

Shareholder-Engagement:

*Zwischen Angriffslust aktivistischer Aktionäre und
neuem Selbstverständnis institutioneller Investoren*

Die Boston Consulting Group (BCG) ist eine internationale Managementberatung und weltweit führend auf dem Gebiet der Unternehmensstrategie. BCG unterstützt Unternehmen aus allen Branchen und Regionen dabei, Wachstumsmöglichkeiten zu nutzen und ihr Geschäftsmodell an neue Gegebenheiten anzupassen. In partnerschaftlicher Zusammenarbeit mit den Kunden entwickelt BCG individuelle Lösungen. Gemeinsames Ziel ist es, nachhaltige Wettbewerbsvorteile zu schaffen, die Leistungsfähigkeit der Unternehmen zu steigern und das Geschäftsergebnis dauerhaft zu verbessern. BCG wurde 1963 gegründet und ist heute an mehr als 90 Standorten in über 50 Ländern vertreten. Weitere Informationen finden Sie auf unserer Internetseite www.bcg.de.



Shareholder-Engagement:

*Zwischen Angriffslust aktivistischer Aktionäre und
neuem Selbstverständnis institutioneller Investoren*

Rüdiger Wolf, Dr. Philipp Jostarndt, Johannes Burkhardt, Dominik Degen

Dezember 2020

AUF EINEN BLICK

Im Februar 2020, kurz vor Beginn der COVID-19-Krise, hatten wir in unserer Studie [Aktivistische Investoren: Widerstand zwecklos? Wie Unternehmen von aktivistischen Investoren profitieren können](#) das Gefährdungsniveau von Unternehmen in der DACH-Region gegenüber Kampagnen aktivistischer Investoren analysiert. Nach einem rasanten Auf und Ab an den Kapitalmärkten im Verlauf des Jahres 2020 haben sich die Karten neu gemischt, und wir wollten wissen: Wie hat sich die Gefährdungslage durch COVID-19 verändert, und was erwartet uns in dieser Hinsicht möglicherweise im Jahr 2021?

Die vorliegende Studie untersucht darüber hinaus die aktuellen Entwicklungen rund um aktivistische Investoren und geht auch auf die derzeitige Shareholder-Engagement-Revolution ein. Die wesentlichen Ergebnisse auf einen Blick:

1. Das Jahr 2020 war ereignisreich – auch im Bereich des Shareholder-Engagements. Zwar ist die Betriebsamkeit aktivistischer Investoren insbesondere im zweiten Quartal erheblich zurückgegangen. Unsere Analysen zeigen aber, dass dieser Trend mit Sicherheit nicht von Dauer sein wird. Vielmehr rechnen wir zeitnah mit einem Anstieg der Aktivitäten.
2. Durch die Turbulenzen des Jahres 2020 ist nach unseren Erkenntnissen eine erheblich größere Anzahl von Unternehmen gefährdet, von aktivistischen Investoren angegangen zu werden. 151 Unternehmen (das sind 35 Prozent) sind einem äußerst hohen oder sehr hohen Risiko ausgesetzt – im Februar 2020 waren es noch 30 Prozent.
3. Während sich die Anfälligkeit der Sektoren Industriegüter, Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT) sowie Konsumgüter noch erhöht hat, ist das Risiko für Versorger geringer geworden.
4. Knapp 90 Prozent aller Konglomerate sind gefährdet, insbesondere aufgrund ihrer Kapitalstruktur und Finanzpolitik.
5. Aktivistische Investoren sind nicht mehr allein mit ihren Bestrebungen – in einer regelrechten Shareholder-Engagement-Revolution treten nun auch vermehrt große passive bzw. ETF-Investoren aktiv mit Unternehmen in den Dialog.

In den kommenden Monaten wird nach unseren Analysen demnach eine starke Nachfrage auf ein ausreichendes Angebot treffen. Für viele Unternehmen ist es jetzt an der Zeit, sich darauf vorzubereiten.

1. Zusammenfassung

2020 ist viel passiert. Die Auswirkungen der COVID-19-Krise haben zu einem Auf und Ab an den Kapitalmärkten geführt und viele Firmen und Industrien strukturell verändert. Gepaart mit von der Krise ausgelösten makroökonomischen Entwicklungen wächst der Druck, Geschäftsmodelle schnell und nachhaltig der neuen Realität anzupassen. Wir wollten wissen, was die Veränderungen für Unternehmen in der DACH-Region bedeuten: Ist ihre Anfälligkeit für die Kampagnen aktivistischer Investoren gestiegen?

In Kürze: Seit unserer Studie vom Frühjahr 2020 hat sich das Risiko für Unternehmen durch aktivistische Kampagnen deutlich erhöht. So sehen wir Ende 2020 rund 35 Prozent der Unternehmen einem äußerst hohen oder sehr hohen Risiko ausgesetzt. Zum Vergleich: Im Februar 2020 waren es nur 30 Prozent. Von den Konglomeraten sind insgesamt knapp 90 Prozent gefährdet, insbesondere aufgrund ihrer Kapitalstruktur und Finanzpolitik. Auch mit Blick auf einzelne Industrien zeigen sich klare Tendenzen: Während die Sektoren Industriegüter, Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT) sowie Konsumgüter eine besonders hohe Anfälligkeit aufweisen, ist das Risiko für Versorger geringer geworden.

Aktivistische Investoren sind jedoch nicht mehr allein mit ihren Bestrebungen – Shareholder-Engagement betrifft längst eine breite Investorenbasis. Wir erwarten, dass insbesondere große, passive Investoren bzw. ETF-Anbieter vermehrt aktiv mit Unternehmen in den Dialog treten und ihre Interessen sowohl zu Umwelt-, Sozial- und Governance-Themen als auch zu Strategiethemata zum Ausdruck bringen werden.

