer Aktie entspricht dem gehandelten Volumen an einem Handelstag und bringt somit die Liquidität eines Wertpapiers zum Ausdruck. Eine hohe Liquidität spricht in vielen Fällen für eine hohe Attraktivität des einzelnen Wertpapiers. Aktien, die besonders liquide sind, könnten demnach vielversprechend für Hedgefonds sein. Zu überprüfen ist folglich, ob der Einstieg oder die erste Forderung eines Hedgefonds zu einem gesteigerten Handelsvolumen führt, denn aus Sicht des Unternehmens ist eine sichergestellte Liquidität der unternehmenseigenen Wertpapiere aus Kapitalmarkt- und Finanzierungsgründen von erheblicher Bedeutung. Darüber hinaus richtet sich die Gewichtung und die Notierung in einem der vier betrachteten Börsenindizes neben der Marktkapitalisierung auch nach dem Börsenumsatz, der sich aus dem gehandelten Volumen und den Preisfestsetzungen ergibt. Analog zu der Vorgehensweise bei den vorangegangenen Untersuchungen wurden die benötigten Daten über Thomson Reuters am 27. Mai 2018 abgerufen. Handelsvolumina für SDAX und TecDAX konnten über Thomson Reuters nicht verlässlich ermittelt werden, sodass der Vergleich der Handelsvolumina zum jeweiligen Index für SDAX und TecDAX Unternehmen unterbleibt. Unverkennbar ist, dass das gehandelte Volumen der DAX 30 Unternehmen deutlich über dem der 50 MDAX Unternehmen liegt.

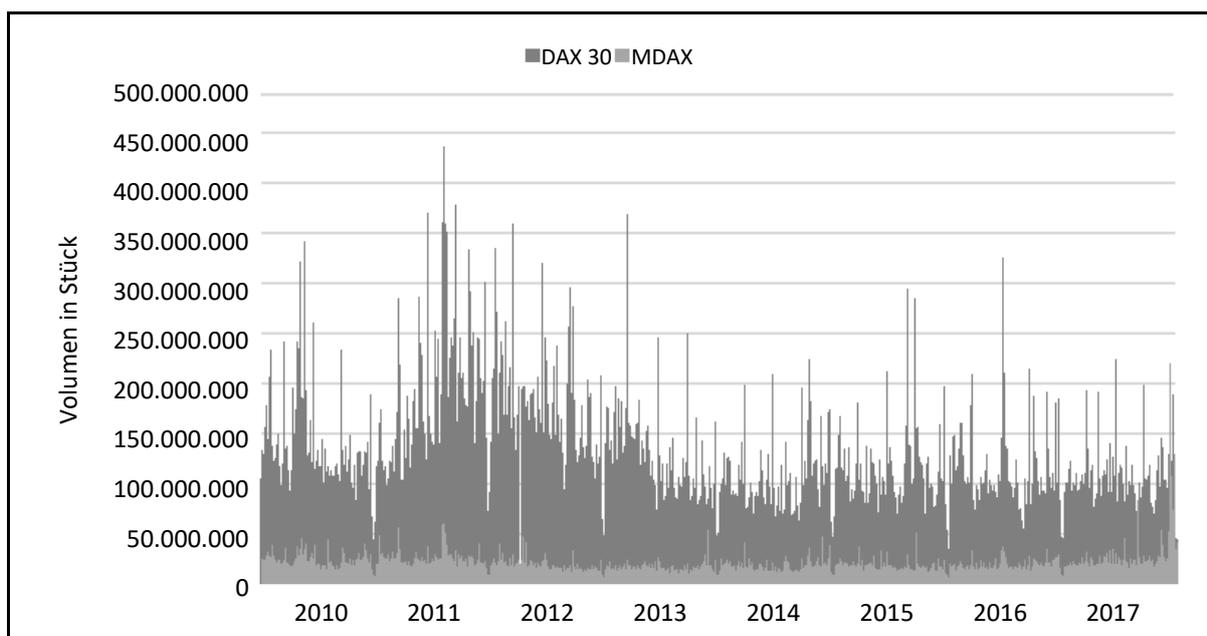


Abbildung 20: Handelsvolumina DAX 30 und MDAX von 2010 bis 2017

(Quelle: eigene Darstellung)

Analog zu der vorherigen Bestimmung der Renditen (vgl. Kapitelabschnitt 8.2.3.1.) wurde bei der Entwicklung der Handelsvolumina ebenfalls auf die Handelstage  $t_{-200}$ ,  $t_{-20}$ ,  $t_{-5}$ ,  $t_{-1}$ ,  $t_{+1}$ ,  $t_{+5}$ ,  $t_{+20}$  und  $t_{+200}$  abgestellt. Die Datengrundlage der DAX 30 Unternehmen zeigt, dass die Zielunternehmen überwiegend ein überdurchschnittlich hohes Handelsvolumen gegenüber dem gesamten DAX 30 Börsenindex aufweisen. Insbesondere vor dem Einstieg, beispielsweise fünf Handelstage vor Bekanntgabe des Einstiegs, kam es bei den Zielunternehmen zu deutlich höheren An- und Verkäufen im Vergleich zum DAX 30. Die Zunahme der Handelsaktivität könnte im Zusammenhang mit dem Aufbau einer neuen Hedgefonds-Position stehen, die zum Zeitpunkt  $t_0$  veröffentlicht wurde.

Auffällig ist zudem, dass die Aktien der Zielunternehmen im Vergleich zum DAX 30 einen Handelstag nach dem Einstieg (+48,5 Prozent) bzw. nach der ersten Forderung (+31,1 Prozent) deutlich häufiger gehandelt wurden. Langfristig hingegen nahm das Volumen der Zielunternehmen deutlich ab. So halbierte sich nicht nur das Handelsvolumen 200 Handelstage nach dem Einstieg (-49,3 Prozent), sondern ging über denselben Zeitraum auch nach der ersten Forderung um mehr als ein Drittel zurück (-35,3 Prozent).

<b>Handelsvolumen</b>	<b><math>t_0/t_{-200}</math></b>	<b><math>t_0/t_{-20}</math></b>	<b><math>t_0/t_{-5}</math></b>	<b><math>t_0/t_{-1}</math></b>	<b><math>t_{+1}/t_0</math></b>	<b><math>t_{+5}/t_0</math></b>	<b><math>t_{+20}/t_0</math></b>	<b><math>t_{+200}/t_0</math></b>
Unternehmensvolumina ab dem Einstieg	54,2	221,2	47,9	(4,3)	48,5	(52,1)	62,0	(49,3)
Indexvolumina ab dem Einstieg	35,9	66,5	1,9	(17,1)	(0,1)	(22,6)	(28,9)	(12,8)
Unternehmensvolumina ab der ersten Forderung	36,0	80,6	81,7	12,2	31,1	(13,9)	(37,5)	(35,3)
Indexvolumina ab der ersten Forderung	6,9	67,8	36,0	(6,1)	22,3	(0,6)	(21,3)	(4,0)

Tabelle 26: Entwicklung der durchschnittlichen Handelsvolumina im DAX 30 (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Daten der MDAX, SDAX und TecDAX Unternehmen sind stark von Ausreißern geprägt, sodass keine verlässlichen Aussagen getroffen werden können (vgl. Anlagen 27 bis 29).

Die Betrachtung der Handelsvolumina ergibt, dass DAX 30 Unternehmen vor dem Einstieg und der ersten Forderung überdurchschnittlich häufig gehandelt wurden. Dies lässt auf deren besonders hohe Attraktivität schließen, sodass ein Einstieg eines aktiven Hedgefonds plausibel erscheint. Darüber hinaus gibt es einen unmittelbar kurzfristigen Anstieg der Handelsaktivitäten in  $t_{+1}$ , dessen Trendumkehr jedoch langfristig folgte. Weitere valide Schlussfolgerungen können auf Basis der vorliegenden Daten nicht gezogen werden.

## 8.2.4. Auswertung der Corporate Governance Implikationen im Sinne des DCGK

8.2.4.1. Inwieweit wird den Vorgaben, Empfehlungen und Anregungen des DCGK entsprochen, und welchen Einfluss hat der Hedgefonds-Aktivismus auf deren Umsetzung?

Die nachfolgende Untersuchung der Entsprechenserklärungen für die betroffenen 28 Zielunternehmen erfolgt unter anderem im Rahmen der eigens berechneten DCGK-Entsprechensquote und gibt darüber hinaus einen Einblick, an welchen Stellen Abweichungen zum DCGK vorliegen. Die Durchsicht der vorliegenden Entsprechenserklärungen der Zielunternehmen hat ergeben, dass nur das MDAX Unternehmen DMG Mori (ehemals Gildemeister) allen Anforderungen des DCGK über den gesamten Zeitraum entsprach. Bei sechs der 28 Unternehmen entfiel die Verpflichtung, eine Entsprechenserklärung abzugeben (vgl. Anlage 10). Die Entsprechensquote der verbleibenden Unternehmen bewegte sich um ca. 95 Prozent (vgl. Anlage 12).

Alle Angaben in Prozent	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ø DCGK-Entsprechensquote	96,4	95,5	95,5	94,8	95,2	94,5	96,9

Tabelle 27: Jährliche durchschnittliche DCGK-Entsprechensquote der 28 Zielunternehmen

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Durchschnittswerte deuten auf eine grundsätzlich hohe Zustimmung des DCGK als Ordnungsinstrument hin. Dennoch bieten die Durchschnittswerte wenig Raum für Interpretationen, da eine gute Corporate Governance im Sinne des comply or explain-Prinzips von Unternehmen zu Unternehmen unterschiedlich ausfällt. Um die Aussagekraft zu erhöhen, werden nachfolgend weitere Parameter mit einbezogen. Zu überprüfen gilt es, ob die Indexzugehörigkeit einen Einfluss auf die DCGK-Entsprechensquote hat. Es wird erwartet, dass größere Unternehmen verstärkt darum bemüht sind, dem DCGK zu folgen, da sie mehr im öffentlichen Fokus stehen als vergleichsweise kleinere Unternehmen.

Die Darstellung der Entsprechensquote hinsichtlich der Börsenzugehörigkeit zeigt, dass durchschnittlich kleinere börsennotierten Gesellschaften im Vergleich zu größeren in den letzten sechs Jahren häufiger vom DCGK abgewichen sind, wodurch die Erwartungshaltung gestützt wird (vgl. Abbildung 21). Im Jahr 2016 beispielsweise wurden keine Abweichungen bei drei der sechs betrachteten DAX 30 Unternehmen angegeben. In jüngster Vergangenheit scheint die Entsprechung des DCGK bei DAX 30 und SDAX Unternehmen wieder zugenommen zu haben. Gegensätzlich verläuft die Entwicklung bei den

Entsprechenserklärungen der betrachteten MDAX Unternehmen. Die Ergebnisse lassen folglich den Schluss zu, dass die Indexzugehörigkeit zwar einen Einfluss auf die Entsprechensquote hat, dieser jedoch je nach Index unterschiedlich ausfällt. Eine Interpretation der Daten für TecDAX Unternehmen wurde bewusst unterlassen, da zum einen zwei der drei TecDAX Unternehmen, Dialog Semiconductors und Rofin-Sinar Technologies, keine Entsprechung zum DCGK abgeben (vgl. Anlage 10) und zum anderen Conergy als verbleibendes TecDAX Unternehmen nur bis zur Insolvenz berücksichtigt werden konnte.

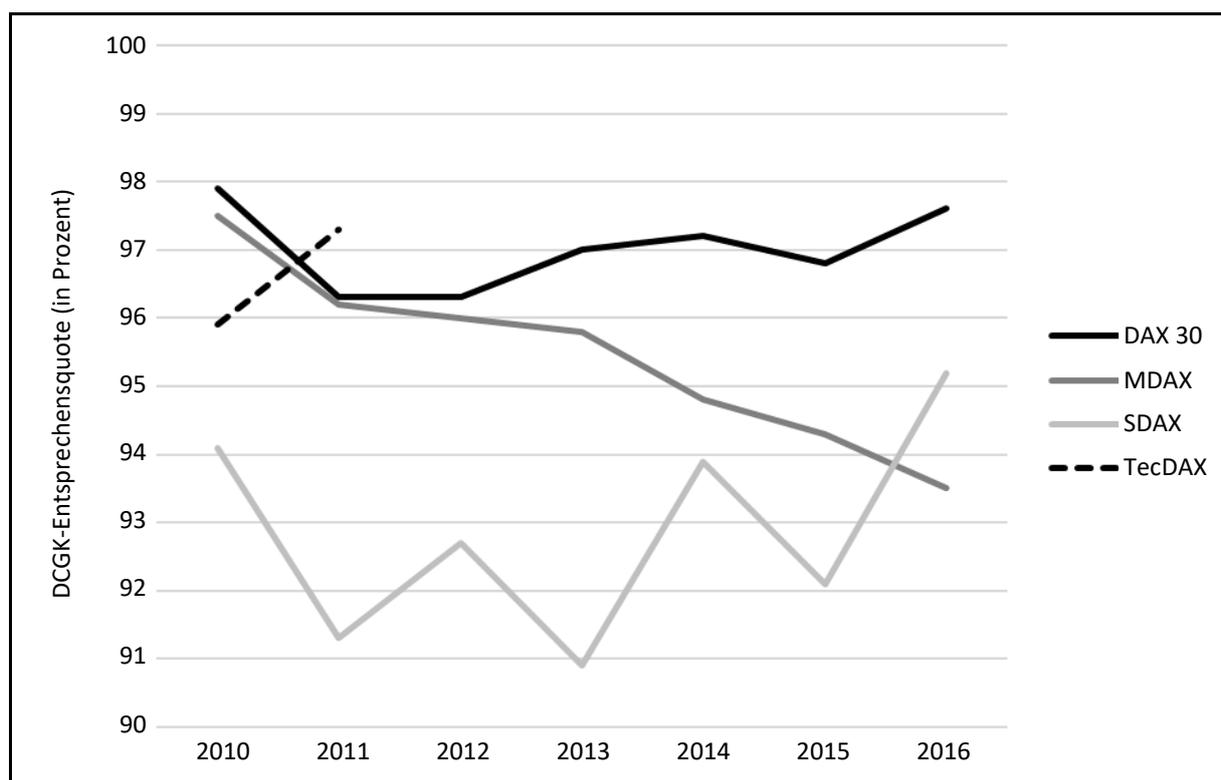


Abbildung 21: Durchschnittliche DCGK-Entsprechensquote je Börsenindex

(Quelle: eigene Darstellung)

Börsenindex	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Ø2010-2016
DAX 30	97,9	96,3	96,3	97,0	97,2	96,8	97,6	97,0
MDAX	97,5	96,2	96,0	95,8	94,8	94,3	93,5	95,3
SDAX	94,1	91,3	92,7	90,9	93,9	92,1	95,2	92,9
TecDAX	95,9	97,3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	96,6

Tabelle 28: Durchschnittliche DCGK-Entsprechensquote je Börsenindex (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Anhand der Unterscheidung der einzelnen Textziffern sowie auf Basis deren Kategorisierung ist eine differenzierte Betrachtung möglich (vgl. Anlage 30). Mit einem Blick auf die dahinterliegenden Abweichungen ist erkennbar, dass im hohen Maße den beiden Kategorien „Vorgaben“ und „Anregungen“ und bisweilen den „Empfehlungen“ entsprochen wurde.

Größere relative Abweichungen zum DCGK, gemessen an einer Entsprechensquote von unter 75 Prozent, sind in den Jahren 2013 und 2014 in der Kategorie „Empfehlungen und Anregungen“ festzustellen.

DCGK-Kategorien	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Ø2010-2016
Vorgaben	99,8	99,6	100,0	99,8	99,8	99,7	99,7	99,8
Anregungen	98,3	98,8	99,1	98,8	98,6	98,5	98,3	98,6
Empfehlungen	94,2	93,2	93,4	92,7	94,0	92,6	96,0	93,7
Empfehlungen und Anregungen	90,9	85,7	77,9	70,0	72,2	80,9	91,7	81,3

Tabelle 29: Jährliche DCGK-Entsprechensquote je DCGK-Kategorie (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Dargestellt anhand der sieben Kapitel des DCGK zeigt sich, dass insbesondere bei den Regelungen den Aufsichtsrat betreffend relativ betrachtet häufig Abweichungen vorgenommen wurden. Dies betrifft vor allem die Zusammensetzung des Aufsichtsrats (vgl. DCGK, 2017, Textziffer 5.4.1) sowie deren Vergütung (vgl. ebda, Textziffer 5.4.6). Der Umgang mit den Abweichungen im Sinne des comply or explain-Prinzips wird in der nachfolgenden Forschungsfrage behandelt.

DCGK-Kapitel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Ø2010-2016
1. Präambel	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Aktionäre und Hauptversammlung	98,6	98,1	98,4	98,3	98,1	98,0	97,8	98,2
3. Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat	97,7	98,6	97,9	98,0	98,9	98,8	99,3	98,5
4. Vorstand	96,4	96,8	94,7	93,7	94,4	93,3	96,2	95,1
5. Aufsichtsrat	93,3	89,6	90,7	89,7	90,9	90,7	95,4	91,5
6. Transparenz	98,9	98,8	98,7	98,8	98,6	100,0	100,0	99,1
7. Rechnungslegung und Abschlussprüfung	96,5	96,3	96,5	97,2	97,5	97,1	99,2	97,2

Tabelle 30: Jährliche DCGK-Entsprechensquote je DCGK-Kapitel (in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Beurteilung, wie sich die Entsprechensquote ab Einstieg ( $t_0$  (Einstieg)) eines Hedgefonds bzw. ab der ersten Forderungen ( $t_0$  (Forderung)) verhält, orientiert sich an dem Datum der letztmaligen Abgabe der Entsprechenserklärung des vergangenen ( $t_{-1}$ ) und des nachfolgenden ( $t_{+1}$ ) Geschäftsjahres (vgl. Anlagen 31 und 32). Diese Vorgehensweise berücksichtigt somit auch mögliche Aktualisierungen der Entsprechenserklärung, die zum Teil einige Monate nach der ursprünglichen Veröffentlichung von der Unternehmensführung

herausgegeben wurden. Im Ergebnis konnte im Jahresvergleich nur bei dem Industriedienstleister Bilfinger sowohl ein Anstieg nach dem Einstieg als auch nach der ersten Forderung festgestellt werden. Darüber hinaus gab es acht weitere Unternehmen (DAX 30: 2x, MDAX: 5x, SDAX: 1x), bei denen die DCGK-Entsprechensquote nach der ersten Forderung im Folgejahr höher lag. In Fällen, bei denen weder der Einstieg noch die erste Forderung eines aktiven Hedgefonds zu einer Veränderung der Entsprechensquote führten, wurden grundsätzlich überdurchschnittlich hohe Entsprechensquoten verzeichnet. Bei 17 Zielunternehmen lag entweder der Beteiligungsbeginn vor dem 1. Januar 2010, oder die Vorschriften des deutschen Gesetzgebers waren nicht einschlägig. Letzteres trifft für sechs Zielunternehmen zu.

Die Entsprechensquote	Anzahl	$\bar{\varnothing} t_{+1}$ (in %)	Die Entsprechensquote	Anzahl	$\bar{\varnothing} t_{+1}$ (in %)
lag vor dem Einstieg höher	6	91,8	lag vor der 1. Forderung höher	7	93,1
blieb unverändert	4	96,2	blieb unverändert	6	98,2
lag nach dem Einstieg höher	1	95,9	lag nach der 1. Forderung höher	9	95,6
n/a	17	n/a	n/a	6	n/a
<b>Summe</b>	<b>28</b>		<b>Summe</b>	<b>28</b>	

Tabelle 31: Entwicklung der DCGK-Entsprechensquote vor und nach dem Hedgefonds-Aktivismus

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Überprüfung potenziell signifikanter Entwicklungen wurde anhand zweier Paarvergleichstests in Form von t-Tests hinsichtlich des Einstiegs sowie der ersten Forderung durchgeführt. Die Stichprobe umfasst dieselben Zielunternehmen mit der unabhängigen Variablen in Form der DCGK-Entsprechensquote. Die durchgeführten t-Tests zeigen, dass beide Datensätze nach Pearson zwar stark positiv korrelieren und sich ein Zusammenhang sowohl nach Einstieg (0,78) als auch nach der ersten Forderung (0,79) andeutet, dieser jedoch aufgrund der Annahme beider Nullhypothesen bei einem Alphalevel von 0,05 nicht signifikant belegt werden kann.

Demnach kann ein Anstieg bzw. Zusammenhang zwischen der Entsprechensquote vor und nach der ersten Forderung bei den Zielunternehmen unter diesen Parametern nicht nachgewiesen werden. Eine Verbesserung der Corporate Governance könnte sich jedoch nicht nur für die betroffenen Zielunternehmen ergeben, sondern auch für deren Wettbewerber, die möglicherweise einen gewissen Druck verspüren nicht selbst ins Visier von aktiven Hedgefonds zu geraten. Gantchev et al. (vgl. 2019, S. 1062) nahmen sich dieser Hypothese an und konnten den Nachweis für eine positive Verbesserung der Corporate

Governance von Wettbewerben der Zielunternehmen im Zusammenhang mit Hedgefonds-Aktivismus nachweisen. Eine solche erstrebenswerte Untersuchung von mehreren hundert Wettbewerbern der betroffenen Zielunternehmen kann im Hinblick auf deren DCGK-Entsprechensquote aus Komplexitätsgründen jedoch in dieser Arbeit nicht vorgenommen werden.

8.2.4.2. Welchen Bezug nehmen die Unternehmen auf die Kodex-Empfehlungen im Sinne des comply or explain-Prinzips? Welche Abweichungen und Gründe liegen für eine eingeschränkte oder keine Entsprechung vor, und werden diese transparent begründet?

Jede der betrachteten Fassungen des DCGK beinhaltet in der vorangestellten Präambel das comply or explain-Prinzip. Demnach wird jedem Unternehmen die Möglichkeit eingeräumt, von den Empfehlungen des Kodex, welche durch das Wort „soll“ gekennzeichnet sind, abzuweichen. Diese bewusste Entscheidung der Kommission, Freiräume für unternehmens- bzw. branchenspezifische Bedürfnisse zuzulassen, muss entsprechend in der Analyse der Entsprechenserklärungen berücksichtigt werden. Über alle 28 betrachteten Zielunternehmen wurden insgesamt 423 Abweichungen für die Geschäftsjahre 2010 bis 2016 verzeichnet. Bei der Durchsicht wird jede einzelne Abweichung in Bezug auf ihre Nachvollziehbarkeit bzw. Transparenz der Begründung in die Kategorien „niedrig“, „mittel“ und „hoch“ durch den Autor dieser Arbeit eingestuft. Ebenfalls wird inhaltlich zwischen den folgenden Kategorien unterschieden:

- Die Abweichung wurde bereits im laufenden Geschäftsjahr aufgehoben.
- Die Abweichung soll in der Zukunft aufgehoben werden.
- Die Abweichung wurde vorsorglich erklärt.
- Die Abweichung soll in der Zukunft weiterhin bestehen.

Im Überblick zeigt sich, dass die Beschreibungen der Abweichungen bzw. die genannten Gründe überwiegend inhaltlich nachvollzogen werden können. Eine potenzielle Ausnahme bilden die sieben Entsprechenserklärungen von Conergy. Das TecDAX Unternehmen verweist bei dem Verzicht auf eine mögliche Briefwahl (vgl. DCGK, 2019, Textziffer 2.2.3) lediglich darauf, dass von der „durch das Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie [...] geschaffenen [Möglichkeit] der Briefwahl (§ 118 Abs. 2 AktG) kein Gebrauch gemacht“ (Conergy, 2011, S. 19) wird. Eine weitere Erklärung wird nicht abgegeben.

Nachvollziehbarkeit	DAX 30	MDAX	SDAX	Tec DAX	DAX 30	MDAX	SDAX	Tec DAX
Niedrig	n/a	2	3	n/a	n/a	1%	3%	n/a
Mittel	6	18	11	4	7%	8%	12%	57%
Hoch	82	214	80	3	93%	91%	85%	43%
<b>Total</b>	<b>88</b>	<b>234</b>	<b>94</b>	<b>7</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Tabelle 32: Inhaltliche Nachvollziehbarkeit der Abweichungen (absolut und in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Insbesondere bei den großen börsennotierten Gesellschaften im DAX 30 und MDAX zeigt sich, dass eine transparente und nachvollziehbare Abweichung in der Praxis weit verbreitet ist. Einzig die Entsprechenserklärung von Tognum (vgl. 2012, S.1) erscheint in ihrer Begründung der Abweichungen von den Empfehlungen (vgl. DCGK, 2012, Textziffer 5.4.1 Abs. 2 und Abs. 3 und Textziffer 5.4.2) intransparent. Die Gesellschaft gibt lediglich an, dass die Abweichungen die Wahlvorschläge durch den Aufsichtsrat an die Hauptversammlung vereinfachen würden, ohne jedoch weitere Details zu nennen.

Unter dem Gesichtspunkt des Umgangs mit den einzelnen Abweichungen wird offensichtlich, dass einzig die größeren Unternehmen, welche im DAX 30 bzw. MDAX notiert sind, vorsorgliche Abweichungen abgegeben haben. Unternehmen, die im SDAX oder TecDAX notiert sind, gaben keine vorsorglichen Abweichungserklärungen an.

Umgang mit den Abweichungen	DAX 30	MDAX	SDAX	Tec DAX	DAX 30	MDAX	SDAX	Tec DAX
Aufgehoben im laufenden Geschäftsjahr	12	7	2	0	14%	3%	2%	0%
Absicht zukünftig aufzuheben	8	19	14	0	9%	8%	15%	0%
Vorsorglich erklärt	25	26	0	0	28%	11%	0%	0%
Absicht beizubehalten	43	182	78	7	49%	78%	83%	100%
<b>Total</b>	<b>88</b>	<b>234</b>	<b>94</b>	<b>7</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Tabelle 33: Umgang mit den Abweichungen (absolut und in Prozent)

(Quelle: eigene Darstellung)

Unter Berücksichtigung der ermittelten DCGK-Entsprechensquote nach Indexzugehörigkeit verstärkt sich der Eindruck, dass insbesondere DAX 30 Unternehmen darum bemüht sind, nicht nur den Vorgaben, sondern auch den Empfehlungen und Anregungen des DCGK zu folgen, da nur an rund der Hälfte (49 Prozent) aller erklärten Abweichungen im nächsten Geschäftsjahr weiter festgehalten werden soll.

Die nachfolgende Übersicht gibt einen Einblick in die abgegebenen Gründe der Abweichungen zum DCGK bei den DAX 30 Unternehmen und unterstreicht die Einschätzung der hohen Nachvollziehbarkeit der Aussagen.

