
**Ankerinvestor Staatsfonds –
Traum oder Alptraum für den Unternehmenswert?**

Prof. Dr. Dirk Schiereck

Lehrstuhl für Unternehmensfinanzierung
Technische Universität Darmstadt

**Jahrestagung des Deutsche Investor Relations Verbandes e.V.
Frankfurt am Main, 18. und 19. Mai 2009**

Agenda

1

Motivation und Literaturüberblick

2

Datensatz und Methodik

3

Kurzfristige Kapitalmarktreaktion

4

Langfristige Kapitalmarktreaktion

5

Fazit

Motivation

Ausgangssituation: zunehmende Aktivitäten von Staatsfonds

SWF verfügen über große und stabile Fondsvolumina:

- Sovereign Wealth Funds (SWF) sind von der Regierung kontrollierte Investmentvehikel, die üblicherweise durch Exportgewinne, direktem Transfer von Vermögen aus dem Devisenhandel oder durch Haushaltsüberschüsse gespeist werden.
- SWF managen ein Vermögen von über US\$ 3,3 Billionen - gelten jedoch auch als intransparent.

Aktuelle Entwicklungen:

- The China Investment Group erwarb fast 10% des Eigenkapitals von Blackstone
- The Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) erwarb eine Wandelanleihe der Citigroup, die in 4,9% der stimmberechtigten Aktien getauscht werden kann
- Singapore Government Investment Corp (GIC) ist heute der größte Aktionär der UBS
- 700 bn US-\$ für das „Troubled Asset Relief Program“ (TARP)

Umdenken im Umgang mit Staatsfonds

Maverick Frontmann Jim Carmer am 18. Januar 2008 auf CNBC:

**“Do we want the communists to own the banks, or the terrorists? I’ll take any of it,
I guess, because we’re so desperate.”**

Theoretische Vorüberlegung: Trennung von Eigentums- und Kontrollrechten

Schnittstelle zwischen Unternehmen und Investoren:

- Die Trennung von Eigentums- und Kontrollrechten führt zu „**agency costs**“ [Jensen/Meckling (1976)]
- Eine Lösung für diese Probleme kann eine **aktive** Kontroll- und Überwachungsfunktion **großer (Minderheits-) Anteilseigner** sein: z.B. Staatsfonds (SWF), Hedgefonds (HF) oder Private Equity (PE) Investoren [Shleifer/Vishny (1986) und Cronqvist/Fahlenbrach (2007)]
- Allerdings wird das Engagement und dessen Erfolg auch von der eigenen Governance-Struktur der Aktionäre sowie vom vorliegenden Finanzsystem determiniert [Allen/Gale (2004), Dai (2007) und Klein/Zur (2008)]

Übergeordnete Forschungsfragen:

- ➔ **Führt die Beteiligung von bestimmten Großaktionären zu nachhaltigen Veränderungen des Unternehmenswertes?**
- ➔ **Kann eine positive Kapitalmarktreaktion durch die Reduktion von Agency Kosten erklärt werden?**

Abgrenzung aktivistischer Aktionäre

Warum können HF und PE-Investoren Agency Kosten leichter senken als andere Anteilseigner?

- Das Engagement von zwei wichtigen aktiven Aktionären, Hedge Funds (HF) und Private Equity (PE), unterscheidet sich wesentlich von anderen großen Anteilseignern aufgrund von Unterschieden in ihrer Fähigkeit zur Verringerung der Agency Kosten:
 - Beide Investoren sind durch ihre Vergütungsstrukturen hoch motiviert (2%/20%)
 - Beide Investoren sind unabhängig von Banken, Versicherungen oder anderen übergeordneten Unternehmen
 - Beide Investoren unterliegen derzeit (noch) wenigen Restriktionen in ihrem Investitionsverhalten
- Dennoch unterscheiden sich auch HF und PE-Investoren voneinander mit Blick auf...
 - ... ihre Finanzierungsstruktur
 - ... die Berechnung der Managementkompensation (realisierte vs. nicht realisierte Gewinne)
 - ... den Abfluss von investiertem Kapital

