

# Aktivistische Investoren

*Widerstand zwecklos? Wie Unternehmen von  
aktivistischen Investoren profitieren können*



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](http://www.bcg.de).



# Aktivistische Investoren

*Widerstand zwecklos? Wie Unternehmen von  
aktivistischen Investoren profitieren können*

**Dr. Philipp Jostarndt, Rüdiger Wolf und Dominik Degen**

Februar 2020

## ZUSAMMENFASSUNG

---

Die Zahl der Kampagnen aktivistischer Anteilseigner nimmt seit Jahren stetig zu – auch in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Unternehmen können vor dieser Entwicklung die Augen nicht verschließen; Ignorieren und Aussitzen sind keine Option. Weitaus sinnvoller ist es, sich die Perspektive eines aktivistischen Investors zu eigen zu machen und so das eigene Unternehmen kritisch unter die Lupe zu nehmen. So lassen sich potenzielle Schwachstellen identifizieren, die dann im Vorhinein beseitigt werden können. Sind aktivistische Investoren bereits investiert, sollten Unternehmen den Dialog mit ihnen suchen und kooperieren, um Defizite zu beheben und den Unternehmenswert nachhaltig zu steigern.

---

**A**KTIVISTISCHEN INVESTOREN SCHLÄGT IN Europa immer noch starke Skepsis entgegen. In vielen Fällen setzen sie die Führung von Unternehmen öffentlich unter Druck, stellen die strategische Ausrichtung in Frage und versuchen, ihre Partikularinteressen durchzusetzen, um ihre Anteile dann möglichst gewinnbringend zu veräußern. Bekanntere Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit sind der Einstieg von Active Ownership Capital (AOC) bei der Sunrise Communications Group, bei dem die neuen Anteilseigner gemeinsam mit anderen gegen den Erwerb von UPC Switzerland opponierten, oder das Engagement von Cerberus Capital bei der Deutschen Bank, im Zuge dessen der Fonds eine weitreichende Transformation unterstützt. Ein weiteres aktuelles Beispiel ist der medial intensiv begleitete Einstieg des Hedgefonds Elliott Management bei Thyssenkrupp, wo zuvor auch schon Cevian Capital seit längerem engagiert war. Unmittelbar danach wurde öffentlich die Forderung erhoben, die Konditionen des angekündigten Joint Ventures im Stahl-Bereich mit Tata Steel neu zu verhandeln sowie signifikante operative Verbesserungen anzustreben.

Es gibt noch einen weiteren Grund dafür, dass das Image aktivistischer Aktionäre nicht das beste ist: Sie scheuen die offene Konfrontation nicht, selbst dann, wenn sie nur einen geringen Aktienanteil halten. Das war beispielsweise bei der öffentlichen Kampagne des US-Fonds Wyser-Pratte gegen die Geschäftsführung der familiengeführten Bremer Technologieunternehmensgruppe OHB im Jahr 2018 der Fall. In einem offenen Brief kritisierte Wyser-Pratte die Corporate Governance des Unternehmens und griff damit die Eigentümerfamilie, die ca. 70 Prozent der Anteile hält, direkt an: „All das erinnert an die Führungsstruktur einer Feudalaristokratie, mit Vasallen, die ihrem Grundherrn zu Diensten sind.“<sup>1</sup>

Solche medial ausgefochtenen Kampagnen haben das in der öffentlichen Meinung vorherrschende Bild von aggressiven aktivistischen Anteilseignern geprägt. Das Gros der in Europa ansässigen aktivistischen Investoren – etwa die schwedische Cevian Capital oder die Schweizer Teleios Capital Partners – gilt jedoch grundsätzlich als konstruktiv und kooperationswillig. Sie vermeiden Schaukämpfe in der Öffentlichkeit und betonen ihre langfristige Anlagestrategie. Ein Beispiel hierfür ist das Engagement von Cevian bei dem schwedischen Automobilzulieferer Autoliv, in dessen Rahmen sogar ein Kooperationsvertrag zwischen der Investmentgesellschaft und dem Hersteller automobiler Sicherheitssysteme abgeschlossen wurde.

Unabhängig von ihrem Auftreten haben aktivistische Investoren häufig ein gutes Gespür für die wesentlichen Werttreiber eines Unternehmens und wissen die richtigen Akzente zu setzen. Aus diesem Grund bedarf das Thema einer objektiven Betrachtung.

---

Unabhängig von ihrem Auftreten haben aktivistische Investoren häufig ein gutes Gespür für die wesentlichen Werttreiber eines Unternehmens und wissen die richtigen Akzente zu setzen.

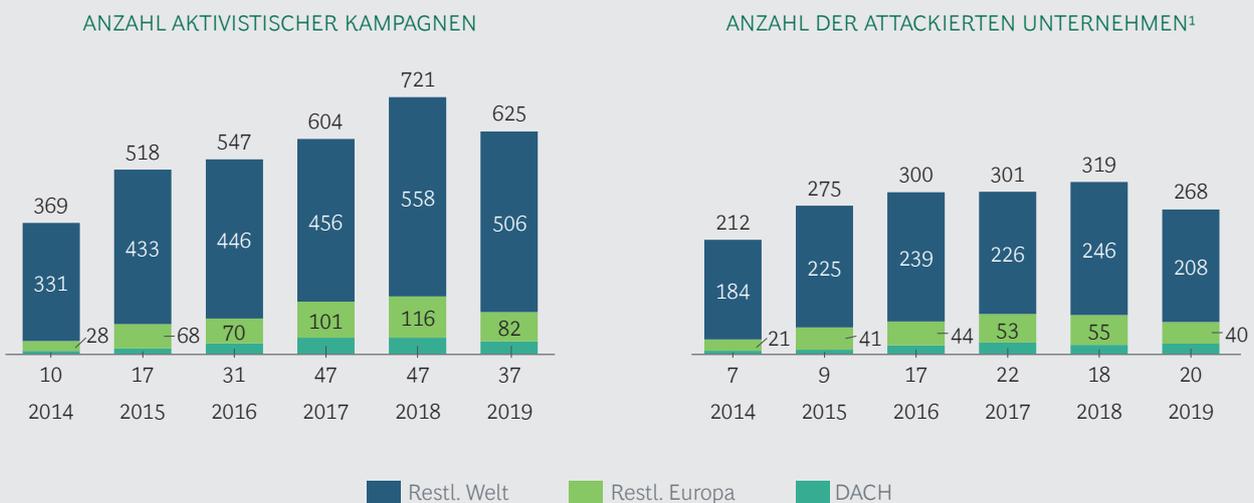
<sup>1</sup> Quelle: Finance-Magazin.de, 18. August 2017