Investoren entwickeln vor dem Hintergrund ihrer gut gefüllten Kassen bereits „Ziellandkarten“ mit Primär- und Sekundärzielen. Für Unternehmen ist es daher höchste Zeit, sich intensiver mit dem Thema Shareholder-Engagement – sowohl von Seiten aktivistischer Investoren als auch großer institutioneller Investoren – auseinanderzusetzen. Dazu gehört auch, ein Verständnis dafür zu entwickeln, warum sich die gute Performance eines gut geführten Unternehmens nicht immer in einem guten Aktienkurs widerspiegelt und welche Faktoren mögliche Angriffspunkte bieten. Es ist in jedem Fall von Vorteil, das eigene Aktivistenrisiko einzuschätzen und gezielt die Interaktion mit engagierten Aktionären zu suchen – zum einen durch den Mehrwert, der dadurch erzeugt wird, zum anderen durch die „Beinfreiheit“, die sich Unternehmen für den „Fall der Fälle“ verschaffen, wenn sie gut vorbereitet sind.

Aktivistische Investoren sind jedoch nicht mehr allein in ihren Bestrebungen – Shareholder-Engagement betrifft längst eine breite Investorenbasis

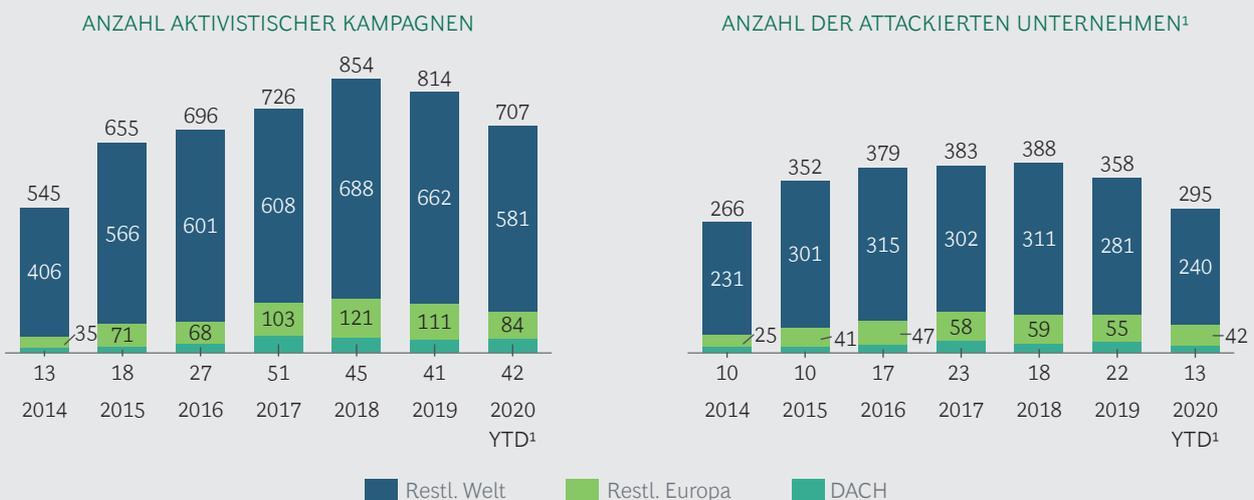
2. Das Jahr 2020 in der Rückschau

Die bisherige Bilanz des Jahres 2020 im Hinblick auf Shareholder-Engagement ist überschaubar: Im Umfeld aktivistischer Investoren herrschte relative Ruhe – eine Erkenntnis, die aufgrund des volatilen Marktumfelds nicht sonderlich überrascht.

Tatsächlich hat die Corona-bedingte Unsicherheit an den Märkten die Zahl der Kampagnen im Jahr 2020 deutlich zurückgehen lassen. Das gilt sowohl auf globaler Ebene als auch in der DACH-Region (siehe Abbildung 1). Unter „normalen“ Bedingungen wären schwache Aktienmärkte mit Korrekturen um 30 Prozent Primetime für aktivistische Investitionen. In diesem Jahr war auch das anders. Nach einem bereits etwas schwächeren Jahr 2019 markiert 2020 einen weiteren Einbruch. Dies gilt auch für die restliche Welt und insbesondere für die USA, wo sich die Aktivitäten ebenfalls stark verringerten. Hier lassen sich jedoch andere Trends beobachten, die ihren Weg über den Atlantik erst noch finden könnten (siehe Box „Aktivistische Investoren zwischen Public und Private Equity“).

Unsere Analysen legen den Schluss nahe, dass Aktivisten ihren Fokus in den zurückliegenden Monaten eher auf bestehende Investments gesetzt haben. Ähnlich wie bei anderen Investoren galt es auch für sie zunächst, die Auswirkungen der Pandemie auf das aktuelle Portfolio abzuschätzen. Allerdings bedeutet die Tatsache, dass keine neuen Investments bekannt geworden sind, nicht, dass auch keine getätigt wurden. In der Regel findet der Einstieg aktivistischer Investoren zunächst unterhalb der gesetzlichen Meldeschwelle statt; daher dringt er selten ans Licht der Öffentlichkeit. Zudem werden die Zielunternehmen meist im ersten Schritt nicht öffentlichkeitswirksam kontaktiert.

ABBILDUNG 1 | Aktivistische Investoren haben in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen



Quelle: Activist Insight; BCG-Analyse

¹Jedes Unternehmen wurde pro Jahr nur einmal gezählt, unabhängig von der Anzahl der Kampagnen während des Jahres und der Anzahl involvierter Aktivisten

Anmerkung: Betrachtung von Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung > \$ 100 Mio. per 30. November 2020

Die Pandemie hat darüber hinaus einige Veränderungen mit sich gebracht, die sich unmittelbar auf die Praxis auswirken. Zum einen erschwert COVID-19 das Agenda-Setting, denn es ist deutlich schwieriger geworden, Aufmerksamkeit für die eigenen Themen zu erzeugen. Diese Aufmerksamkeit ist aber notwendig, um sich die Unterstützung anderer Investoren zu sichern. Zum anderen ist die Durchführung virtueller Hauptversammlungen bei den Zielunternehmen mit zusätzlichen Herausforderungen verbunden. So erweist es sich in virtuellen und Remote-Formaten als wesentlich aufwendiger, andere Aktionäre zu überzeugen und Proxy-Contests durchzuführen. Hinzu tritt die Unsicherheit, wie hoch die Teilnahmequoten bei virtuellen Hauptversammlungen sein werden.