Vergleich unterschiedlicher Corporate Governance Systeme

Der Erfolg aktivistischer Aktionäre hängt auch vom regulatorischem Umfeld ab

- Finanzsysteme:
 - Outsider-kontrolliertes Umfeld (USA): Proxy fights, feindliche Übernahmen und freundliche Fusionen
 - ➔ Investoren können von außen Einfluss auf die Unternehmenspolitik nehmen
 - Insider-kontrolliertes Umfeld (Deutschland): „Balance of power“ (Aufsichtsrat Mitbestimmung)
 - ➔ Veränderungen in der Unternehmenspolitik durch externe Investoren sind schwieriger umzusetzen

- Implikationen für ausgewählte aktivistische Großaktionäre:
 - Die Finanzierungsstruktur von HF erfordert eine liquidere Investitionsstrategie als für PE-Investoren
 - ➔ Stärkeres Interesse an kurzfristigen Gewinnen, um bspw. neue Investoren anzulocken
 - PE-Investoren haben die Möglichkeit, die Unternehmenspolitik zu verändern, da sie große Stimmrechtsanteile erwerben und sich selbst nicht dem Problem kurzfristig orientierter Anleger gegenübersehen
 - ➔ Sie sind nicht zwingend auf schnell liquidierbare Positionen angewiesen

Empirische Evidenz zu aktivistischen Aktionären

Neue institutionelle Investoren und ihr Einfluss auf die Zielunternehmen

- **Entwicklungen nach dem Einstieg von Hedgefonds:**
 - **Positive** kurzfristige Marktreaktionen von etwa 6% im deutschen Markt [Mietzner/Schweizer (2007)]
 - **Ambivalente** Ergebnisse mit Blick auf die Reduktion von Agency Kosten [Clifford (2007), Mietzner/Schweizer (2007), Brav et al. (2008) und Klein/Zur (2008)]

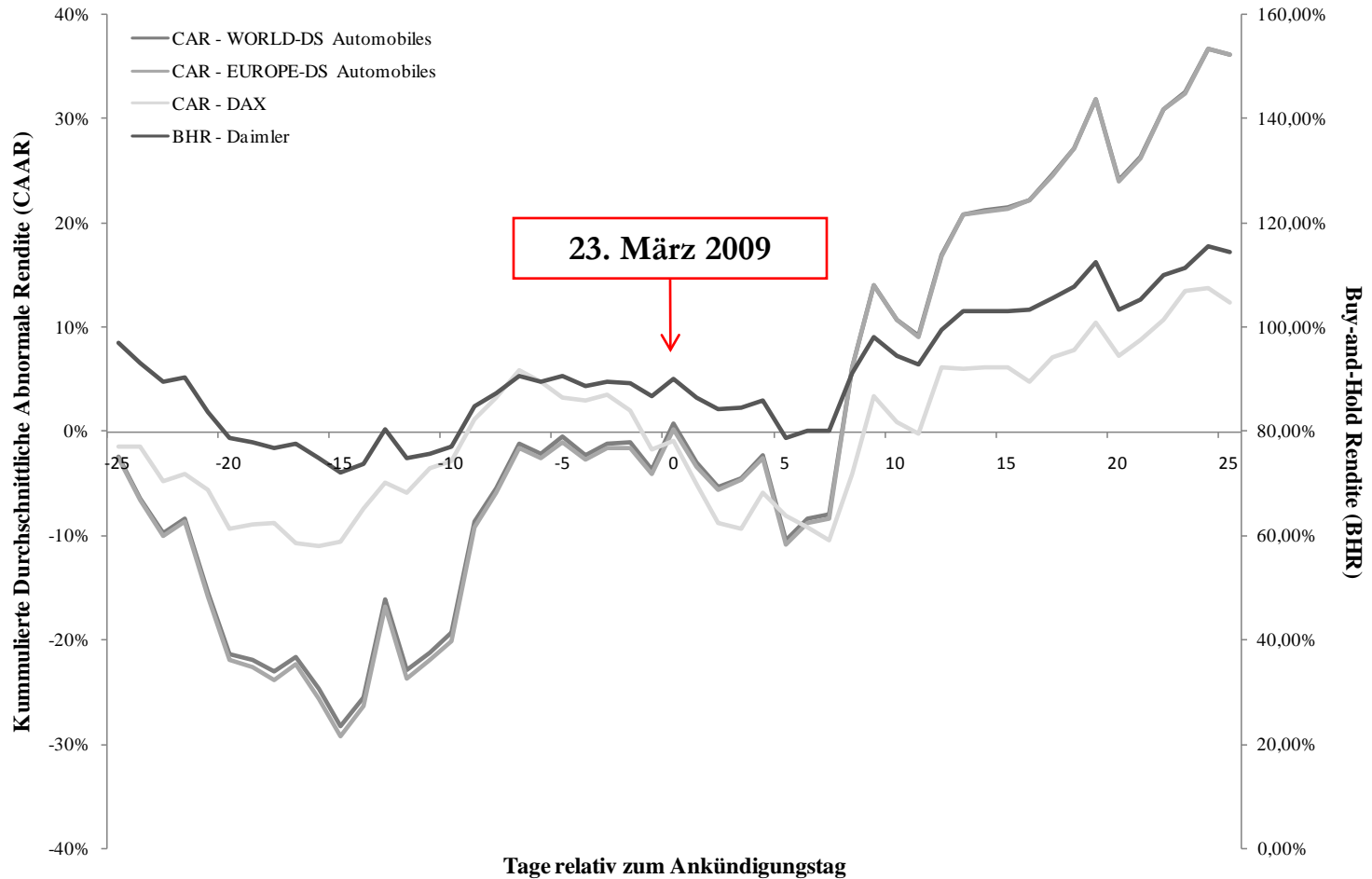
- **Entwicklungen nach dem Einstieg von Private Equity Investoren:**
 - **Positive** kurzfristige Marktreaktionen von etwa 5% im deutschen Markt [Mietzner/Schweizer (2007)]
 - **Steigerung** des Unternehmenswerts durch erwartete Reduktion der „agency costs“ [Muscarella/Vetsuypens (1990), Bowman/Graves (2005) und Mietzner/Schweizer (2007)]