## Historische Marktentwicklung: Die Anzahl aktivistischer Kampagnen ist weltweit stark gestiegen – auch in Deutschland, Österreich und der Schweiz

Die Zahl aktivistischer Kampagnen hat in den vergangenen Jahren, befördert durch die günstigen Einstiegschancen, das stabile Wirtschaftsumfeld und hohe Mittelzuflüsse, weltweit deutlich zugenommen. Das gilt auch für Deutschland, Österreich und die Schweiz (DACH). So gab es 2014 in der DACH-Region zehn öffentlich bekannte Kampagnen von Aktivisten mit Bezug auf Unternehmen, die eine Marktkapitalisierung von mindestens \$ 250 Mio. aufwiesen. Im Jahr 2019 waren es bereits 37 Kampagnen bei 20 Unternehmen.

International, insbesondere im englischsprachigen Raum, hat sich diese Art der Investments schon stärker etabliert: Weltweit waren im Jahr 2019 625 Kampagnen bei 268 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mindestens \$ 250 Mio. zu verzeichnen; rund 360 davon – also mehr als die Hälfte – fanden in den USA statt. In Europa gab es 119 Kampagnen, wobei das Ranking der europäischen Länder von Großbritannien mit 42 Kampagnen angeführt wird. Die Dunkelziffer ist jedoch noch höher, da nicht alle Anteilskäufe von Aktivisten oberhalb der gesetzlichen Meldepflicht liegen oder ihre Forderungen publik werden.

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



Quelle: Activist Insight; BCG-Analyse

<sup>1</sup>Jedes attackierte 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 > \$ 250 Mio. per Januar 2020

Aktivistische Investoren haben dabei nicht nur von günstigen Rahmenbedingungen profitiert, sondern auch ihr Zielspektrum stark erweitert. Sie sind zunehmend bereit, größere Risiken zu tragen und längerfristig in einem Unternehmen investiert zu bleiben.

Grundsätzlich sind Unternehmen mit einer zersplitterten Aktionärsstruktur von besonderem Interesse für aktivistische Investoren, da es bei ihnen leichter ist, Einfluss auf die Unternehmensführung geltend zu machen. Das eingangs erwähnte Beispiel der OHB zeigt, dass aktivistische Investoren aber auch Unternehmen mit starken Ankerinvestoren, die eine Mehrheit oder Sperrminorität halten, ins Visier nehmen. Auch kooperieren sie häufiger mit großen institutionellen Investoren, um aktiv ausgeübte Stimmrechte zu bündeln, ein Gegengewicht zu etablierten Ankerinvestoren zu bilden und gezielt Einfluss auf die Ausrichtung des Unternehmens nehmen zu können. So stellen führende nordamerikanische Pensionsfonds wie California Public Employees' Retirement System (CalPERS) und Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS) nicht nur Kapital für aktivistische Investoren bereit, sondern üben zusätzlichen Handlungsdruck auf das jeweilige Unternehmen aus. Entsprechend haben auch die drei größten Anbieter von Indexfonds, BlackRock, State Street und Vanguard, erst kürzlich ihre Shareholder-Engagement-Teams ausgebaut.

Neben institutionellen Investoren zeigen sich auch Stimmrechtsberater (sog. Proxy Advisors) offen für die Vorschläge von aktivistischen Investoren. Insbesondere in den USA haben sich die Aktivisten auf diese Weise vom „Corporate Raider“ in den 80er Jahren zu einem akzeptierten Player im aktuellen Marktumfeld entwickelt. Hinzu kommt der Einfluss aktivistischer Investoren der wachsenden Anteile passiver Indexfonds, die sich nicht in die Unternehmensführung einbringen wollen und ihre Stimmrechte nicht ausschöpfen. Kleinere Aktienpakete aktivistischer Investoren können so bereits ausreichend sein, damit diese ihre Forderungen durchsetzen können. Durch die Bündelung der Stimmrechte sind auch große Konzerne mit einer Marktkapitalisierung von über € 10 Mrd. für aktivistische Investoren von Interesse.

Zudem sind die anfänglichen Berührungsängste von Fondsmanagern und Investoren inzwischen deutlich geringer geworden. Eine von uns im Jahr 2018 durchgeführte Umfrage unter Investoren hat sogar gezeigt, dass mehr als die Hälfte der Befragten den Einstieg von Aktivisten begrüßen würden. 70 Prozent sind der Meinung, dass der Einfluss auf Unternehmensstrategie und Kostenstruktur wertsteigernd ist, rund 40 Prozent versprechen sich davon mittel- und langfristig eine bessere Rendite. Nicht selten erhöht sich allein durch den Einstieg von Aktivisten der Aktienkurs. Die Zustimmung der breiten Investorenbasis gibt aktivistischen Investoren im konkreten Fall zusätzlichen Rückenwind.

Bereits seit einigen Jahren nutzen aktivistische Investoren beispielsweise den ausgeprägten Minderheitenschutz in Deutschland, um im Rahmen öffentlicher Übernahmeangebote zu investieren und dann, etwa bei einem späteren Squeeze-out, vom Abfindungsangebot des Käufers an die verbleibenden Aktionäre zu profitieren. Ein Beispiel hierfür ist die Übernahme von Kabel Deutschland durch Vodafone, aber auch der Kauf von Stada Arzneimittel durch die Finanzinvestoren Bain Capital und Cinven fällt in diese Kategorie. In beiden Fällen waren Aktivisten investiert. Die in den genannten Beispielen gesammelten Erfahrungen sowie die Unterstützung durch andere Aktionäre sind zwei Erklärungsansätze dafür, warum die Aktivität aktivistischer Investoren auch in der DACH-Region zunimmt. Selbst die hiesige Corporate Governance, die sich beispielsweise in der Mitbestimmung von Arbeitnehmervertretern in den Aufsichtsräten ausdrückt, stellt offenbar kein K.-o.-Kriterium dar.