Index	Textziffer	Anzahl	Zusammenfassung der Gründe
DAX 30	4.2.3	22	Der Berücksichtigung von „Abfindungs-Caps“ hinsichtlich der Vergütung der Vorstandsmitglieder wird nur in Teilen gefolgt, da entweder ein gewisser Bestandschutz eingeräumt wird (beispielsweise Volkswagen) oder die Vertragslaufzeit unter drei Jahren liegt (beispielsweise Adidas) und der Auffassung des Aufsichtsrats folgend ein ausreichender Schutz vor unangemessenen Abfindungszahlungen vorliegt.
DAX 30	5.4.6	18	Die erfolgsorientierte Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder soll an dem nachhaltigen Unternehmenswohl ausgerichtet sein, sodass eine mehrjährige Bemessungsgrundlage unterstellt wird. Im Falle von Infineon wird die erfolgsorientierte Vergütung erst bei Erreichung eines Mindestbetrags des Ergebnisses je Aktie ausgezahlt, welcher sich jährlich erhöht. Zudem liegt kein Beschluss der Hauptversammlung vor, der eine Revision der Vergütungsstruktur vorsieht. Die Vergütung des Aufsichtsrats, wie beispielsweise bei Volkswagen, sieht eine Dividendenzahlung vor, sodass von einer nachhaltigen Ausrichtung des variablen Vergütungsanteils ausgegangen wird, aber andere Auffassungen nicht ausgeschlossen werden können und vorsorglich eine Nichtentsprechung angegeben wurde.
DAX 30	5.4.1	11	Im Hinblick auf die Festlegung einer Regelgrenze für die Zugehörigkeitsdauer zum Aufsichtsrat ist Adidas der Auffassung, dass „eine längere Zugehörigkeit einzelner Aufsichtsratsmitglieder im Einzelfall im Interesse des Unternehmens und der jeweils Wahlberechtigten liegen kann, was durch eine pauschale Regelgrenze nicht berücksichtigt würde“ (Adidas, 2017, S. 1). Volkswagen erklärt vorsorglich eine Abweichung in Bezug auf die Empfehlung in Textziffer 5.4.1 Abs. 4 bis 6 des DCGK 2017 zur Offenlegung bestimmter Umstände bei Wahlvorschlägen des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung, da „die Anforderungen des Kodex unbestimmt und in ihrer Abgrenzung unklar“ (Volkswagen, 2017, S. 1) sind.

Tabelle 34: Top 3 Abweichungen des DCGK im DAX 30

(Quelle: eigene Darstellung)

Bei der Untersuchung der zuvor genannten sieben Kapitel des DCGK wird deutlich, dass primär die Empfehlungen und Anregungen in Bezug auf den Aufsichtsrat und Vorstand zu den relativ betrachtet meisten Abweichungen führten (vgl. Anlage 33). Das erste Kapitel in Form der Präambel enthält keine derartigen Empfehlungen und Anregungen, sodass auf eine Darstellung im folgenden Diagramm verzichtet wurde.

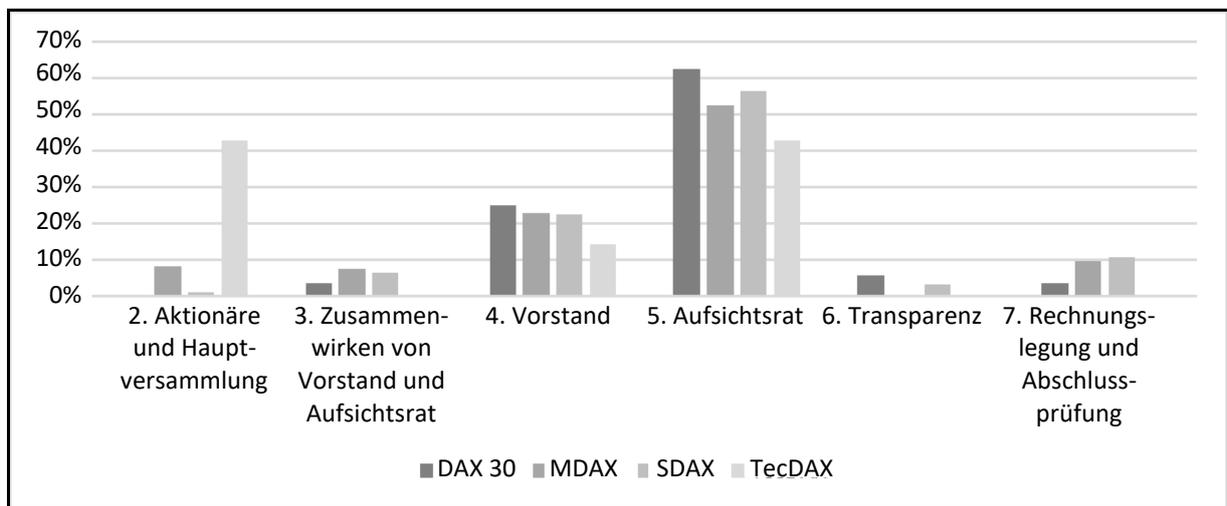


Abbildung 22: Entsprechung je Kapitel des DCGK nach Börsenindex

(Quelle: eigene Darstellung)

Zunächst ist festzustellen, dass sich die Unternehmen des von der DCGK-Kommission gewünschten comply or explain-Prinzips annehmen und hiervon zahlreich Gebrauch machen. Die angegebenen Gründe sind häufig transparent nachvollziehbar und räumen den Unternehmen den beabsichtigten Freiraum ein, um unternehmensspezifische Abweichungen darzulegen.

Der konservative Umgang mit dem DCGK wird auf der einen Seite darin deutlich, dass häufig die Absicht besteht, den jeweiligen Empfehlungen und Anregungen in der Zukunft Folge zu leisten sowie diese bereits im laufenden Geschäftsjahr umgesetzt zu haben.

Auf der anderen Seite geben insbesondere DAX 30 Unternehmen vorsorgliche Abweichungen an. In diesem Zusammenhang ist erkennbar, dass mit abnehmender Unternehmensgröße die Entschlossenheit, an der Abweichung auch im nächsten Geschäftsjahr festzuhalten, steigt.

### 8.2.4.3. Inwiefern werden die Interessen von Großanlegern im Allgemeinen und Hedgefonds im Speziellen im Rahmen des DCGK abgesichert?

In der Präambel der Fassung des DCGK vom 9. Mai 2019 wird nicht nur ausdrücklich das Ziel ausgegeben, das „Vertrauen der Anleger“ (DCGK, 2019, S. 2) zu fördern, sondern auch explizit die „besondere Bedeutung“ (ebda, S. 3) der institutionellen Anleger hervorgehoben. Demnach wird von diesen Großanlegern erwartet, „dass sie ihre Eigentumsrechte aktiv und verantwortungsvoll auf der Grundlage von transparenten und die Nachhaltigkeit berücksichtigenden Grundsätzen ausüben“ (ebda, S. 3). Diese Erwartungshaltung wird erstmals in der vorherigen DCGK Fassung aus dem Jahr 2017 erwähnt, sodass fraglich ist, inwieweit dieser vergleichsweise neue Anspruch bereits in der Vergangenheit berücksichtigt wurde.

Anhand der Erkenntnisse zu den beteiligten Großaktionären (vgl. Kapitelabschnitt 8.2.3.2.), werden diese nun in Verbindung zu den jährlichen DCGK-Entsprechensquoten gesetzt (vgl. Anlage 34). Die Auswertung der Daten von Thomson Reuters zeigt, dass zunächst 14 Zielunternehmen von mindestens einem Großaktionär zum Ende einer der Kalenderjahre 2009 bis 2017 gehalten wurden. Hiervon wiesen acht Zielunternehmen über die Gesamtperiode mindestens einen Investor auf, der über mehr als 25 Prozent der Stimmrechte verfügte. Für den Zeitraum 2009 bis 2016 lag die durchschnittliche DCGK-Entsprechensquote dieser Gruppe von Zielunternehmen mit langfristigen Großaktionären bei 96,0 Prozent und folglich geringfügig über der der verbleibenden Unternehmen mit 94,8 Prozent.

Die Klassifizierung der Großaktionäre nach Hedgefonds bzw. Hedgefonds-ähnlichen Investoren zeigt, dass diese Gruppen der Großanleger durchschnittlich in Unternehmen investiert sind, deren jahresübergreifende DCGK-Entsprechensquote höher liegt als die der verbleibenden Investorengruppen.

Großaktionäre	Ø 2010-2016	Großaktionäre	Ø 2010-2016
Hedgefonds	98,2%	Hedgefonds und Investment Advisor/ Hedgefonds	97,2%
Andere Großaktionäre (keine Hedgefonds)	95,3%	Andere Großaktionäre (keine Hedgefonds und -ähnliche Investoren)	95,1%

Tabelle 35: DCGK-Entsprechensquote – Großaktionäre im Vergleich

(Quelle: eigene Darstellung)

Wenngleich die Anzahl der beteiligten Hedgefonds in Höhe von drei bzw. vier Hedgefonds-ähnlichen Investoren gemessen an der Grundgesamtheit von 36 unterschiedlichen Großaktionären vergleichsweise gering ausfällt, so könnten die durchschnittlich hohen DCGK-Entsprechensquoten auf den Hedgefonds-Aktivismus zurückzuführen sein.

Dieser Vermutung wird mithilfe der Auswertung der 423 abgegebenen Abweichungsgründe nachgegangen. Die Analyse kommt zu dem Ergebnis, dass in zwei Fällen die Abweichung unmittelbar auf Hedgefonds zurückzuführen ist.

Bei der Überprüfung wurde validiert, ob die umgesetzten personellen Veränderungen (vgl. Tabellen 11 und 12) Berücksichtigung in den abgegebenen Erklärungen fanden.

- Im ersten Fall verwies Bilfinger im Jahr 2013 auf die kurze Amtsdauer von Herbert Bodner als Vorstandsvorsitzendem, sodass eine variable Vergütung im Sinne der Empfehlung des DCGK 2013 Textziffer 4.2.3 Abs. 2 als unzumutbar erschien. Die Abberufung von Herbert Bodner auf Bestreben von Cevian Capital und die Besetzung des Postens mit einem eigenen Manager lassen sich folglich auf den Hedgefonds-Aktivismus zurückführen.
- Im zweiten Fall stellte der Hedgefonds Hermes vor der Hauptversammlung im Jahr 2012 die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats bei Volkswagen aufgrund nicht ausreichend unabhängiger Mitglieder in Frage (vgl. Tabelle 12). Die letztlich erfolgreiche Wahl von Ursula Piëch zum Aufsichtsratsmitglied führte zu der vorsorglichen Abweichung des DCGK 2012 Textziffer 5.3.2, auch wenn keine Interessenkonflikte bzw. keine Einschränkungen der Unabhängigkeit aus Sicht des Aufsichtsrats bestehen.

Weitere direkte Rückschlüsse, beispielsweise in Form einer namentlichen Nennung oder andersartige Anhaltspunkte konnten nicht festgestellt werden.

Darüber hinaus sei auf zwei unternehmensspezifische Sondersachverhalte hingewiesen, die durch die Beteiligung von Großaktionären, wenngleich nicht Hedgefonds, hervorgerufen wurden.

Zum einen bestand bei Hochtief von 2012 bis 2016 Rechtsunsicherheit, in welcher Weise und in welchem Umfang mit der Empfehlung des DCGK Textziffer 5.4.1 Abs. 4 bis 6 umzugehen sei. Demnach soll der „Aufsichtsrat bei seinen Wahlvorschlägen an die Hauptversammlung die persönlichen und die geschäftlichen Beziehungen eine[s] wesentlich an der Gesellschaft beteiligten Aktionärs offenlegen“ (DCGK, 2017, Textziffer 5.4.1 Abs. 4 bis 6). Eine konkrete Auswirkung durch den beteiligten Großaktionär in Form des spanischen Baukonzerns ACS Group konnte jedoch nicht abgeleitet werden.

Zum anderen ließ der DCGK die Bestimmung und Berichterstattung der Interessenkonflikte von Aufsichtsratsmitgliedern unter anderem gegenüber Dritten aus Sicht von Kabel

Deutschland offen. Die beschriebene Rechtsunsicherheit führte in der Folge zur vorsorglichen Abweichungserklärung der Empfehlungen der Textziffern 5.3.2 und 5.3.3 von 2013 bis 2015. Insbesondere erschien unklar, ob auch Mehrheitsaktionäre, wie in diesem Falle Vodafone, zu Dritten zählen und wie detailliert die Offenlegung erfolgen soll.

Festzuhalten bleibt, dass die Interessen von Hedgefonds bzw. Großaktionären, sofern öffentlich bekannt geworden, generell nachvollzogen werden konnten und letztlich im Rahmen der DCGK-Entsprechenserklärung wiederzufinden sind. Ungeachtet der Frage, ob die vorgebrachten Bedenken bzw. Bestrebungen tatsächlich umgesetzt wurden, können diese zu einer vorsorglichen Abweichungserklärung führen und tragen damit zu einer Sensibilisierung und gesteigerten Transparenz bei.

Im Ausblick auf die kommenden Jahre ist zu erwarten, dass die Rolle der institutionellen Anleger verstärkt in den Vordergrund rücken wird und die Interessen noch stärker im Rahmen des DCGK abgesichert werden und ggf. auch offengelegt werden müssen.

## **8.3. Expertenumfrage mittels eines Fragebogens**

### **8.3.1. Abwägung und Begründung der Untersuchung per Fragebogen**

Die folgende Umfrage stellt den zweiten Teil der empirischen Untersuchung dar. Neben den objektiv beobachtbaren Fakten und statistisch nachweisbaren Erkenntnissen (vgl. Kapitelabschnitt 8.2.) gilt es die daraus abgeleiteten Thesen und Fragen durch eine Vielzahl von geeigneten Experteneinschätzungen auf den Prüfstand zu stellen. Die Durchführung einer Fragebogenumfrage sowie eine nachgelagerte Auswertung werden der Befragung in Form von Experteninterviews und einer anschließenden qualitativen Inhaltsanalyse nach Mayring (vgl. 2010, S. 603ff) aus den folgenden beiden Hauptgründen vorgezogen:

- Die Erhebungsform eines Interviews räumt die Möglichkeit ein, Informationen und Sichtweisen abseits eines zuvor entwickelten Interviewleitfadens zu erlangen und diese im persönlichen Gespräch zu vertiefen. Dieser Vorteilhaftigkeit eines Interviews begegnet der Fragebogen dieser Arbeit in Form von Freitextfeldern, die es den Experten erlaubt, zu ausgewählten Fragestellungen und Thesen persönlich Stellung zu nehmen. Die rückläufigen Fragebögen zeigen, dass von dieser Möglichkeit in Teilen Gebrauch gemacht wurde (vgl. Kapitelabschnitt 8.3.5.1). Bei der Durchführung von Interviews ist zudem fraglich, inwieweit der Interviewer das Antwortverhalten seines Gegenübers bewusst oder unbewusst beeinflusst. Durch einen vorgegebenen Interviewleitfaden können zwischenmenschliche Spannungen entstehen, da keine Spontaneität im Gespräch auf beiden Seiten vorgesehen ist und die Antworten des Interviewten auf die vorgefertigten Fragen unterdrückt werden könnten (vgl. Hopf, 1978, S. 107). Den somit nicht verwertbaren Antworten eines Interviews stehen die Antworten eines Fragebogens gegenüber, bei denen keine Unschärfen aufgrund eines spontanen Kommunikationsverhaltens auftreten. Darüber hinaus folgt der Autor dieser Arbeit der Kritik an der qualitativen Inhaltsanalyse nach Mayring von Ruin (vgl. 2017, S. 129) in den Punkten der Unklarheit des Zeitpunkts der Paraphrasierung der Expertenaussagen sowie deren inhaltlicher Gewichtung durch den Forschenden. Vielmehr überwiegt für den Autor dieser Arbeit das Argument, die erhöhte Vergleichbarkeit der Aussagen anhand eines standardisierten Fragebogens zu gewährleisten, die nicht zuletzt die Umfrageergebnisse strukturierter darstellen und die Auswertung objektiver durchführen lässt.
- Die vorliegende Arbeit versucht eine möglichst repräsentative Gruppe von Experten zu berücksichtigen, um das interdependente Umfeld, in dem sich die Zielunternehmen und Hedgefonds bewegen, zu reflektieren. Aufgrund der begrenzten zeitlichen Verfügbarkeit der potenziellen Teilnehmer wurde angenommen, dass eine Befragung mittels Interviews zu

erheblichen zeitlichen Verzögerungen und zu einer geringen Anzahl an teilnehmenden Experten geführt hätte. Bei der Kontaktaufnahme zu den Experten wurde diese Annahme schnell bestätigt. Die hohe und im zeitlichen Rahmen angemessene Rücklaufquote der Fragebögen konnte einzig durch das konsequente Nachfassen durch den Autor dieser Arbeit bei den befragten Experten sichergestellt werden. Eventuelle Verzögerungen seitens der Teilnehmer konnten häufig durch interne Prozesse und Termenschwierigkeiten erklärt werden. Es wird daher unterstellt, dass die Durchführung von Experteninterviews einen noch höheren Koordinationsaufwand zu Lasten der Anzahl und Bandbreite der teilnehmenden Experten erfordert hätte. Ein breites Spektrum an befragten Experten ist jedoch für die vorliegende Arbeit von essenzieller Bedeutung, um das angesprochene repräsentative Bild der verschiedenen Sichtweisen auf Hedgefonds-Aktivismus wiederzugeben. Im vorliegenden Fall wurden daher branchenübergreifende Experten aus fünf verschiedenen Berufsgruppen identifiziert, um der Komplexität des Forschungsvorhabens gerecht zu werden. Die Durchführung von wenigen Experteninterviews birgt darüber hinaus die Gefahr, dass einzelne persönliche Sichtweisen dominieren, welche bewusst vermieden wurden, um die Stichprobengültigkeit zu wahren (vgl. Modrow-Thiel, 1993, S. 140).

Zusammenfassend kann durch die Fragebogenumfrage eine hinreichend große Expertengruppe befragt werden, die im Vergleich zur Erhebungsform von Interviews erheblich geringer ausfallen würde. Aufgrund der Vielzahl der Experten aus verschiedensten Berufsgruppen wird aus Sicht des Autors dieser Arbeit die standardisierte Befragung mittels Fragebogen dem wissenschaftlichen Anspruch einer statistisch gesicherten Auswertung gerecht. Abschließend hält der Autor dieser Arbeit die qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring in Bezug auf das Forschungsvorhaben dieser Arbeit für nicht angemessen.

### **8.3.2. Ziel der Expertenumfrage und Konzeption des Fragebogens**

Ziel des Fragebogens ist es, die statistischen Ergebnisse (vgl. Kapitelabschnitt 8.2.) mithilfe der schriftlichen Expertenbefragung zu überprüfen und ein detaillierteres Hintergrundverständnis zu gewinnen. Die Experteneinschätzungen sollen demnach zur Aussagekräftigkeit der Beantwortung einzelner Forschungsfragen (vgl. Kapitelabschnitt 7.3.) beitragen, indem sie unter anderem die Ergebnisse der statistischen Untersuchung bestärken oder relativieren.

Der siebenseitige Fragebogen (vgl. Anlage 35) führt zunächst in das Forschungsvorhaben ein und erläutert das Ziel, den Umfang und den Hintergrund der Arbeit. Es folgt der Hinweis der

Vertraulichkeit im Umgang mit den erhobenen Daten gemäß Datenschutz-Grundverordnung sowie eine Hilfestellung zur Bearbeitung des Fragebogens.

Nach der Angabe persönlicher Daten unter anderem in Form des beruflichen Umfelds und der Expertise mit Hedgefonds bzw. dem Kapitalmarkt beginnt die Datenerhebung. Es folgen drei Abschnitte:

- A. Eigenschaften der Zielunternehmen
- B. Ziele und Umfang von Hedgefonds-Aktivismus
- C. Corporate Governance im Sinne des DCGK

Die drei Abschnitte umfassen, in Anlehnung an die aufgestellten Forschungsfragen (vgl. Kapitelabschnitt 7.3.) in Verbindung mit den statistischen Ergebnissen, fünf abgeleitete Thesen sowie weiterführende Fragen, die den Kern der Befragung bilden.

Bei jeder These sowie Frage (ausgenommen Frage 5.4) werden eine fünfstufige Ordinalskala sowie zusätzlich die Antwortmöglichkeit „N/A“ verwendet. Diese Enthaltungsmöglichkeit birgt den Vorteil, (un-)beabsichtigten Auslassungen einzelner Thesen und Fragen bei der Bearbeitung vorzubeugen sowie die Verschwiegenheit des Experten zu wahren. Bei den ersten beiden Fragen wird den Teilnehmern ferner freigestellt, sonstige relevante Faktoren im Rahmen eines Freitextfelds näher zu erläutern. Weitere offene Fragen oder Antwortmöglichkeiten enthält der Fragebogen nicht.

Die deutsche Fassung des Fragebogens kann in der Anlage 35 eingesehen werden.

### **8.3.3. Durchführung der Umfrage**

Die Befragung der Experten erfolgte ausschließlich im Rahmen des angesprochenen Fragebogens, der ab dem 8. August 2019 vom Autor dieser Arbeit verschickt wurde. Zum Stichtag 30. September 2019 endete die Befragung. Die im beruflichen Umfeld des Autors dieser Arbeit stehenden Experten wiesen erwartungsgemäß eine hohe Rücklaufquote auf. Die Rückmeldungen insbesondere von US-amerikanischen Hedgefonds fiel eher gering aus und bilden den größten Teil der zum genannten Stichtag ausstehenden Rückmeldungen. Darüber hinaus gab es von einigen potenziellen Experten nachvollziehbare Erklärungen, nicht an dem Forschungsvorhaben teilnehmen zu können. Zum einen ist die Selbsteinschätzung der Experten zu nennen, die ihre eigene Expertise als Hedgefonds-Manager als historisch erachten, sowie zum anderen fehlende Ressourcen, derartigen wissenschaftlichen Anfragen nachgehen zu können. Aufgrund interner Weiterleitungen

unter anderem bei den Hedgefonds und Unternehmen wurde bei Erhalt eines Fragebogens stets überprüft, ob der auf dem Fragebogen genannte Teilnehmer den Maßgaben eines Experten gerecht wird. Bei dieser abschließenden Überprüfung der einzubeziehenden Experten wurde den beiden grundlegenden Voraussetzungen zur Erlangung von Expertise nach Kahnemann (vgl. 2011, S. 296), wonach Expertise nur durch eine langjährige Übung in einer regelmäßigen Umgebung erworben werden kann, nachgegangen. Auf die vorliegende Untersuchung bezogen, spielen daher nicht nur die Berufserfahrung, sondern auch die weiteren Angaben zur Person sowie über den jeweiligen Arbeitgeber eine Rolle, um die Erfüllung der beiden Voraussetzungen zu evaluieren. Im Ergebnis wurden zwei potenzielle Teilnehmer bzw. deren ausgefüllte Fragebögen von der Untersuchung ausgeschlossen. In der Summe stellen die Auswertungen im nachfolgenden Kapitelabschnitt 8.3.4. auf 49 erhaltenen Fragebögen ab. Thesen oder Fragen, die von den Teilnehmern in wenigen Einzelfällen nicht beantwortet wurden, wurden entsprechend mit „N/A“ gewertet.

<b>Verwendete Fragebögen</b>	<b>49</b>
Rückmeldung bis zum Stichtag 30. September 2019 ausstehend	205
Rückmeldung ohne ausgefüllten Fragebogen erhalten	60
Abwesenheitsnotiz erhalten – keine Rückmeldung erfolgt	23
Technische Probleme bei der Zustellung der Fragebögen	6
Teilnehmer nach Rückmeldung ausgeschlossen	2
<b>Anzahl der gestellten Anfragen</b>	<b>345</b>

Tabelle 36: Übersicht des Teilnehmerstatus zum finalen Stichtag 30. September 2019

(Quelle: eigene Darstellung)

In persönlichen Gesprächen, Telefonaten sowie begleitenden E-Mails wurde die hohe Bedeutung der Verschwiegenheit und Anonymität wiederholt von den Teilnehmern hervorgehoben. Diesem Anliegen wird in der nachfolgenden Auswertung Folge geleistet.

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass bei der Identifizierung potenzieller Hedgefonds-Manager sechs Hedgefonds nicht miteinbezogen wurden (vgl. Anlage 36). In diesen Fällen lagen entweder keine Kontaktinformationen vor, oder der Hedgefonds wurde bereits fusioniert oder geschlossen im Sinne des Survivorship Bias (vgl. Kapitelabschnitt 5.7.3.).

#### **8.3.4. Teilnehmer der Umfrage**

Der Fragebogen richtet sich an Hedgefonds-Manager sowie Personen mit engen Berührungspunkten zum Kapitalmarkt. Der Teilnehmerkreis umfasst folgerichtig primär zahlreiche Hedgefonds, die in vielen Fällen im Rahmen der Einzelfallanalyse durch ihre

Beteiligungen an den Zielunternehmen identifiziert wurden, sowie weitere Experten die beispielsweise als Vermögensverwalter, Investoren, Berater, Banker und Anwälte Berührungspunkte mit Hedgefonds haben und in vielen Fällen dem beruflichen Umfeld des Autors dieser Arbeit zuzuordnen sind.

Zu den Beratern zählen Stimmrechtsberater, Investor-Relations-Agenturen sowie Berater, deren Expertise im Bereich Asset Management liegt.

Auf der Unternehmensseite wurden, mit einigen wenigen Ausnahmen, die Investor-Relations-Abteilungen der Zielunternehmen sowie aller DAX 30 und MDAX Unternehmen, die zum Stichtag 31. Juli 2019 in einem der beiden Indizes gelistet waren, gebeten, an der Umfrage teilzunehmen.

Im Rahmen der Recherche kamen weitere Experten in Betracht, die ihre beratende oder wissenschaftliche Expertise auf dem Gebiet der Hedgefonds unter Beweis gestellt haben. Letztgenannte werden der Gruppe „Sonstige“ zugeordnet. Bei der Identifizierung möglicher Experten wurden abschließend über 100 Konsultationen zum DCGK 2019 (vgl. Kapitelabschnitt 4.4.4.) überprüft und ihrer beruflichen Tätigkeit entsprechend der jeweiligen Gruppe zugeordnet.

Insgesamt nahmen 49 qualifizierte Experten an der Umfrage teil (vgl. Anlage 37). Aufgrund der zugesagten Vertraulichkeit gegenüber den Teilnehmern werden weder deren Namen noch die der Hedgefonds, der Unternehmen oder der Institutionen genannt, für die sie im Einzelnen arbeiten bzw. die sie repräsentieren. Wenngleich die detaillierten Angaben im Original bekannt sind, werden die Teilnehmer in den folgenden Gruppen zusammengefasst:

<b>Klassifizierung</b>	<b>Anzahl der Teilnehmer</b>
Vermögensverwalter (unter anderem Hedgefonds)	18
Anwälte	5
Berater	11
Unternehmen (Manager von DAX 30 und MDAX Unternehmen)	7
Sonstige (Personen in Bildungseinrichtungen und Verbände)	8
<b>Total</b>	<b>49</b>

Tabelle 37: Klassifizierung der teilgenommenen Experten am Fragebogen nach Berufsgruppen

(Quelle: eigene Darstellung)

Die größte Gruppe der Vermögensverwalter umfasst neun Experten, die selbst als Hedgefonds-Manager arbeiten bzw. arbeiteten. Des Weiteren gibt ein Berater an, in der Vergangenheit ebenfalls als Hedgefonds-Manager tätig gewesen zu sein.

Die langjährige (Berufs-)Erfahrung mit dem Kapitalmarkt im Allgemeinen sowie Hedgefonds im Speziellen untermauert die Eignung der Teilnehmer als Experten für diese Arbeit. Bei der

Betrachtung der nachfolgenden Tabelle ist zu beachten, dass nicht alle Teilnehmer quantitative Angaben zu ihrer Berufserfahrung gemacht, sondern in Einzelfällen lediglich mit „ja“ oder ihrer Positionsbezeichnung geantwortet haben. Diese Angaben konnten folgerichtig nicht in der nachfolgenden Berechnung berücksichtigt werden.