Darüber hinaus haben alle Investoren in den vergangenen Wochen und Monaten – zumindest vorübergehend – neue Schwerpunkte gesetzt: Das Augenmerk hat sich von „Creating Value“ zu „Preserving Value“ verschoben – weg von einem langfristigen Plan nachhaltiger Wertsteigerung hin zu einem Fokus auf kurzfristige Maßnahmen, um möglichst unbeschadet durch die Krise zu kommen. Diese Verlagerung spielte manchen Zielunternehmen in die Hände, da sich Kampagnen vor diesem Hintergrund entweder verzögern lassen oder Unternehmen sich, wiederum unter Verweis auf Corona, einfacher wehren können. Denn Aktivisten setzen sich mit Kampagnen derzeit möglicherweise dem Vorwurf aus, die Corona-Situation für eigene Zwecke nutzen zu wollen, ohne Rücksicht auf das Wohl des Unternehmens zu nehmen.

Darüber hinaus hatten aktivistische Investoren in letzter Zeit mit einigen Problemen zu kämpfen, die auch andere Investoren kennen. So ist es durch die hohe Volatilität an den Märkten immer schwieriger geworden, den richtigen Einstiegszeitpunkt zu finden – in ein fallendes Messer will niemand greifen. Auch das „Hedging“, also das Absichern von Positionen, erwies sich als zunehmend aufwendig und teuer.

Aber mit Corona lässt sich nicht nur gegen Kampagnen argumentieren. Insbesondere bei bestehenden Investments gibt es für Aktivisten gute Gründe, gerade jetzt aktiv zu werden. Eine zentrale Frage dabei lautet: Hat das Management des Zielunternehmens angemessen auf die Pandemie-Situation reagiert? Des Weiteren muss jedes Unternehmen derzeit kritisch prüfen, ob sein Geschäftsmodell, seine Strategie und sein Unternehmensportfolio (noch) zur Post-Corona-Welt passen werden.

Trotz insgesamt zurückhaltender Aktivitäten konnten jedoch auch 2020 einige Investments verzeichnet werden. Ein Beispiel ist der Einstieg von Petrus Advisers bei der Aareal Bank. Den sicherlich prominentesten Fall in der DACH-Region, allerdings noch in „Vor-Corona-Zeiten“, stellt der Einstieg von Bluebell Partners bei Hugo Boss dar. In diesem Zusammenhang wurde das Unternehmen aufgefordert, seine Strategie anzupassen und Veränderungen im Management herbeizuführen. Einige Aktivisten haben auch ihre Kampagnen bei Langzeit-Investments fortgesetzt, so etwa Petrus Advisers bei Immofinanz oder Cerberus bei der Deutschen Bank und der Commerzbank. Im letztgenannten Fall hat der Aktivist zwei Sitze im Aufsichtsrat, weitere Kostensenkungsprogramme sowie eine Überprüfung der Strategie gefordert.

Die Pandemie hat – zumindest vorübergehend – das Augenmerk von „Creating Value“ zu „Preserving Value“ verschoben

Auch bei den Shortseller-Aktivisten gab es den einen oder anderen Fall – bekannteste Beispiele sind Wirecard und Grenke.

AKTIVISTISCHE INVESTOREN ZWISCHEN PUBLIC UND PRIVATE EQUITY

Gleichzeitig ist zu beobachten, dass sich die Strategien von Private-Equity-Fonds und aktivistischen Hedgefonds zunehmend angleichen. So ist Cerberus Capital eigentlich für Investments in den Bereichen Private Equity, Fremdfinanzierung und Immobilien bekannt. Bei der Deutschen Bank und der Commerzbank agiert der Fonds dagegen als aktivistischer Aktionär. PE-Unternehmen wie beispielsweise KKR oder EQT widmen sich demgegenüber inzwischen auch Minderheitsinvestments in börsennotierte Unternehmen. KKR hat etwa – wie auch der norwegische Sovereign Wealth Fund – Anteile an ProSiebenSat.1 erworben. Weitere Beispiele gelisteter Unternehmen, in die KKR investiert hat, sind Dave & Buster's Entertainment, ein amerikanisches „Eat Drink Play and Watch“-Restaurant- und -Unterhaltungsunternehmen, sowie der amerikanische Food-Service-Distributor US Foods. Ein aktuelles europäisches Beispiel für eine potenziell vollständige Übernahme durch einen Aktivisten ist der Einstieg von Elliott Management beim Schweizer Tiefkühlbackwaren-anbieter Aryzta.

Auf der anderen Seite widmen sich aktivistische Investoren auch Private-Equity-ähnlichen Strategien. Insbesondere in den USA erfreuen sich in jüngster

Zeit beispielsweise sogenannte Special Purpose Acquisition Vehicles (kurz „SPACs“) großer Beliebtheit und haben dort zu einem regen IPO-Geschehen beigetragen. Bei SPACs handelt es sich um börsennotierte Mantelgesellschaften, die das durch den Börsengang eingesammelte Kapital für Fusionen und Übernahmen nutzen. Eine solche Transaktion kann dem Zielunternehmen unter anderem frisches Eigenkapital für den Schuldenabbau zur Verfügung stellen und/oder eine Alternative zu einem eigenständigen Börsengang sein. Häufig werden diese „Blankoscheck-Unternehmen“ von bekannten Investoren initiiert. Ein Beispiel ist Pershing Square Tontine Holdings, das von dem aktivistischen Aktionär William (Bill) Ackman von Pershing Square Capital Management ins Leben gerufen wurde. In Europa haben sich SPACs zwar bislang noch nicht durchgesetzt, jedoch stellen europäische Unternehmen durchaus interessante Ziele für nordamerikanische SPACs dar. So hat vor Kurzem das an der New York Stock Exchange (NYSE) gelistete SPAC Far Point Acquisition Corporation, das seinen Investmentfokus auf Fintech gesetzt hat, die schweizerische Global Blue Group, einen Anbieter im Bereich Tax-Free Shopping und Zahlungslösungen, übernommen und damit an die NYSE gebracht.