---

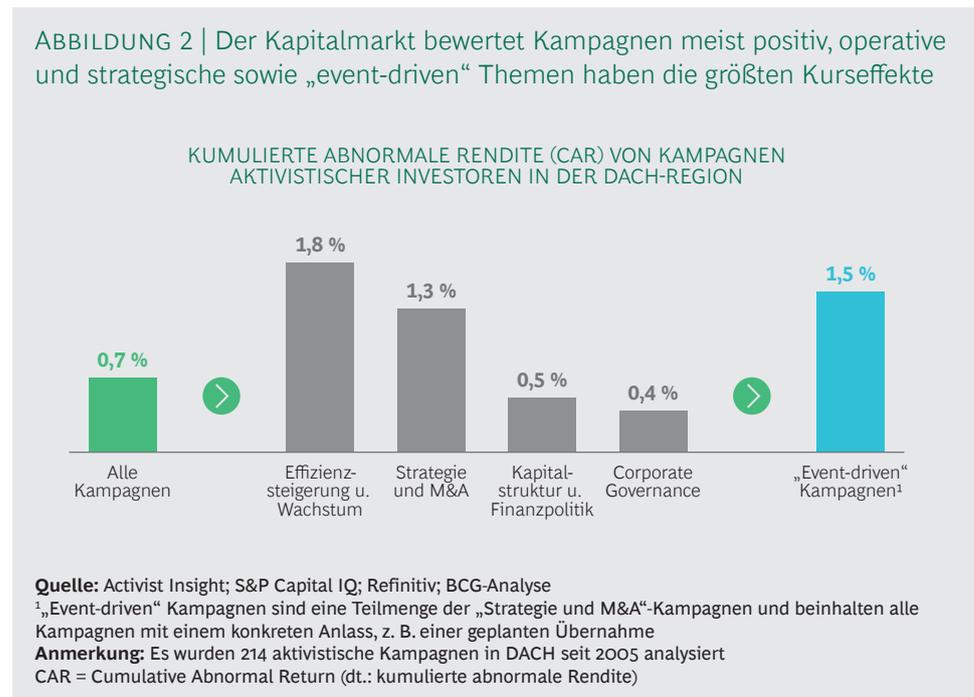
Die Zustimmung der breiten Investorenbasis gibt aktivistischen Investoren im konkreten Fall zusätzlichen Rückenwind.

## Wie beurteilt der Kapitalmarkt den Einstieg von Aktivisten?

Um herauszufinden, wie der Kapitalmarkt den Einstieg aktivistischer Investoren beurteilt, haben wir entsprechende Kampagnen in der DACH-Region analysiert. Im Ergebnis lässt sich feststellen, dass die Reaktionen zum Tag der Veröffentlichung in der Regel positiv sind. Als Indikator diente uns die kumulierte abnormale Rendite (Überrendite).

Insbesondere Forderungen nach Effizienzsteigerungen und Wachstumsinitiativen sowie zur strategischen Neuausrichtung scheinen am Kapitalmarkt gut anzukommen. Ebenso erscheint es intuitiv, dass auch Kampagnen, die im Rahmen besonderer Ereignisse („event-driven“) durchgeführt werden – vor allem im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen –, positive Kursreaktionen hervorrufen.

ABBILDUNG 2 | Der Kapitalmarkt bewertet Kampagnen meist positiv, operative und strategische sowie „event-driven“ Themen haben die größten Kurseffekte



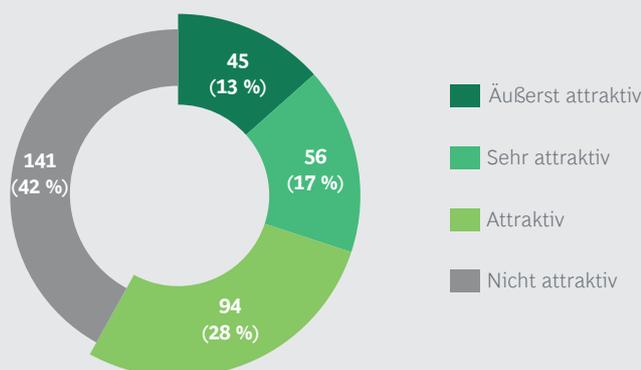
## Ausblick auf die weitere Entwicklung: Mindestens jedes vierte börsennotierte Unternehmen in DACH ist für aktivistische Investoren ein interessantes Ziel

In unserer repräsentativen Studie haben wir die – gemessen an der Marktkapitalisierung – 336 größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz untersucht. Banken, Versicherungen und Immobilienunternehmen waren ausgenommen. Bewertet wurde die Attraktivität der einzelnen Unternehmen für aktivistische Investoren anhand einer Reihe von Unternehmens- und Finanzkennzahlen. Diese wurden auf Basis einer umfangreichen Analyse der öffentlich verfügbaren Forderungen von aktivistischen Investoren abgeleitet. Je mehr Kennzahlen eines Unternehmens (negativ) vom Branchendurchschnitt abweichen,

desto attraktiver ist es für einen aktivistischen Investor. (Eine ausführliche Darstellung der Methodik ist auf Seite 17 zu finden.)

ABBILDUNG 3 | Mehr als die Hälfte der betrachteten Unternehmen sind interessante Ziele für aktivistische Investoren

ATTRAKTIVITÄT DER BETRACHTETEN UNTERNEHMEN FÜR AKTIVISTISCHE INVESTOREN



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

Anmerkung: Es wurden insgesamt 464 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als € 250 Mio. und einem Streubesitz > 5 % aus Deutschland, Österreich und der Schweiz untersucht. Finanzunternehmen, Versicherungen sowie Immobilienunternehmen wurden ausgeschlossen, womit eine Untersuchungsbasis von 336 Unternehmen verblieb

Die Studie zeigt, dass 101 der 336 näher betrachteten Unternehmen derzeit äußerst attraktive (45 Unternehmen) bzw. sehr attraktive (56 Unternehmen) Investitionsziele für aktivistische Investoren sind. Etwa zwei Drittel dieser rund 100 Unternehmen haben ihren Sitz in Deutschland, 9 Unternehmen sind in Österreich und 23 in der Schweiz ansässig. 94 weitere Unternehmen bieten zumindest interessante Ansatzpunkte für aktivistische Investoren und können in naher Zukunft, beispielsweise bei sinkenden Marktbewertungen, zu attraktiven Anlagezielen werden. Dabei stehen Konglomerate mit einer unterdurchschnittlichen Renditeerwartung im Vergleich zu direkten, oftmals spezialisierten Wettbewerbern unter besonderer Beobachtung. Mehr als die Hälfte der berücksichtigten Konglomerate sind für aktivistische Investoren äußerst attraktiv bzw. sehr attraktiv. Die prominentesten Beispiele, bei denen aktivistische Investoren aktuell investiert sind, sind Thyssenkrupp, ABB und Bayer.