Klassifizierung	Ø Berufserfahrung (in Jahren)	
	Kapitalmarkt	Hedgefonds
Vermögensverwalter (unter anderem Hedgefonds)	22,2	7,2
Anwälte	14,6	10,0
Berater	16,4	9,5
Unternehmen (Manager von DAX 30 und MDAX Unternehmen)	15,3	11,6
Sonstige (unter anderem Bildungseinrichtungen und Verbände)	11,1	7,3
<b>Durchschnitt</b>	<b>17,7</b>	<b>8,9</b>

Tabelle 38: Durchschnittliche Berufserfahrung der Experten nach Gruppenzugehörigkeit

(Quelle: eigene Darstellung)

An dieser Stelle sei auf zwei weitere Charakteristika der Teilnehmer des Fragebogens hingewiesen:

- Zum einen befinden sich unter den 49 Teilnehmern lediglich drei Frauen.
- Zum anderen verfügen 32 von 49 Teilnehmer über Mitarbeiterverantwortung, vier Teilnehmer machten diesbezüglich keine Angaben.

Erwartungsgemäß verfügen die teilnehmenden Vermögensverwalter über entsprechend langjährige Erfahrungen mit dem Kapitalmarkt. Die daraus abgeleitete Seniorität dieser sowie der weiteren Teilnehmergruppen, verbunden mit dem hohen Grad der übertragenen Mitarbeiterverantwortung, unterstreicht den hohen Stellenwert der Experten für diese Untersuchung. Eine detaillierte Übersicht aller Experten ist der Anlage 37 zu entnehmen. Im Sinne der zugesicherten Vertraulichkeit werden die personenbezogenen Daten anonymisiert dargestellt. In der Konsequenz werden, wie bereits erwähnt, weder die Namen der Experten noch die ihrer Arbeitgeber genannt. Darüber hinaus sei in Bezug auf die folgenden Kapitelabschnitte vermerkt, dass bei der graphischen Darstellung der abgegebenen Einschätzungen der Experten die Übersichtlichkeit gewahrt wird. Im Detail werden die absolute bzw. relative Zustimmung der Experten anhand der y-Achse sowie die Antwortmöglichkeiten gemäß dem Fragebogen auf der x-Achse dargestellt. In der Konsequenz werden ausführliche, narrative Achsenbeschriftungen vermieden.

### 8.3.5. Evaluation der verwendeten Fragebögen

#### 8.3.5.1. Eigenschaften der Zielunternehmen

*These 1: Unternehmen mit großer Marktkapitalisierung sind aus Sicht des Hedgefonds-Aktivismus attraktiver als Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung.*

Beginnend mit der ersten These offenbart sich ein ausgewogenes Bild bei der Betrachtung der Einschätzungen aller Teilnehmer. Die Befragung zeigt, dass knapp die Hälfte aller Experten größere Unternehmen für Hedgefonds-Aktivismus attraktiver einschätzen als kleinere Gesellschaften. Knapp ein Viertel der Befragten hält diese Kausalität für eher nichtzutreffend.

Angaben	Trifft nicht zu	Trifft eher nicht zu	Weder noch	Trifft eher zu	Trifft zu	N/A
Absolut	1	11	15	14	6	2
Relativ	2,0%	22,4%	30,6%	28,6%	12,2%	4,1%

Tabelle 39: Auswertung der These 1, Marktkapitalisierung der Zielunternehmen, Teilnehmerumfang: Gesamt  
(Quelle: eigene Darstellung)

Die differenzierte Analyse nach Teilnehmergruppe zeigt, dass die These vermehrt von den Managern von Unternehmen und Anwälten gestützt wird.

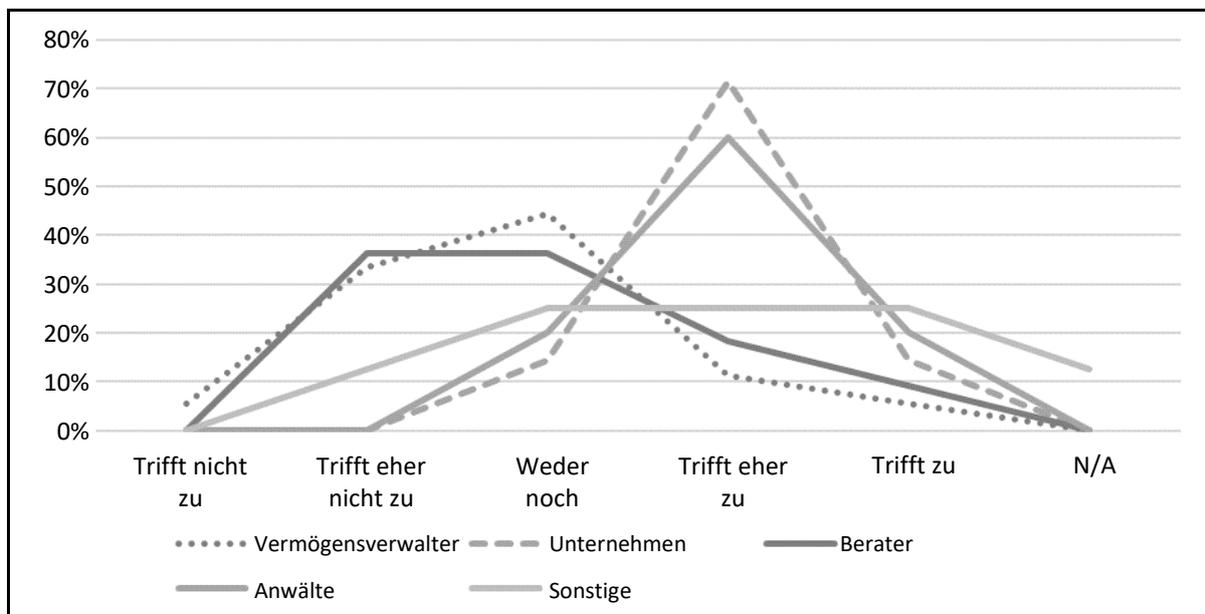


Abbildung 23: Auswertung der These 1, Marktkapitalisierung der Zielunternehmen nach Teilnehmergruppen  
(Quelle: eigene Darstellung)

Im Detail steht ein Experte eines MDAX Unternehmens der These indifferent gegenüber, wohingegen ein Experte eines DAX 30 Unternehmens die These ausnahmslos bestätigt. In der Schlussfolgerung wird unterstellt, dass die Wahrnehmung von Hedgefonds-Aktivismus aus Sicht der Manager von Unternehmen mit der Größe der Unternehmen tendenziell ansteigt. Interessanterweise wird diese Einschätzung aus Investorenkreisen nicht geteilt, sodass angenommen wird, dass die Unternehmensgröße im Einzelfall eine untergeordnete Rolle im Rahmen der Investment-Überlegungen spielt.

Die grundsätzliche Heterogenität der Einschätzungen wirft die Frage nach den entscheidungsrelevanten unternehmensbezogenen Faktoren auf, die im Rahmen potenzieller Investmententscheidung berücksichtigt werden unabhängig von der tatsächlichen Unternehmensgröße.

*Frage 1: Welche Eigenschaften zeichnen attraktive Zielunternehmen aus, bei denen Sie sich aktiv einbringen (würden)?*

Die Mehrheit der Antworten auf die erste Frage hebt die Möglichkeit eines Zukaufs bzw. die Liquidität der Wertpapiere in Form eines hohen Streubesitzanteils (80 Prozent) sowie eine Aktionärsstruktur dominiert durch passive Investoren (55 Prozent) als Merkmale besonders attraktiver Zielunternehmen hervor. Daraus ergibt sich, dass aus Sicht der befragten Experten die bestehende Eigentümerstruktur und die Möglichkeiten, diese zukünftig verändern zu können, im Vordergrund bei der Identifizierung potenzieller Zielunternehmen stehen. Der Erfahrung des Managements, einem niedrigen Verschuldungsgrad des Unternehmens sowie positiven ESG-Kriterien hingegen messen die Teilnehmer vermehrt eine untergeordnete Bedeutung zu.

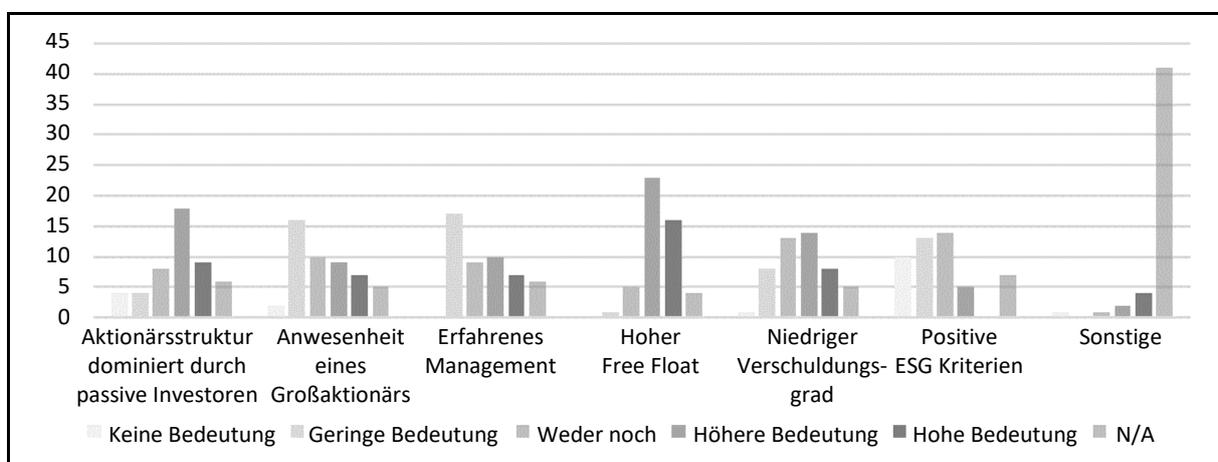


Abbildung 24: Auswertung der Frage 1, Eigenschaften der Zielunternehmen, Teilnehmerumfang: Gesamt  
(Quelle: eigene Darstellung)

Rund jeder fünfte Teilnehmer gab darüber hinaus weitere aus seiner Sicht relevante, Eigenschaften attraktiver Zielunternehmen an, die sich alphabetisch wie folgt zusammenfassen lassen. Eine inhaltliche Gewichtung wurde nicht vorgenommen.

- Aktionärsstruktur geprägt von großen und professionellen Investoren
- Corporate Governance bezogene Themen
- Effiziente Kapitalallokation
- Hohe Eintrittsbarrieren verbunden mit Patent- und Schutzrechten
- Operative und finanzielle Ertragskraft des Unternehmens gemessen an stabilen Margen, Einhaltung gesteckter Gewinnziele bis hin zu einer langfristigen Dividendenkontinuität
- Sondersituationen, Unterbewertungen bzw. Fehleinschätzungen des Marktes hinsichtlich des Unternehmenswertes oder mögliche Transaktionen, die den Unternehmenswert deutlich erhöhen, insbesondere dann, wenn aktives Mitgestalten, beispielsweise durch regelmäßige Gespräche mit dem Management, möglich ist

Das breite Spektrum relevanter Faktoren in Bezug auf den Investitionsprozess übersteigt die Möglichkeiten, diese vollumfänglich im Rahmen eines zielgerichteten Fragebogens zu erfassen bzw. deren inhaltliche Gewichtung abzufragen. Dennoch zeigen die Einschätzungen der Experten, dass Corporate Governance sowie der Wunsch, aktiv auf das Management zuzugehen, relevante Bestandteile ihrer Investitionsüberlegungen in vielen Fällen darstellen.

### 8.3.5.2. Ziele und Umfang von Hedgefonds-Aktivismus

*These 2: Für Hedgefonds ist es von hoher Bedeutung, Einfluss auf grundlegende Entscheidungen der Unternehmensführung ausüben zu können.*

Fortführend sind knapp 90 Prozent der Experten von dem Anspruch der Hedgefonds, auf die Unternehmensführung signifikanten Einfluss ausüben zu wollen, überzeugt.

Angaben	Trifft nicht zu	Trifft eher nicht zu	Weder noch	Trifft eher zu	Trifft zu	N/A
Absolut	1	0	3	16	26	3
Relativ	2,0%	0%	6,1%	32,7%	53,1%	6,1%

Tabelle 40: Auswertung der These 2, Wahrnehmung von Hedgefonds, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

Der überaus hohe Zuspruch erstreckt sich über nahezu alle Teilnehmergruppen. Einzig die Manager von Unternehmen schätzen die Beweggründe und die damit einhergehenden

Einflussmöglichkeiten auf die Unternehmensführung durch die Hedgefonds konservativer ein. Die Diskrepanz zu den übrigen Teilnehmergruppen könnte darauf schließen lassen, dass entweder die Manager von Unternehmen die Einflussmöglichkeiten durch Hedgefonds unterschätzen oder der tatsächliche Einfluss von externen Parteien überschätzt wird. An dieser Stelle sind in der Spitze die Gruppen Berater, Sonstige und Anwälte zu nennen, die die These 2 für überwiegend zutreffend halten.

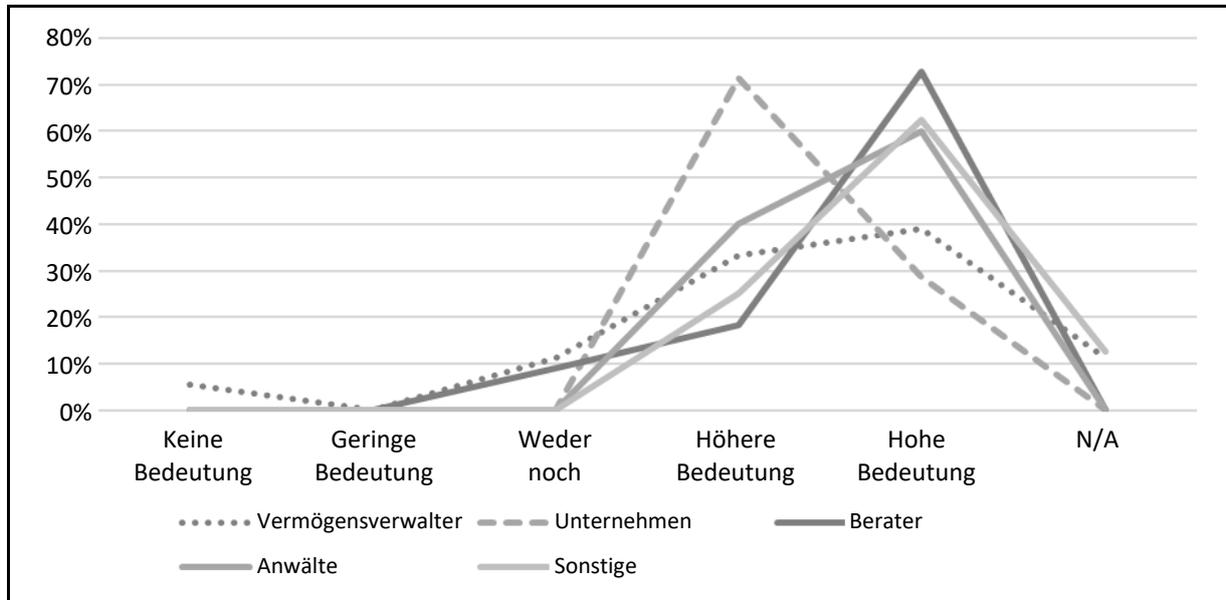


Abbildung 25: Auswertung der These 2, Wahrnehmung von Hedgefonds nach Teilnehmergruppen  
(Quelle: eigene Darstellung)

Der hohe Grad der Zustimmung drückt sich bei der Betrachtung aller Einschätzungen statistisch durch eine linksschiefe bzw. rechtssteile Verteilung mit einem positiven Wert der Schiefe von 1,10 aus. Der Zuspruch der zugrundeliegenden Verteilung steigt von links nach rechts. Die Wölbung der Verteilungskurve ist dabei höher als die der Normalverteilung in Form der berechneten Kurtosis über alle Teilnehmergruppen von negativ 0,12. Die beiden Dispersionsparameter sprechen für die Uniformität unter den Befragten bzw. für weniger stark ausgeprägte Randeinschätzungen.

Analog zu der ersten These können die wenigen befragten Experten mit der Einschätzung „N/A“ aus Wesentlichkeitsgründen vernachlässigt werden. An dem Grundsatz der Wesentlichkeit wird im weiteren Verlauf der Auswertung und Interpretation festgehalten.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die Mehrheit der Experten Hedgefonds als aktive Investoren wahrnimmt, deren Einfluss materielle Veränderungen für das Zielunternehmen bedeuten können.

*Frage 2: Welche Ziele verfolgen Sie im Rahmen Ihrer Beteiligungen bzw. welchen messen Sie eine hohe Bedeutung im Allgemeinen für aktive Hedgefonds zu?*

Grundsätzlich wird allen vier im Fragebogen vorgegebenen Zielen eine hohe Bedeutung im Rahmen einer Hedgefonds-Beteiligung zugeschrieben. Dennoch ist auffällig, dass Corporate Governance im Vergleich zu den weiteren drei Zielen weniger Zustimmung erfährt. Prozentual messen zwar knapp 70 Prozent der Teilnehmer diesem Bereich eine höhere bzw. hohe Bedeutung zu, dieser fällt jedoch im Vergleich hinter die drei weiteren genannten Zielen zurück.

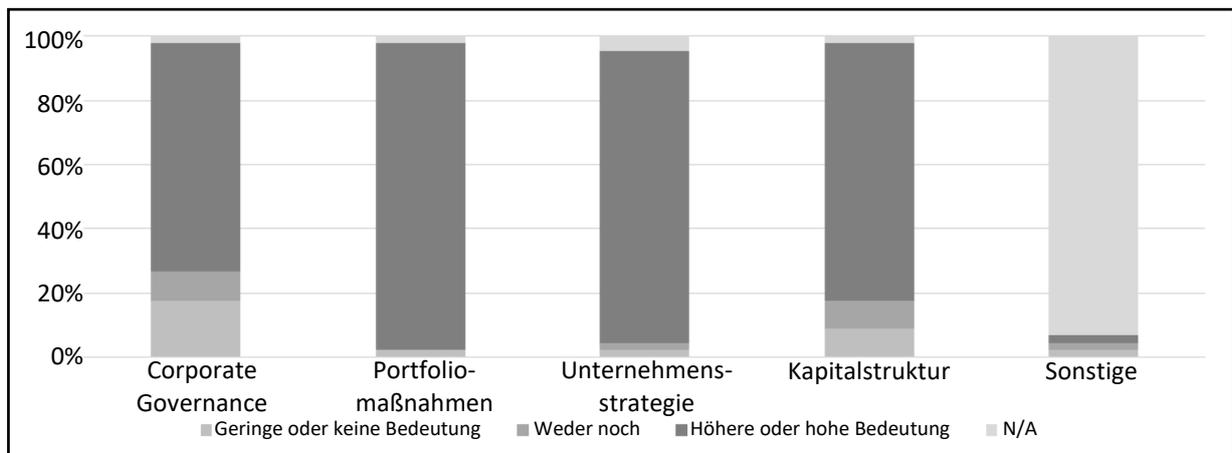


Abbildung 26: Auswertung der Frage 2, Ziele des Hedgefonds-Aktivismus, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

Aus den Einschätzungen der Experten ist erkennbar, dass Aktivismus primär transaktionsgetrieben zu sein scheint. Als mögliche Erklärung ist denkbar, dass sowohl Portfoliomaßnahmen als auch Veränderungen der Unternehmensstrategie Erwartungen wecken, dass bewertungsrelevante Potenziale offengelegt werden können.

Die nachfolgenden vier Kiviat-Diagramme nach Teilnehmergruppe veranschaulichen und bestätigen die übergeordnete Beobachtung. Im Detail zeigt sich, dass Vermögensverwalter, Berater und Anwälte dem Ziel, die Corporate Governance eines Unternehmens zu beeinflussen, eine ähnlich hohe Bedeutung beimessen wie den Portfoliomaßnahmen und der Einwirkung auf die Unternehmensstrategie. Die Bedeutung der Kapitalstruktur wird einzig von den Anwälten relativiert.

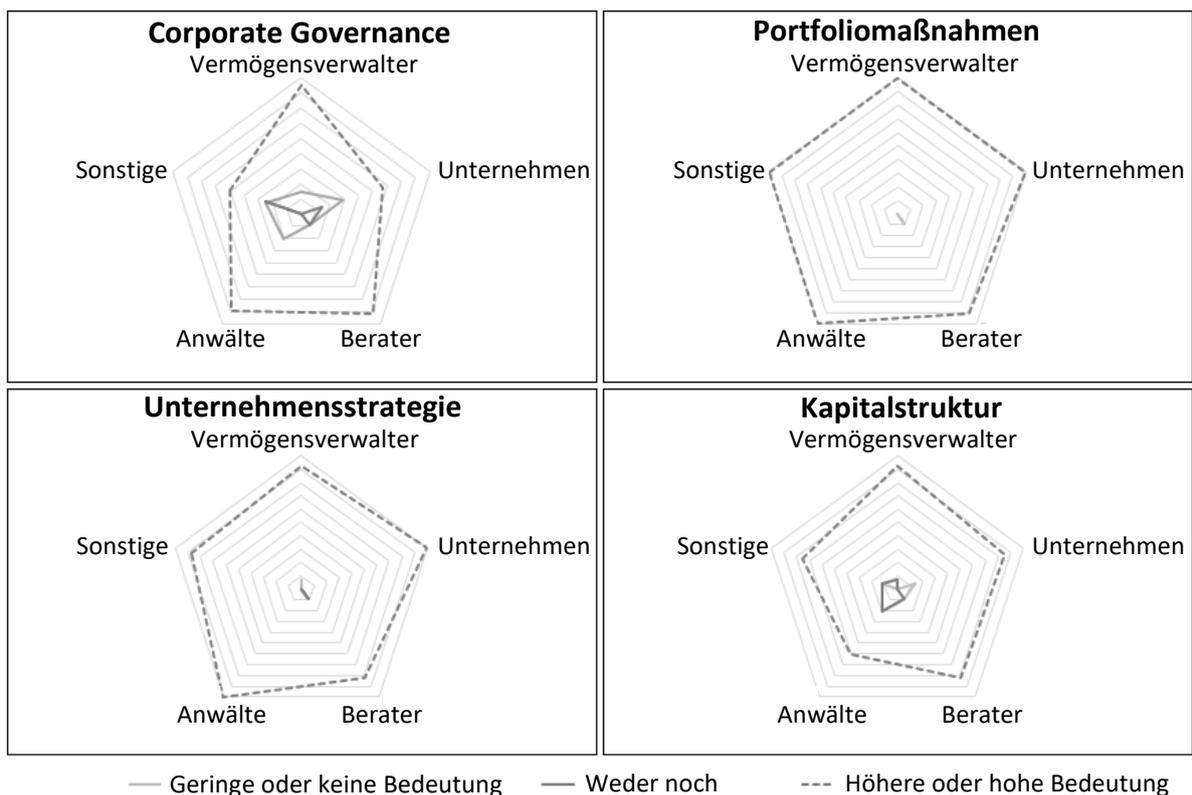


Abbildung 27: Auswertung der Frage 2, Ziele des Hedgefonds-Aktivismus nach Teilnehmergruppen

(Quelle: eigene Darstellung)

Darüber hinaus heben zwei Unternehmensvertreter die Bedeutung von Unterbewertungen, hervorgerufen durch Fehleinschätzungen des Marktes bzw. die Möglichkeiten bei Restrukturierungssituationen, als Ziele bzw. Ansatzpunkte für aktive Hedgefonds gesondert hervor.

Im Rückblick ist erkennbar, dass alle vier genannten Ziele für die überwiegende Mehrheit der Teilnehmer von beachtlicher Bedeutung sind, wenngleich im Vergleich die Relevanz von Corporate Governance zu den anderen Zielen abfällt. Im weiteren Verlauf befassen sich die folgenden Thesen und Fragen mit den möglichen Treibern und Beweggründen dieser Beobachtung.

*These 3: Der Vertretung im Aufsichtsrat oder einem anderen Gremium des Zielunternehmens messen Hedgefonds eine hohe Bedeutung zu.*

Dem Forschungsvorhaben Rechnung tragend wird den Einflussabsichten in Form der Besetzung hochrangiger Positionen in den Führungsetagen der Zielunternehmen als Ausdruck von Corporate Governance detailliert nachgegangen. Deckungsgleich zur vorherigen Fragestellung, bei der knapp 70 Prozent der Teilnehmer Corporate Governance

als Ziel von Hedgefonds bestätigten, stimmen ca. zwei Drittel aller Befragten der personellen Einflussnahme durch Hedgefonds zu.

Angaben	Trifft nicht zu	Trifft eher nicht zu	Weder noch	Trifft eher zu	Trifft zu	N/A
Absolut	1	7	7	16	16	2
Relativ	2,0%	14,3%	14,3%	32,7%	32,7%	4,1%

Tabelle 41: Auswertung der These 3, Vertretung in einem Gremium, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Linearität der abgegebenen Antworten der Thesen 2 und 3 unterstreicht der Pearson-Koeffizient in Höhe von 0,87.

Die differenzierte Analyse nach Teilnehmergruppen veranschaulicht die heterogene Einschätzung unter den beteiligten Experten. Insbesondere Anwälte lehnen die These 3 vergleichsweise häufig ab (40 Prozent) gegenüber den übrigen Teilnehmergruppen. Die übrigen Expertengruppen schreiben den Hedgefonds vermehrt ein erhöhtes Interesse an der Vertretung im Aufsichtsrat oder einem anderen Gremium zu.

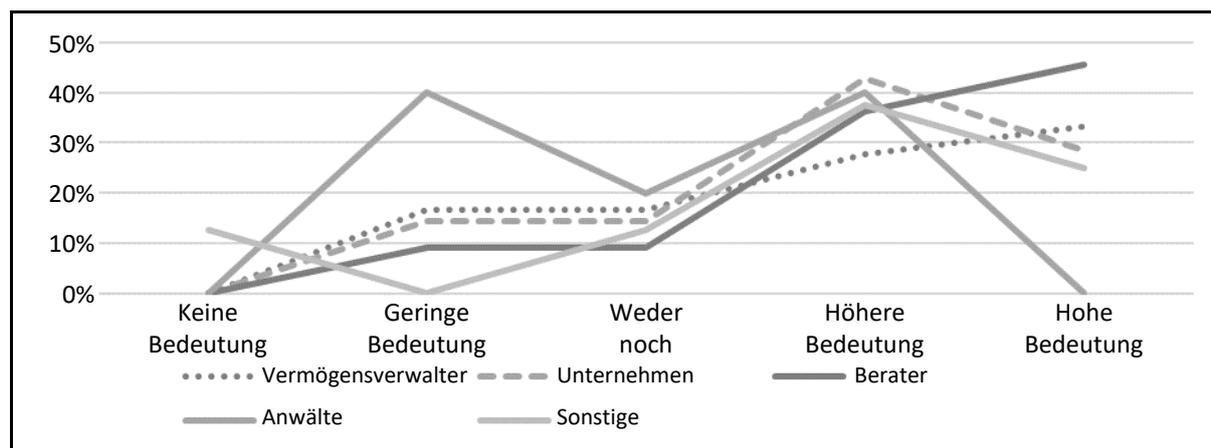


Abbildung 28: Auswertung der These 3, Vertretung in einem Gremium nach Teilnehmergruppen

(Quelle: eigene Darstellung)

*Frage 3: Wie hoch schätzen Sie die Einflussmöglichkeiten von beteiligten Hedgefonds auf die Personalzusammensetzung ein?*

Eine Veränderung der Corporate Governance wird häufig mit der Neubesetzung leitender Unternehmensvertreter in den entsprechenden Gremien gleichgesetzt. Die Auswertung aller Einschätzungen hebt die hohe Bedeutung des Aufsichtsrats als oberste Kontrollinstanz eines Unternehmens hervor. Über 70 Prozent der Teilnehmer sind der Auffassung, dass Hedgefonds primär bei diesem Gremium ihre personellen Vorstellungen durchsetzen können. Dennoch ist beachtlich, dass knapp die Hälfte aller Teilnehmer den Hedgefonds

große Einflussmöglichkeiten nicht nur über den Aufsichtsrat, sondern darüber hinaus auf weitere Gremien einräumen.