Untergeordnete Forschungsfrage:

- ➔ **Welche Rückschlüsse können wir daraus für ein Engagement eines Staatsfonds ziehen, die ähnlich große Anteile an Unternehmen erwerben?**

Fallbeispiel: Daimler AG

Aabar gibt am 23.03.2009 bekannt, dass er einen Anteil von 9.1% an der Daimler AG erworben hat



SWF Transaktionen im Finanzsektor stammen aus Thomson SDC

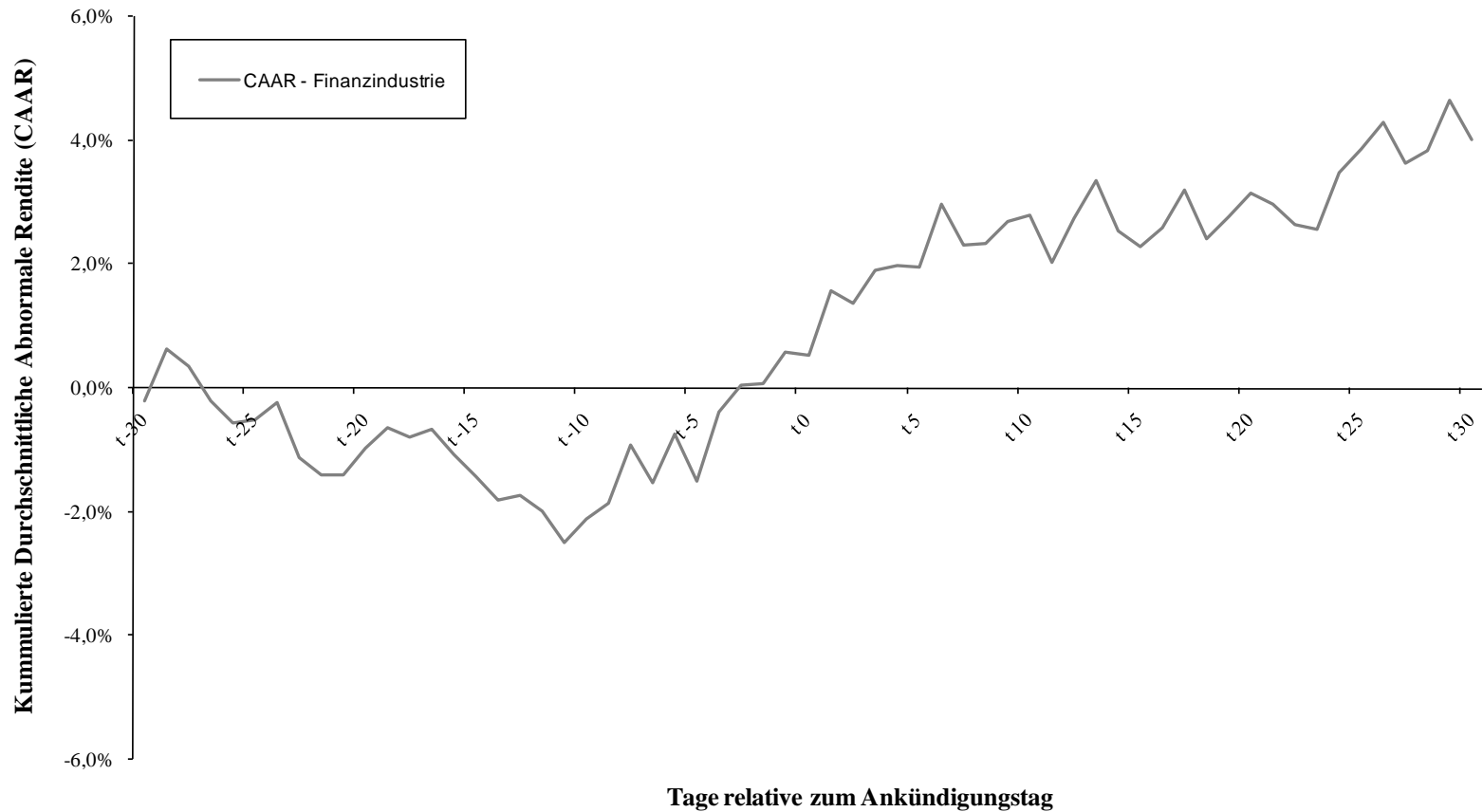
- Alle Transaktionen zwischen Okt. 1989 und Juni 2008, an denen ein SWF beteiligt war, wurden aus SDC extrahiert
- Alle SWF Namen, die in Balding (2008), Fotak et al. (2008) und einschlägigen Internetseiten genannt werden, wurden zur Datensatzüberprüfung herangezogen
- Letztlich verbleiben 37 Unternehmen aus dem Finanzsektor, an denen sich ein SWF beteiligt hat. Der Investitionsschwerpunkt der SWFs liegt in Asien (21) und Nordamerika (7)

Ereignisstudienanalyse

- ... das Marktmodell zur Berechnung erwarteter Renditen: $\hat{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j \hat{R}_{mt}$
- ... Ereignisfenster mit unterschiedlicher Breite
- ... eine Schätzperiode von 300 Tagen vor dem Ereignisfenster
- ... Verwendung unterschiedlicher Marktindizes
- ... Buy-and-Hold Abnormal Returns (BHR und BHAR): $BHAR_{i,T} = \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) \right] - \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{m,t}) \right]$

Empirische Evidenz – kurzfristige Kursperformance im Finanzsektor

Positive abnormale Reaktionen auf die Ankündigungen von SWF-Transaktionen



Empirische Evidenz – kurzfristige Kursperformance im Finanzsektor

Kurzfristig wird ein durchschnittlicher abnormaler Kursanstieg von bis zu 5,66% realisiert