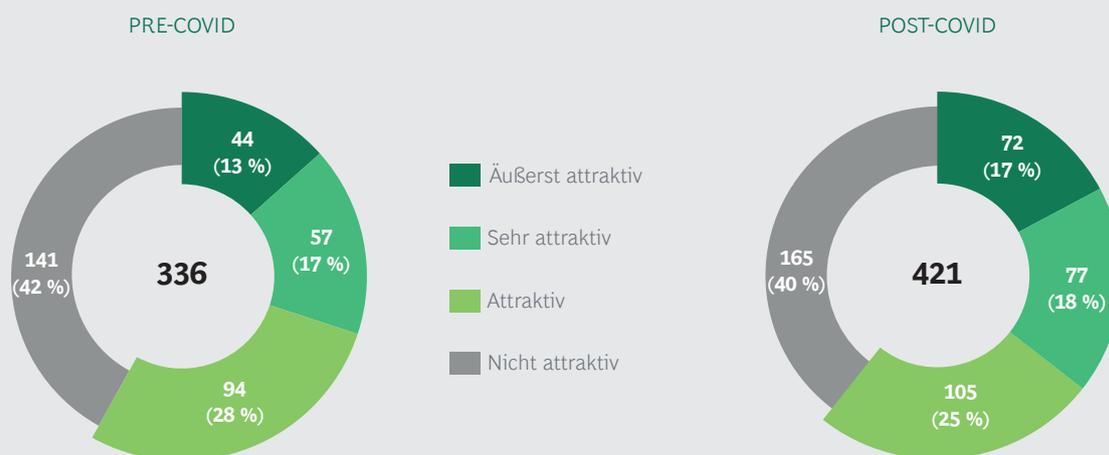
3. Potenzielle Zielunternehmen aktivistischer Investoren in der DACH-Region

Zu Jahresbeginn hatten wir schon einmal die Frage aufgeworfen, wie viele Unternehmen aus der DACH-Region ins Visier aktivistischer Investoren geraten könnten. Das Ergebnis der Studie mit börsennotierten Unternehmen, die wir dazu durchgeführt haben: Ein großer Anteil der Unternehmen war attraktiv für aktivistische Investoren (rd. 60 Prozent), rund 30 Prozent waren sogar sehr bzw. äußerst attraktiv (siehe BCG-Studie [Aktivistische Investoren: Widerstand zwecklos? Wie Unternehmen von aktivistischen Investoren profitieren können](#)).

Um den Entwicklungen des aktuellen, sehr turbulent verlaufenden Jahres Rechnung zu tragen, haben wir unsere Analyse Ende November 2020 aktualisiert. Dabei wurde die Methodologie weitestgehend beibehalten und nur die Mindestmarktkapitalisierung angepasst, um die teilweise gesunkenen Marktbewertungen abzubilden (siehe Appendix „Methodik der Studie“, S. 13).

Die neue Untersuchung zeigt, dass es in der DACH-Region inzwischen mehr und deutlich attraktivere Ziele gibt als zu Beginn des Jahres (siehe Abbildung 2). Rund 35 Prozent der untersuchten Unternehmen stellen jetzt äußerst bzw. sehr attraktive Ziele für Aktivisten dar.

ABBILDUNG 2 | Mehr als die Hälfte der betrachteten Unternehmen sind interessante Ziele für aktivistische Investoren



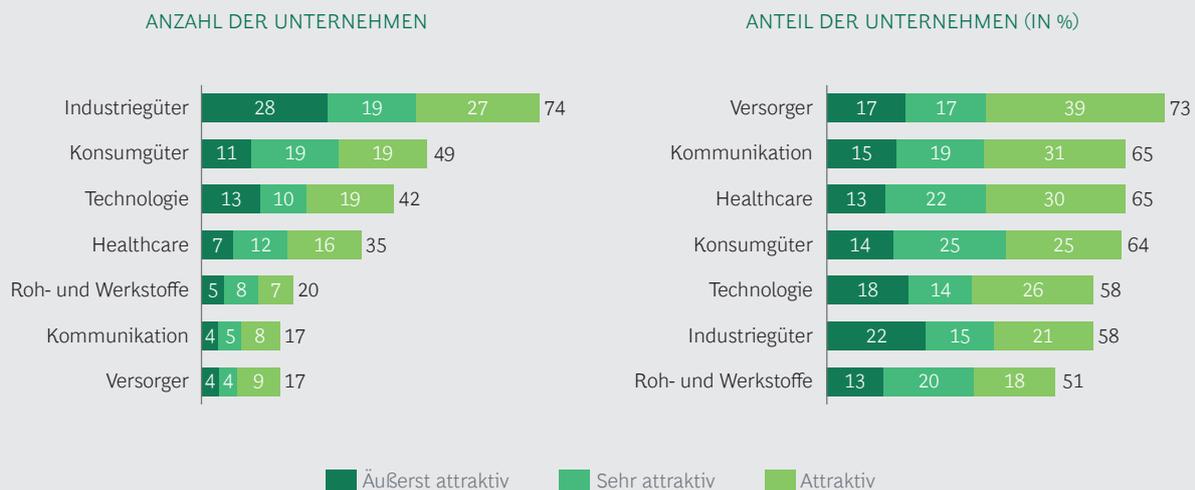
Quelle: S&P Capital IQ; Refinitiv; BCG-Analyse

Anmerkung: Es wurden insgesamt 579 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als € 100 Mio. und einem Streubesitz von mehr als 5 % aus Deutschland, Österreich und der Schweiz untersucht. Finanzunternehmen, Versicherungen sowie Immobilienunternehmen wurden ausgeschlossen, womit eine Untersuchungsbasis von 421 Unternehmen verblieb

Diese Entwicklung hat verschiedene Ursachen. Zum einen verwenden wir internationale Benchmarks, die zum Teil stark durch die USA dominiert und deshalb deutlich besser durch die Krise gekommen sind.