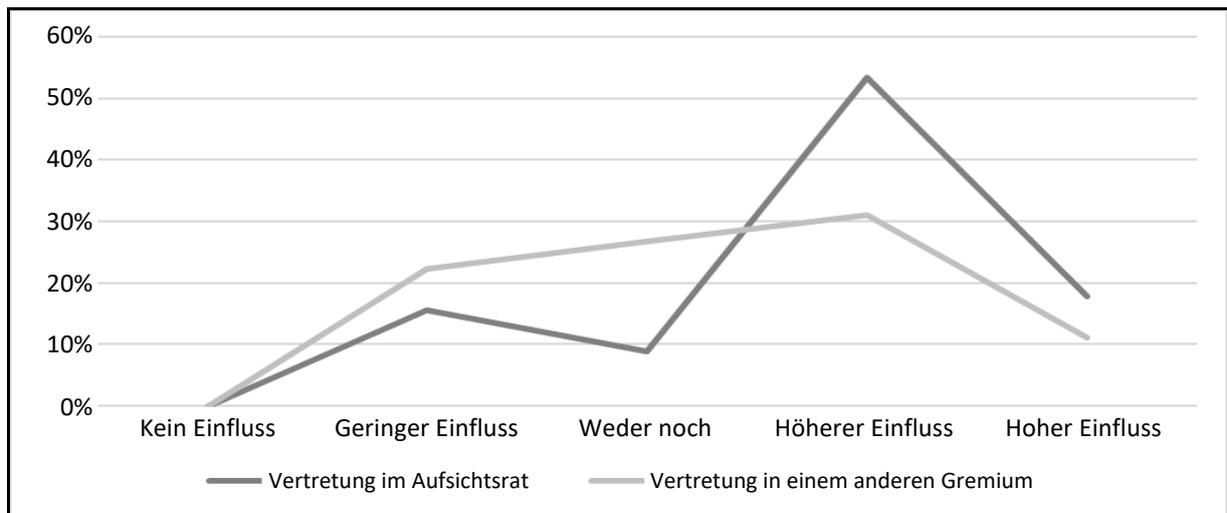


Abbildung 29: Auswertung der Frage 3, Personalzusammensetzung, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

In Übereinstimmung mit den Ergebnissen der vorangegangenen These schätzt die Gruppe der Anwälte die Besetzung entsprechender Aufsichtsratsposten durch Hedgefonds bzw. im Zuge deren Einflussnahme auf die potenziellen sowie bestehenden Aufsichtsratsmitglieder als vergleichsweise hoch ein. Die Erfahrungen der Vermögensverwalter sowie Unternehmen legen jedoch einen höheren Einfluss nahe, deren Zustimmungsniveau mit dem der Gruppe der Sonstigen vergleichbar ist. Übertroffen werden diese Einschätzungen von den Beratern, bei denen nur einer von elf Befragten einen geringen Einfluss in diesem Zusammenhang unterstellt.

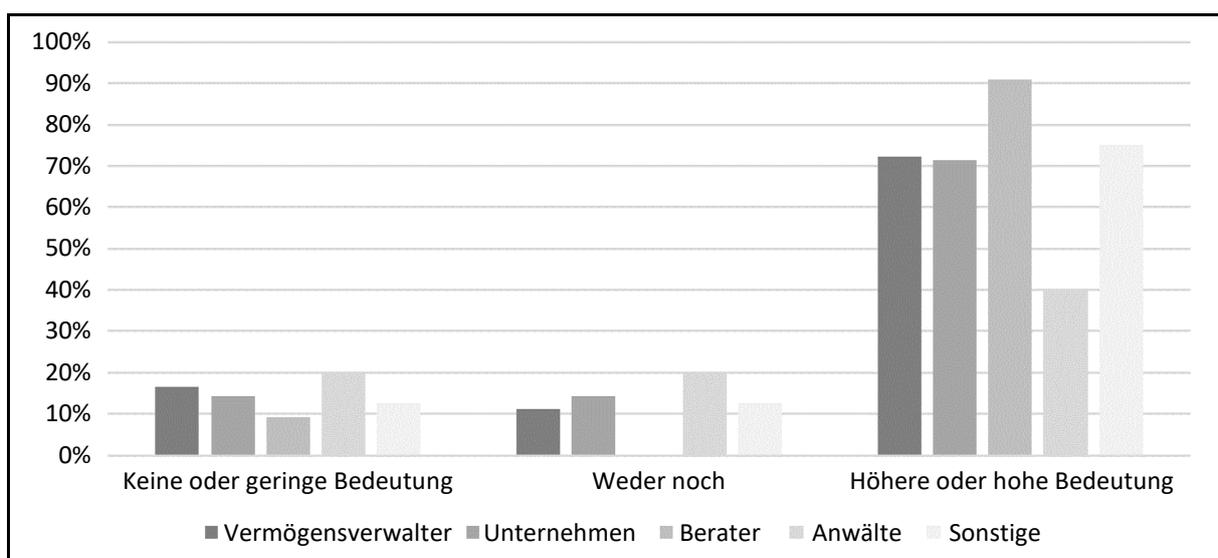


Abbildung 30: Auswertung der Frage 3, Personalzusammensetzung des Aufsichtsrats nach Teilnehmergruppen

(Quelle: eigene Darstellung)

*These 4: Trotz geringer einstelliger Stimmrechtsbeteiligung können sich Hedgefonds überproportional viel Gehör für ihre Forderungen verschaffen.*

Aus der Position als Minderheitsaktionär heraus trauen 86 Prozent der Experten den Hedgefonds zu, ihren Forderungen überproportional hohen Nachdruck zu verleihen. Dem überwiegenden Zuspruch stehen zwei ablehnende Einschätzungen sowie zwei Enthaltungen gegenüber.

Angaben	Trifft nicht zu	Trifft eher nicht zu	Weder noch	Trifft eher zu	Trifft zu	N/A
Absolut	1	1	3	16	26	2
Relativ	2,0%	2,0%	6,1%	32,7%	53,1%	4,1%

Tabelle 42: Auswertung der These 4, Überproportionale Wahrnehmung, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

Das große Potenzial von Hedgefonds-Aktivismus trotz Minderheitsbeteiligung scheint unter den Experten unbestritten zu sein.

Unter den Managern der Unternehmen sowie den Anwälten scheint eine besonders hohe Einigkeit zu bestehen. Insgesamt stimmen 57 Prozent der Unternehmensvertreter bzw. 40 Prozent der Anwälte der These eher zu, die verbleibenden 43 Prozent bzw. 60 Prozent stimmen der These sogar ausnahmslos zu.

Fraglich ist, ab welcher Beteiligungshöhe diese aktiv werden.

*Frage 4.1: Ab welcher Beteiligungshöhe bringen sich Hedgefonds Ihrer Erfahrung nach in der Regel aktiv ein?*

Den befragten Experten zufolge treten Hedgefonds sowohl unterhalb der gesetzlichen Meldeschwelle von 3 Prozent als auch öffentlich ablesbar nach Erreichung entsprechender Meldeschwellen im Sinne des WpHG mit häufig einstelligen Stimmrechtsbeteiligungsverhältnissen auf. Auffällig ist, dass keine Angaben unter einem Prozent gemacht wurden. Aus den Ergebnissen wird eine gewisse Mindestbeteiligung im einstelligen Bereich abgeleitet, ab welcher mögliche Forderungen gegenüber der Unternehmensführung geäußert werden. Die Verteilung der Antworten unterliegt einer nahezu stetig abnehmenden Zustimmungquote bei steigenden Beteiligungsverhältnissen. Die nachfolgende Darstellung verzichtet auf die Darstellung der sieben Enthaltungen.

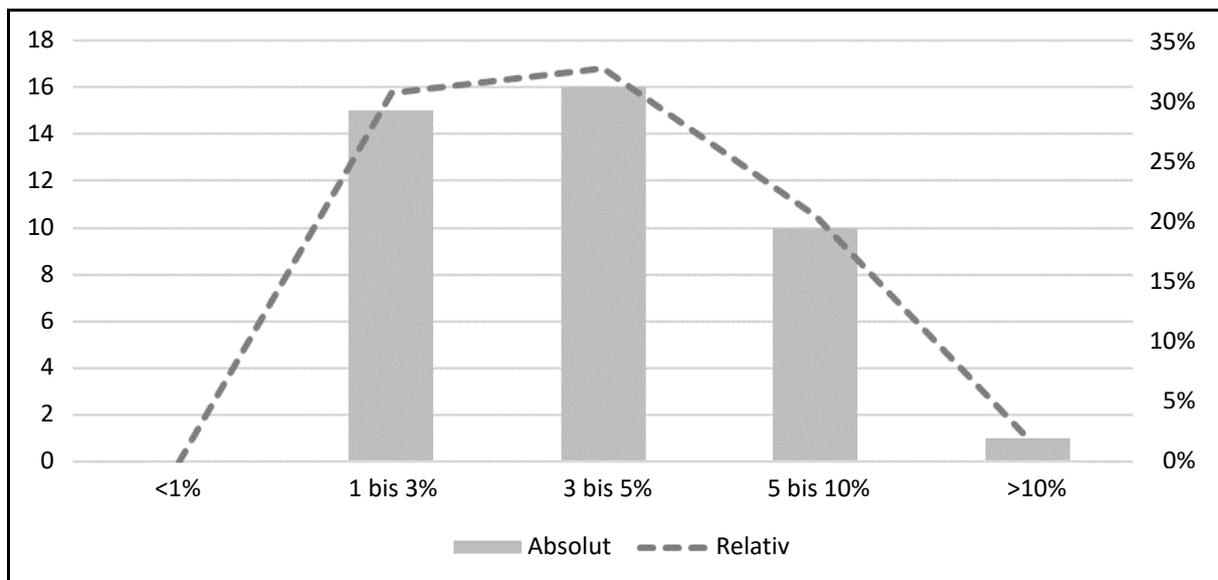


Abbildung 31: Auswertung der Frage 4.1, Beteiligungshöhe der Hedgefonds, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Erfahrungswerte der Experten zeigen, dass Hedgefonds trotz geringer Mehrheitsverhältnisse erheblichen Einfluss auf die Unternehmen ausüben können. Aus Unternehmenssicht sollte daher eine gewisse Sensibilität hinsichtlich der Eigentümerstruktur etabliert werden. Hierzu gilt es beispielsweise die verpflichtenden Stimmrechtsmitteilungen im Blick zu behalten, um einen möglichst frühzeitigen Investorendialog führen zu können. In Anlehnung an die Forschungsergebnisse von Boyson und Pichler (vgl. 2019, S. 812), die die operationellen und finanziellen Nachteile für ein Zielunternehmen aufzeigen, wenn kein offener Investorendialog mit den beteiligten Hedgefonds geführt wird, empfiehlt der Autor dieser Arbeit dem betroffenen Management ebenfalls den Austausch mit den Hedgefonds frühzeitig zu suchen.

*Frage 4.2: Verfolgen aktive Hedgefonds Ihrer Erfahrung nach primär kurzfristige Renditeabsichten entgegen einer langfristigen Wertsteigerung?*

Die kurzfristige Renditeabsicht von Hedgefonds, die zu einer Beeinträchtigung des nachhaltigen Unternehmenswohl führen kann, greift einen häufig vorgebrachten Kritikpunkt im Zusammenhang mit Hedgefonds-Aktivismus auf.

Die Umfrageergebnisse dieser Untersuchung zeigen, dass über die Hälfte aller Teilnehmer, darunter auch die Gruppe der Vermögensverwalter, Hedgefonds als kurzfristige, renditeorientierte Investoren wahrnimmt. Demgegenüber stimmt lediglich einer von sieben Managern eines Unternehmens der Mehrheit eher nicht zu. Bei der Interpretation der

Umfrageergebnisse ist zu bedenken, dass über ein Viertel der Unternehmensvertreter keine Einschätzung vorgenommen hat.

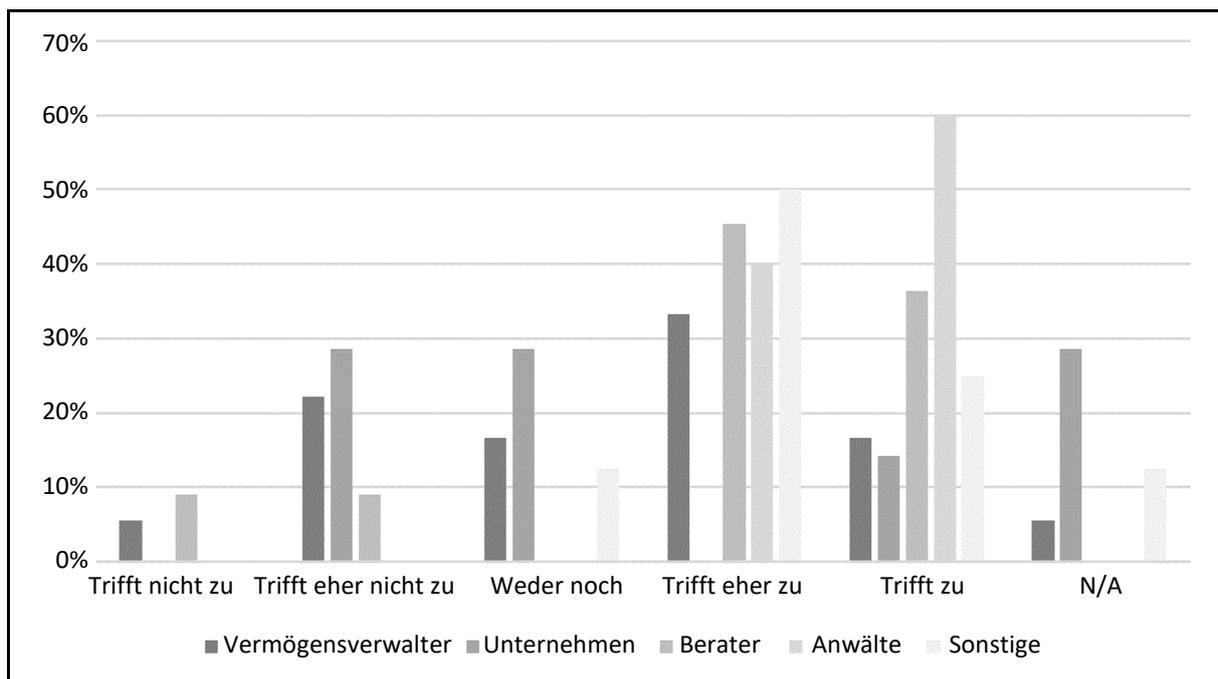


Abbildung 32: Auswertung der Frage 4.2, Renditeabsichten der Hedgefonds nach Teilnehmergruppen  
(Quelle: eigene Darstellung)

Die mehrheitlich wahrgenommene kurzfristige Renditeabsicht spricht für eine hohe Liquidität bzw. einen hohen Free Float der gehandelten Aktien. In Bezug auf die Ergebnisse der Frage 1, bei der der Streubesitz als eine wichtige Eigenschaft eines attraktiven Zielunternehmens eingeschätzt wurde, werden die vorherigen Erkenntnisse damit bestätigt.

*Frage 4.3: Ist Hedgefonds-Aktivismus hinsichtlich der Vorgaben und Ziele von Unternehmen unter dem Aspekt der Ethik bedenklich?*

Die renditeorientierte Wahrnehmung von Hedgefonds wirft die Frage auf, inwiefern die kurzfristige Renditeabsicht als ethisch bedenklich eingeschätzt wird, da das langfristige Wohl des Unternehmens möglicherweise in den Hintergrund rückt. Im Gegensatz zur vorangegangenen Fragestellung halten die meisten der Teilnehmer Hedgefonds-Aktivismus für ethisch unbedenklich. Lediglich sieben von 49 Experten äußern ethische Bedenken im Hinblick auf Hedgefonds-Aktivismus. Ein Drittel der befragten Experten steht der Fragestellung indifferent gegenüber. Demgegenüber halten knapp 45 Prozent der Experten Hedgefonds-Aktivismus unter ethischen Gesichtspunkten für unbedenklich.

Angaben	Trifft nicht zu	Trifft eher nicht zu	Weder noch	Trifft eher zu	Trifft zu	N/A
Absolut	11	11	17	4	3	3
Relativ	22,4%	22,4%	34,7%	8,2%	6,1%	6,1%

Tabelle 43: Auswertung der Frage 4.3, Hedgefonds unter ethischen Gesichtspunkten, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

Im Hinblick auf die Verteilung unter den fünf Teilnehmergruppen ist keine einzelne Gruppe hervorzuheben, die Hedgefonds als vorrangig ethisch bedenklich hält, lediglich die Gruppe der Manager von Unternehmen scheint diesbezüglich geringe Vorbehalte zu hegen. In diesem Zusammenhang zeichnen sich die Verteilungskurven durch eine erhöhte Indifferenz („Weder noch“) bei der Beantwortung der Frage aus.

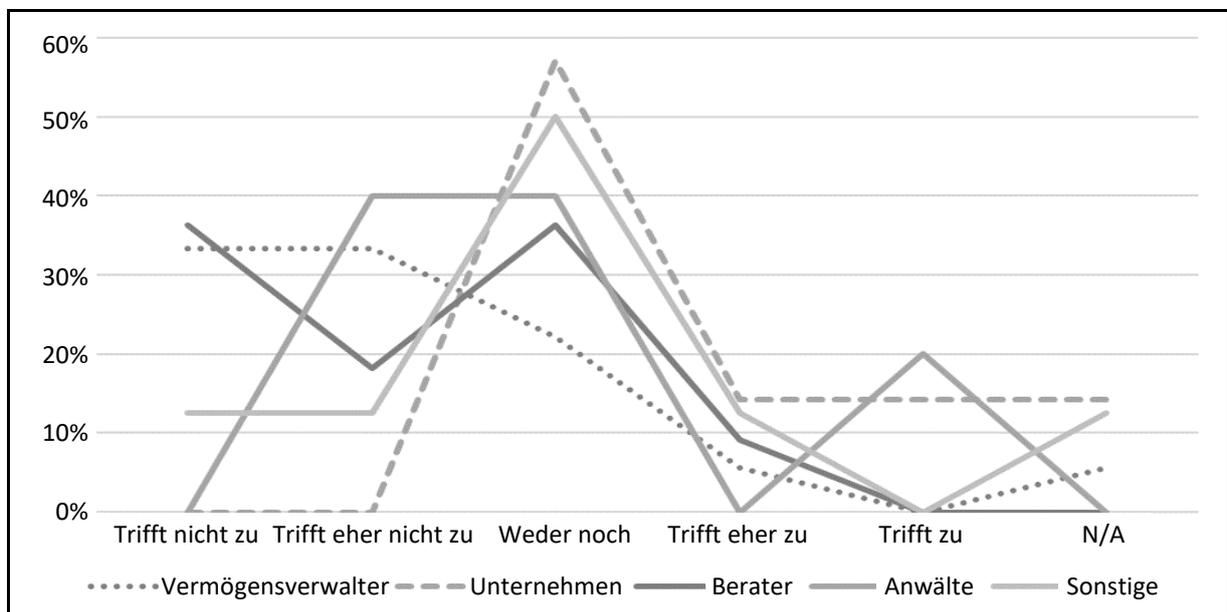


Abbildung 33: Auswertung der Frage 4.3, Hedgefonds unter ethischen Gesichtspunkten nach Teilnehmergruppen

(Quelle: eigene Darstellung)

Entgegen der intuitiven Erwartungshaltung einer hohen Korrelation zwischen einer wahrgenommen kurzfristigen Renditeabsicht zu Lasten des langfristigen Unternehmenserfolgs und den damit verbundenen ethischen Bedenken gegenüber Hedgefonds legt der Korrelationskoeffizient nach Pearson mit 0,77 einen negativen Zusammenhang nahe.

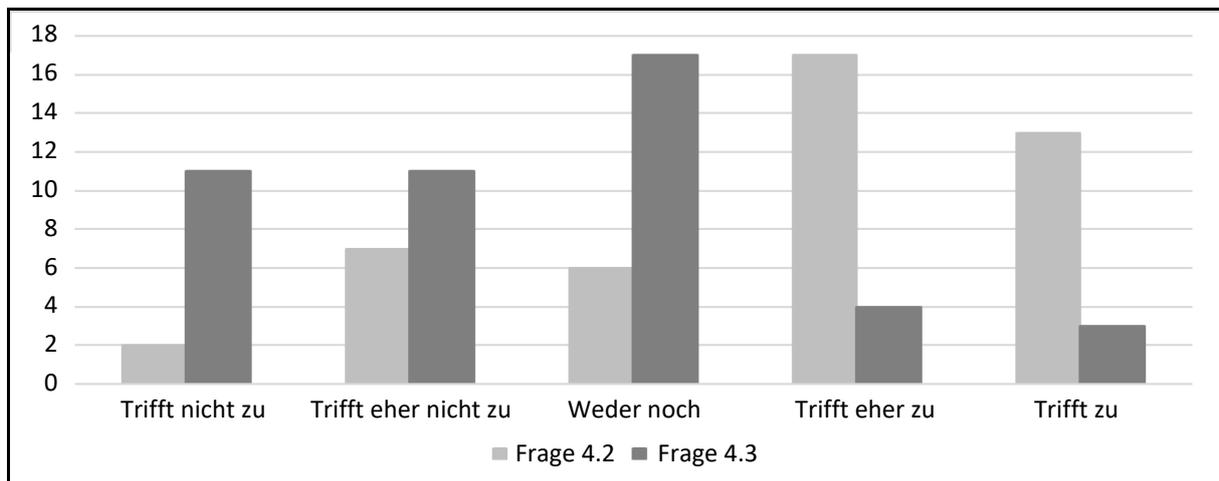


Abbildung 34: Auswertung der Frage 4.2 und 4.3, Korrelation, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Einschätzungen der Experten deuten darauf hin, dass Hedgefonds trotz ihres vermeintlich ethisch bedenklichen kurzfristigen Investmenthorizonts nicht als solche wahrgenommen werden. Denkbar ist, dass die Verbesserung der Corporate Governance bedingt durch Hedgefonds-Aktivismus aus Sicht der Experten überwiegt, sodass ethische Bedenken in den Hintergrund treten.

### 8.3.5.3. Corporate Governance im Sinne des DCGK

*These 5: Hedgefonds-Aktivismus führt zu einer Verbesserung der Corporate Governance bei den Zielunternehmen.*

Unabhängig von der jeweiligen Motivation der Hedgefonds und den möglicherweise kurzfristigen Beweggründen unterstreicht die Mehrheit der Experten die positive Bedeutung des Hedgefonds-Aktivismus für die Corporate Governance der Zielunternehmen. Die Einschätzungen aller Experten deckt sich hierbei mit den Ergebnissen der vorherigen Thesen mit einer Befürwortung von knapp 70 Prozent unter allen Befragten.

Angaben	Trifft nicht zu	Trifft eher nicht zu	Weder noch	Trifft eher zu	Trifft zu	N/A
Absolut	2	3	10	31	3	0
Relativ	4,1%	6,1%	20,4%	63,3%	6,1%	0,0%

Tabelle 44: Auswertung der These 5, Verbesserung der Corporate Governance, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

Aus ihrer Selbsteinschätzung heraus sind nahezu alle befragten Vermögensverwalter von ihrem positiven Beitrag zur Verbesserung der Corporate Governance bei dem jeweiligen Zielunternehmen überzeugt. Dieser Einschätzung folgen in ähnlichem Umfang die befragten

Anwälte. Auf Unternehmensseite wird der grundlegend wünschenswerte Einfluss nur in Teilen wahrgenommen und deckt sich mit den Einschätzungen der Gruppe der Sonstigen.

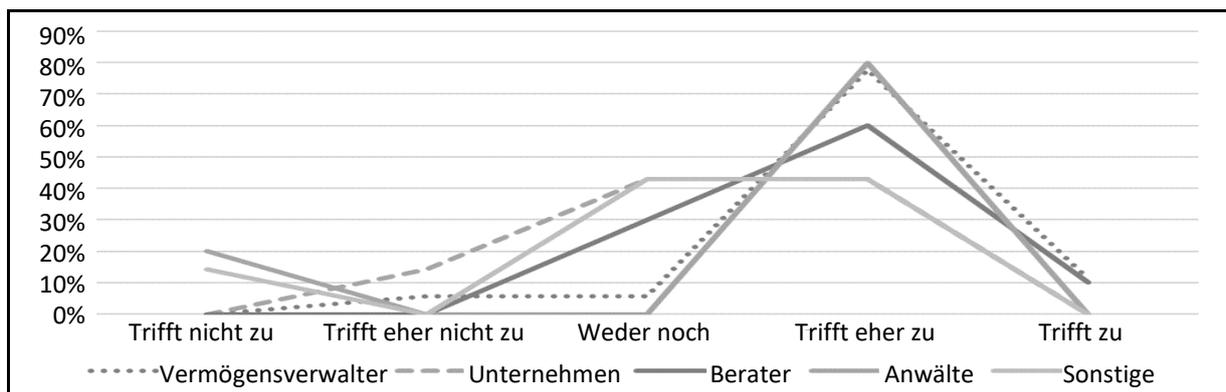


Abbildung 35: Auswertung der These 5, Verbesserung der Corporate Governance nach Teilnehmergruppen  
(Quelle: eigene Darstellung)

Vor diesem Hintergrund schließt sich der Autor dieser Arbeit der Schlussfolgerung von Briggs (vgl. 2007, S. 681) an, wonach Hedgefonds-Aktivismus immer zu einer Verbesserung der Corporate Governance führt, da die bereits verfolgten Strategien und getroffenen Entscheidungen des Managements auf den Prüfstand gestellt und neu bewertet werden.

*Frage 5.1: Inwiefern berücksichtigen Sie die Vorgaben, Empfehlungen und Anregungen des DCGK im Rahmen Ihrer Investmententscheidungen? Falls nichtzutreffend, inwieweit schätzen Sie deren Relevanz für Hedgefonds-Aktivismus im Allgemeinen ein?*

Die folgenden drei Fragen befassen sich explizit mit dem DCGK und sind im Einzelfall ausländischen Teilnehmern, beispielsweise den teilgenommen Managern US-amerikanischer Hedgefonds, nicht zwingend geläufig. Die internationalen Hintergründe der jeweiligen Teilnehmer führen dazu, dass im Vergleich zu den bisherigen Antworten vergleichsweise viele Enthaltungen vorgenommen wurden.

Unter Berücksichtigung dieser Ausgangslage deuten die Ergebnisse der Umfrage auf eine divergierende Stellung aus Sicht der Teilnehmer hin. Wenngleich große Einigkeit über die positiven Einflüsse des Hedgefonds-Aktivismus auf die Corporate Governance besteht (vgl. These 5), wird der DCGK jedoch sehr unterschiedlich als möglicher Treiber und Einflussfaktor für eben jene wahrgenommen. Erwartungsgemäß wird den Vorgaben des DCGK die höchste Bedeutung zugeschrieben. Empfehlungen und Anregungen hingegen werden als weniger entscheidungsrelevant eingeschätzt.