ABBILDUNG 4 | Schweizer Unternehmen weisen eine geringere Attraktivität für aktivistische Investoren auf als deutsche und österreichische Unternehmen

ATTRAKTIVITÄTSLEVEL DER BETRACHTETEN UNTERNEHMEN

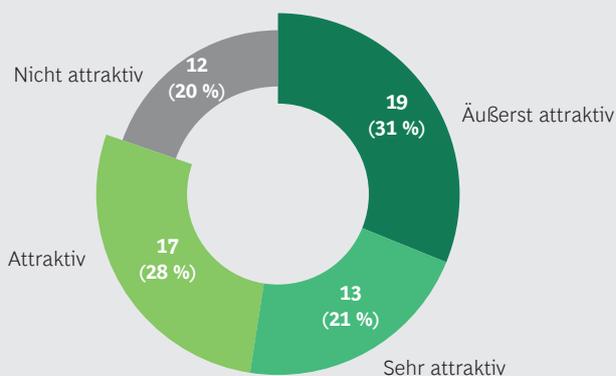


Quelle: Activist Insight; S&P Capital IQ; Refinitiv; BCG-Analyse

Anmerkung: Es wurden 464 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als € 250 Mio. und einem Streubesitz > 5 % aus Deutschland, Österreich und der Schweiz untersucht. Finanzunternehmen, Versicherungen sowie Immobilienunternehmen wurden ausgeschlossen, womit eine Untersuchungsbasis von 336 Unternehmen verblieb

ABBILDUNG 5 | 80 % der Konglomerate sind interessante Ziele für aktivistische Investoren, insbesondere aufgrund ihrer Finanzpolitik

KOMGLOMERATE



URSACHEN FÜR DIE ATTRAKTIVITÄT (IN %)

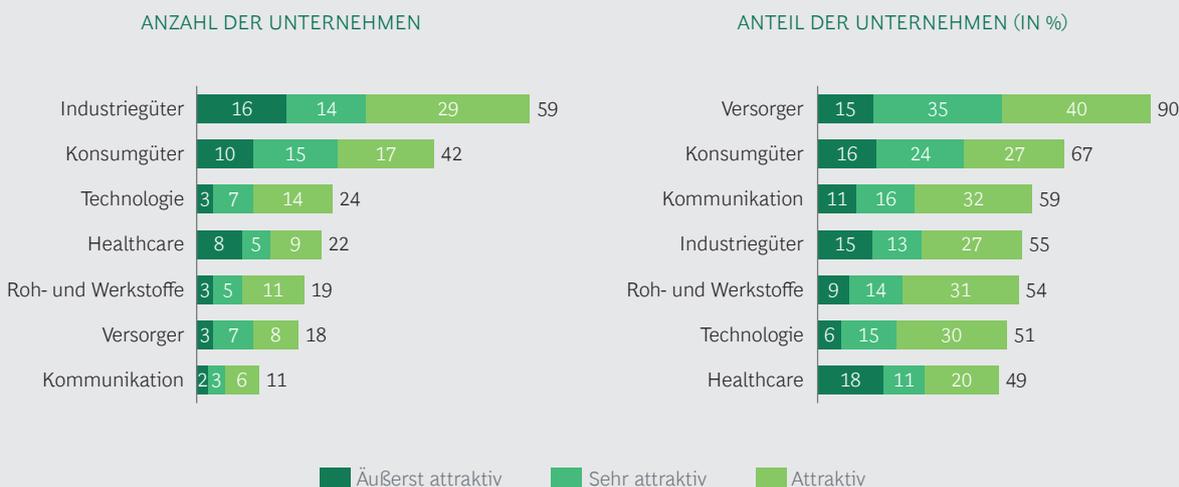


Quelle: Activist Insight; S&P Capital IQ; Refinitiv; BCG-Analyse

Anmerkung: Es wurden 464 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als € 250 Mio. und einem Streubesitz > 5 % aus Deutschland, Österreich und der Schweiz untersucht. Finanzunternehmen, Versicherungen sowie Immobilienunternehmen wurden ausgeschlossen, womit eine Untersuchungsbasis von 336 Unternehmen verblieb

Beim Blick auf die betroffenen Industrien zeigt sich, dass aktuell insbesondere Unternehmen im Industriegütersektor, in der Konsumgüterbranche sowie der Energiewirtschaft Einstiegsmöglichkeiten für aktivistische Investoren bieten. Dies mag zum einen daran liegen, dass Unternehmen in diesen Industrien oftmals komplexere Unternehmensstrukturen (Konglomerate) aufweisen. Ein anderer Grund ist, dass Branchen wie die Energiewirtschaft oder die Automobilindustrie derzeit ohnehin einem tiefgreifenden Wandel unterliegen und deshalb attraktive Ansatzpunkte bieten.

ABBILDUNG 6 | Industrie- und Konsumgüterunternehmen sind für Aktivisten besonders attraktiv



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

Anmerkung: Es wurden 464 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als € 250 Mio. und einem Streubesitz > 5 % aus Deutschland, Österreich und der Schweiz untersucht. Finanzunternehmen, Versicherungen sowie Immobilienunternehmen wurden ausgeschlossen, womit eine Untersuchungsbasis von 336 Unternehmen verblieb

Angesichts der bisherigen Entwicklung in der DACH-Region lässt sich zusammenfassend feststellen: Aktivistische Investoren sind gekommen, um zu bleiben. In den vergangenen Jahren haben sie sich den regionalen Gegebenheiten angepasst. Außerdem ist die Bereitschaft institutioneller Investoren, ihre Kampagnen zu unterstützen, deutlich gestiegen. Darüber hinaus zeigt unsere Analyse, dass es in der DACH-Region auch weiterhin attraktive Zielunternehmen gibt. Unternehmen tun daher gut daran, sich rechtzeitig auf das Angebot eines aktivistischen Investors vorzubereiten und sich im Vorfeld intensiv mit der Motivation und der Vorgehensweise dieser Investorengruppe auseinanderzusetzen.

