

Eine Frage der Governance: Wonach differenzieren Anleger wirklich?

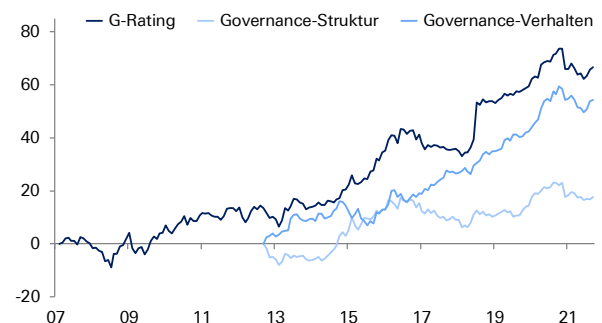
Welchen Wert hat eine vorbildliche Governance-Struktur, wenn die Führung eines Unternehmens nicht im Einklang damit steht? Die Antwort der Anleger hierauf ist eindeutig: Sie investieren bevorzugt in Titel, die sich sowohl in ihrer Governance-Struktur als auch in der Unternehmensführung positiv vom übrigen Markt abheben und dadurch von nachhaltig niedrigeren Kapitalkosten profitieren. Zugleich beobachten wir, dass Fehlverhalten bei der Unternehmensführung stärker geahndet wird als eine mangelhafte Governance-Struktur. Insbesondere für Unternehmen kleiner und mittelgroßer Marktkapitalisierung lässt sich nachweisen: Verstöße gegen Gesetze und das Abweichen von anerkannten Governance-Prinzipien belasten nicht nur den Unternehmenswert, sondern steigern zugleich die Anfälligkeit dafür, Ziel aktivistischer Short-Kampagnen zu werden. Welche Rückschlüsse sich aus der Historie dieser Kampagnen für die Portfoliokonstruktion ziehen lassen, zeigen wir am Beispiel europäische Aktien.

Die Ergebnisse auf einen Blick

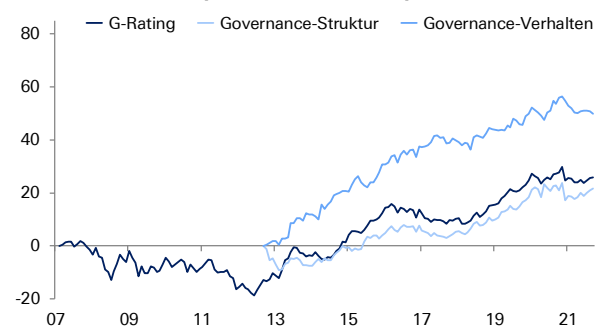
- Eine Differenzierung nach Governance-Faktoren hat die Rendite-Risiko-Profile von Portfolios europäischer Aktien nachhaltig gestärkt (Abb. 1). Anleger blickten allerdings kritischer auf das Governance-Verhalten als auf die Governance-Struktur. Denn wurden Titel gemieden, die negativ durch Fehlverhalten auffielen, ließ sich rückblickend ein größerer Mehrwert für das Portfolio erzielen, als wenn nach der Struktur einer Governance differenziert wurde.
- Je kleiner die Marktkapitalisierung eines Unternehmens, desto stärker kam dieser Effekt zum Tragen. Das hat einen bestimmten Grund: Eine risikominimierende Governance-Struktur verändert sich entlang den Entwicklungsphasen eines Unternehmens und folgt keinem linearen Bewertungsmuster.
- Die Einschätzung des Governance-Verhaltens hingegen ist eindeutig: Fehlverhalten wird stets negativ ausgelegt. Und da Anleger solange konformes Governance-Verhalten unterstellen, bis es Anlass zum Umdenken gibt, sollte eine Differenzierung nach dem konkreten Verhalten eines Unternehmens Teil des Portfoliorisikomanagements sein.
- Einen Mehrwert bietet diese Analyse vor allem im Rahmen von konzentrierten Kaufen-und-Halten-Portfoliostrategien, die Akzente im Small- und Mid-Caps-Bereich setzen. 90 % der Ziele aktivistischer Short-Kampagnen in Europa wiesen eine Marktkapitalisierung von weniger als 20 Mrd. Euro aus. Im Mittel halbierte sich deren Marktkapitalisierung zwei Jahre nach der Ankündigung einer Kampagne – ein Schicksal, das vor allem überbewertete Wachstumstitel aus zyklischen Branchen erlitt.