Ereignisfenster	CAAR	Boehmer Test	t-Test	Nobs
		z-Statistik	t-Wert	
[-1;+0]	0,43%	0,441	0,593	35
[0;+1]	1,01%	0,985	1,322	35
[-1;+1]	1,50%	1,931*	1,875*	35
[-5;+5]	2,71%	1,844*	2,072**	35
[-5;+10]	3,54%	2,316**	2,459**	35
[-10;+5]	4,47%	3,119***	3,230***	35
[-10;+10]	5,30%	3,352***	3,460***	35
[-10;+20]	5,66%	3,266***	3,350***	35
[-20;+20]	4,56%	2,505**	2,811***	35
[-30;+30]	4,03%	1,293	1,377	35

***, **, und * entsprechen den statistischen Signifikanzniveaus von 1%, 5%, und 10%.

CAAR: kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen; Vergleichsindex: CDAX®

- Der Einstieg von SWFs bei Finanzinstituten führt zu statistisch signifikanten Marktreaktionen
- Die Höhe der Kursreaktion ist vergleichbar mit der Marktreaktion beim Einstieg von Private Equity-Investoren bzw. Hedgefonds
- Die kurzfristigen Aktienkursreaktionen können als Hinweis auf die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der Wertgenerierung interpretiert werden, die aufgrund der veränderten Aktionärsstruktur und der damit einhergehenden Corporate Governance entstehen könnten

Querschnittsregression: Determinanten der kurzfristigen Marktreaktion

Ist die positive Marktreaktion durch die Reduktion von Agency Kosten erklärbar?

	Modell I	Modell II
Konstante	0.078***	0.005
USA - Dummy	0.144**	0.117**
Beteiligung eines Financial Sponsor	0.125***	0.152***
Verschuldungsgrad	-0.011	---
Log(Marktkapitalisierung)	-0.006**	---
Anteilswerb (in %)	---	0.001
Netto Einkommen	---	<0.001*
Dividendenauszahlung	---	0.001
Anzahl an Beobachtungen	33	31
adjust. R ²	20,79**	18,58*

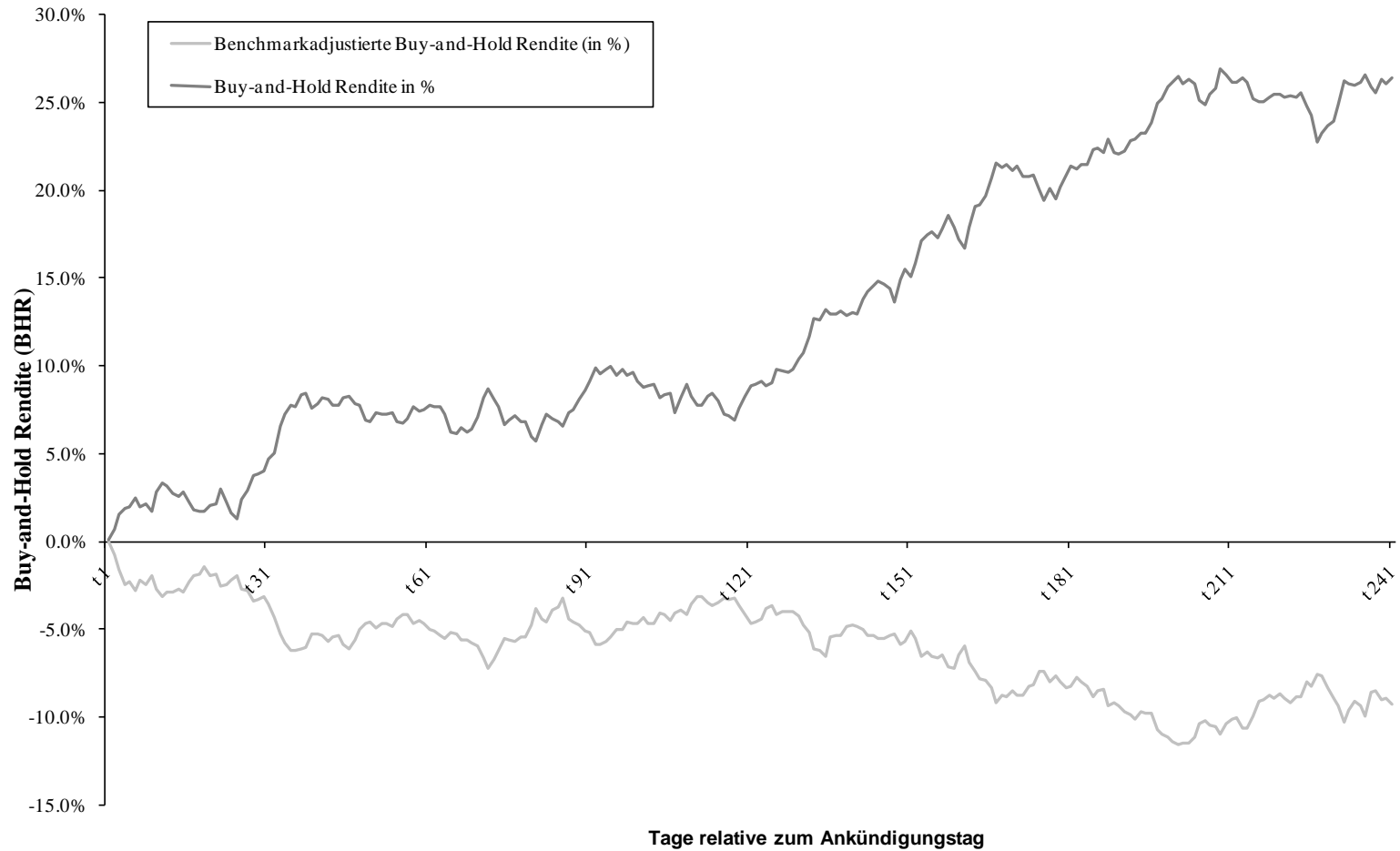
***, **, und * entsprechen den statistischen Signifikanzniveaus von 1%, 5%, und 10%.