Das ist insbesondere im TMT-Bereich der Fall – Technologieunternehmen jagen an den US-Märkten seit Monaten von einem Rekordhoch zum nächsten. In diesem Sektor ist der Anteil gefährdeter Unternehmen im DACH-Raum besonders stark gestiegen. Aber auch Branchen, die schon zu Jahresanfang stark vertreten waren – etwa Industrie- und Konsumgüter sowie Versorger –, weisen weiterhin interessante Ziele auf. Zum anderen dürfte die Tatsache, dass viele heimische Unternehmen ihr Geld im Export verdienen, wo sie stark von globalen Märkten und internationalem Handel abhängig sind, zu diesem Trend beitragen (siehe Abbildung 3).

ABBILDUNG 3 | Industrie- und Konsumgüterunternehmen sind für Aktivisten besonders attraktiv



Quelle: S&P Capital IQ; Refinitiv; BCG-Analyse

Anmerkung: Es wurden insgesamt 565 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als € 100 Mio. und einem Streubesitz von mehr als 5 % aus Deutschland, Österreich und der Schweiz untersucht. Finanzunternehmen, Versicherungen sowie Immobilienunternehmen wurden ausgeschlossen, womit eine Untersuchungsbasis von 421 Unternehmen verblieb

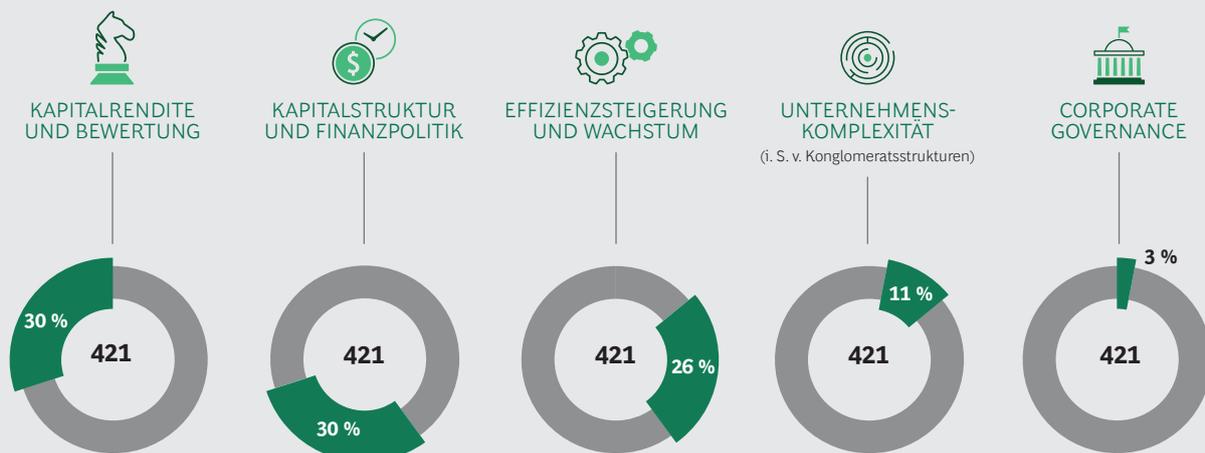
Analog zu unserer ersten Studie vom Jahresbeginn haben wir die Attraktivität der Unternehmen für aktivistische Investoren erneut mit Hilfe verschiedener KPIs bestimmt. Diese Indikatoren teilen wir wiederum in fünf Kategorien ein:¹

1. Kapitalrendite und Bewertung
2. Operative Performance
3. Kapitalstruktur und Finanzpolitik
4. Unternehmenskomplexität (im Sinne von Konglomeratsstrukturen)
5. Corporate Governance

Betrachtet man unsere Studienergebnisse anhand dieser fünf Ursachen- bzw. Indikatorkategorien, so lässt sich feststellen, dass Corporate-Governance-Themen – obwohl sie häufig Teil aktivistischer Kampagnen sind – nur in sehr wenigen Fällen zu den Hauptursachen für eine Gefährdung zählen (siehe Abbildung 4). Die größeren Wertsteigerungshebel liegen nach unseren Analysen zumeist in der Verbesserung von Kapitalrendite und Bewertung, der Optimierung von Kapitalstruktur und Finanzpolitik sowie der Steigerung der operativen Unternehmensperformance (im Sinne von Effizienz und Wachstum).

¹ Siehe den Appendix für eine detailliertere Darstellung der Methodik

ABBILDUNG 4 | Ursachen für die Gefährdung äußerst attraktiver und sehr attraktiver Zielunternehmen sind unterschiedlich ausgeprägt