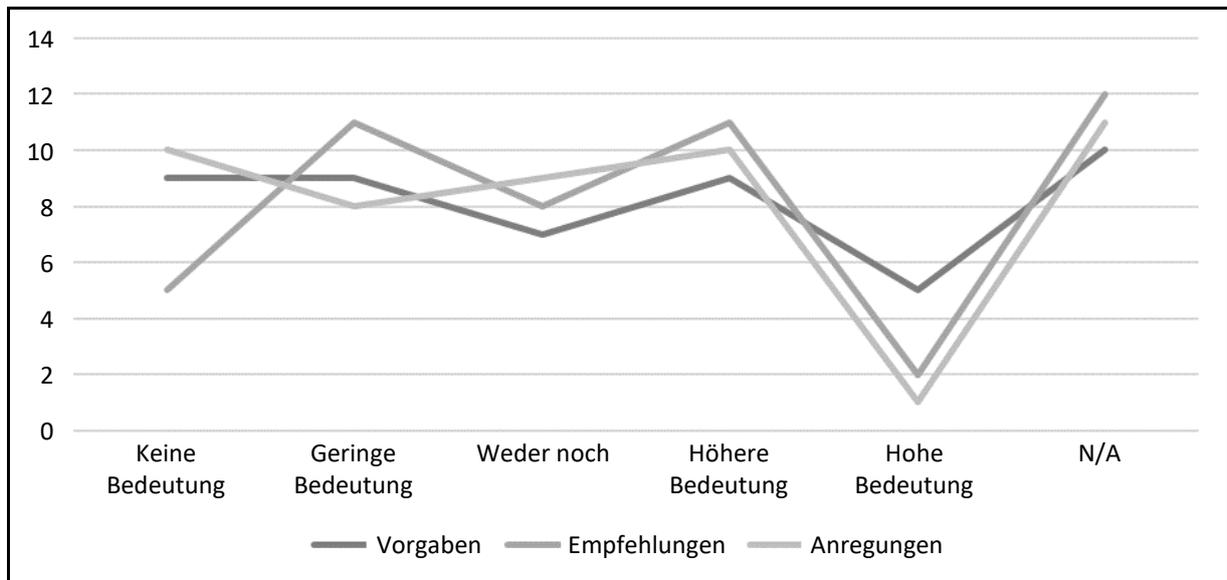


Abbildung 36: Auswertung der Frage 5.1, Berücksichtigung des DCGK, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

In der nachfolgenden Abbildung wird deutlich, dass unter den Vermögensverwaltern, entgegen der Gesamteinschätzung aller Experten, die Anregungen sowie Empfehlungen des DCGK stärker bei Investitionsentscheidungen ins Gewicht fallen als die obligatorischen Vorgaben. Die Einschätzungen der Vermögensverwalter legen einen Wettbewerbsvorteil für Unternehmen, die sich neben den Vorgaben mit den freiwilligen Empfehlungen und Anregungen des DCGK intensiv beschäftigen, nahe. Ratsam kann es daher auch für nicht betroffene Unternehmen sein, die veröffentlichten Entsprechenserklärungen der Wettbewerber, die möglicherweise Ziel einer Hedgefonds-Kampagnen wurden, fortwährend im Blick zu behalten. Gantchev et al. (vgl. 2019, S. 1062) bestätigen diesen Druck für die Wettbewerber, die selbst nicht Ziel von einer Hedgefonds-Kampagne werden möchten und konnten eine Verbesserung der eigenen Corporate Governance nachweisen, sodass die Wahrscheinlichkeit selbst mit einem aktiven Hedgefonds in der Zukunft konfrontiert zu werden fiel.

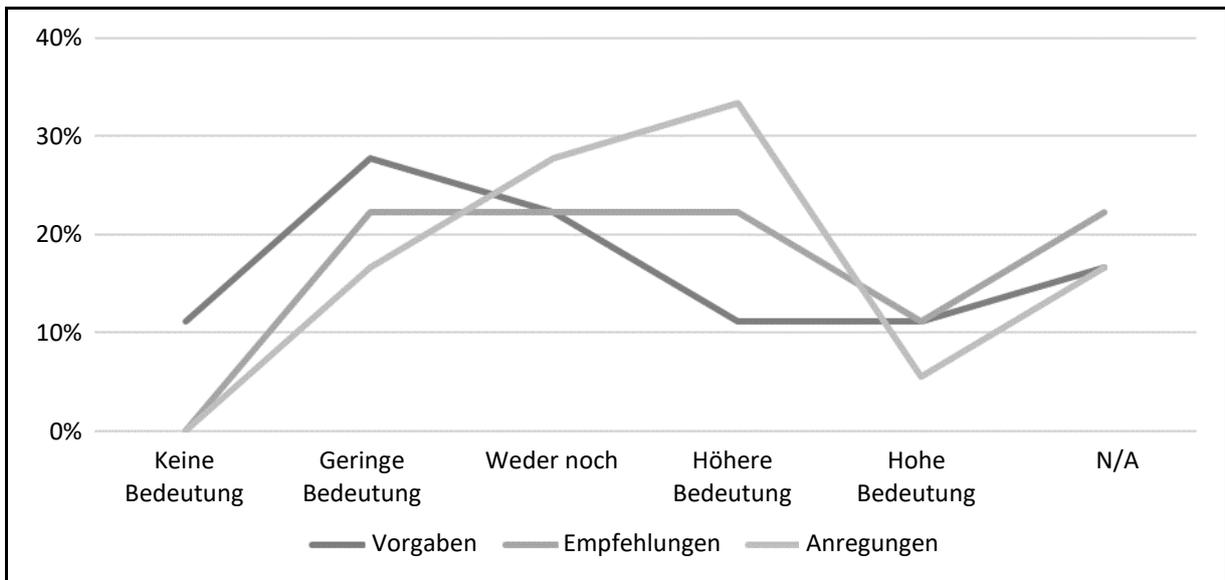


Abbildung 37: Auswertung der Frage 5.1, Berücksichtigung des DCGK, Teilnehmerumfang: Vermögensverwalter  
(Quelle: eigene Darstellung)

Aus Unternehmenssicht wird den Vorgaben eine höhere Entscheidungsrelevanz zugemessen. Keine Bedeutungsunterschiede liegen zwischen den Empfehlungen und Anregungen vor, ablesbar an dem Gleichlauf der nachfolgenden Verteilungskurven.

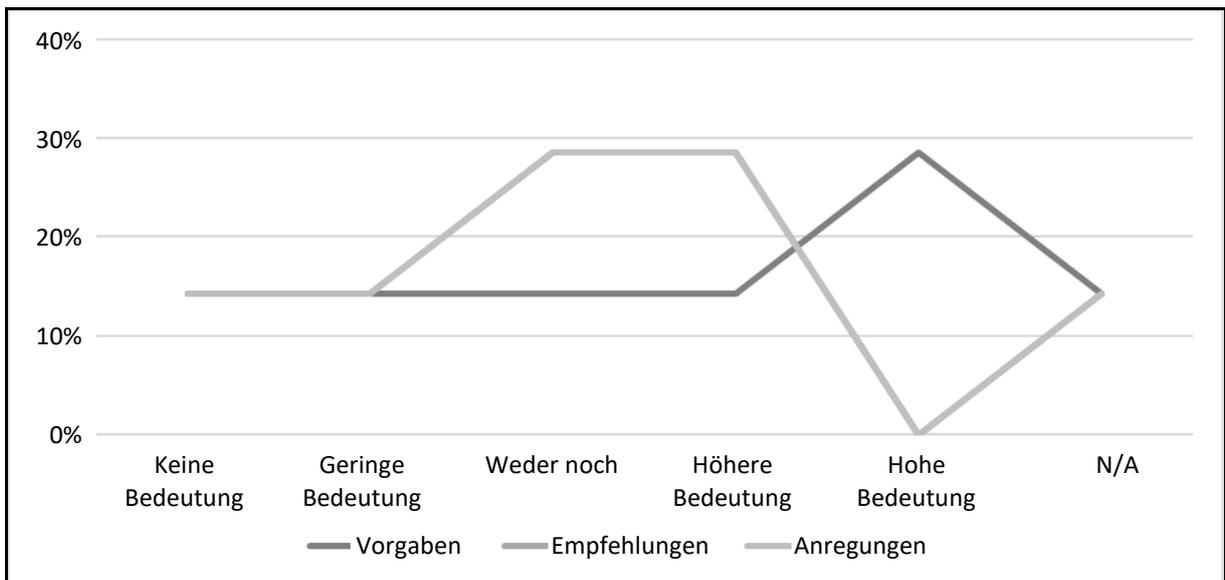


Abbildung 38: Auswertung der Frage 5.1, Berücksichtigung des DCGK, Teilnehmerumfang: Unternehmen  
(Quelle: eigene Darstellung)

Zusammengefasst sollten Unternehmen im Sinne der Investorenwahrnehmung den Fokus verstärkt auf die Empfehlungen und Anregungen des DCGK legen trotz der vergleichsweise geringen Bedeutung im Zuge der aktuellen Investmentüberlegungen.

*Frage 5.2: Inwiefern berücksichtigen Sie die Begründungen der Abweichungen vom DCGK in Form der abgegebenen Entsprechenserklärungen im Rahmen Ihrer Investmententscheidungen? Falls nichtzutreffend, inwieweit schätzen Sie deren Relevanz für Hedgefonds-Aktivismus im Allgemeinen ein?*

Die Darlegung der Gründe der Abweichungen im Sinne des comply or explain-Prinzips des DCGK bietet den Unternehmen die Möglichkeit, auf unternehmensspezifische Sachverhalte einzugehen, die Einfluss im Rahmen einer potenziellen Investitionsentscheidung nehmen könnten. Den Umfrageergebnissen unter allen Teilnehmern zufolge schätzt jedoch lediglich ein Viertel der Befragten die Begründungen für die Abweichungen vom DCGK als entscheidungsrelevant ein.

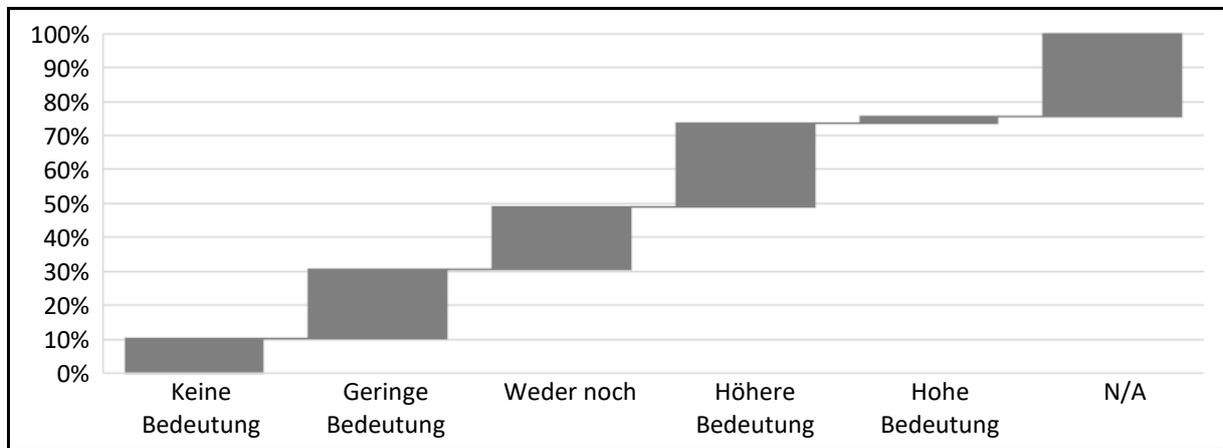


Abbildung 39: Auswertung der Frage 5.2, Berücksichtigung der Abweichungen zum DCGK, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Einschätzungen der beiden Teilnehmergruppen der Vermögensverwalter sowie Unternehmensvertreter deckt sich hierbei mit den übrigen abgegebenen Antworten der anderen Teilnehmergruppen.

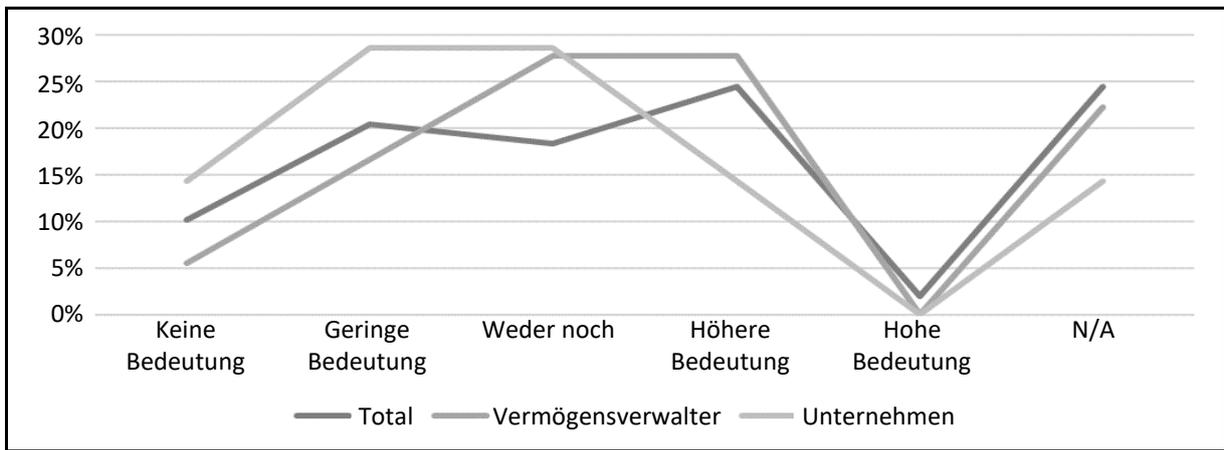


Abbildung 40: Auswertung der Frage 5.2, Berücksichtigung der Abweichungen zum DCGK nach ausgewählten Teilnehmergruppen  
(Quelle: eigene Darstellung)

*Frage 5.3: Inwiefern etabliert der DCGK einen Rahmen für gute Corporate Governance im Sinne der nachfolgenden Ansprüche?*

Die Umfrageergebnisse der beiden vorherigen Fragen räumen ein Potenzial bei der Bedeutung des DCGK im Zuge relevanter Investmententscheidungen ein. In Übereinstimmung dazu wird der DCGK den aufgeführten Ansprüchen grundsätzlich gerecht.

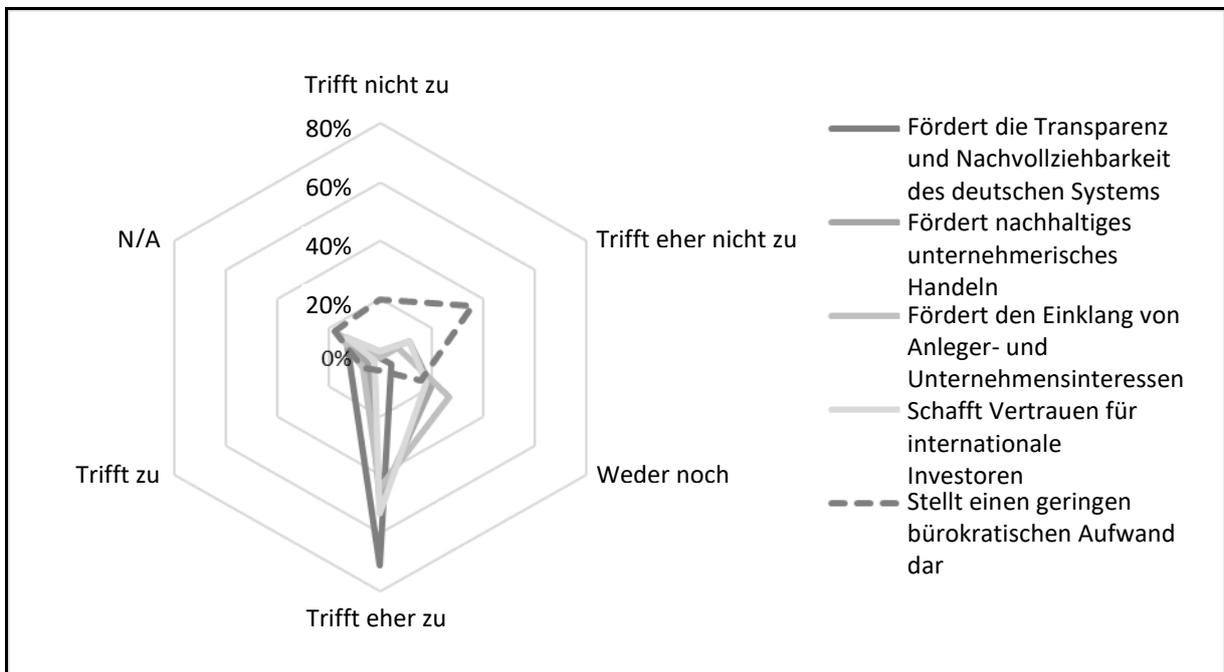


Abbildung 41: Auswertung der Frage 5.3, DCGK-Ansprüche, Teilnehmerumfang: Gesamt  
(Quelle: eigene Darstellung)

Das übergeordnete Ziel des DCGK, das deutsche dualistische Corporate Governance System allen involvierten Parteien näher zu bringen, wurde aus Sicht von über 80 Prozent der Teilnehmer erreicht.

Den nachfolgenden drei Zielen stimmt die Mehrheit der Befragten ebenfalls zu:

- Schafft Vertrauen für internationale Investoren (57 Prozent)
- Fördert nachhaltiges unternehmerisches Handeln (53 Prozent)
- Fördert den Einklang von Unternehmensinteressen (53 Prozent)

Hervorzuheben ist, dass Vermögensverwalter die Vertrauensbildung durch den DCGK vergleichsweise kritisch sehen und diese Gruppe mit ihrer Einschätzung unter dem Durchschnitt liegen.

Den wünschenswerten Zielen steht jedoch ein gewisser bürokratischer Aufwand gegenüber (53 Prozent). Dieser wird insbesondere von den primär betroffenen Unternehmensvertretern (71 Prozent) bestätigt.

Dennoch sollte der positive Zuspruch die Motivation und die Maßgabe zukünftiger Reformen des DCGK sein mit dem Ziel, diesen weiter in der Praxis zu etablieren.

*Frage 5.4: Besteht die Absicht, sich zukünftig stärker mit der Corporate Governance von Zielunternehmen im Zuge Ihrer Investmententscheidungen auseinanderzusetzen?*

Die Umfrageergebnisse deuten auf eine gewisse Unentschlossenheit im Umgang mit dem Thema Corporate Governance hin. Neben dem ausgewogenen Verhältnis der „Ja“- und „Nein“-Einschätzungen antworteten über die Hälfte aller Teilnehmer mit „N/A“, sodass der weitere, intensive Diskurs dringend nötig erscheint.

Angabe	Ja	Nein	N/A
Absolut	10	10	25
Relativ	22,2%	22,2%	55,6%

Tabelle 45: Auswertung der Frage 5.4, Auseinandersetzung mit Corporate Governance in der Zukunft, Teilnehmerumfang: Gesamt

(Quelle: eigene Darstellung)

Vorreiter einer solchen wegweisenden Diskussion könnten die Investoren selbst sein. Denn knapp jeder zweite Vermögensverwalter gibt an, Aspekte der Corporate Governance verstärkt im Rahmen von zukünftigen Investitionsentscheidungen zu berücksichtigen.

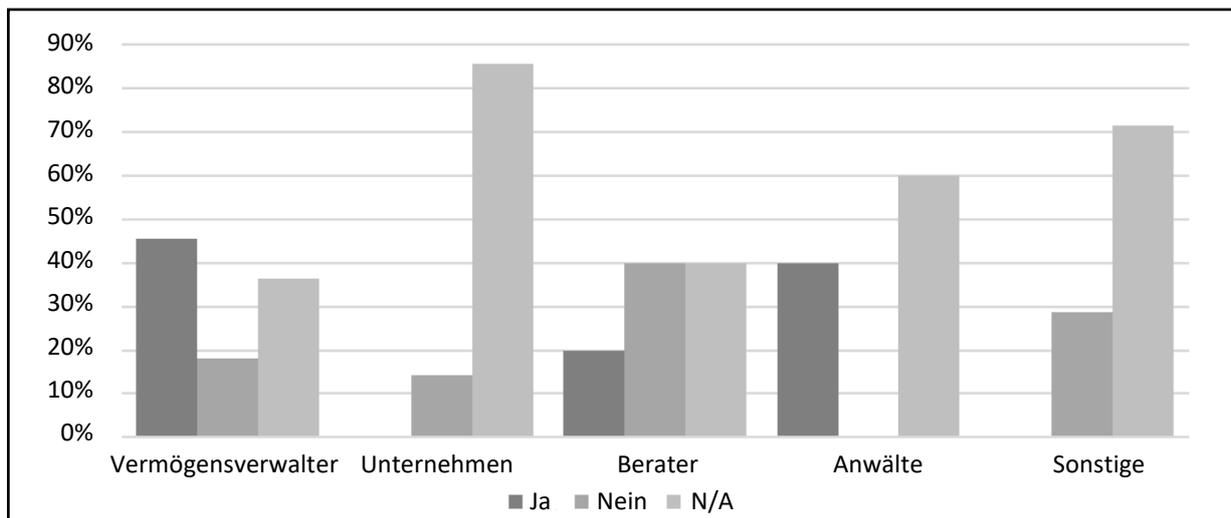


Abbildung 42: Auswertung der Frage 5.4, Auseinandersetzung mit Corporate Governance in der Zukunft nach Teilnehmergruppen

(Quelle: eigene Darstellung)

## **9. Ergebnisse**

### **9.1. Betroffene Zielunternehmen des Hedgefonds-Aktivismus**

Die statistische Auswertung zeigt, dass 21 verschiedene Hedgefonds sich bei 28 deutschen börsennotierten Unternehmen im Zeitraum von 2010 bis 2015 beteiligt und anschließend aktiv eingebracht haben. Die über 200 untersuchten Unternehmen waren in dem angegebenen Zeitraum zumindest zeitweise entweder im DAX 30, MDAX, SDAX oder TecDAX der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet. Bei den Zielunternehmen ist auffällig, dass diese zum einen überproportional häufig dem Industriesektor zugeordnet werden konnten und zum anderen häufiger große Unternehmen als kleinere von Hedgefonds-Aktivismus betroffen waren.

Dem Grundsatz, dass größere Unternehmen aus Sicht des Hedgefonds-Aktivismus attraktiver sind, stimmen die befragten Experten grundsätzlich zu, wenngleich auch einige Gegenstimmen insbesondere unter den Vermögensverwaltern zu verzeichnen sind.

### **9.2. Ziele und Umfang von Hedgefonds-Aktivismus**

Bei der Verfolgung der angestrebten Ziele der aktiven Hedgefonds treten sowohl Forderungen im Corporate Governance Bereich als auch insbesondere Portfoliomaßnahmen in Form von Fusionen, Übernahmen oder Aufspaltungen in den Vordergrund. Die Hedgefonds konnten dabei insbesondere bei der letztgenannten Kategorie durchschnittlich in zwei von drei Fällen ihre Forderungen erfolgreich durchsetzen.

Vor diesem Hintergrund stimmen die Experteneinschätzungen mit den statistischen Beobachtungen grundsätzlich überein. Dennoch differenzieren die Experten insofern, dass sie Corporate Governance im Vergleich zu den angestrebten Portfoliomaßnahmen, der Einflussnahme auf die Unternehmensstrategie bis hin zu der Veränderung der Kapitalstruktur eine eher geringe Bedeutung zuschreiben.

Die Ergebnisse der ausgewerteten Hedgefonds-Kampagnen bestätigen den Einfluss auf die Corporate Governance Strukturen der Zielunternehmen. Demnach waren die Forderungen der Hedgefonds nach personellen Veränderungen in den Führungsetagen der Zielunternehmen in vielen Fällen erfolgreich, sodass sowohl eigene als auch externe

Kandidaten in den Unternehmen positioniert werden konnten. Die vielversprechenden Möglichkeiten der direkten bzw. indirekten Einflussnahme nehmen auch die Experten wahr und heben den Aufsichtsrat als zentrales Gremium hervor.

Bei dem Thema Dividendenpolitik wird den Hedgefonds eine verminderte Bedeutung beigemessen. Dafür spricht zum einen die geringe Anzahl der Forderungen in diesem Bereich in Verbindung mit dem ausbleibenden Erfolg der betreffenden Hedgefonds-Kampagnen und zum anderen die Befragung der Experten, die keine explizite Stellung zur Einflussnahme bezogen auf die Dividendenpolitik konstatieren.

Unter dem Gesichtspunkt der Beteiligungshöhen der Hedgefonds konnte nachgewiesen werden, dass die öffentlich bekannt gewordenen Forderungen bereits bei geringen einstelligen Beteiligungsverhältnissen bei den Zielunternehmen eingingen, die häufig noch unter den gesetzlich vorgeschriebenen Meldeschwellen lagen. In der Untersuchung sind zwar keine Hedgefonds-Beteiligungen von unter einem Prozent identifiziert worden, bei denen sich Hedgefonds bereits aktiv positionierten, dennoch reichen Stimmrechtsbeteiligungen von einem bis fünf Prozent meistens aus, um Hedgefonds-Kampagnen voranzutreiben. In diesem Zusammenhang sind 90 Prozent der Experten davon überzeugt, dass Hedgefonds sich im Vergleich zu ihrer tatsächlichen Beteiligungshöhe überproportional viel Gehör für ihre Forderungen verschaffen können.

Im Hinblick auf die Aktionärsstruktur der Zielunternehmen wurde in einigen Fällen eine dominierende Stellung von Großaktionären, darunter auch Hedgefonds, festgestellt. Im Zeitverlauf konnten Letztere ihre Positionen häufig ausbauen und insbesondere bei Beteiligungen an DAX 30 Unternehmen erhebliche Kursgewinne verbuchen. Darüber hinaus konnte eine positive Korrelation zwischen einem hohem Free Float und einem Anstieg des Aktienkurses nachgewiesen werden, wenngleich der Einfluss auf diese Entwicklung durch aktive Hedgefonds nicht belegt werden konnte. Überzeugt von dem besonderen Stellenwert des Streubesitzanteils sind insbesondere die befragten Vermögensverwalter (92 Prozent), die unter allen Experten dies für das vorrangige Merkmal eines attraktiven Zielunternehmens halten.

Eng verbunden mit einem hohen Free Float hat die Untersuchung der Handelsvolumina ergeben, dass primär bei DAX 30 Unternehmen zumindest ein kurzfristiger Kurssprung bei den gehandelten Wertpapieren zum Zeitpunkt des Einstiegs und der ersten Forderung eines Hedgefonds verzeichnet werden konnte. Diesem unmittelbar positiven Effekt steht die Vermutung einer kurzfristigen Renditeorientierung der Hedgefonds nahe, welche die

Mehrheit der befragten Experten bestätigt. Trotz der wahrgenommenen Kurzfristigkeit sowie der unterstellten Beeinträchtigung des langfristigen Unternehmenswohl hegt der Großteil der befragten Experten keine ethischen Bedenken gegenüber Hedgefonds-Aktivismus. An dieser Stelle sei insbesondere auf die Einschätzung der Manager von DAX 30 und MDAX Unternehmen hingewiesen, die Hedgefonds-Aktivismus unter ethischen Aspekten größtenteils indifferent gegenüberstehen.

### **9.3. Beeinflussung der Corporate Governance im Sinne des DCGK**

Von dem positiven Einfluss von Hedgefonds-Aktivismus, der zu einer Verbesserung der Corporate Governance bei den Zielunternehmen führt, sind mehr als zwei Drittel aller befragten Experten überzeugt. Im besonders hohen Maße sprach sich die Gruppe der Vermögensverwalter (93 Prozent) für diesen positiven Effekt aus, wohingegen vorrangig die Unternehmensvertreter skeptischer sind.

Einen Ansatz zur Messbarkeit dieser Auswirkungen stellen die eigens von dem Autor dieser Arbeit ermittelten DCGK-Entsprechensquoten dar. Diese geben Aufschluss über die jährliche unternehmensspezifische Entsprechung zum DCGK. Die Analyse kommt zu dem Ergebnis, dass grundsätzlich eine hohe Entsprechung der betroffenen Unternehmen zum DCGK über die betrachtete Periode von sieben Jahren vorliegt. Dennoch ist auffällig, dass größere Unternehmen weniger Abweichungen angeben als vergleichsweise kleinere börsennotierte Unternehmen. Der statistische Nachweis eines signifikanten Anstiegs der DCGK-Entsprechensquote nach dem Einstieg und der ersten Forderung des Hedgefonds kann mittels des durchgeführten t-Tests nicht erbracht werden.

