

# Neue Verbündete

Aktivistische Hedgefonds gewinnen mehr Einfluss in deutschen Konzernen. **Mittlerweile ziehen sie mit den etablierten Fondsgesellschaften an einem Strang.**

Peter Köhler, Robert Landgraf Frankfurt

**E**s ist ein Hauen und Stechen. Der Investor White Tale brachte erst die geplante 20-Milliarden-Dollar-Fusion zwischen Clariant und dem US-Unternehmen Huntsman zu Fall. Und jetzt setzt er auch noch das Management des Schweizer Spezialchemiekonzerns unter Druck. Der Großaktionär fordert für sein Anteilspaket von zuletzt gut 20 Prozent drei Sitze im Verwaltungsrat und möchte gleichzeitig eine „strategische Überprüfung“ des Konzerns durch eine Investmentbank durchsetzen.

Am vergangenen Freitag reichte es dem Clariant-Management. Es wehrte sich gegen die Forderungen von White Tale. Konzernchef Hariolf Kottmann befürchtet, dass der Investor die Firma aufspalten und zerschlagen will. Die Fronten sind verhärtet. Alles läuft nun auf eine kontroverse Auseinandersetzung mit White Tale - hinter dem mehrere aktivistische Investoren stehen - auf der Hauptversammlung im März kommenden Jahres hinaus.

Das Beispiel zeigt: Was in den USA gang und gäbe ist, sieht man auch hierzulande immer öfter. Die Zahl der Kampagnen von Aktivisten ist europaweit deutlich gestiegen, wie eine Auswertung des Informationsdienstes Activist Insight und anderer öffentlicher Quellen zeigt. Waren es vor sieben Jahren gerade einmal sechs Vorstöße bei Unterneh-

men mit einer Marktkapitalisierung von einer Milliarde Euro oder mehr, versuchten 2016 schon 40 Aktivisten ihr Glück. Für Aufsehen im laufenden Jahr sorgten bislang Kampagnen des Aktivisten Petrus Advisers bei der Commerzbank-Tochter Comdirect, von Active Ownership Capital bei der Schaltbau Holding und dem Pharmaunternehmen Stada sowie von Elliott beim Maschinenbauer Gea. Im kommenden Jahr dürften die Konzernlenker noch stärker unter Druck geraten.

## Viele Schnittmengen

Denn mittlerweile gibt es eine zunehmende Bereitschaft institutioneller Investoren wie Fondsgesellschaften oder Pensionsfonds, aktivistische Anleger zu unterstützen und auch selbst aktiv zu werden, beobachtet Klaus Röhrig, Gründungspartner von Active Ownership Capital. Das bestätigt Michael Schmidt, Mitglied der Geschäftsführung bei der Deka Investment, einer der großen Fondsgesellschaften: „Es gibt durchaus Schnittmengen zwischen den aktivistischen Investoren und Vermögensverwaltern wie etwa der Deka.“ Dies könnten beispielsweise die Themen gute Unternehmensführung oder auch die Geschäftsstrategie umfassen. „Beide Gruppen wollen Einfluss nehmen, um Wertsteigerungen ihrer Investments zu erreichen“,

so Schmidt. Auch Larry Fink, Chef von Blackrock, des größten Vermögensverwalters der Welt, will sich die Aktivisten zunutze machen. In seinem diesjährigen Brief an rund 200 Topunternehmer Europas warnte er davor, seine Ratschläge für eine gute Unternehmensführung zu ignorieren. Sonst sei er bereit, die Pläne „langfristiger Aktivisten“ zu unterstützen, wenn sie bessere Strategien anböten als das Management der Firmen.

Aktivistische Aktionäre kaufen sich mit Minderheitsbeteiligungen von drei, fünf oder zehn Prozent in Konzerne ein und fordern dann eine Umstrukturierung, die Ablösung des Managements, Sitze im Aufsichtsrat oder den Verkauf von Konzernteilen. „Bisher waren die aktivistischen Hedgefonds vor allem in M&A-Situationen unterwegs und spekulierten auf höhere Abfindungen“, hat Alexander Mayer, Partner bei der Investmentbank Goldman Sachs in Deutschland, beobachtet. „Doch das hat sich geändert, man versucht jetzt direkten Einfluss auf die Firmenpolitik zu nehmen.“ Christian von Engelbrechten, Fondsmanager des Fidelity Germany Fund, macht deutlich, dass man an vielen Beispielen gesehen habe, dass solche Investorengruppen bei erfolgreichen Restrukturierungen investiert

waren. Für von Engelbrechten ist das etwa dem Investor Permira geglückt, der den Turnaround des Bekleidungs Herstellers Hugo Boss vorangetrieben habe. Die Aktienkurse der restrukturierten Unternehmen hätten sich von ihren Tiefständen gesehen mehr als verzwanzigfacht. Gegenbeispiele gebe es allerdings auch (siehe Kästen).