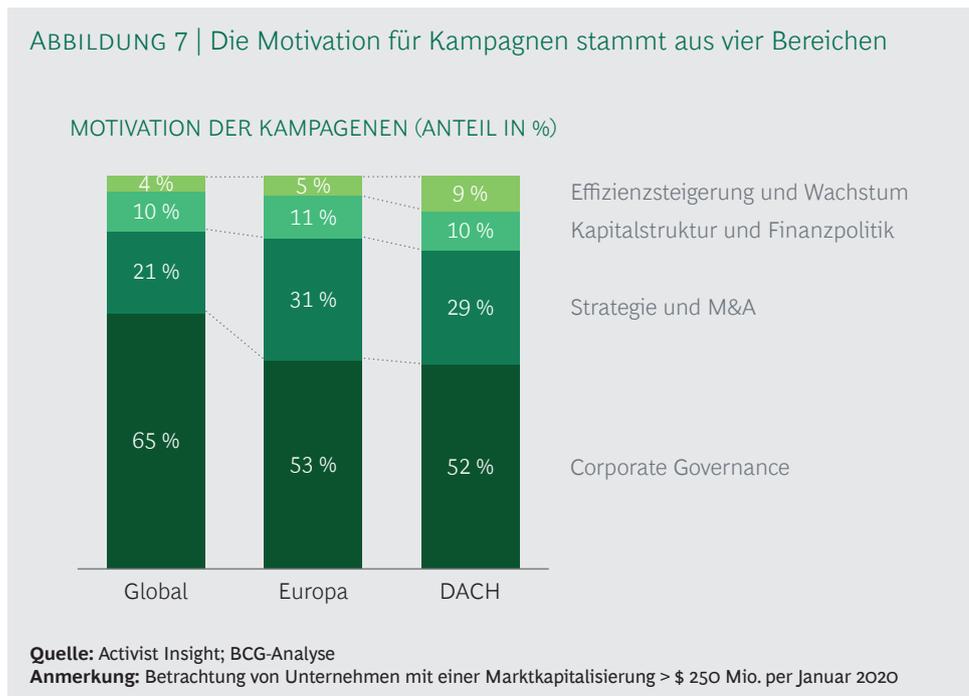
## Wie Aktivisten vorgehen

Aktivistische Investoren sind kontinuierlich auf der Suche nach fundamental unterbewerteten Unternehmen, die etwa im Vergleich zu direkten Wettbewerbern eine geringe Rendite (Total Shareholder Return) erwirtschaften. Potenzielle Restrukturierungskandidaten werden dabei jedoch eher gemieden.

Nachdem sich aktivistische Investoren für ein Investment entschieden haben, nutzen sie oftmals Schwächephasen des Aktienkurses – z. B. nach einer Gewinnwarnung –, um in ein Unternehmen erstmals zu investieren bzw. ihre Position auszubauen. So stieg Elliott Management im Juni 2019 nach einer anhaltenden Phase sinkender Aktienkurse im Nachgang der Monsanto-Übernahme bei Bayer ein. In einzelnen Fällen kommt auch die Strategie zur Anwendung, dass nicht in Aktien des Zielunternehmens investiert wird, sondern Leerverkäufe („Short Selling“) getätigt werden. Die bekanntesten Beispiele für derartige Kampagnen in der DACH-Region in den vergangenen Jahren sind Ströer, ProSiebenSat.1, Wirecard und Aurelius. Hierbei werden, neben der Behauptung, es würden schädliche Geschäftsstrategien verfolgt, die betroffenen Unternehmen und der Kapitalmarkt zumeist mit Anschuldigungen zu intransparenter Rechnungslegung, Unregelmäßigkeiten in der Geschäftsberichterstattung oder Betrug konfrontiert. Hier ist es für Unternehmen kritisch, schnell und umfassend auf die – oftmals anonym veröffentlichten – Anwürfe zu reagieren. Auf diese Art des Aktivismus wird im Folgenden deshalb nicht explizit eingegangen.

Bereits während der häufig sehr aufwendigen Due Diligence identifizieren aktivistische Investoren erste konkrete Verbesserungsmaßnahmen. Dabei stehen vier Hebel im Vordergrund:

1. Strategische Neuausrichtung und M&A-Aktivitäten,
2. Effizienzsteigerung und Wachstum,
3. Optimierung von Kapitalstruktur und Finanzpolitik sowie
4. Anpassung der Corporate Governance.



## 1. Strategische Neuausrichtung und M&A-Aktivitäten

Mischkonzernen sowie Unternehmen mit komplexeren Holdinggeflechten wird in vielen Fällen vorgeworfen, dass sie aufgrund von Doppelstrukturen keinen klaren Fokus aufweisen und zu hohe Verwaltungskosten haben. Aktivistische Investoren drängen daher häufig auf den Verkauf einzelner Unternehmensbereiche oder Vermögenswerte – teilweise sogar des gesamten Unternehmens. 2019 standen bei 38 Prozent der Kampagnen in der DACH-Region die strategische Neuausrichtung bzw. M&A-Transaktionen im Vordergrund. Ein prominentes Beispiel ist die Kampagne von Third Point gegen Nestlé. Der Hedgefonds forderte eine Neuaufstellung des Konzerns mit drei Sparten sowie eine Fokussierung auf Gesundheits- und Wellnessprodukte. Nestlé trennte sich daraufhin unter anderem von seiner Hautpflege-Sparte Nestlé Skin Health und kündigte ein Aktienrückkaufprogramm an.

Aber auch jüngere Unternehmen können zum Ziel von Aufspaltungsforderungen werden, wie das Beispiel des Anzeigenportals Scout24 zeigt. Der US-Investor Elliott Management verlangte im Sommer 2019 den Verkauf des Gebrauchtwagenportals AutoScout24 und damit die Trennung dieses Geschäftsbereichs vom Immobilienportal ImmobilienScout24. Scout24 kam der Forderung nach und verkündete noch im Dezember 2019 den Verkauf von AutoScout24 an ein Private-Equity-Unternehmen.