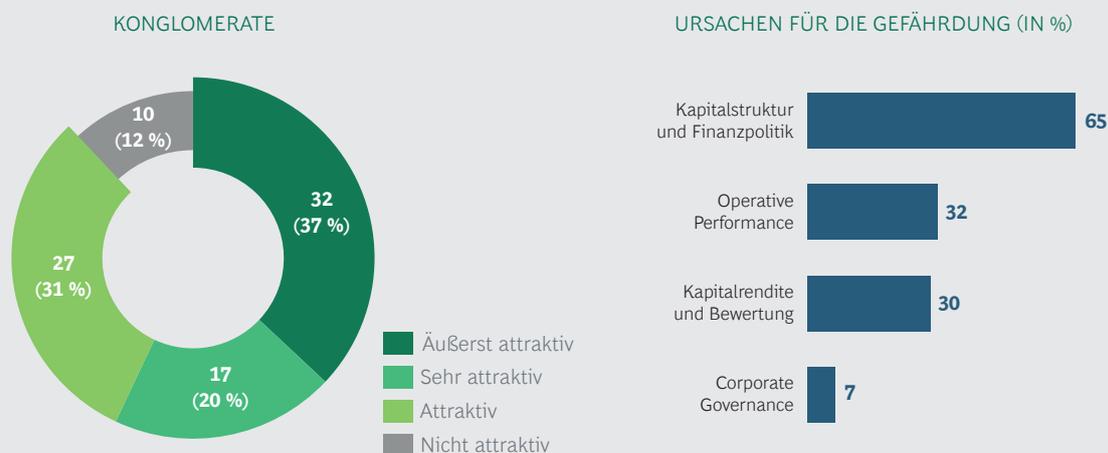


Quelle: S&P Capital IQ; Refinitiv; BCG-Analyse

Anmerkung: Es wurden insgesamt 565 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als € 100 Mio. und einem Streubesitz von mehr als 5 % aus Deutschland, Österreich und der Schweiz untersucht. Finanzunternehmen, Versicherungen sowie Immobilienunternehmen wurden ausgeschlossen, womit eine Untersuchungsbasis von 421 Unternehmen verblieb

Auch komplexere Unternehmen, vor allem Konglomerate, sind vermehrt ins Visier aktivistischer Investoren geraten. Dabei bieten Konglomerate vor dem Hintergrund der COVID-19-Krise insbesondere in den Bereichen Kapitalstruktur und Dividendenpolitik potenzielle Angriffspunkte (siehe Abbildung 5).

ABBILDUNG 5 | 90 Prozent der Konglomerate sind für aktivistische Investoren attraktiv, insbesondere aufgrund ihrer Finanzpolitik



Quelle: S&P Capital IQ; Refinitiv; BCG-Analyse

Anmerkung: Es wurden insgesamt 579 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als € 100 Mio. und einem Streubesitz von mehr als 5 % aus Deutschland, Österreich und der Schweiz untersucht. Finanzunternehmen, Versicherungen sowie Immobilienunternehmen wurden ausgeschlossen, womit eine Untersuchungsbasis von 421 Unternehmen verblieb. Davon wurden 86 als Konglomerate klassifiziert

Beachtenswert ist auch, dass die Schweiz nach wie vor relativ wenig attraktive Ziele aufweist. Die dortigen Unternehmen scheinen im Vergleich zu Deutschland und Österreich deutlich besser aufgestellt zu sein. Ein Grund für diesen augenfälligen Unterschied könnte aber systematischer Natur sein, denn Schweizer Unternehmen verfügen oftmals über höhere Kapitalmarktbewertungen (im Sinne von Multiplikatoren) als ihre internationalen Vergleichsunternehmen.

Sowohl die Analyse vom Februar 2020 als auch das Update aus dem Herbst zeigen: An attraktiven Targets in der DACH-Region, insbesondere in den Sektoren TMT und Konsumgüter sowie bei Konglomeraten, herrscht kein Mangel. Nach dem Fundraising der vergangenen Monate und Jahre sind die Kassen aktivistischer Investoren gut gefüllt. Damit sollte in den kommenden Monaten eine starke Nachfrage auf ein ausreichendes Angebot treffen.

Diese Einschätzung deckt sich mit der vieler institutioneller Investoren (siehe [BCG Investor Pulse Check #12](#)). So stimmten in einer aktuellen BCG-Umfrage 67 Prozent von ihnen der Aussage zu, dass gesunde Unternehmen mit einem Anstieg der Kampagnen von Aktivisten rechnen müssen. Vor diesem Hintergrund empfehlen sie, dass Unternehmen ihre Fundamentaldaten kurz- und mittelfristig stärken sollten, um das Risiko eines Einstiegs aktivistischer Investoren zu senken.

4. Die Shareholder-Engagement-Revolution: Vom passiven Investor zum engagierten Aktionär

Gleichzeitig findet derzeit global, aber auch in Deutschland ein historischer Umbruch der Rolle von Investoren statt. Viele Kapitalsammelstellen wie Asset-Manager, Pensionsfonds oder Staatsfonds haben so umfangreiche Assets auf sich vereint, dass inzwischen wenige große Investoren wesentliche Anteile an nahezu allen gelisteten Unternehmen halten. Neben der Performance legen diese Investoren auf einen weiteren Punkt besonderen Wert: ESG (Environmental, Social, Governance), also Umwelt, Soziales und Governance. Die ESG-Diskussion hat aus rein passiven Investoren engagierte Shareholder gemacht, die aktiv in den Dialog mit ihren investierten Unternehmen treten. So erklärten in einer aktuellen BCG-Umfrage immerhin 45 Prozent der institutionellen Investoren ihre Zustimmung zu der Aussage, dass gesunde Unternehmen auch im aktuellen Umfeld ihre ESG-Agenda und -Prioritäten weiterverfolgen sollten – selbst wenn dies zu niedrigeren Unternehmensgewinnen führt (siehe [BCG Investor Pulse Check #12](#)).

Aufgrund der hohen Konzentration von Assets und der Tatsache, dass ein großer Teil dieser Assets in Index-/ETF-Fonds gebunden ist, können viele Investoren Unternehmen, die ihren ESG-Kriterien nicht entsprechen, nicht mehr einfach ignorieren oder aus ihrem Anlageuniversum ausschließen. Ihnen bleibt nur die Flucht nach vorn, d. h. die Interaktion mit den jeweiligen Unternehmen und die aktive Kommunikation ihrer Interessen und Überzeugungen (bzw. der Interessen ihrer Investoren). Als eine Konsequenz dieser Entwicklung haben inzwischen alle großen Investoren eigene Stewardship-Abteilungen eingerichtet, die mit erfahrenen Köpfen besetzt und mit weitreichenden Kapazitäten und Kompetenzen ausgestattet sind.