Im Umgang mit den angegebenen Abweichungen zeigt sich ein heterogenes Bild. Auf der einen Seite wird ein konservativer Umgang aufgrund von vorsorglichen Abweichungserklärungen bei DAX 30 und MDAX Unternehmen gepflegt. Auf der anderen Seite scheinen vorrangig kleinere Unternehmen an den Abweichungen auch in Zukunft festhalten zu wollen. Die Abweichungen gegenüber des DCGK beziehen sich dabei primär auf die beiden DCGK-Kapitel Vorstand und Aufsichtsrat.

In der anschließenden Untersuchung konnte ermittelt werden, dass mindestens zwei Abweichungen unmittelbar auf die Hedgefonds Cevian Capital und Hermes sowie auf andere Großaktionäre zurückzuführen sind, deren Stellung als institutionelle Investoren in künftigen Fassungen des DCGK noch stärker zum Tragen kommen wird.

Aus Sicht der Experten scheinen die Vorgaben des DCGK zwar eine größere Rolle als die Empfehlungen und Anregungen zu spielen, sie werden jedoch mehrheitlich nicht als kritische Faktoren im Investitionsprozess angesehen. Ähnlich verhält es sich mit den Abweichungen, die lediglich für knapp ein Viertel der Investoren entscheidungsrelevant sind.

Abschließend scheint aus Sicht der Experten eine mehrheitliche (56 Prozent) Unsicherheit zu bestehen, ob die Corporate Governance der Zielunternehmen in Zukunft eine stärkere Rolle einnehmen wird. Für ein klares Bekenntnis, sich künftig vermehrt mit der Corporate Governance eines Zielunternehmens zu beschäftigen, treten knapp 46 Prozent der Vermögensverwalter ein, die aus ihrer Motivation heraus die Wegbereiter des zukünftigen Diskurses sein könnten.

## **10. Diskussion und Interpretation der Ergebnisse**

### **10.1. Wissenschaftlicher und praktischer Beitrag dieser Arbeit**

Die neu gewonnenen Erkenntnisse über die Auswirkungen von Hedgefonds-Aktivismus auf die Corporate Governance deutscher börsennotierter Unternehmen im Sinne des DCGK stellen den zentralen wissenschaftlichen Beitrag dieser Arbeit dar.

Die Ergebnisse der Arbeit verdeutlichen die Existenz, die Absichten und die nachhaltigen Implikationen für die Zielunternehmen bedingt durch den Hedgefonds-Aktivismus. Konkret wurde nachgewiesen, dass insbesondere große Unternehmen trotz ihrer hohen Marktkapitalisierung Ziel von vermeintlich kleinen Minderheitsaktionären in Form von Hedgefonds sein können. Die Auswirkungen für die Zielunternehmen waren in Einzelfällen zum Beispiel durch die Ablösung und Neubesetzung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern, vorangetrieben durch die beteiligten Hedgefonds, erheblich. Die überproportional vielen Einflussmöglichkeiten der Hedgefonds wurden in diesem Zusammenhang von den befragten Experten größtenteils bestätigt.

Die Bedeutung des DCGK im Zuge der Hedgefonds-Kampagnen wurde zwar als gering identifiziert bzw. eingeschätzt, kommt jedoch den Experten zufolge den selbst auferlegten Ansprüchen, wie beispielsweise der Förderung des Vertrauens internationaler Investoren in das deutsche Corporate Governance System im hohen Maße nach.

Der Erkenntnisgewinn dieser Arbeit beruht auf dem zweiseitigen methodischen Vorgehen:

- Zum einen stellt der Umfang der Untersuchung mit einem Betrachtungszeitraum von acht Jahren, in dem Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland bei potenziell über 200 Zielunternehmen analysiert wurde, in Verbindung mit der Auswertung der jährlichen DCGK-Entsprechenserklärungen ein Novum dar.
- Zum anderen wurde eine umfangreiche Befragung unter nationalen und internationalen Experten auf Grundlage der gewonnenen statistischen Erkenntnisse durchgeführt, um eine fachkundige Einschätzung der Ergebnisse zu erlangen, bei der unter anderem auch eine Einordnung von Hedgefonds-Aktivismus unter ethischen Aspekten erfolgte.

In Form der dargebotenen Aktualität der analysierten Hedgefonds-Kampagnen und der Einschätzungen der befragten Experten sollen die Erkenntnisse einen Anstoß für weitere Forschungsarbeiten geben, die sich entweder isoliert oder, wie diese Arbeit zeigt, interdisziplinär mit den Themenbereichen Corporate Governance bzw. DCGK und

Hedgefonds-Aktivismus beschäftigen (vgl. Kapitelabschnitt 7.2). Darüber hinaus leistet diese Arbeit einen Beitrag zur globalen Auseinandersetzung mit dem Thema Hedgefonds-Aktivismus, welches bislang vorwiegend durch den US-amerikanischen Raum dominiert wird (vgl. Aguilera et al., 2019, S. 51ff).

Dem hohen Praxisbezug und den daraus abgeleiteten Implikationen für die Unternehmen und Hedgefonds stehen einige Restriktionen dieser Arbeit gegenüber:

- Die gewonnenen Erkenntnisse bzw. die Rückschlüsse der statistischen Auswertung wurden ausschließlich auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen getroffen. In Anbetracht von Insiderwissen könnte sich die Argumentationslage dahingehend verschieben, dass neue Hedgefonds-Kampagnen identifiziert werden bzw. weitergehende Details die Interpretation der bisherigen Informationen maßgeblich ändern könnten.
- Darüber hinaus könnten andere Experten zu gegenteiligen Einschätzungen kommen. Im Rahmen der Umfrage wurde diesem potenziellen Verzerrungseffekt insofern begegnet, dass ein möglichst renommierter, umfangreicher sowie diverser Teilnehmerkreis befragt wurde, um die Schwankungsbreite der Einschätzungen zu mindern.

Abschließend bieten die neuen Erkenntnisse Anknüpfungspunkte, die künftige Forschungsprojekte aufgreifen und vertiefen können. An dieser Stelle ist beispielsweise die ethische Wahrnehmung von Hedgefonds-Aktivismus zu nennen, welche in der Praxis sowie in der Wissenschaft zunehmend diskutiert werden dürfte.

## **10.2. Ausblick**

Die aktuellen Entwicklungen deuten darauf hin, dass sich die Führungsetagen deutscher börsennotierter Unternehmen zunehmend mit aktivistischen Hedgefonds auseinandersetzen werden. Die anhaltend hohe wissenschaftliche und praktische Bedeutung der betroffenen Themengebiete drückt sich auf diversen Ebenen aus:

- (1) Die fortwährende Innovation neuer Finanzinstrumente und etwaiger Trends in Verbindung mit der gestärkten Rolle der Stimmrechtsberater stellt die Diskussion hinsichtlich Corporate Governance im Zuge der Stimmrechtsausübung auch in Zukunft vor Herausforderungen, deren Auswirkungen aus heutiger Sicht für die Zielunternehmen nicht verlässlich abschätzbar sind.
- (2) Dieser Unsicherheit begegnet J.P. Morgan mit der Einführung eines Shareholder-Aktivismus-Datenanalysetools, das darauf abzielt vorherzusagen, wie Investoren sich verhalten werden, um letztlich die Auswirkungen für die Unternehmensführung sowie für die anderen Aktionäre des Unternehmens frühzeitig zu erkennen (vgl. Financial Times, 2019). Es wird

deutlich, dass Hedgefonds-Aktivismus in Zukunft einem vermehrt technologischen Wandel unterliegen wird und sich datenintensive Chancen- und Risikoprofile aus Investorensicht durchsetzen werden.

- (3) Nachhaltiges Investieren hat sich rasant von einem Nischenansatz zu einem weit verbreiteten Investmentansatz entwickelt (vgl. Bernow et al., 2017, S. 2). Wenngleich die Umfrageergebnisse nicht zwingend einen Paradigmenwechsel erahnen lassen, so wird angenommen, dass Investoren ihren Anlageentscheidungen künftig neben rein finanziellen Kennzahlen auch zunehmend nichtfinanzielle Kriterien aus dem Bereich ESG zugrunde legen werden.
- (4) In der Auseinandersetzung mit Corporate Governance wird zwar eine zunehmende Harmonisierung des monistischen im Vergleich zum dualistischen Ansatz erwartet, dennoch bleibt die Ausgestaltung der unterstellten Konvergenz zum jetzigen Zeitpunkt offen. Unter wissenschaftlichen Gesichtspunkten sollte daher die empirische Untersuchung der Vorteil- bzw. Nachteilhaftigkeit der beiden Systeme weiter vorangetrieben werden.
- (5) Mit der Veröffentlichung des DCGK 2020 am 20. März 2020 in der Fassung vom 16. Dezember 2019 (vgl. DCGK Pressemitteilung, 2020, S. 1) bleibt vor dem Hintergrund seiner Überarbeitung mit Spannung abzuwarten, in welcher Form dieser bei den Unternehmen angenommen und welche Entscheidungsrelevanz er bei Investoren einnehmen wird. Darüber hinaus zeigt Engert (vgl. 2019, S. 13) die Schwierigkeiten auf Shareholder-Aktivismus unter juristischen Aspekten zu differenzieren. Im Zusammenhang mit der Weiterentwicklung des DCGK ergeben sich daher auch aus juristischer Sicht fortwährend neue Ansatzpunkte, die von hoher praktischer Relevanz sein werden.

Ein abschließender Appell richtet sich an alle involvierten Interessengruppen:

Die mehrheitliche Überzeugung der Experten, dass Hedgefonds-Aktivismus zu einer Verbesserung der Corporate Governance bei den Zielunternehmen führe, sollte Anlass genug sein, den eingeschlagenen Weg der Förderung von Transparenz und nachhaltigem Handeln weiter fortzusetzen. Die daraus resultierenden ökonomischen, sozialen sowie moralischen Entwicklungen gilt es auch weiterhin in einer konstruktiven Auseinandersetzung stets kritisch zu hinterfragen und kontrovers zu diskutieren.

## **11. Zusammenfassung**

### *Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland*

Ziel dieser Arbeit war es, die Auswirkungen von Hedgefonds-Aktivismus auf die Corporate Governance deutscher börsennotierter Unternehmen im Sinne des DCGK empirisch zu untersuchen. Die durchgeführte Untersuchung konnte die Beteiligung von 21 aktiven Hedgefonds an 28 deutschen börsennotierten Zielunternehmen in dem Zeitraum von 2010 bis 2015 nachweisen. Darüber hinaus unterstreicht die vorliegende Untersuchung der jeweiligen Hedgefonds-Kampagnen bis einschließlich 2017, dass aktive Hedgefonds auf DAX 30, MDAX, SDAX sowie TecDAX Unternehmen Einfluss nahmen.

### *Struktur der Arbeit und methodisches Vorgehen*

Die theoretische Untersuchung widmete sich zunächst der Herleitung der drei Begriffe Corporate Governance, Hedgefonds sowie Shareholder-Aktivismus, deren Verständnis und Einordnung für die nachgelagerte empirische Untersuchung sowie die Expertenumfrage essenziell waren. Die für das Forschungsvorhaben abgeleiteten Forschungsfragen wurden sowohl anhand der Untersuchung der Hedgefonds-Kampagnen selbst als auch durch die Befragung der Experten beleuchtet.

### *Beitrag zur identifizierten Forschungslücke*

Die Auswertung des aktuellen Stands der Forschung offenbarte die Forschungslücke, die sich in der mangelnden Existenz aktueller Untersuchungsergebnisse zum Thema Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland mit der Schwerpunktsetzung DCGK zeigt. Diese Forschungslücke konnte insofern geschlossen werden, da zum einen eine umfassende Untersuchung sowohl quantitativer Daten als auch mit Bezug auf die Auswertung von 49 Experteneinschätzungen durchgeführt wurde, sodass ein hoher Praxisbezug sichergestellt wurde. Zum anderen stellte die inhaltliche Auseinandersetzung mit den DCGK-Entsprechenserklärungen jedes Zielunternehmens im Zusammenhang mit den identifizierten Hedgefonds-Kampagnen ein Novum dar.

### *Betroffene Zielunternehmen und Hedgefonds-Forderungen*

Die empirischen Untersuchungsergebnisse zeigen, dass überproportional häufig Zielunternehmen aus dem Industriesektor Ziel von Hedgefonds-Kampagnen wurden.

Unabhängig von der Klassifizierung der Zielunternehmen nach Sektoren legen die Erfahrungen der befragten Vermögensverwalter entgegen der statistischen Auswertung keinen Zusammenhang zwischen zunehmender Unternehmensgröße und steigender Attraktivität der Zielunternehmen für die Hedgefonds nahe. Die Forderungen der Hedgefonds bezogen sich größtenteils auf den Bereich Corporate Governance gefolgt von angestrebten Portfoliomaßnahmen. In Bezug auf Corporate Governance wurden 16 von 40 Forderungen erfolgreich im Sinne der beteiligten Hedgefonds umgesetzt. Insbesondere die erheblichen personellen Einflussmöglichkeiten auf den Aufsichtsrat und Vorstand unterstreichen die Bedeutung dieser Investoren. Diese Einschätzung wurde ebenfalls mehrheitlich von den befragten Experten geteilt.

#### *Eigenschaften attraktiver Zielunternehmen und Performance*

Den Experten zufolge begünstigt insbesondere ein hoher Free Float der Zielunternehmen den Hedgefonds-Aktivismus. Die Untersuchung der Beteiligungsverhältnisse zu Beginn einer Hedgefonds-Kampagne bekräftigt diese Wahrnehmung. Die Vorteile dieser Eigentümerstruktur und des nachgewiesenen höheren Handelsvolumens nach Bekanntwerden der ersten Hedgefonds-Forderung führen zu dem vergleichsweise kostengünstigen Ausbau der gehaltenen Positionen der Hedgefonds und erscheint daher plausibel. Neben einem hohen Streubesitz charakterisiert die überwiegende Mehrheit der Zielunternehmen eine überdurchschnittlich positive Aktienkursentwicklung bis zur ersten Forderung im Rahmen des Hedgefonds-Aktivismus.

Diese positive Entwicklung konnte zwar in den meisten Fällen weiter fortgesetzt werden, liegt jedoch mehrheitlich betrachtet hinter der jeweiligen Benchmark. Für die betrachteten DAX 30 Unternehmen kommt die Analyse dieser Arbeit zu überwiegend positiven Ergebnissen. Sowohl 200 Handelstage nach dem Einstieg als auch nach der ersten Forderung wurden durchschnittlich zweistellige Zuwachsraten verzeichnet, die deutlich über dem Referenzindex liegen. Demgegenüber mussten die betroffenen SDAX und TecDAX Unternehmen über denselben Zeitraum durchschnittlich zweistellige negative Aktienkursverluste hinnehmen.

#### *Hedgefonds-Aktivismus und die Auswirkungen auf Corporate Governance im Sinne des DCGK*

Ungeachtet der tatsächlichen Aktienkursentwicklung sprechen sich über 90 Prozent der Experten für einen positiven Einfluss des Hedgefonds-Aktivismus auf die Corporate

Governance der Zielunternehmen aus. Die intensive Untersuchung der DCGK-Entsprechenserklärungen zeigt, dass im Durchschnitt die eigens von dem Autor dieser Arbeit berechnete jährliche Entsprechensquote, mit Ausnahme des Jahres 2013, über 95 Prozent lag, mit abnehmender Unternehmensgröße jedoch sinkt.

In diesem Zusammenhang konnte nachgewiesen werden, dass Hedgefonds im Vergleich zu anderen Großaktionären primär an Zielunternehmen beteiligt sind, die eine überdurchschnittlich hohe Entsprechensquote aufweisen. Der statistische Nachweis einer signifikanten Erhöhung der Entsprechensquote ab der Beteiligung eines aktiven Hedgefonds oder ab der ersten öffentlich bekannten Forderung im Folgejahr konnte jedoch nicht erbracht werden. Dennoch zeigen zwei Einzelfälle, dass die angegebenen Abweichungen zum DCGK unmittelbar auf die Forderungen von aktiven Hedgefonds nach personellen Veränderungen zurückzuführen sind.

Darüber hinaus bestätigen die Untersuchungsergebnisse die Vermutung, dass insbesondere große Unternehmen vorsorgliche Abweichungserklärungen abgeben, um eventuelle negative Auswirkungen zu vermeiden. In diesem Zusammenhang konnte eine hohe Nachvollziehbarkeit der Abweichungen nach Einschätzung des Autors dieser Arbeit festgestellt werden, sodass eine hohe Relevanz des DCGK aus Unternehmenssicht unterstellt wurde. Die Einschätzungen der Experten, insbesondere der Vermögensverwalter, offenbaren jedoch eine geringe Bedeutung in Form der Vorgaben, Empfehlungen und Anregungen des DCGK im Rahmen von Investitionsentscheidungen. Demgegenüber wird dem DCGK ein überaus hoher Stellenwert seitens der Experten bei der Förderung der Transparenz und Nachvollziehbarkeit des deutschen Corporate Governance Systems zugesprochen.

### *Relevanz der Arbeit für Investoren*

Aus Sicht der Investoren wurde häufig die Maximierung der Rendite bei dem getätigten Investment unterstellt. Der positive Einfluss des Hedgefonds-Aktivismus auf die langfristige Aktienkursentwicklung konnte vorrangig bei DAX 30 Unternehmen nachgewiesen werden. Jedoch wird Investoren eine kritische Grundhaltung bei Investitionsentscheidungen nahegelegt, da Hedgefonds-Aktivismus keinen Automatismus für eine zufriedenstellende Rendite auslöst. Die Unterstützung eigener oder externer Aufsichtsrats- und Vorstandskandidaten ist hierbei, wie die Untersuchungsergebnisse zeigten, ein effizienter Weg, auf die Entscheidungen und Kontrollprozesse innerhalb der Zielunternehmens einzuwirken, welcher häufig eingeschlagen wurde. Die direkte bzw. indirekte Form der

Einflussnahme auf die Corporate Governance wird zum Abschluss dieser Arbeit als vorrangig gegenüber der geringen Entscheidungsrelevanz der DCGK-Entsprechenserklärung im Rahmen von Investmententscheidungen eingestuft. Angesichts der Faktoren, die die Einflussmöglichkeiten der Hedgefonds auf die Zielunternehmen bestimmen, steht für die befragten Vermögensverwalter die Höhe des Free Floats oder eine durch passive Investoren dominierte Eigentümerstruktur im Fokus. Zwar betonen die befragten Vermögensverwalter die Verbesserung der Corporate Governance durch den Hedgefonds-Aktivismus, doch hängen davon weder die Entscheidung einer möglichen Beteiligung noch deren Renditeerfolg maßgeblich ab.

### *Relevanz der Arbeit für Unternehmen*

Für die Unternehmensvertreter sind die Auswirkungen der Hedgefonds-Kampagnen von besonders hoher Bedeutung, da diese nachhaltige personelle sowie strukturelle Veränderungen bei den betroffenen Unternehmen hervorrufen können. Es wurde deutlich, dass jedes börsennotierte Unternehmen in Deutschland, unabhängig von der Größe oder Industrie, Ziel einer Hedgefonds-Kampagne werden kann, selbst wenn es in der Vergangenheit wenige Berührungspunkte mit Hedgefonds gab. Die Wahrscheinlichkeit ins Visier einer Hedgefonds-Kampagne zu geraten sollte daher nicht unterschätzt werden. Darüber hinaus zeigten die Analyseergebnisse, dass Forderungen nach Veränderungen der Corporate Governance häufig im Zusammenhang mit Portfoliomaßnahmen stehen und daher ein umsichtiges Reaktionsvermögen von dem Management abverlangt wird. Die Unternehmen sollten daher einen frühzeitigen Investorendialog mit den potenziellen und bestehenden Anteilseignern trotz ihrer möglichen Stellung als Minderheitsaktionäre anstreben. Denn sowohl die Untersuchung der Beteiligungshöhe als auch die Einschätzung der Experten legen die Vermutung nahe, dass sich Hedgefonds überproportional viel Gehör für ihre Forderungen verschaffen können.

Abschließend sollten die Unternehmen darauf eingestellt sein, dass Hedgefonds-Kampagnen über mehrere Jahre hinweg angelegt sein können und es zu langfristigen Veränderungen der Eigentümerstruktur kommen kann. Den Vorbehalt einer ausnahmslos kurzfristigen Renditeorientierung der Hedgefonds konnte diese Untersuchung nicht bestätigen.

### *Ansatz für weitere Forschungsvorhaben*

Die Erkenntnisse dieser Arbeit, die fortwährende Entwicklung des DCGK sowie die sich stetig verändernden Marktverhältnisse eröffnen neue Forschungsfelder. Die aufgezeigten Konvergenzscenarien der Corporate Governance Systeme bieten Ansatzpunkte für neue wissenschaftliche Arbeiten. Folglich wird unterstellt, dass eine potenzielle Harmonisierung der Corporate Governance Systeme zu einer höheren Akzeptanz, insbesondere unter den internationalen Investoren, führen könnte. Die vermehrt in der Praxis anzutreffenden Event-Driven-Strategien in Verbindung mit der Neufassung des DCGK im Jahr 2020 eröffnen ebenfalls neue Forschungslücken, die jedoch nicht Schwerpunkt dieser Arbeit sind. Darüber hinaus ist es denkbar, dass die Auswertung nicht öffentlicher Informationen zu anders gelagerten Rückschlüssen führen könnte und daher im Sinne des wissenschaftlichen Erkenntnisgewinns steht.

### *Ausblick und Appell*

Wenn es gelingt, die Bewertungsrelevanz des DCGK für die Investoren zu steigern, wird zwangsläufig ein intensiverer Diskurs über Corporate Governance in Deutschland entstehen, und die von der Regierungskommission ausgegebenen Ziele könnten erreicht werden. Die Frage, bis zu welchem Ausmaß Hedgefonds-Aktivismus einen positiven bzw. negativen Einfluss nimmt, wird auch in Zukunft die betroffenen Unternehmen, die beteiligten Investoren und die involvierten Stakeholder bewegen. Auf diesem Weg sollte die Wissenschaft weiter zu einem bestmöglichen Verständnis über Hedgefonds-Aktivismus und Corporate Governance beitragen, da die Auswirkungen für Unternehmen auch in der Zukunft erheblich sein werden.

## 12. Literaturverzeichnis

### 12.1. Wissenschaftliche Arbeiten

**Achleitner, A.-K.; Betzer, A.; Gider, J. (2010).** *Do Corporate Governance Motives Drive Hedge Fund and Private Equity Fund Activities.* European Financial Management 16 (5), S. 805–828

**Achleitner, A.-K.; Kaserer, C. (2005).** *Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer.* Technische Universität München: Arbeitspapier

**Adams, R.; Ferreira, D. (2008).** *One Share-One Vote: The Empirical Evidence.* Review of Finance 12 (1), S. 51–91

**Admati, A. R.; Pfleiderer, P. (2009).** *The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice.* Review of Financial Studies 22 (7), S. 2645–2685

**Agrawal, V.; Naik, N. Y. (2000).** *Multi-Period Performance Persistence Analysis of Hedge Funds.* Journal of Financial and Quantitative Analysis 35 (3), S. 327–342

**Akerlof, G. A. (1970).** *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism.* Quarterly Journal of Economics 84 (3), S. 488–500

**Allaire, Y.; Dauphin, F. (2016).** *The game of “activist” hedge funds: Cui bono?* International Journal of Disclosure and Governance 13 (4), S. 279–308

**Arnold, J. (2010).** *Commodity Procurement with Operational and Financial Instruments.* Wiesbaden: Gabler

**Bassen, A.; Kleinschmidt, M.; Prigge, S.; Zöllner, C. (2006).** *Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg.* Die Betriebswirtschaft 66 (4), S. 375–401

**Bassen, A.; Prigge, S.; Zöllner, C.** (2009). *Behind board corporate governance aggregates: a first look at single provisions in the German Corporate Governance Code*. *Corporate Ownership & Control* 6 (3), S. 388–406

**Bebchuk, L. A.; Brav, A.; Jiang, W.** (2015). *The long-term effects of hedge fund activism*. *Columbia Law Review* 115 (5), S. 1085–1155

**Bebchuk, L. A.; Cohen, A.; Hirst, S.** (2017). *The Agency Problems of Institutional Investors*. *Journal of Economic Perspectives* 31 (3), S. 89–112

**Bebchuk, L. A.; Weisbach, M. S.** (2010). *The State of Corporate Governance Research*. *The Review of Financial Studies* 23 (3), S. 939–961

**Becht, M.; Böhmer, E.** (2003). *Voting Control in German Corporations*. *International Review of Law and Economics* 23 (1), S. 1–29

**Becht, M.; Franks, J.; Grant, J.; Wagner, H. F.** (2017). *Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*. *Review of Financial Studies* 30 (9), S. 2933–2971

**Berle, A. A.; Means, G. C.** (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan

**Berliner Initiativkreis German Code of Corporate Governance** (2000). *German Code of Corporate Governance (GCCG)*. *Der Betrieb* 53 (5), S. 1573–1581

**Bessler, W.; Drobetz, W.; Henn, J.** (2005). *Hedge Funds: Die “Königsdisziplin” der Kapitalanlage*. In: Dichtl, H.; Kleeberg, J.; Schlenger, C. (Hrsg.) (2005). *Handbuch Hedge Funds: Chancen, Risiken und Einsatz in der Asset Allocation*. Bad Soden: Uhlenbruch, S. 3–55

**Bessler, W.; Drobetz, W.; Holler, J.** (2015). *The Returns to Hedge Fund Activism in Germany*. *European Financial Management* 21 (1), S. 106–147

**Black, B. S.** (1992). *Agents watching agents: The promise of institutional investor voice*. University of California Law Review 39 (4), S. 811–893

**Black, K. H.** (2006). *The Changing Performance and Factor Risks of Fund of Period*. In: Gregoriou, G. N. (Hrsg.) (2006). *Fund of Hedge Funds: Performance, Assessment, Diversification and Statistical Properties*. Oxford: Elsevier, S. 99–106

**Blair, M. M.** (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Washington D.C.: Brooking Institution Press

**Böckli, P.** (2009). *Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtssystems*. In: Hommelhoff, P.; Hopt, K.; v. Werder, A. (Hrsg.) (2009). *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in Rechts- und Wirtschaftspraxis*. (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 255–276

**Boot, A. W. A.; Macey, J. R.** (2004). *Monitoring Corporate Performance: The Role of Objectivity, Proximity, and Adaptability in Corporate Governance*. Cornell Law Review 89 (2), S. 356–393

**Boyson, N. M.; Mooradian, R. M.** (2011). *Corporate governance and hedge fund activism*. Review of Derivatives Research 14 (2), S. 169–204

**Boyson, N. M.; Pichler, P.** (2019). *Hostile Resistance to Hedge Fund Activism*. Review of Financial Studies 32 (2), S. 771–817

**Brass, S.** (2010). *Hedgafonds als aktive Investoren: Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*. Frankfurt am Main: Peter Lang

**Bratton, W. W.** (2007). *Hedge Funds and Governance Targets*. The Georgetown Law Journal 95, S. 1375–1433

**Bratton, W. W.; McCahery, J. A.** (2015). *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*. Oxford: University Press

**Brav, A.; Jiang, W.; Kim, H. (2015).** *Recent advances in research on hedge fund activism: Value creation and identification.* Annual Review of Financial Economics 7, S. 579–595