## 2. Effizienzsteigerung und Wachstum

Neben der strategischen Ausrichtung des Unternehmensportfolios sowie M&A geht es in den Kampagnen aktivistischer Investoren häufig um die Umsetzung der Unternehmensstrategie. Meist fordern Aktivisten etwa eine fokussiertere Wachstumsstrategie oder die Durchführung von Transformationsprogrammen. Bei Letzteren kann es sich beispielsweise um Investitionen in die Digitalisierung oder um die Restrukturierung oder Schließung von unprofitablen Geschäftsbereichen handeln. Daneben stellen Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz eine wiederkehrende Forderung dar: So hatten 12 Prozent der Aktivistenkampagnen in DACH im Jahr 2018 eine unterdurchschnittliche Profitabilität bzw. Kostensenkungsprogramme zum Thema.

Der Münchner Baumaschinenhersteller Wacker Neuson beispielsweise erwirtschaftete 2015 mit einem EBIT von 7,5 Prozent bzw. 2016 von 6,5 Prozent deutlich geringere Margen als in den Vorjahren. Petrus Advisers investierte in den Gerätehersteller. Für den Margenverfall machte der Investor die neue, größere Vertriebsorganisation verantwortlich. Petrus Advisers verlangte ein umfassendes Transformationsprogramm, Kostensenkungen sowie eine Optimierung des Working Capital. 2017 erzielte Wacker Neuson wieder eine EBIT-Marge von 8,6 Prozent mit einem Umsatzwachstum von rund 13 Prozent. 2018 lag die EBIT-Marge bei 9,4 Prozent, der Umsatz erhöhte sich um weitere 11 Prozent. Ob dies auf den Druck des Investors zurückzuführen ist oder ob letztlich die Strategie von Wacker Neuson gegriffen hat, lässt sich im Nachhinein schwer feststellen. Insgesamt stieg der Aktienkurs in dem Zeitraum deutlich – zugunsten aller Anteilseigner.

---

2019 standen bei 38 Prozent der Kampagnen in der DACH-Region die strategische Neuausrichtung bzw. M&A-Transaktionen im Vordergrund.

### 3. Optimierung von Kapitalstruktur und Finanzpolitik

Auch die Kapitalstruktur und – damit einhergehend – die Finanz- und Ausschüttungspolitik börsennotierter Unternehmen sind regelmäßig Gegenstand von Kampagnen. Die Palette möglicher Themen reicht dabei von der optimalen Verschuldungsquote und den geeignetsten Finanzierungsinstrumenten über die Ablehnung einer Kapitalerhöhung bis hin zur Verwendung von Kassenbestand und Cashflow.

Aus der Sicht aktivistischer Investoren sollten ausschüttungsfähige Barmittel entweder sinnvoll reinvestiert oder an die Eigentümer ausgeschüttet werden. Carl Icahn stieg z. B. 2013 bei Apple ein und forderte in zahlreichen offenen Briefen immer wieder Aktienrückkäufe. Nach drei Jahren hatte Icahn einen Gewinn von 50 Prozent verzeichnet. Auch bei dem österreichischen Ziegelproduzenten Wienerberger verlangte der Aktivist Petrus Advisers einen Rückkauf von fünf Prozent der im Umlauf befindlichen Aktien sowie eine Erhöhung der Dividende.

### 4. Anpassung der Corporate Governance

Jede zweite Kampagne aktivistischer Investoren bezieht sich auf Fragen der Corporate Governance. Kritisiert werden dabei häufig die Vergütung sowie insbesondere die Besetzung von Vorstand und Aufsichtsrat – wie im oben genannten Beispiel der Kampagne von Wyser-Pratte gegen die OHB. Darüber hinaus möchten Aktivisten den Aufsichtsrat gern mit eigenen Vertretern oder solchen Personen besetzen, die ihnen zumindest wohlgesinnt sind. Allerdings dienen Kampagnen, die zunächst auf Veränderungen in Management und Aufsichtsrat abzielen, häufig nur als Mittel zum Zweck: Im Grunde geht es darum, renditewirksamere Veränderungen wie eine neue Geschäftsstrategie, die Neustrukturierung des Unternehmensportfolios oder Kostensenkungen durchzusetzen.

---

Maßnahmen aktivistischer Investoren im Bereich der Corporate Governance dienen häufig auch dazu, die eigenen Forderungen schneller durchzusetzen.

Weitere Forderungen im Bereich Corporate Governance können den Informationsfluss bzw. die Transparenz der Investorenpräsentationen zum Gegenstand haben, aber auch einen unabhängigen Sonderprüfer oder den Austausch des Abschlussprüfers. Ein aktuelles Beispiel dafür sind die Forderungen von Krupa Global Investments an die GAM Holding. Einzelne Fragen zur Entlassung eines Fondsmanagers und zur Liquidation von dessen Absolute-Return-Bond-Fonds wurden in einem öffentlichen Brief an den Verwaltungsrat übermittelt. Im weiteren Jahresverlauf veröffentlichte das Unternehmen eine kurze Stellungnahme, in welcher es weitere Informationen zum Thema ankündigte; außerdem wurden ein neuer Group CEO und später ein neuer COO ernannt.

Maßnahmen aktivistischer Investoren im Bereich der Corporate Governance dienen häufig auch dazu, die eigenen Forderungen schneller durchzusetzen. Neben den vier diskutierten Strategien sind auch „event-driven“ Kampagnen zu beobachten, die sich auf konkrete Ereignisse wie öffentliche Übernahmen und die darauffolgenden Strukturmaßnahmen (Beherrschungsvertrag, Squeeze-out) beziehen. Prominente Beispiele hierfür sind die bereits erwähnte Übernahme von Kabel Deutschland durch Vodafone oder des Pharmagroßhändlers Celesio durch die amerikanische McKesson.

## Wie Unternehmen und Management reagieren sollten

Das Management von Unternehmen, die für aktivistische Investoren attraktiv sein könnten, sollte sich gut vorbereiten, einen engen Austausch mit bestehenden Ankerinvestoren pflegen und dem neuen Investor im Ernstfall konstruktiv begegnen.

Die Kampagnen aktivistischer Investoren sind in der Regel von langer Hand geplant und laufen dementsprechend schnell an. Dauerte eine durchschnittliche Kampagne vor zehn Jahren noch etwas mehr als 140 Tage, waren es – das zeigen unsere Analysen – im Jahr 2018 nur noch rund 100 Tage. Die Reaktionszeit für das Management verkürzt sich dadurch erheblich. Zudem sind die Kampagnen aus Investorensicht erfolversprechend: In den letzten zehn Jahren wurden im Durchschnitt mehr als 60 Prozent der Kampagnen erfolgreich abgeschlossen.