Die Rolle von institutionellen Investoren verändert sich massiv

Eine weitere bemerkenswerte Entwicklung ist, dass ehemals passive Investoren in jüngster Zeit nicht mehr nur in Bezug auf Umweltthemen („Environmental“) mit ihren Unternehmen interagieren, sondern vermehrt auch Interesse an Kernfragen der Geschäftstätigkeit wie Steuerung, Strategie und Kapitalallokation zeigen. So sind zwei von drei Investoren der Meinung, dass Unternehmen ihre Portfoliostrategie jetzt aktiv hinterfragen sollten, und machen dies auch in ihren Diskussionen mit Vorständen deutlich (siehe [BCG Investor Pulse Check #12](#)).

Als erste Zwischenbilanz lässt sich festhalten: Die Rolle von Aktionären – und damit ihre Relevanz für Vorstände börsennotierter Unternehmen – hat sich massiv verändert. Wir erwarten, dass sich diese Entwicklung künftig noch verstärken wird. Für Unternehmen bedeutet das: Es genügt nicht, dass sie auf das Auftreten aktivistischer Investoren vorbereitet sind. Shareholder-Engagement bzw. Active Ownership ist vielmehr ein Trend, der immer mehr Firmen maßgeblich verändern und zu neuen, weiterreichenden Interaktionen mit ihren Aktionären führen wird.

5. War 2020 die Ruhe vor dem Sturm? Was Unternehmen aus dem Stresstest lernen sollten

2020 gab es nur wenige Kampagnen aktivistischer Investoren – das haben wir weiter oben bereits festgestellt. Unternehmen sollten aus dieser Ruhe am Markt jedoch keine falschen Schlüsse ziehen – das legen unsere Befunde nahe. Vielmehr kommt es gerade jetzt darauf an, zu analysieren, wo es offene Flanken gibt, die Aktivisten möglicherweise nutzen könnten, um Wert freizusetzen, und welche Unternehmensteile vor dem Hintergrund der Corona-Krise neu betrachtet werden sollten. Dabei entscheidet nicht zuletzt die Frage, wie gut ein Unternehmen die Corona-Krise meistert, darüber, ob es eine Kampagne von aktivistischen Investoren zu befürchten hat. Die Entschlossenheit des Handelns in der Pandemie gilt dabei auch als wichtiger Indikator für die Qualität des Managements. So folgen nach unseren Analysen in rund 40 Prozent der Kampagnen, bei denen Wechsel in der Unternehmensführung oder -kontrolle gefordert werden, auch personelle Veränderungen in Vorstand und/oder Aufsichtsrat.

Zudem müssen sich Unternehmen grundsätzlich auf ein breiteres Shareholder-Engagement einstellen – nicht nur seitens aktivistischer Investoren und in Bezug auf Nachhaltigkeitsthemen, sondern auch von Seiten bisher eher passiver Investoren und im Hinblick auf eine ganze Reihe von Aspekten: von klassischen ESG-Fragestellungen wie Nachhaltigkeit und Governance bis hin zu Strategiethemata und Fragen der optimalen Kapitalstruktur. Es ist also an der Zeit, sich mit der Entwicklung einer Shareholder-Value-Strategie auseinanderzusetzen, welche die Unternehmens- und Finanzstrategie sowie die Investorenstrategie zusammenführt, und das Heft des Handelns jetzt in die Hand zu nehmen, bevor sich die Unsicherheit an den Märkten wieder legt (siehe Box „TSR-Strategie: Wie wird aus einem guten Unternehmen eine gute Aktie?“).

Wie wird aus einem guten Unternehmen eine gute Aktie?

TSR-STRATEGIE: WIE WIRD AUS EINEM GUTEN UNTERNEHMEN EINE GUTE AKTIE?

Für Aktionäre ist zuallererst der Total Shareholder Return (TSR) die relevante Maßzahl, denn dieser stellt „unterm Strich“ ihre Gesamtrendite dar, da er sowohl Ausschüttungen und Aktienrückkäufe wie auch die Steigerung des Aktienkurses berücksichtigt. Entsprechend muss sich das Augenmerk darauf richten, den TSR – unter Einhaltung von weiteren Bedingungen wie sozialen oder ökologischen Aspekten – zu optimieren.

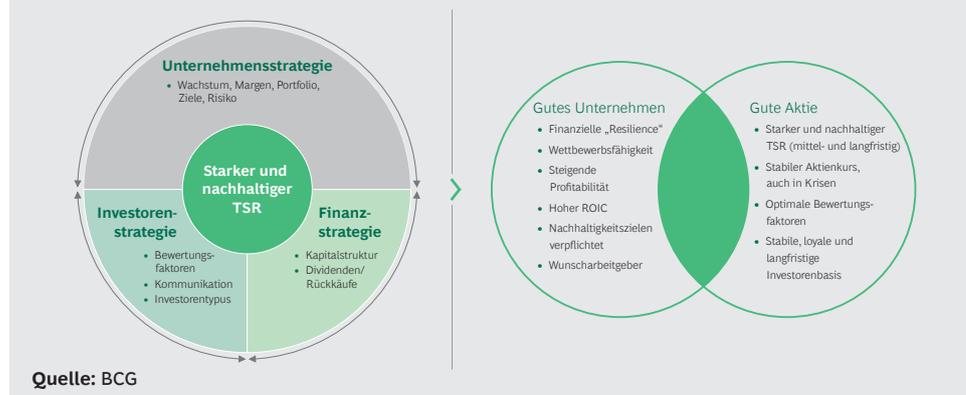
Viele Unternehmenslenker sind zuvörderst und hauptsächlich mit der klassischen Unternehmensstrategie (Corporate & Business Strategy) beschäftigt. Hier gilt es, Wettbewerbsvorteile zu schaffen und zu sichern, in Wachstum zu investieren sowie die Profitabilität und die Rendite auf das eingesetzte Kapital zu steigern. Dazu zählen auch Entscheidungen bezüglich des Unternehmensportfolios, also über Akquisitionen und Divestments. In einem weiteren Schritt wird dann oftmals die Finanzstrategie bestimmt, d. h. der optimale Verschuldungsgrad und die Ausschüttungspolitik. All dies ist für die Führung eines gut funktionierenden Unternehmens selbstverständlich notwendig.