**Brav, A.; Jiang, W.; Partnoy, F.; Thomas, R. (2008).** *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance.* The Journal of Finance 63 (4), S. 1729–1775

**Bress, S. (2008).** *Corporate Governance in Deutschland: der Einfluß des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die finanzielle Unternehmensperformance.* Köln: Lohmar

**Bretzler, M; Rudolph, D. W. (2004).** *Hedge Fonds & Alternative Investments.* Frankfurt School Verlag

**Briggs, T. W. (2007).** *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis.* Journal of Corporation Law 32, S. 681–721

**Brooks, C.; Kat, H. M. (2002).** *The Statistical Properties of Hedge Fund Index Returns and Their Implications for Investors.* Journal of Alternative Investments 5 (3), S. 26–44

**Brown, S. J.; Goetzmann, W. N.; Ibbotson, R. G. (1999).** *Offshore Hedge Funds: Survival and Performance 1989-95.* Journal of Business 72 (1), S. 91–117

**Brown, S. J.; Warner, J. B. (1985).** *Using daily stock returns: The case of event studies.* Journal of Financial Economics 14 (1), S. 3–31

**Burkhart, M.; Lee, S. (2008).** *One Share-One Vote: the Theory.* Review of Finance 12 (1), S. 1–49

**Busack, M.; Kaiser, D. G. (2006).** *Handbuch Alternative Investments.* Wiesbaden: Gabler

**Cadbury, A. (1992).** *Report of the Committee on the Financial Aspects of Governance.* London: Gee

**Charkham, J. P.** (1994). *Keeping Good Company. A Study of Corporate Governance in five Countries*. Oxford: University Press

**Clarkson, M. B. E.** (1995). *A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance*. *Academy of Management Review* 20 (1), S. 92–117

**Clifford, C. P.** (2008). *Value Creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists*. *Journal of Corporate Finance* 14 (4), S. 323–336

**Coffee, J. C.; Palia, D.** (2016). *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance? Hedge funds as shareholder activists*. *Journal of Corporation Law* 41 (3), S. 546–607

**Connor, G.; Woo, M.** (2004). *An Introduction to Hedge Funds*. London: London School of Economics and Political Science

**Core, J. E.; Guay, W. R.; Larcker, D. F.** (2003). *Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey*. *Economy Policy Review* 9 (1), S. 27–50

**Cottier, P.** (1997). *Hedge Funds and Managed Futures – Performance, Risks, Strategies and Use in Investment Portfolios*. Universität St. Gallen

**Cottier, P.; Wessling, G.** (2006). *Funktionen, Formen und Investitionsprozesse von Dach-Hedgefonds*. In: Busack, M.; Kaiser, D. G. (Hrsg.) (2006). *Handbuch Alternative Investments*. Wiesbaden: Gabler, S. 197–213

**Coval, J. D.; Moskowitz, T. J.** (1999). *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*. *The Journal of Finance* 54 (6), S. 2045–2073

**Crutchley, C. E.; Hudson, C. D.; Jensen, M. R. H.** (1998). *Shareholder Wealth Effects of CalPERS' Activism*. *Financial Services Review* 7 (1), S. 1–10

**Davis, G. F.; Kim, H. E. (2007).** *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds.* Journal of Financial Economics 85 (2), S. 552–570

**Del Guercio, D.; Seery, L.; Woidtke, T. (2008).** *Do boards pay attention when institutional investor activists „just vote no“?* Journal of Financial Economics 90 (1), S. 84–103

**Deuksar, P.; Wang, Z. J.; Wu, Y.; Nguyen, Q. H. (2011).** *The Dynamics of Hedge Fund Fees.* University of Illinois and University of Wisconsin-Madison: Arbeitspapier

**Drobetz, W.; Schillhofer, A.; Zimmermann, H. (2003).** *Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany.* Johann Wolfgang Goethe Universität: Arbeitspapier

**Döll, M. (2018).** *Aktienrecht und Codes of Best Practice – Abhandlung zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.* Berlin: Duncker & Humblot

**Easterbrook, F. H.; Fischel, D. R. (1991).** *The Economic Structure of Corporate Law.* Cambridge, MA: Harvard University Press

**Eichholtz, P. M. A.; Kok, N. (2008).** *How Does the Market for Corporate Control Function for Property Companies?* Journal of Real Estate Finance and Economics 36 (4), S. 141–163

**Engert, A. (2019).** *Shareholder activism in Germany.* European Corporate Governance Institute, Law Working Paper 470, S. 1–35

**Euklund, J. E.; Poulsen, T. (2014).** *One share-one vote: evidence from Europe.* Applied Financial Economics 24 (7), S. 453–464

**Fama, E. F. (1980).** *Agency Problems and the Theory of the Firm.* Journal of Political Economy 88 (2), S. 288–307

**Fama, E. F.; Jensen, M. C. (1983).** *Separation of Ownership and Control.* Journal of Law and Economics 26 (2), S. 301–325

**Fleischer, H.** (2009). *Shareholders vs. Stakeholders: Aktienrechtliche Fragen*. In: Hommelhoff, P.; Hopt, K.; v. Werder, A. (Hrsg.) (2009). *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in Rechts- und Wirtschaftspraxis*. (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 185–218

**Freeman, R. E.** (1984). *Strategic Management – A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman

**Freeman, R. E.** (2004). *The Stakeholder Approach Revisited*. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik* (5) 3, S. 228–241

**Fung, W.; Hsieh, D. A.** (1999). *A primer on hedge funds*. *Journal of Empirical Finance* 6, S. 309–331

**Fung, W.; Hsieh, D. A.** (2009). *Measurement Biases in Hedge Fund Performance: An Update*. *Financial Analysts Journal* 65 (3), S. 1–3

**Gantchev, N.** (2013). *The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model*. *Journal of Financial Economics* 107 (3), S. 610–631

**Gantchev, N.; Gredil, O. R.; Jotikasthira, C.** (2019). *Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism*. *Journal of Finance* 23 (6), S. 1031–1068

**Gerke, W.; Mager, F.; Fröstemann, T.** (2009). *Die Rolle von Finanzintermediären bei der Corporate Governance im Wandel*. In: Hommelhoff, P.; Hopt, K.; v. Werder, A. (Hrsg.) (2009). *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in Rechts- und Wirtschaftspraxis*. (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 503–529

**Gerun, E.; Mölls, S. H.** (2011). *Das deutsche Corporate Governance-System im globalen Wettbewerb: Empirische Befunde zur Art der Unternehmensfinanzierung deutscher Großunternehmen*. Marburg: Working Paper Series: Accounting & Corporate Governance

**Getmansky, M.** (2004). *The Life Cycle of Hedge Funds: Fund Flows, Size and Performance*. University of Massachusetts: Arbeitspapier

**Giger, G.** (2003). *Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht*. In: Forstmoser, P. (Hrsg.) (2003). Band 224. Zürich: Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht

**Gillan, S. L.; Starks, L. T.** (2000). *Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors*. Journal of Financial Economics 57, S. 275–305

**Gillan, S. L.; Starks, L. T.** (2007). *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*. Journal of Applied Corporate Finance 19 (1), S. 55–73

**Gilson, R. J.** (2001). *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*. American Journal of Comparative Law 49 (2), S. 329–357

**Gladen, W.** (2014). *Performance Measurement*. (6. Auflage). Wiesbaden: Springer Gabler

**Goncharov, I.; Werner, J. R.; Zimmermann, J.** (2006). *Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An empirical analysis*. Corporate Governance: An International Review 14 (5), S. 432–445

**Greenwood, R.; Schor, M.** (2009). *Investor activism and takeovers*. Journal of Financial Economics 92 (3), S. 362–375

**Grossman, S. J.; Hart, O. D.** (1980). *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation*. Bell Journal of Economics 11 (1), S. 42–64

**Grundfest, J. A.** (1993). *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians inside the Gates*. Stanford Law Review 45 (4), S. 857–937

**Grundsatzkommission Corporate Governance** (2000). *Corporate Governance – Grundsätze ("Code of Best Practice") für börsennotierte Gesellschaften*. Der Betrieb 53 (5), S. 238–241

**Grünewald, B.; Schlitt, M.** (2014). *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. (3. Auflage). München: C.H. Beck

**Geurts, M.; Schubert, L.** (2014). *KAGB kompakt: Eine strukturelle Einführung in das neue Investmentrecht*. Köln: Bank Verlag

**Hackethal, A.; Schmidt, R. H.; Tyrell, M.** (2005). *Banks and German Corporate Governance: on the way to a capital market-based system?* *Corporate Governance – An International Review* 13 (3), S. 397–407

**Haglund, M.** (2010). *Higher moment diversification benefits of hedge fund strategy allocation*. *Journal of Derivatives and Hedge Funds* 16 (1), S. 53–69

**Hansmann, H.; Kraakman, R.** (2001). *The End of History for Corporate Law*. 89 *Geo L. J.*, S. 439–468

**Harri, A; Brorsen, B. W.** (2004). *Performance persistence and the source of returns for hedge funds*. *Applied Financial Economics* 14, S. 131–141

**Heidorn, T.; Kaiser, D. G.; Roder, C.** (2009). *Empirische Analyse der Drawdowns von Dach-Hedgefonds*. Frankfurt School of Finance and Management: Arbeitspapier

**Hilpold, C.; Kaiser, D. G.** (2005). *Alternative Investment-Strategien: Einblick in die Anlagetechniken der Hedgefonds Manager*. Weinheim: Wiley-VCH

**Hilpold, C.; Kaiser, D. G.** (2013). *Alternative Investment-Strategien: Einblick in die Anlagetechniken der Hedgefonds Manager*. (2. Auflage). Weinheim: Wiley-VCH

**Hirschmann, A. O.** (1970). *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge, MA: Harvard University Press

**Hirschmann, A. O.** (1974). *Abwanderung und Widerspruch: Reaktionen auf Leistungsabfall bei Unternehmungen, Organisation und Staaten*. Tübingen: Mohr Siebeck

**Hirst, G.** (2003). *Global Macro Funds*. In: Phillips, K. S.; Surz, R. J. (Hrsg.) (2003). *Hedge Funds: Definitive Strategies and Techniques*. New Jersey: John Wiley & Sons, S. 82–93

**Hommer, M.** (2014). *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*. Berlin: Weißensee

**Hopf, C.** (1978). *Die Pseudo-Exploration – Überlegungen zur Technik qualitativer Interviews in der Sozialforschung*. Zeitschrift für Soziologie 7 (2), S. 97–115

**Höpner, M.; Jackson, G.** (2001). *Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann*. Nomos 29 (4), S. 544–563

**Hornberg, K. W.** (2006). *Hedgefonds: Gute Renditen durch Risikokontrolle und Verlustvermeidung*. Wiesbaden: Gabler

**Hu, H. T. C.; Black, B.** (2007). *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*. Journal of Corporate Finance 13, S. 343–367

**Hu, H. T. C.; Black, B.** (2008). *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*. European Financial Management 14 (4), S. 663–709

**Ibbotson, R. G.; Chen, P.; Zhu, K. X.** (2011). *The ABCs of Hedge Funds: Alphas, Betas and Costs*. Financial Analyst Journal 67 (1), S. 15–25

**Jensen, M. C.; Meckling, W. H.** (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 3, S. 305–360

**Jost, P. J.** (2001). *Die Spieltheorie in der Betriebswirtschaftslehre*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel

**Kahan, M.; Rock, E. B.** (2007). *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*. Corporate Governance Law Review 3 (2), S. 134–205

**Kahnemann, D.** (2011). *Schnelles Denken, Langsames Denken*. (14. Auflage). München: Penguin

**Kaiser, D. G.** (2004). *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse: Strukturen – Chancen – Risiken*. Wiesbaden: Gabler

**Kaiser, D. G.** (2009). *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlagekategorie*. (2. Auflage). Wiesbaden: Gabler

**Kao, D.-L.** (2002). *Battle for Alphas: Hedge Funds versus Long-Only Portfolios*. *Financial Analysts Journal* 58 (2), S. 16–34

**Kaserer, C.; Achleitner, A.-K.; v. Einem, C.; Schiereck, D.** (2013). *Private Equity in Deutschland: Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen*. Norderstedt: Books on Demand

**Kirschner, S.; Mayer, E.; Kessler, L.** (2006). *The Investor's Guide to Hedge Funds*. New York: John Wiley & Sons

**Klabunde, S.** (2015). *Die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG im System des aktienrechtlichen Beschlussmängelrechts*. Frankfurt: Peter Lang

**Klein, A.; Zur, E.** (2009). *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*. *Journal of Finance* 64 (1), S. 187–229

**Klein, A.; Zur, E.** (2011). *The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders*. *Review of Financial Studies* 24 (5), S. 1735–1771

**Klein, W.; Franke, G.** (2008). *Hedge-Fonds: Chancen und Risiken*. Frankfurt am Main: Frankfurter Allgemeine Buch

**Kolat, G. L.** (2014). *Shareholder Activism durch institutionelle Investoren: Ein organisatorischer Beitrag zur Investor-Governance-Diskussion in Deutschland*. Hamburg: Dr. Kovač

**Krasoff, J.; O'Neill, J.** (2006). *The Role of Distressed Investing and Hedge Funds in Turnarounds and Buyouts and How This Affects Middle-Market Companies*. Journal of Private Equity 9 (2), S. 17–22

**Kremer, T.; Bachmann, G.; Lutter, M.; v. Werder, A.** (2018). *Deutscher Corporate Governance Kodex*. (7. Auflage). München: C.H. Beck

**Lamm, R. M.; Ghaleb-Harter, T. E.** (2001). *Private Equity as an Asset Class: It's Role in Investment Portfolios*. Journal of Private Equity 4 (4), S. 68–79

**Lhabitant, F.-S.** (2006). *Handbook of hedge funds*. Chichester: John Wiley & Sons

**Liang, B.** (2000). *Hedge funds: The Living and the Dead*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35 (3), S. 309–326

**Liebler, H.; Schiereck, D.; Schmid, M.** (2004). *Distressed Debt Investing*. Bank Archiv 52 (9), S. 649–661

**Lignier, C.** (2016). *Corporate Governance in Deutschland und Frankreich*. Tübingen: Mohr Siebeck

**Loomis, C. J.** (1966). *The Jones Nobody Keeps Up With*. Fortune, S. 237–247

**Lutter, M.** (1995). *Das dualistische System der Unternehmensverwaltung*. In: Scheffler, E. (Hrsg.) (1995). *Corporate Governance – Schriften zur Unternehmensführung*. Band 56. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, S. 5–26

**Lutter, M.** (2002). *Die Kontrolle der gesellschaftsrechtlichen Organe: Corporate Governance – ein internationales Thema*. JURA, S. 83–88

**Lutter, M.** (2009). *Deutscher Corporate Governance Kodex*. In: Hommelhoff, P.; Hopt, K.; v. Werder, A. (Hrsg.) (2009). *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in Rechts- und Wirtschaftspraxis*. (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 123–136

**Manne, H. G.** (1965). *Mergers and the Market for Corporate Control*. *Journal of Political Economy* 73 (2), S. 110–120

**Markowitz, H.** (1952). *Portfolio Selection*. *Journal of Finance* 7 (1), S. 77–91

**Mayring, P.** (2010). *Qualitative Inhaltsanalyse*. In: Mey, G.; Mruck, K. (Hrsg.) (2010). *Handbuch Qualitative Forschung in der Psychologie*. Wiesbaden: VS, S. 601–613

**Metze, F.; Westpfahl, L.** (2015). *Hedgefonds und Distressed-Debt-Investoren*. In: Baur, M.; Kantowsky, J.; Schulte, A. (Hrsg.) (2015). *Stakeholder Management in der Restrukturierung*. (2. Auflage, 1. Band). Wiesbaden: Springer Gabler, S. 97–133

**Mietzner, M.; Schweizer, D.** (2014). *Hedge Funds versus Private Equity Funds as Shareholder Activists in Germany – Differences in Value Creation*. *Journal of Economics and Finance* 38, S. 181–208

**Miller, M.** (1994). *Is American Corporate Governance Fatally Flawed?* *Journal of Applied Corporate Governance* 6 (4), S. 32–39

**Modrow-Thiel, B.** (1993). *Qualitative Interviews – Vorgehen und Probleme*. *Zeitschrift für Personalforschung*, S. 129–146

**Moerth, P.** (2005). *Konstruktion von Hedge-Fonds Portfolios*. In: Peetz, D. (Hrsg.) (2005). *Praktiker-Handbuch Alternatives Investmentmanagement: Hedge-Fonds, Asset-Allocation, Quantitative Methoden*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 291–310

**Neus, W.** (2013). *Einführung in die Betriebswirtschaftslehre*. (8. Auflage). Tübingen: Mohr Siebeck

**Nowak, E.; Rott, R.; Marh, T.** (2005). *Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt: eine empirische Analyse der Selbstregulierung und Kapitalmarktrelevanz des Deutschen Corporate Governance Kodex*. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, S. 252–279

**Ohler, C.** (2009). *Staatliche Aufsicht über Hedgefonds und Private Equity?* In: Leible, S.; Lehmann, M. (Hrsg.) (2009). *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?* Jena: Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft, S. 139–160

**Paetzmann, K.** (2018). *HGB § 289f Erklärung zur Unternehmensführung*. In: Bertram, K.; Brinkmann, R.; Kessler, H.; Müller, S. (Hrsg.) (2018). *Haufe HGB Bilanz Kommentar*. (9. Auflage). Freiburg im Breisgau: Haufe-Lexware, Randnummer 1–33

**Pahlow, L.** (2007). *Aktienrecht und Aktiengesellschaft zwischen Revolution und Reichsgründung. Das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch von 1861*. In: Bayer, W.; Habersack, M. (Hrsg.) (2007). *Aktienrecht im Wandel. Entwicklung des Aktienrechts*. Tübingen: Mohr Siebeck, S. 237–286

**Palmeter, A. R.** (2002). *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?* *Cardozo Law Review* 23 (4), S. 1419–1491

**Pichl, A.** (2001). *Hedge Funds: eine praxisorientierte Einführung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel

**Picot, A.; Dietl, H.; Franck, E.; Fiedler, M.** (2015). *Organisation – Theorie und Praxis aus ökonomischer Sicht*. (7. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel

**Poeschl, H.** (2013). *Strategische Unternehmensführung zwischen Shareholder-Value und Stakeholder-Value*. Wiesbaden: Springer Gabler

**Porter, M.** (1997). *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*. *Journal of Applied Corporate Finance*, S. 5–17

**Quick, R.; Höller, F.; Koprivica, R.** (2008). *Prüfungsausschüsse in deutschen Aktiengesellschaften*. Zeitschrift für Corporate Governance 3, S. 25–35

**Rappaport, A.** (1981). *Selecting strategies that create shareholder value*. Cambridge, MA: Harvard Business Review (59) 3, S. 139–149

**Rose, P.; Sharfman, B. S.** (2014). *Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance*. BYU Law Review 5, S. 1015–1051

**Ross, S. A.** (1973). *The Economic Theory of Agency: Principal's Problem*. American Economic Review 63 (2), S. 134–139

**Ruffner, M.** (2000). *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft: Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance*. Zürich: Schulthess

**Ruin, S.** (2017). *Ansätze und Verfahren der Kategoriebildung in der qualitativen Inhaltsanalyse*. In: Aschebrock, H.; Stibbe, G. (Hrsg.) (2017). *Schulsporforschung – Wissenschaftstheoretische und methodologische Reflexion*. (2. Auflage). Münster: Waxmann, S. 119–134

**Ruoff, S.** (2003). *Funds of Funds: A Two-Tiered Market*. New York: Arbeitspapier

**Schmidt, R. H.; Spindler, G.** (2008). *Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive: Eine Betrachtung der Risiken, der Notwendigkeiten und Möglichkeiten einer Regulierung von Private Equity und aktivistischen Hedgefonds aus ökonomischer und gesellschafts-, kapitalmarkt- und arbeitsrechtlicher Sicht*. Baden–Baden: Nomos

**Schmidt, R. H.; Weiß, M.** (2009). *Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragen*. In: Hommelhoff, P.; Hopt, K.; v. Werder, A. (Hrsg.) (2009). *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in Rechts- und Wirtschaftspraxis*. (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 161–184

**Schneider**, U. H. (2000). *Kapitalmarktorientierte Corporate Governance-Grundsätze*. *Der Betrieb* 53 (5), S. 2413–2417

**Seretakis**, A. (2014). *Hedge Fund Activism Coming to Europe: Lessons from the American Experience*. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 8 (2), S. 438–469

**Shleifer**, A.; **Vishny**, R. W. (1997). *A Survey of Corporate Governance*. *Journal of Finance* 52 (2), S. 737–783

**Smith**, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Oxford: Clarendon Press

**Smith**, A. (1974). *Der Wohlstand der Nationen*. Buch V, Kapitel 1. München: C.H. Beck

**Spindler**, G. (2009). *Hedgefonds und Corporate Governance*. In: Leible, S.; Lehmann, M., (Hrsg.) (2009). *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?* Jena: Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft, S. 99–123

**Spremann**, K. (1990). *Asymmetrische Information*. *Zeitschrift für Betriebswirtschaftslehre* 60, S. 561–562

**Steiger**, M. (2000). *Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance*. Baden-Baden: Nomos

**Stiglbauer**, M.; **Velte**, P. (2012). *Compliance with the German Corporate Governance Code and firm performance: a ten-year experience*. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance* 3 (1/2), S. 5–23

**Stokman**, N. (2007). *Influences of hedge fund activism on the medium term target firm value*. Erasmus University Rotterdam

**Thies**, S. (2018). *Nichtlineare Modellierung von Hedge-Fonds Renditen: eine empirische Untersuchung mit Hilfe des Bayesschen Strukturbruchmodells*. Hamburg: Dr. Kovač

**Tirole, J.** (2001). *Corporate Governance*. *Econometrica* 69 (1), S. 1–35

**Tirole, J.** (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press

**Turu, T.** (2015). *Hedgefonds-Aktivismus in Deutschland: Eine ökonomische und juristische Analyse*. Hamburg: Dr. Kovač

**Wang, W.** (2011). *Recovery and Returns of Distressed Bonds in Bankruptcy*. *Journal of Fixed Income* 21 (1), S. 21–31

**Weber, T.** (2004). *Das Einmaleins der Hedge Funds: Eine Einführung für Praktiker in hoch entwickelte Investmentstrategien*. (2. Auflage). Frankfurt am Main: Campus

**Weber, P.; Zimmermann, H.** (2013). *Hedge Fund Activism and Information Disclosure: the Case of Germany*. *European Financial Management* 19 (5), S. 1017–1050

**Wehner, H.** (2003). *Wandelanleihen in Spezialfonds*. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, S. 928–929

**Weimer, J.; Pape, J. C.** (1999). *A Taxonomy of Systems in Corporate Governance*. *Corporate Governance* 7 (2), S. 152–166

**Witt, P.** (2003). *Corporate Governance – Systeme im Wettbewerb*. Wiesbaden: Gabler

**Wymeersch, E.** (2009). *Corporate Governance Regeln in ausgewählten Rechtssystemen*. In: Hommelhoff, P.; Hopt, K.; v. Werder, A. (Hrsg.) (2009). *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in Rechts- und Wirtschaftspraxis*. (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 137–160

**Yermack, D.** (1996). *Higher market valuation of companies with a small board of directors*. *Journal of Financial Economics* 40 (2), S. 185–211

**Yoshimori, M.** (1995). *Whose Company is it? The Concept of the Corporation in Japan and the West*. Long Range Planning 28 (4), S. 33–44

**Zingales, L.** (1998). *Corporate Governance*. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. London: Palgrave Macmillan

**Zureck, A.** (2015). *Financial Communication in Small and Medium-Sized Enterprises: Patents in Financial Communication*. Wiesbaden: Springer Fachmedien

## 12.2. Gesetze

**Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch (ADHGB)** vom 24. Juni 1861. Online:

<https://opacplus.bsb-muenchen.de/Vta2/bsb10290995/bsb:BV020081438?page=1>

[abgefragt am 28. März 2020]

**Aktiengesetz (AktG)** vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 12. Dezember 2019 (BGBl. I S. 2637) geändert worden ist. Online:

<https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/AktG.pdf>

[abgefragt am 28. März 2020]

**Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG)**

vom 25. Mai 2009 (BGBl. I S. 1102-1137). Online:

[https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger\\_BGBl&jumpTo=bgbl109s1102.pdf#\\_bgbl\\_%2F%2F\\*%5B%40attr\\_id%3D%27bgbl109s1102.pdf%27%5D\\_1585388281667](https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBl&jumpTo=bgbl109s1102.pdf#_bgbl_%2F%2F*%5B%40attr_id%3D%27bgbl109s1102.pdf%27%5D_1585388281667)

[abgefragt am 28. März 2020]

**Handelsgesetzbuch (HGB)** vom 10. Mai 1897 in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 12. Dezember 2019 (BGBl. I S. 2637) geändert worden ist. Online:

<https://www.gesetze-im-internet.de/hgb/HGB.pdf>

[abgefragt am 28. März 2020]

**Investmentgesetz (InvG)** vom 15. Dezember 2003 (BGBl. I S. 2676), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 21. Dezember 2007 (BGBl. I S. 3089) geändert worden ist. Online:

[https://bvai.de/fileadmin/PDFs/DE/Reg.\\_Rahmenbedingungen\\_Stellungnahmen/Investment\\_recht/InvG\\_01.pdf](https://bvai.de/fileadmin/PDFs/DE/Reg._Rahmenbedingungen_Stellungnahmen/Investment_recht/InvG_01.pdf)

[abgefragt am 28. März 2020]

**Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)** vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981), das zuletzt durch Artikel 12 des Gesetzes vom 12. Dezember 2019 (BGBl. I S. 2637) geändert worden ist. Online:  
<https://www.gesetze-im-internet.de/kagb/KAGB.pdf>

[abgefragt am 28. März 2020]

**Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)** vom 27. April 1998 (BGBl. I S. 786–794), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 25. März 1998 (BGBl. I S. 590) geändert worden ist. Online:

[https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger\\_BGBl&iumpTo=bgbl198s0786.pdf#\\_bgbl\\_%2F%2F\\*%5B%40attr\\_id%3D%27bgbl198s0786.pdf%27%5D\\_1585388698108](https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBl&iumpTo=bgbl198s0786.pdf#_bgbl_%2F%2F*%5B%40attr_id%3D%27bgbl198s0786.pdf%27%5D_1585388698108)

[abgefragt am 28. März 2020]

**Mitbestimmungsgesetz (MitbestG)** vom 4. Mai 1976 (BGBl. I S. 1153), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 24. April 2015 (BGBl. I S. 642) geändert worden ist. Online:

<https://www.gesetze-im-internet.de/mitbestg/MitbestG.pdf>

[abgefragt am 28. März 2020]

**Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)** vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 5 des Gesetzes vom 12. Dezember 2019 (BGBl. I S. 2637) geändert worden ist. Online:

<https://www.gesetze-im-internet.de/wphg/WpHG.pdf>

[abgefragt am 28. März 2020]

### 12.3. Online Quellen

**Activist Insight** (2017). *German Activism*. Online:

<https://www.activistinsight.com/>

[abgefragt am 6. Oktober 2017]

**Adidas** (2017). *Erklärung von Vorstand und Aufsichtsrat der adidas AG zum Deutschen Corporate Governance Kodex gemäß § 161 Aktiengesetz (AktG)*. Online:

<https://www.adidas-group.com/de/investoren/corporate-governance/entsprechenserklaerung/#/2017/>

[abgefragt am 15. September 2019]

**Aguilera, R.; Federo, R.; Ponomareva, Y.** (2019). *Gone Global: The International Diffusion of Hedge Fund Activism*. Online:

<https://ssrn.com/abstract=3402966>

[abgefragt am 4. April 2020]

**AIFM-Richtlinie** (2011). *Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinie 2003/41/EG und der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010*.