## Besorgte Konzernchefs

Um aktivistischen Investoren keine Angriffsfläche zu bieten, sollten Vorstände laut Experten auf drei Warnsignale achten. Erstens: Enttäuschungen beim Gewinn oder den Ertragsprognosen. Zweitens: Managementprobleme und Unruhe in der Konzernführung. Drittens: Schlechte Entwicklung des Aktienkurses. Wer hier zwei oder drei Haken machen

muss, dem droht der Besuch von aktivistischen Aktionären.

Topmanager vieler Unternehmen hierzulande versuchen deshalb mittlerweile bereits frühzeitig, ihre Konzernstrukturen zu optimieren. „Aktivistische Investoren trauen sich zunehmend an größere deutsche und europäische Unternehmen heran, da der US-Markt weitestgehend abgegrast ist und sie mit ihrem Kapital irgendwohin müssen“, meint Ingo Speich, Fondsmanager bei Union Investment. Investmentbanken beraten die Vorstände bei Abwehrplänen, die griffbereit in der Schublade liegen. Vor allem aber bekommen die Manager von ihren Beratern eingebläut, dass man die spezialisierten Hedgefonds nicht

ignorieren darf und stattdessen den Dialog suchen sollte. Deutsche Aktiengesellschaften haben sich deshalb bereits stark verändert.

„Gerade Vorstand und Aufsichtsrat sind heute sehr viel häufiger einer persönlichen Haftung ausgesetzt und agieren auch deshalb gegenüber Aktivisten noch vorsichtiger als bisher. Das erhöht die Bereitschaft, den Aktivisten zuzuhören“, sagt Matthias Horbach von der Kanzlei Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom.

Gleichzeitig haben Dax-Konzerne

wie der Handelsriese Metro ihre Unternehmen aufgespalten oder Vorbereitungen getroffen, um schnell handeln zu können. „Konglomerate werden auf den Prüfstand gestellt. Früher war die ‚Sum of the parts‘-Betrachtung ein theoretisches Konzept, versteckt auf den hinteren Seiten der Research-Berichte.“ Heute sei die Analyse einzelner Geschäftsbereiche ein höchst relevanter Maßstab für die Bewertung von diversifizierten Unternehmen, sagt Banker Mayer.

Dass die Aktivisten dabei erfolgreich sind, zeigt der Jahrgang 2016. Der Hedgefonds TCI etwa erzielte in Europa eine Rendite von 13,5 Prozent auf das eingesetzte Kapital, bei Cevian waren es sogar 19,4 Prozent. Da konnten viele Hedgefonds mit anderen Anlagestrategien bei weitem nicht mithalten.

Einmischung

# 40

## KAMPAGNEN

von aktivistischen Aktionären gab es 2016 bei europäischen Großunternehmen.

Quelle: Activist Insight

Stada

## Die Mobilmachung

**O**hne den aktivistischen Investor Active Ownership Capital (AOC) wäre der Pharmakonzern Stada ein Unternehmen geblieben, das mit Generika und Pillen wie Grippostad und Lavidal ordentliche Gewinne macht - aber nicht mehr. Doch AOC mit Klaus Röhrig und Florian Schuhbauer an der Spitze hatte als Investor zusätzliche Gewinnchancen bei dem Unternehmen ausgemacht und wurde aktiv. Der Hedgefonds stieg mit einem Aktienpaket von rund fünf Prozent ein und mischte den Konzern aus Bad Vilbel auf, dessen Papiere im MDax für mittelgroße Unternehmen notiert sind.

Nach dem Einstieg im Frühjahr vergangenen Jahres hatte der aktivistische Investor den Vorstandschef Hartmut Retzlaff sowie den Aufsichtsratschef Martin Abend zu Fall gebracht. Danach wurde das Unternehmen zum Übernahmeobjekt. Mehrere Private-Equity-Häuser gaben Gebote ab, am Ende erhielten die Finanzinvestoren Bain und Cinven den Zuschlag. Profitieren von der Übernahme konnte neben Röhrig

und Schuhbauer auch der bekannte Aktivist Paul Singer mit seinem Hedgefonds Elliott. Er klinkte sich durch den Kauf eines Aktienpakets von 15 Prozent in die Übernahme ein und kassierte ebenfalls kräftig ab. pk, rob