Aber ein gutes Unternehmen ist noch nicht gleichbedeutend mit einer guten Aktie. Eine gute Aktie ist vor allem gekennzeichnet durch signifikante und nachhaltige Wertsteigerungen (also den TSR), eine optimale Bewertung (das heißt, das Unternehmen ist weder unter- noch überbewertet) sowie eine stabile, loyale und langfristig orientierte Investorenbasis.

Um dies zu erreichen, ist es erforderlich, eine integrierte Investorenstrategie zu entwickeln. Für diese muss ein Verständnis des aktuellen und des angestrebten Aktionärsmix sowie darauf aufbauend eine stimmige Investorenkommunikation erarbeitet werden – das hilft dabei, Fehlbewertungen zu verhindern. Eine solche Investorenstrategie sollte im Einklang mit der Unternehmens- und Finanzstrategie stehen und entsprechend auch Rückmeldung an diese geben, beispielsweise in Hinblick auf die Erwartungen und Reaktionen der Investoren. Damit lässt sich der häufig von Investoren geäußerten Kritik an einer mangelnden Abstimmung zwischen der Investorenstrategie und der Unternehmens- und Finanzstrategie vorbeugen.

Damit ein gutes Unternehmen auch eine gute Aktie wird, müssen Unternehmens-, Finanz- und Investorenstrategien ineinandergreifen

ABBILDUNG 6 | Damit ein gutes Unternehmen eine gute Aktie wird, müssen mehrere Strategien ineinandergreifen



Appendix: Methodik der Studie

Für die vorliegende Studie haben wir als Grundgesamtheit börsennotierte Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als € 100 Mio. in Deutschland, Österreich und der Schweiz per September 2020 untersucht (579 Unternehmen). Ausgenommen wurden Finanzunternehmen und Firmen, bei denen nicht mindestens fünf Prozent der Anteile in Streubesitz sind. Daraus ergab sich eine Untersuchungsbasis von 421 Unternehmen.

Auf Basis einer umfangreichen Analyse öffentlich verfügbarer historischer Kommunikation von aktivistischen Investoren haben wir bestimmte Indikatoren bzw. Kennzahlen als repräsentativ für die häufigsten Angriffspunkte von Aktivisten eingestuft. Zusätzlich wurde die gewählte Methodik einem qualitativen Backtesting unterzogen.

Um festzustellen, ob die entsprechende Kennzahl einen Angriffspunkt darstellt, haben wir sie jeweils mit dem mittleren Wert des relevanten Industriesegments verglichen. Je mehr Kennzahlen eine negative Abweichung zu vergleichbaren Unternehmen aufwiesen, als desto höher wurde die Wahrscheinlichkeit einer aktivistischen Attacke eingestuft.

Die jeweilige Attraktivität der Unternehmen für aktivistische Investoren wurde anhand verschiedener KPIs in fünf Kategorien eingeteilt und bewertet:

1. Kapitalrendite und (relative) Bewertung (u. a. Total Shareholder Return)
2. Operative Performance (u. a. Profitabilität)
3. Kapitalstruktur und Finanzpolitik (u. a. Dividendenrendite)
4. Unternehmenskomplexität i. S. v. Konglomeratsstrukturen (Anzahl der Segmente)
5. Corporate Governance (ESG Controversies Score)

Die wesentlichen externen Datenquellen für unsere Analysen waren Activist Insight, S&P Capital IQ sowie Refinitiv Eikon und Datastream.

Über die Autoren

Rüdiger Wolf, Managing Director und Partner im Hamburger Büro der Boston Consulting Group, ist Experte für Corporate Development und Restrukturierung.
wolf.ruediger@bcg.com

Dr. Philipp Jostarndt ist Managing Director und Partner im Münchner Büro der Boston Consulting Group. Er leitet den Bereich Shareholder Advisory & Activism in Europe, Middle East & Africa.
jostarndt.philipp@bcg.com

Johannes P. Burkhardt ist Principal im Münchner Büro der Boston Consulting Group. Er ist Teil der Praxisgruppe Financial Institutions und fokussiert sich auf Asset- und Investment-Management.
burkhardt.johannes@bcg.com

Dominik Degen, Knowledge Expert und Team Manager im Münchner Büro der Boston Consulting Group, ist Experte für Corporate Development, insbesondere Mergers & Acquisitions.
degen.dominik@bcg.com

Danksagung

Wir bedanken uns bei allen Gesprächspartnern für ihre Zeit und Mühe. Darüber hinaus gilt unser besonderer Dank Daniel Kim und Fabian Turcinov, ohne deren Einsatz diese Studie nicht möglich gewesen wäre.

Zudem danken wir Anette von Löwenstern für die Hilfe bei der Ausarbeitung des Textes. Des Weiteren gebührt Lone Bjerregaard Jensen, Katja Schaumann und Gerd Meyer besonderer Dank für die grafische und editorische Unterstützung.

Für weiteren Kontakt

Wenn Sie die Studie und deren Ergebnisse diskutieren möchten, wenden Sie sich gern an die Autoren.

Für Nachdruckgenehmigungen wenden Sie sich bitte an BCG unter permissions@bcg.com.

Unter bcg.com finden Sie aktuelle BCG-Inhalte. Dort können Sie sich auch registrieren, um E-Alerts zu diesem oder anderen Themen zu erhalten.

Folgen Sie der Boston Consulting Group auf Facebook und Twitter.

© Boston Consulting Group 2020. Alle Rechte vorbehalten.
12/2020