Online:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=DE>

[abgefragt am 12. März 2018]

**BaFin** (2018a). *Bedeutende Stimmrechtsanteile nach § 33, § 38 und § 39 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)*. Online:

<https://portal.mvp.bafin.de/database/AnteileInfo/>

[abgefragt am 15. Mai 2018]

**BaFin** (2018b). *Bedeutende Stimmrechtsanteile nach § 33, § 38 und § 39*. Online:

[https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/Stimmrechte/stimmrechte\\_no\\_de.html](https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/Stimmrechte/stimmrechte_no_de.html)

[abgefragt am 15. Mai 2018]

**BarclayHedge** (2019). *Entwicklung des verwalteten Vermögens der Hedgefonds weltweit von 2000 bis zum 3. Quartal 2018 (in Milliarden US-Dollar)*. Abrufbar über Statista. Online:  
<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/37167/umfrage/verwaltetes-vermoegen-in-hedgefonds-weltweit-seit-2000/>

[abgefragt am 11. März 2019]

**Bernow, S.; Klempner, B.; Magnin, C.** (2017). *From „why“ to „why not“: Sustainable investing as the new normal*. Online:

<https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/from-why-to-why-not-sustainable-investing-as-the-new-normal>

[abgefragt am 18. September 2019]

**Conergy** (2011). *Conergy AG Geschäftsbericht 2011*. Online:

<http://www.equitystory.com/Download/Companies/conergy/Annual%20Reports/DE000A1KRCK4-JA-2011-EQ-D-00.pdf>

[abgefragt am 14. März 2019]

**Copland, J.; O’Keefe, M.** (2017). *Proxy Monitor 2017: Season Review*. Online:

[http://www.proxymonitor.org/Forms/pmr\\_15.aspx](http://www.proxymonitor.org/Forms/pmr_15.aspx)

[abgefragt am 10. Februar 2019]

**Cromme, G.** (2001). *Ausführung anlässlich der Veröffentlichung des Entwurfs Deutscher Corporate Governance-Kodex*. Online:

<https://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/deteilansicht/ausfuehrungen-von-dr-gerhard-cromme-70.html>

[abgefragt am 11. September 2018]

**DCGK** (2002). *Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 07. November 2002, gültig bis 03. Juli 2013)*. Online:

<https://www.dcgk.de/de/kodex/archiv.html>

[abgefragt am 12. September 2019]

**DCGK (2009).** *Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 18. Juni 2009).*

Online:

<https://www.dcgk.de/de/kodex/archiv.html>

[abgefragt am 12. September 2019]

**DCGK (2012).** *Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 15. Mai 2012).*

Online:

<https://www.dcgk.de/de/kodex/archiv.html>

[abgefragt am 12. September 2019]

**DCGK (2013).** *Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 13. Mai 2013).*

Online:

<https://www.dcgk.de/de/kodex/archiv.html>

[abgefragt am 12. September 2019]

**DCGK (2017).** *Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 7. Februar 2017 mit Beschlüssen aus der Plenarsitzung vom 7. Februar 2017).* Online:

[https://www.dcgk.de//files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/170424\\_Kodex.pdf](https://www.dcgk.de//files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/170424_Kodex.pdf)

[abgefragt am 3. Oktober 2019]

**DCGK (2018).** *Entwurf eines geänderten Deutschen Corporate Governance Kodex.* Online:

<https://www.dcgk.de/de/konsultationen/archiv/konsultation-2019.html>

[abgefragt am 11. Januar 2019]

**DCGK (2019).** *Deutscher Corporate Governance Kodex wie von der Regierungskommission am 9. Mai 2019 beschlossen.* Online:

<https://www.dcgk.de/de/konsultationen/archiv/konsultation-2019.html>

[abgefragt am 12. September 2019]

**DCGK Konsultationsverfahren (2019).** *Konsultationen 2019.* Online:

<https://www.dcgk.de/de/konsultationen/archiv/konsultation-2018/19.html>

[abgefragt am 25. Juni 2019]

**Denes, M.; Karpoff, J.; McWilliams, V. (2015).** *Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research.* Online:

<https://www.valuewalk.com/wp-content/uploads/2015/07/SSRN-id2608085.pdf>

[abgefragt am 12. März 2019]

**Deutsche Börse (2018).** *Index Composition Reports.* Online:

<https://www.dax-indices.com/de/web/dax-indices/zusammensetzung>

[abgefragt am 15. Mai 2018]

**Deutsche Börse (2019).** *DAX-Index – Benchmark und Barometer für die deutsche Wirtschaft.* Online:

<https://deutsche-boerse.com/dbg-de/media/deutsche-boerse-spotlights/spotlight/DAX-Index-Benchmark-und-Barometer-f-r-die-deutsche-Wirtschaft-148654>

[abgefragt am 26. Juli 2019]

**Deutsche Bundesbank (2012).** *Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung.* Online:

<https://www.bundesbank.de/resource/blob/693118/17955da92575b6548bcde422905e31ac/mL/2012-01-unternehmensfinanzierung-data.pdf>

[abgefragt am 12. September 2019]

**Deutscher Bundestag (2018).** *Aktionärsaktivismus unter gesellschafts- und aktienrechtlichen Gesichtspunkten.* Online:

<https://www.bundestag.de/resource/blob/571478/6cddddd989645a48fffb220fa3b3d0ef/W-D-7-168-18-pdf-data.pdf>

[abgefragt am 13. Juli 2019]

**DIRK (2014).** *Stimmrechte auf der Hauptversammlung – Empfehlungen zur Zusammenarbeit mit Proxy Advisors.* Online:

[https://www.dirk.org/dirk\\_webseite/static/uploads/IR%20Guide%20Proxy%20Advisor\\_FINAL.pdf](https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/IR%20Guide%20Proxy%20Advisor_FINAL.pdf)

[abgefragt am 7. Juli 2019]

**Europäische Kommission** (2009). *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*. Online:

<https://www.guberna.be/fr/publications/study-monitoring-and-enforcement-practices-corporate-governance-member-states>

[abgefragt am 11. November 2018]

**Evestment** (2019). *Hedge Fund Asset Flows Report – August 2019*. Online:

<https://www.evestment.com/project/hedge-fund-asset-flows-report-august-2019/>

[abgefragt am 1. Oktober 2019]

**EY** (2015). *2015 Global Hedge Fund and Investor Survey – The evolving dynamics of the hedge fund industry*. Online:

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2015-global-hedge-fund-and-investor-survey/\\$FILE/ey-2015-global-hedge-fund-and-investor-survey.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2015-global-hedge-fund-and-investor-survey/$FILE/ey-2015-global-hedge-fund-and-investor-survey.pdf)

[abgefragt am 14. August 2016]

**Federal Reserve** (1999). *Flow of Funds Accounts of the United States*. Online:

<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/19990312/z1r-3.pdf>

[abgefragt am 14. August 2016]

**Financial Times** (2019). *JPMorgan launches shareholder activism analytics tool*. Online:

<https://www.ft.com/content/42fc7cfc-a4c1-11e9-a282-2df48f366f7d>

[abgefragt am 18. September 2019]

**Gugler, K.; Mueller, D. C.; Yurtoglu, B. B.; Zulehner, C.** (2003). *The Effects of Mergers: An International Comparison*. Online:

<https://homepage.univie.ac.at/dennis.mueller/effects.pdf>

[abgefragt am 14. August 2016]

**Ineichen, A.; Silberstein, K.** (2012). *Alternative Investment Management Association's Roadmap to Hedge Funds*. Online:

<https://www.aima.org/uploads/assets/uploaded/1225c1ba-f62b-439a-904d60564a441200.pdf>

[abgefragt am 19. Juli 2016]

**J.P. Morgan** (2018). *2018 Institutional Investor Survey*. Online:

<https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320744896869.pdf>

[abgefragt am 29. Dezember 2018]

**Kaiser, D. G.; Habermelner, F.** (2011). *Hedge fund biases after the financial crises*. Online:

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1809570&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1809570&download=yes)

[abgefragt am 18. Februar 2019]

**Keusch, T.** (2020). *Activist involvement in CEO recruiting*. Online:

<https://ssrn.com/abstract=3533683>

[abgefragt am 4. April 2020]

**Mayer Brown** (2013). *Legal Update Juni 2013 – KAGB tritt zum 22. Juli 2013 in Kraft*. Online:

[https://www.mayerbrown.com/files/Publication/33303b6e-42c7-4a4f-b17e-fa1479e0619e/Presentation/PublicationAttachment/c0e5a266-a039-47b9-a6cc-108797ac8661/Legal\\_Update\\_KAGB.pdf](https://www.mayerbrown.com/files/Publication/33303b6e-42c7-4a4f-b17e-fa1479e0619e/Presentation/PublicationAttachment/c0e5a266-a039-47b9-a6cc-108797ac8661/Legal_Update_KAGB.pdf)

[abgefragt am 7. Oktober 2016]

**Nonnenmacher, R.** (2017). *16. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex: „Standortbestimmung: Deutsche Corporate Governance im internationalen Vergleich.“*

Online:

<https://www.dcgk.de/de/kommission/die-kommission-im-dialog/deteilansicht/ueberschrift-rede.html>

[abgefragt am 11. September 2018]

**OECD** (2004). *OECD-Grundsätze der Corporate Governance – Neufassung 2004*. Online:  
<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/32159487.pdf>  
[abgefragt am 3. Juli 2019]

**OECD** (2015). *G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance*. Online:  
[https://read.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-grundsätze-der-corporate-governance\\_9789264250130-de#page43](https://read.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-grundsätze-der-corporate-governance_9789264250130-de#page43)  
[abgefragt am 3. Juli 2019]

**Preqin** (2016). *2016 Preqin Global Hedge Fund Report – Sample Pages*. Online:  
<https://www.preqin.com/docs/samples/2016-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf>  
[abgefragt am 14. August 2016]

**Preqin** (2017). *Preqin Special Report: Hedge Funds in Europe*. Online:  
<http://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-Hedge-Funds-in-Europe-May-2017.pdf>  
[abgefragt am 14. März 2019]

**Preqin** (2019a). *Anzahl der aktiven Hedgefonds weltweit in den Jahren von 2013 bis 2018*.  
Online:  
<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/960169/umfrage/anzahl-der-hedgefonds-weltweit/>  
[abgefragt am 27. Juni 2019]

**Preqin** (2019b). *2019 Preqin Global Hedge Fund Report – Sample Pages*. Online:  
<https://docs.preqin.com/samples/2019-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf>  
[abgefragt am 3. Juli 2019]

**PricewaterhouseCoopers** (2014). *Private Equity Exit-Report*. Online:  
<https://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/assets/pwc-report-exitstrategien.pdf>  
[abgefragt am 14. August 2016]

**SEC** (2012). *Schedule 13D*. Online:

<https://www.sec.gov/fast-answers/answerssched13htm.html>

[abgefragt am 14. August 2016]

**Tognum** (2012). *Tognum AG Entsprechenserklärung von Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 161 AktG*. Online:

[http://www.tognum.com/InvestoresArchive/de/web/032012\\_tgm\\_entsprerkl\\_de.pdf](http://www.tognum.com/InvestoresArchive/de/web/032012_tgm_entsprerkl_de.pdf)

[abgefragt am 3. Oktober 2019]

**The President's Working Group on Financial Markets** (1999). *Hedge funds, leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management report of the President's Working Group on Financial Markets*. Online:

<http://purl.access.gpo.gov/GPO/LPS77446>

[abgefragt am 8. Oktober 2016]

**Thompson, R.** (2006). *The limits of hedge fund activism*. Online:

<https://escholarship.org/content/qt5jq9d71m/qt5jq9d71m.pdf>

[abgefragt am 12. Januar 2018]

**UK Corporate Governance Code** (2018). *The UK Corporate Governance Code – July 2018*. Financial Reporting Council. Online:

<https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>

[abgefragt am 3. Juli 2018]

**Van Tassel, P.** (2016). *Merger options and risk arbitrage*. Online:

<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/130643/1/845967800.pdf>

[abgefragt am 31. Dezember 2018]

**Vell Report** (2015). *Chairman-CEO Structure. Fortune 100 Leadership Trends and What You Can Learn from Them*. Online:

[http://www.vell.com/images/stories/Chairman-CEO-Report/Chairman-CEO%20Report%20Jan2015\\_FIN.pdf](http://www.vell.com/images/stories/Chairman-CEO-Report/Chairman-CEO%20Report%20Jan2015_FIN.pdf)

[abgefragt am 23. Oktober 2016]

**Volkswagen** (2017). *Erklärung des Vorstandes und des Aufsichtsrats der Volkswagen AG zu den Empfehlungen der „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ gemäß § 161 Aktiengesetz*. Online:

<https://www.volkswagenag.com/de/InvestorRelations/corporate-governance/declaration-of-conformity.html>

[abgefragt am 15. September 2019]

**Wu, S.-Y.; Chung, K. H.** (2018). *Hedge Fund Activism and Corporate M&A Decisions*. Online:

<https://ssrn.com/abstract=3235431>

[abgefragt am 4. April 2020]

## 12.4. Presseartikel

**DCGK Pressemitteilung** (2018). *Pressemitteilung – Kodexreform 2019 – Entwurf eines geänderten Deutschen Corporate Governance Kodex*. Online:

<https://www.dcgk.de/de/konsultationen/archiv/konsultation-2019.html>

[abgefragt am 11. Januar 2019]

**DCGK Pressemitteilung** (2019). *Pressemitteilung – Kodexreform 2019 beschlossen*. Online:

<https://www.dcgk.de/de/kodex/dcgk-2019.html>

[abgefragt am 3. Juli 2019]

**DCGK Pressemitteilung** (2020). *Pressemitteilung – Generationswechsel in der Kodexkommission*. Online:

<https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/pressemitteilungen/200320%20PM%20Kodex%202020.pdf>

[abgefragt am 4. April 2020]

**Fröndhoff, B.; Rezmer, A.** (2018). *Elliott stake in Bayer boosts share price as investors ponder hedge fund's strategy*. Online:

<https://www.handelsblatt.com/today/companies/welcome-advice-elliott-stake-in-bayer-boosts-share-price-as-investors-ponder-hedge-funds-strategy/23740876.html?ticket=ST-962070-xgsKMcxPfl1QXY7A1RB5-ap1>

[abgefragt am 4. Februar 2019]

**Knitterscheidt, K.; Murphy, M.** (2018). *Der Industriekonzern lässt die Nachfolge von Heinrich Hiesinger nach dessen Rücktritt offen. Auch die Krupp-Stiftung meldet sich jetzt zu Wort*. Online:

<https://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/nach-hiesinger-ruecktritt-thyssen-krupp-macht-vorerst-ohne-chef-weiter/22775262.html>

[abgefragt am 4. Februar 2019]

**Pollitaras, T.; Thévoux-Chabuel, S.** (2018). *Bei ESG-Ansätzen die Spreu vom Weizen trennen.*

Online:

<https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=1&artid=2018207806&titel=Bei-ESG-Ansaetzen-die-Spreu-vom-Weizen-trennen>

[abgefragt am 10. Februar 2018]

**Reuters** (2016). *Investoren setzen Thyssenkrupp unter Druck.* Online:

<https://de.reuters.com/article/thyssenkrupp-idDEKCN0V61RL>

[abgefragt am 12. März 2019]

**Smolka, K.; Jung, M.** (2019). *Elliott macht Bayer jetzt richtig Druck.* Online:

<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/elliott-hedgefonds-macht-bayer-mit-mischstruktur-druck-16256287.html>

[abgefragt am 1. Juli 2019]

### 13. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Konzeptioneller und struktureller Aufbau der Arbeit .....	13
Abbildung 2: Entwicklung des weltweiten verwalteten Vermögens durch Hedgefonds .....	62
Abbildung 3: Entwicklung der Anzahl der weltweit aktiven Hedgefonds.....	63
Abbildung 4: Verteilung der Hedgefonds-Manager und AuM weltweit im Jahr 2015 .....	64
Abbildung 5: Spektrum der Anlagestrategien.....	70
Abbildung 6: Spektrum der Investitionsstile .....	70
Abbildung 7: Durchschnittliche Gebühren für Hedgefonds-Manager nach AuM in 2015 .....	80
Abbildung 8: Durchschnittliche Management-Gebühren 2018.....	80
Abbildung 9: Investitionsmöglichkeiten nach dem KAGB.....	83
Abbildung 10: Anzahl weltweiter jährlicher Launches und Liquidierungen von Hedgefonds .	91
Abbildung 11: Corporate Governance Performance Score nach Thomson Reuters .....	98
Abbildung 12: Übersicht der Forschungslücke.....	114
Abbildung 13: Methodisches Vorgehen – Einzelfallprüfungen.....	124
Abbildung 14: Identifizierung der Zielunternehmen mit beteiligten aktiven Hedgefonds ...	126
Abbildung 15: Berechnung der DCGK-Entsprechensquote.....	127
Abbildung 16: Größenveränderung der Aufsichtsräte – prozentuale Veränderung .....	136
Abbildung 17: Dividendenrendite im und einem Jahr nach dem Hedgefonds-Einstieg.....	139
Abbildung 18: Hedgefonds-Aktivismus nach Hedgefonds und Erfolgsquote .....	142
Abbildung 19: Beteiligungshöhe der Hedgefonds beim Einstieg nach dem 1. Januar 2010 .	143
Abbildung 20: Handelsvolumina DAX 30 und MDAX von 2010 bis 2017.....	154
Abbildung 21: Durchschnittliche DCGK-Entsprechensquote je Börsenindex .....	157
Abbildung 22: Entsprechung je Kapitel des DCGK nach Börsenindex.....	163
Abbildung 23: Auswertung der These 1, Marktkapitalisierung der Zielunternehmen nach Teilnehmergruppen.....	173
Abbildung 24: Auswertung der Frage 1, Eigenschaften der Zielunternehmen, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	174
Abbildung 25: Auswertung der These 2, Wahrnehmung von Hedgefonds nach Teilnehmergruppen.....	176
Abbildung 26: Auswertung der Frage 2, Ziele des Hedgefonds-Aktivismus, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	177

Abbildung 27: Auswertung der Frage 2, Ziele des Hedgefonds-Aktivismus nach Teilnehmergruppen.....	178
Abbildung 28: Auswertung der These 3, Vertretung in einem Gremium nach Teilnehmergruppen.....	179
Abbildung 29: Auswertung der Frage 3, Personalzusammensetzung, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	180
Abbildung 30: Auswertung der Frage 3, Personalzusammensetzung des Aufsichtsrats nach Teilnehmergruppen.....	180
Abbildung 31: Auswertung der Frage 4.1, Beteiligungshöhe der Hedgefonds, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	182
Abbildung 32: Auswertung der Frage 4.2, Renditeabsichten der Hedgefonds nach Teilnehmergruppen.....	183
Abbildung 33: Auswertung der Frage 4.3, Hedgefonds unter ethischen Gesichtspunkten nach Teilnehmergruppen.....	184
Abbildung 34: Auswertung der Frage 4.2 und 4.3, Korrelation, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	185
Abbildung 35: Auswertung der These 5, Verbesserung der Corporate Governance nach Teilnehmergruppen.....	186
Abbildung 36: Auswertung der Frage 5.1, Berücksichtigung des DCGK, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	187
Abbildung 37: Auswertung der Frage 5.1, Berücksichtigung des DCGK, Teilnehmerumfang: Vermögensverwalter.....	188
Abbildung 38: Auswertung der Frage 5.1, Berücksichtigung des DCGK, Teilnehmerumfang: Unternehmen .....	188
Abbildung 39: Auswertung der Frage 5.2, Berücksichtigung der Abweichungen zum DCGK, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	189
Abbildung 40: Auswertung der Frage 5.2, Berücksichtigung der Abweichungen zum DCGK nach ausgewählten Teilnehmergruppen .....	190
Abbildung 41: Auswertung der Frage 5.3, DCGK-Ansprüche, Teilnehmerumfang: Gesamt .	190
Abbildung 42: Auswertung der Frage 5.4, Auseinandersetzung mit Corporate Governance in der Zukunft nach Teilnehmergruppen .....	192

## 14. Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Namensänderungen von Zielunternehmen im Zeitraum vom 1. Januar 2010 bis 31. Dezember 2017 .....	120
Tabelle 2: Klassifizierung der meldepflichtigen Investoren laut BaFin-Datenbank für den Zeitraum 2010 bis 2015.....	122
Tabelle 3: Aktivistische Investitionen nach Activist Insight .....	123
Tabelle 4: Aktivistische Forderungen nach Activist Insight.....	123
Tabelle 5: Übersicht der Zielunternehmen .....	128
Tabelle 6: Klassifizierung der Zielunternehmen nach Vorgabe der Deutschen Börse.....	129
Tabelle 7: Klassifizierung der Zielunternehmen nach Börsenindizes.....	130
Tabelle 8: Kategorisierung von Hedgefonds-Forderungen .....	131
Tabelle 9: Art und Erfolg des Hedgefonds-Aktivismus.....	132
Tabelle 10: Übersicht der Mitwirkung ausgewählter Stimmrechtsberater .....	134
Tabelle 11: Erfolgreiche personelle Veränderungen durch Hedgefonds-Aktivismus – eigene Kandidaten .....	135
Tabelle 12: Erfolgreiche personelle Veränderungen durch Hedgefonds-Aktivismus – externe Kandidaten .....	137
Tabelle 13: Hedgefonds-Aktivismus in Bezug auf die Dividendenpolitik der Zielunternehmen .....	138
Tabelle 14: Anzahl der Kleinaktionäre nach Börsenindizes in Bezug auf Hedgefonds-Aktivismus .....	140
Tabelle 15: Erste Beteiligung aktiver Hedgefonds an einem Zielunternehmen nach Jahren	143
Tabelle 16: Kategorisierung der Betrachtungszeiträume (in Handelstagen).....	144
Tabelle 17: Durchschnittliche Rendite aller Zielunternehmen im Vergleich zur Indexrendite (in Prozent) .....	145
Tabelle 18: Durchschnittliche Rendite der DAX 30 Zielunternehmen und des Börsenindex (in Prozent) .....	146
Tabelle 19: Durchschnittliche Rendite der MDAX Zielunternehmen und des Börsenindex (in Prozent) .....	147
Tabelle 20: Durchschnittliche Rendite der SDAX Zielunternehmen und des Börsenindex (in Prozent) .....	147

Tabelle 21: Durchschnittliche Rendite der TecDAX Zielunternehmen und des Börsenindex (in Prozent) .....	148
Tabelle 22: Durchschnittliche Beteiligungshöhe der Großaktionäre nach Börsenindizes.....	149
Tabelle 23: Durchschnittliche Veränderung der Beteiligungshöhe der Großaktionäre .....	150
Tabelle 24: Durchschnittliche Überrendite nach der ersten Forderung (in Prozent) .....	151
Tabelle 25: Durchschnittliche Rendite nach Free Float (in Prozent).....	153
Tabelle 26: Entwicklung der durchschnittlichen Handelsvolumina im DAX 30 (in Prozent) .	155
Tabelle 27: Jährliche durchschnittliche DCGK-Entsprechensquote der 28 Zielunternehmen .....	156
Tabelle 28: Durchschnittliche DCGK-Entsprechensquote je Börsenindex (in Prozent) .....	157
Tabelle 29: Jährliche DCGK-Entsprechensquote je DCGK-Kategorie (in Prozent) .....	158
Tabelle 30: Jährliche DCGK-Entsprechensquote je DCGK-Kapitel (in Prozent).....	158
Tabelle 31: Entwicklung der DCGK-Entsprechensquote vor und nach dem Hedgefonds-Aktivismus .....	159
Tabelle 32: Inhaltliche Nachvollziehbarkeit der Abweichungen (absolut und in Prozent)....	161
Tabelle 33: Umgang mit den Abweichungen (absolut und in Prozent) .....	161
Tabelle 34: Top 3 Abweichungen des DCGK im DAX 30.....	162
Tabelle 35: DCGK-Entsprechensquote – Großaktionäre im Vergleich.....	164
Tabelle 36: Übersicht des Teilnehmerstatus zum finalen Stichtag 30. September 2019 .....	170
Tabelle 37: Klassifizierung der teilgenommenen Experten am Fragebogen nach Berufsgruppen.....	171
Tabelle 38: Durchschnittliche Berufserfahrung der Experten nach Gruppenzugehörigkeit .	172
Tabelle 39: Auswertung der These 1, Marktkapitalisierung der Zielunternehmen, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	173
Tabelle 40: Auswertung der These 2, Wahrnehmung von Hedgefonds, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	175
Tabelle 41: Auswertung der These 3, Vertretung in einem Gremium, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	179
Tabelle 42: Auswertung der These 4, Überproportionale Wahrnehmung, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	181
Tabelle 43: Auswertung der Frage 4.3, Hedgefonds unter ethischen Gesichtspunkten, Teilnehmerumfang: Gesamt .....	184

Tabelle 44: Auswertung der These 5, Verbesserung der Corporate Governance,  
Teilnehmerumfang: Gesamt ..... 185

Tabelle 45: Auswertung der Frage 5.4, Auseinandersetzung mit Corporate Governance in der  
Zukunft, Teilnehmerumfang: Gesamt ..... 191

.

## 15. Abkürzungsverzeichnis

ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
AG	Aktiengesellschaft
AI	Alternative Investments
AIF	Alternative Investmentfonds
AktG	Aktiengesetz
AuM	Assets under Management
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CEO	Chief Executive Officer
DCF	Discounted Cash Flow
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
EADS	European Aeronautic Defence and Space
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval
ESG	Environment, Social und Governance
HGB	Handelsgesetzbuch
InvG	Investmentgesetz
ISS	Institutional Shareholder Services
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer
NAV	Net Asset Value
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
SEC	United States Securities and Exchange Commission
VIP	Vereinigung Institutionelle Privatanleger
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

## 16. Lebenslauf

### Dominik Pergens

Klosterstr. 3 | 48653 Coesfeld | [dominikpergens@yahoo.de](mailto:dominikpergens@yahoo.de)

#### Ausbildung

---

<b>10/2014 – heute</b>	<b>Doctor of Business Administration</b> Middlesex University, London
<b>09/2012 – 08/2014</b>	<b>M.Sc. Finance</b> Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt Abschlussnote: 2,0 Schwerpunkt: Corporate Finance
<b>01/2014 – 05/2014</b>	<b>Auslandssemester Master</b> San Diego State University, San Diego Abschlussnote/GPA: 3,42 von 4,0
<b>09/2009 – 08/2012</b>	<b>B.A. International Management</b> International School of Management, Dortmund Abschlussnote: 2,0 Schwerpunkte: Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung
<b>02/2011 – 06/2011</b>	<b>Auslandssemester Bachelor</b> European Business School, London Abschlussnote: 1,0
<b>08/2000 – 06/2009</b>	<b>Abitur</b> Heriburg – Gymnasium, Coesfeld Abschlussnote: 2,0

#### Berufserfahrung

---

<b>10/2017 – heute</b>	<b>Senior Associate</b> PricewaterhouseCoopers GmbH WPG, Frankfurt Capital Markets and Accounting Advisory Services
<b>01/2015 – 09/2017</b>	<b>Associate</b> PricewaterhouseCoopers GmbH WPG, Frankfurt Capital Markets and Accounting Advisory Services

#### Sprachkenntnisse

---

<b>Deutsch</b>	Muttersprache
<b>Englisch</b>	Fließend

## **17. Danksagung**

Ein besonderer Dank gilt meiner Familie und meiner Freundin, die mich immer unterstützt haben.

## **18. Aufzählung der bisherigen Publikationen**

Keine bisherigen Publikationen.