### 48-STUNDEN-FAHRPLAN: WAS ZU TUN IST, WENN AKTIVISTEN SICH ENGAGIEREN

- Bereits im Vorfeld benannte Ansprechpartner im Vorstand und Taskforce aktivieren, um dem Management den Rücken freizuhalten.
- Engen Austausch mit dem Aufsichtsrat sicherstellen, um Informationslücken zu vermeiden.
- Festen Kommunikationskanal und Abstimmungskaskade definieren, um keine inkonsistenten Aussagen zuzulassen.
- Forderungen der Investoren mit den Interessen aller Stakeholder abgleichen und frühzeitig auf Konflikte hinweisen.
- Aktiv auf den neuen Investor zugehen und Kooperationsbereitschaft signalisieren, um einer öffentlichen Eskalation vorzubeugen.
- Den täglichen Geschäftsbetrieb nicht aus den Augen verlieren.

Wird ein Unternehmen von der Kampagne eines aktivistischen Investors überrascht, gerät die Führung schnell in die Defensive. Öffentlichkeitswirksame Kritik, widersprüchliche Aussagen aus den eigenen Reihen, ungewollte Änderungen in der Unternehmensstrategie, rechtliche Streitigkeiten, Image- und Vertrauensverlust bei Aktionären, Wechsel im Management sowie Haftungsrisiken können die Folge sein.

Unsere Projekterfahrungen der vergangenen Jahre zeigen, dass vor allem die folgenden vier Maßnahmen den produktiven Umgang mit Aktivisten erleichtern.

#### 1. Sich gut vorbereiten

Die beste Verteidigungsstrategie ist Vermeidung. So sollte das Management die Unternehmensstrategie nicht erst dann hinterfragen, wenn die Beteiligung eines Aktivisten bekannt wird. Es empfiehlt sich vielmehr, regelmäßig die Perspektive eines aktivistischen Investors einzunehmen (Do-it-yourself-Aktivismus), um mögliche Einfallstore

frühzeitig zu erkennen und gegenzusteuern. Die Strategie zur Wertsteigerung (TSR-Strategie<sup>2</sup>) sollte in diesem Zusammenhang ebenso überprüft und gegebenenfalls angepasst werden wie die Zusammensetzung von Management und Aufsichtsrat (z. B. Abdeckung von Kompetenzfeldern, Regelung von Vergütung und Anreizsystemen).

Management und Aufsichtsräte sollten sich daher regelmäßig unter anderem mit den folgenden Fragen kritisch auseinandersetzen:

- Wie ist das Unternehmen im Vergleich zu direkten Wettbewerbern aktuell bewertet?
- Wie kann die Rendite weiter verbessert werden, und welche (zusätzlichen) Wertsteigerungspotenziale gibt es?
- Inwieweit sind Unternehmensstrategie und -aufstellung noch zukunftsfähig?
- Auf welche möglichen Schwachstellen der Corporate Governance würde ein Außenstehender hinweisen?

Mit diesen präventiven Maßnahmen kann Aktivisten bereits im Vorfeld der Wind aus den Segeln genommen und gleichzeitig die Performance des Unternehmens gesteigert werden. Entscheidend ist, dass zu jedem Zeitpunkt eine strukturierte und konsistente Unternehmensplanung vorliegt, die auch laufend an Investoren kommuniziert wird. Dabei muss die Strategie des Unternehmens nicht zwingend einen Gegenentwurf zu den Forderungen der Aktivisten bilden – diese haben in der Regel einen geschärften Blick für Schwachstellen, ihre Maßnahmenprogramme sind meist aufwendig erstellt, durchdacht und mit soliden Argumenten unterfüttert.

Um am Tag X handlungsfähig zu sein und nicht Gefahr zu laufen, das operative Geschäft zu vernachlässigen, sollten Unternehmen außerdem vorsorglich einen Verantwortlichen aus dem Vorstand benennen – oftmals ist dies der CFO oder CEO – und eine Taskforce ins Leben rufen. In dieser sollten neben den zuständigen Vorständen unter anderem die Leitungen der Rechtsabteilung sowie von Investor- und Public Relations vertreten sein. Aber auch erfahrene externe Berater mit denen die Führungsebene in regelmäßigem Austausch steht, sollten die Taskforce verstärken.

## 2. Den Investor verstehen

Sobald der Einstieg des aktivistischen Investors bekannt geworden ist, sollte die benannte Taskforce zügig Informationen über den Investor einholen und Rückschlüsse aus vergangenen Kampagnen ziehen, etwa mit Hilfe folgender Fragen:

- Wie positioniert sich der Investor am Markt (konfrontativ vs. kooperativ)?
- Wie sind die letzten Kampagnen verlaufen?
- Welche Forderungen hat der Investor in der Vergangenheit gestellt?
- Wie lange war er investiert, und wie haben die Ankeraktionäre reagiert?

---

<sup>2</sup> TSR = Total Shareholder Return

Zu beachten ist außerdem, dass Aktivisten auch Koalitionen mit anderen Aktivisten und – wie oben beschrieben – mit institutionellen Investoren eingehen können. Dabei ist es wichtig, die Interessen der bestehenden Aktionäre nicht aus den Augen zu verlieren, diese mit möglichen Forderungen des Investors abzugleichen und frühzeitig auf mögliche Konflikte hinzuweisen (siehe auch 48-Stunden-Fahrplan auf Seite 13). Schließlich muss offen geprüft werden, welche Qualität die einzelnen Forderungen haben – sowohl im Hinblick auf die Güte der Analysen und Diagnosen als auch die Angemessenheit der darauf aufbauenden Empfehlungen.

### 3. Vorteile nutzen

Wenn ein aktivistischer Investor den Besitz von Anteilen am Unternehmen verkündet, sollte das Management zeitnah das Gespräch mit den Handelnden suchen. Typischerweise werden aktivistische Investoren zunächst direkt auf die Ansprechpartner des Unternehmens zugehen, bevor sie eine öffentliche Kampagne starten. An dieser Stelle ist es wichtig, grundsätzliche Kooperationsbereitschaft zu signalisieren und Forderungen, Ziele und zeitliche Erwartungen zu verstehen – denn zu diesem Zeitpunkt entscheidet sich in der Regel das künftige Verhältnis zwischen Management und Aktivist. Blockadepolitik oder ein gänzlich Ignorieren der Forderungen führt tendenziell eher dazu, dass der Aktivist eine aggressivere Vorgehensweise wählen wird. Es geht also darum, schnell in einen fruchtbaren Dialog einzutreten. Nur wer sich sicher ist, dass die Forderungen vollends unbegründet sind, sollte einen ablehnenden Kurs wählen und schnell und entschieden handeln. Oftmals kann der von den aktivistischen Investoren initiierte Wirbel auch dazu genutzt werden, bereits bekannte Probleme zeitnah anzugehen.