Endogene Variable: Kumulierte abnormale Rendite aus dem Ereignisfenster [-25;+1]; Schätzperiode = 50 days Teststatistiken basieren auf der White (1980) Varianz-Kovarianzmatrix.

- US-Finanzinstitute erfahren höhere CARs
➔ Outsider kontrolliertes System
- Positive Marktbewertung, falls ein Finanzinvestor bereits beteiligt ist
➔ Hinweis auf höhere Kontroll- und Überwachungsaktivitäten?
- Größere Institute weisen geringere Marktreaktionen auf
➔ Größere Beachtung durch Finanzanalysten

Empirische Evidenz – Langfristige Kursperformance im Finanzsektor

Negative Performance von Finanzinstituten nach dem Einstige eines SWFs



Empirische Evidenz – langfristige Kursperformance im Finanzsektor

Langfristig bleiben SWF Zielunternehmen hinter dem Markt zurück

Ereignis-fenster	BHR	t-Wert	BHAR	t-value	Nobs
[1;+60]	0.68%	0.199	-0.0079	-0.33	37
[1;+120]	-0.72%	-0.16	0.019	0.537	36
[1;+240]	24.49%	2.698**	-0.0779	-1.327	25
[1;+480]	48.65%	2.828**	-0.0506	-0.511	16

***, **, und * entsprechen den statistischen Signifikanzniveaus von 1%, 5%, und 10%.

CAAR: kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen; Vergleichsindex: CDAX®

- Finanzinstitute bleiben in ihrer Kursentwicklung hinter der allgemeinen Marktperformance zurück, zeigen also relativ schlechtere Renditen
- Allerdings fallen die Ergebnisse bei geringem Stichprobenumfang insignifikant aus

Querschnittsregression: Determinanten der langfristigen Marktreaktion

Wodurch könnte die relative Underperformance erklärt werden?

	Modell I	Modell II	Modell III
Konstante	-0.021	0.137*	0.049
Gesamtkapitalrentabilität	-0.019***	-0.031***	-0.020***
Asien Dummy	-0.164***	---	-0.126*
Log(Marktkapitalisierung)	0.027***	---	---
Netto Einkommen	0.000*	---	---
Anteilswerb (in %)	---	-0.002	---
Beteiligung eines Financial Sponsor	---	-0.06	---
Verschuldungsgrad	---	<0.000	---
Dividenauszahlung	---	---	0.207*
	32	27	32
adjust. R ²	45,04***	16,09*	29,99***

***, **, und * entsprechen den statistischen Signifikanzniveaus von 1%, 5%, und 10%.

Endogene Variable: BHAR-Rendite über 120 Tage; Teststatistiken basieren auf der White (1980) Varianz-Kovarianzmatrix.

- Höhere Gesamtkapitalrentabilität führt zu geringeren langfristigen Marktrenditen
- Asiatische-Finanzinstitute weisen geringere BHARs auf
- Größere Institute weisen eine bessere langfristige Marktperformance auf
- Dividendenzahlungen gehen einher mit besseren Langfristaktienrenditen

Industrieffkte – Evidenz zu Wettbewerbern von HF- und PE-Targets

Welchen Einfluss könnten SWF-Transaktionen auf die Industrie haben?



Industrieffekte – Evidenz zu Wettbewerbern von HF- und PE-Targets

Unterschiedliche Werteffekte bei Wettbewerbern

	Panel I: Alle Transaktionen			Panel II: Private Equity Rivalen			Panel III: Hedgefonds Rivalen			Differenzentest	
		t-Test	Boehmer Test		t-Test	Boehmer Test		t-Test	Boehmer Test	t-Test	Rangsummentest
Ereignisfenster	CAAR	t-Wert	z-Statistik	CAAR	t-Wert	z-Statistik	CAAR	t-Wert	z-Statistik	t-Wert	z-Statistik
[-20;+20]	-0,066%	-0,06	0,72	2,682%	2,44**	3,04**	-3,636%	-2,00**	-1,90*	3,12***	-2,78***
[-10;+10]	-0,219%	-0,30	0,48	1,527%	1,74*	2,46**	-2,486%	-2,04**	-2,08**	2,74***	-3,14***
[-10;+5]	-1,023%	-1,51	-0,75	0,875%	1,05	1,83*	-3,489%	-3,23***	-3,39***	3,26***	-4,13***
[-5;+10]	-0,118%	-0,20	0,61	1,701%	2,37**	3,01***	-2,480%	-2,60**	-2,71***	3,57***	-3,99***
[-5;+5]	-0,923%	-1,65*	-0,88	1,048%	1,60	2,34**	-3,482%	-3,86***	-4,22***	4,16***	-5,15***
Anz. an Beob.	223			126			97				

***, **, und * entsprechen den statistischen Signifikanzniveaus von 1%, 5%, und 10%.

CAAR: kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen; Vergleichsindex: CDAX®

- Bei Wettbewerbsunternehmen sind **statistisch signifikante Marktreaktionen** zu beobachten
- Jedoch ist die **Richtung der Marktreaktion** von der **Art des Investors** abhängig
- ➔ Wettbewerber von PE-Zielunternehmen erfahren eine **positive** abnormale Rendite um den Ankündigungstag, während Konkurrenten von HF-Zielunternehmen eine deutlich **negative** Marktreaktion zeigen
- ➔ Hinweise auf die Informationshypothese (PE-Konkurrenten) **und** die Wettbewerbshypothese (HF-Konkurrenten)

Zusammenfassung und Fazit

Kurzfristig positive und langfristig negative Marktreaktionen

- Der Einstieg von SWFs führt bei Finanzinstituten kurzfristig zu positiven Marktreaktionen von durchschnittlich 5,66%
- Dieses Ergebnis ist konsistent mit der Erwartung, dass SWFs Agency Kosten in Finanzinstituten reduzieren und somit auch Wert für die übrigen Aktionäre schaffen können
- Die langfristige Aktienperformance bleibt jedoch hinter der allgemeinen Marktentwicklung zurück
- Diese Erkenntnisse führen zu der Frage, ob Staatsfonds, die die Möglichkeit einer aktiven Überwachungs- und Kontrollfunktion innerhalb eines Unternehmens haben, diese Aufgabe auch übernehmen.

**Ankerinvestor Staatsfonds –
Traum oder Alptraum für den Unternehmenswert?**

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!