Betroffene Unternehmen müssen auf jeden Fall schnell einen internen Konsens darüber erzielen, ob und in welchem Ausmaß die Forderungen des Investors sich mit den Planungen des Managements decken und ob die vorgeschlagenen Abweichungen vom strategischen Plan wertschöpfend sind. Eine detaillierte Analyse der benannten Wertsteigerungspotenziale stellt dafür den ersten Schritt dar. Abschließend sollten mit dem Aktivist, wo dies sinnvoll und wertstiftend ist, Kompromisse gefunden werden, die im besten Interesse des Unternehmens und seiner Stakeholder liegen. Auch die Frage, in welchen Punkten sich eine Kooperation anbietet oder in welchen Bereichen es sinnvoll sein könnte, den Forderungen des Investors nachzugeben, ist zu klären. Aktivisten werden nur dann öffentlichkeitswirksame Kampagnen durchführen, wenn sie davon überzeugt sind, sich auf diese Weise besser durchsetzen zu können.

---

Oftmals kann der von den aktivistischen Investoren initiierte Wirbel auch dazu genutzt werden, bereits bekannte Probleme zeitnah anzugehen.

### 4. Klar kommunizieren

Auch die Kommunikation nach außen muss klar geregelt sein. Ziel ist die Umsetzung einer One-Voice-Strategie/-Policy, in deren Rahmen alle sprechberechtigten Unternehmensrepräsentanten identische Botschaften senden und vergleichbar argumentieren. Im Idealfall bündelt eine Person oder ein kleiner, klar definierter Personenkreis die Kommunikation. Dem verantwortlichen Vorstand und der Taskforce obliegt die wichtige Aufgabe, die Kommunikation mit dem Aktivist zu koordinieren und dafür zu sorgen, dass das Unternehmen tatsächlich mit einer Stimme spricht. In den USA spielen Unternehmen regelmäßig Szenarien für den Ernstfall

durch. Sie lassen beispielsweise Probedbriefe vermeintlicher Aktivisten zirkulieren, um die Strategie des Unternehmens und die Reaktion des Managements zu testen.

Eskalationen lassen sich vermeiden, wenn Anfragen von Aktivisten und öffentlich erhobene Forderungen zügig, sachlich und fokussiert beantwortet werden. Insbesondere ist es wichtig, von Anfang an nicht nur den Dialog mit dem Aktivisten zu suchen, sondern auch die interne und externe Diskussion stets mit Blick auf nachhaltige Unternehmenswertsteigerungen zu führen und sich davon nicht durch kurzfristige orientierte Forderungen abbringen zu lassen.

Von großer Bedeutung ist weiterhin, dass die eigene Optimierungsstrategie innerhalb des Unternehmens transparent kommuniziert und zügig umgesetzt wird. Durch die intensive Kommunikation mit den übrigen Anteilseignern des Unternehmens lässt sich zudem am besten beurteilen, wie sich wichtige Stakeholder positionieren.

## VIER FAUSTREGELN FÜR DEN UMGANG MIT AKTIVISTEN

1. Sich gut vorbereiten: Es ist wichtig zu wissen, ob und warum das eigene Unternehmen zum Ziel werden könnte, wie sich potenzielle Schwachstellen im Vorfeld beseitigen lassen und wie im Falle des Falles am besten reagiert werden kann.
2. Den Investor verstehen: Aktivist ist nicht gleich Aktivist, der Umgang mit dem Aktivisten hängt von dessen Strategie ab.
3. Vorteile nutzen: Aktivisten können wichtige Impulse setzen. Kooperation statt Kampf kann für beide Seiten lohnenswert sein.
4. Klar kommunizieren: Grundlage dafür ist eine klar definierte Unternehmensstrategie.

## Fazit

Das Engagement aktivistischer Investoren stellt für Unternehmen nicht per se eine Bedrohung dar. Vielmehr können Vorstand, Aufsichtsrat und Anteilseigner das strategische Vorgehen der Fonds bei der Suche nach Schwachstellen adaptieren und zu ihrem Vorteil nutzen. Konkret bedeutet dies, Unternehmensportfolio und -strategie, Bilanz und Governance – also letztlich alle renditerelevanten Bereiche – kontinuierlich aus der Perspektive eines aktivistischen Investors zu hinterfragen und notwendige Veränderungen anzustoßen. Sind die Aktivisten bereits im Unternehmen aktiv, lohnt die konstruktive Zusammenarbeit: Wer den Investor als Katalysator für Change-Prozesse nutzt, kann den Wert seines Unternehmens nachhaltig steigern.

## Appendix

### METHODIK DER STUDIE

Für die vorliegende Studie haben wir als Grundgesamtheit börsennotierte Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als € 250 Mio. in Deutschland, Österreich und der Schweiz per November 2019 untersucht (464 Unternehmen). Ausgenommen wurden Finanzunternehmen und Firmen, bei denen nicht mindestens fünf Prozent der Anteile in Streubesitz sind. Daraus ergab sich eine Untersuchungsbasis von 336 Unternehmen.

Auf Basis einer umfangreichen Analyse öffentlich verfügbarer historischer Kommunikation von aktivistischen Investoren haben wir diese 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, 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 (Anzahl der Segmente)
5. Corporate Governance (ESG Controversies Score)

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

## Über die Autoren

**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. Seit 2020 ist er ebenfalls Leiter der BCG-Niederlassung in München.  
jostarndt.philipp@bcg.com.

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

**Dominik Degen** ist Knowledge Expert und Team Manager im Münchner Büro der Boston Consulting Group und 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, ohne dessen Einsatz diese Studie nicht möglich gewesen wäre. Zudem danken wir Anette von Löwenstern sowie Anne Goergen 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](mailto:permissions@bcg.com).

Unter [bcg.com](http://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.  
02/2020

**BCG**