Abb. 1: Anleger honorierten eine vorbildliche Governance-Bewertung innerhalb des europäischen Aktienuniversums Brutto-Überschussrenditen, in %*, gegenüber...

1. ... dem MSCI Europa Large-Cap-Universum



2. ... dem MSCI Europa Small- und Mid-Cap-Universum



* Das Anlageuniversum wird auf Basis von Governance-Scores in fünf gleichgroße Gruppen unterteilt (Quintile). Es wird in das Quintil mit den höchsten Governance-Scores (Q1) investiert, während das Quintil mit den niedrigsten Governance-Scores leerverkauft wird (Q5: Wir erhalten die invertierte Rendite aus diesem Portfolio). Die Berechnungen werden auf monatlicher Basis neu gewichtet (Euro-Brutto Renditen).

Bemerkung: Governance-Struktur beschreibt die Beschaffenheit von vier Aspekten: die des Aufsichtsrats, der Eigentümerstruktur, der Vergütungsstruktur und der Rechnungslegung. Governance-Verhalten quantifiziert die Geschäftspraktiken im Hinblick auf Anfälligkeit für Korruption und wettbewerbswidriges Verhalten, Steuern sowie – im Falle von Finanzwerten – zusätzlich Aspekte der Finanzmarktstabilität.

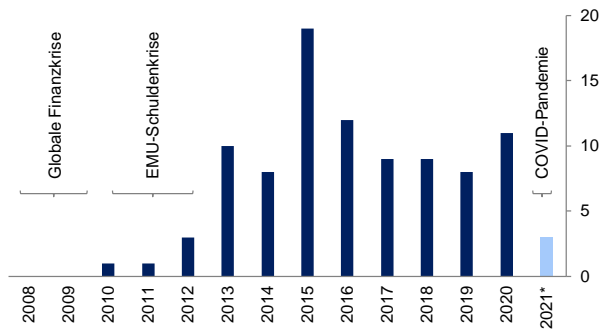
Quellen: MSCI, FactSet, Metzler

ESG:strategie

Governance-Verhalten im Fokus der Anleger

Seit 2010 gerieten Europa weit knapp 100 börsennotierte Unternehmen in den Fokus aktivistischer Investoren, die mittels Short-Kampagnen auf sinkende Wertpapierkurse spekulierten (Abb. 2). Bei 90 % der Ziele war der Börsenwert zum Zeitpunkt des Beginns einer Short-Kampagne geringer als 20 Mrd. EUR – das ist ein ausgeprägter Fokus auf Small und Mid Caps.

Abb. 2: Ziele aktivistischer Short-Kampagnen in Europa
Durch einen Research-Report offengelegte Short-Positionen

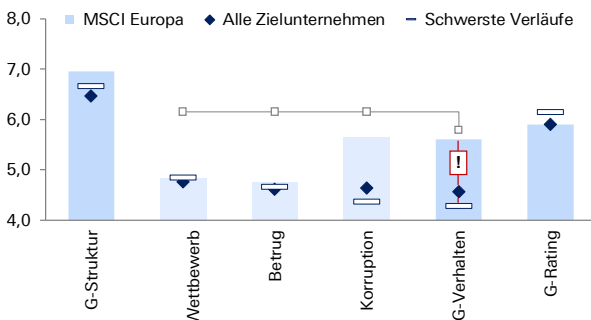


* „Year-to-Date“-Daten, Stand 09/2021. Quellen: Metzler (eigene Recherche)

60 % dieser Kampagnen ließen sich ausschließlich auf ESG-Kontroversen zurückführen, wovon mit Abstand die meisten Fälle auf die Governance-Kategorie entfielen. Hätte sich also mithilfe von Governance-Bewertungen im Vorfeld sagen lassen, welche Titel anfällig dafür waren, Ziel aktivistischer Short-Kampagnen zu werden?

Eine differenzierte Analyse gibt Aufschluss darüber und zeigt, dass sich Auffälligkeiten vor allem bei Bewertungen des Governance-Verhaltens zeigten (Abb. 3). Wie sich dies in Risikoprämienprofilen zum Zweck eines angepassten Portfoliorisikomanagements übersetzen lässt, erläutern wir in der folgenden Analyse.

Abb. 3: Die Governance-Profile der Zielunternehmen
Stichtagsvergleich der Durchschnittswerte (Score: 0-10)



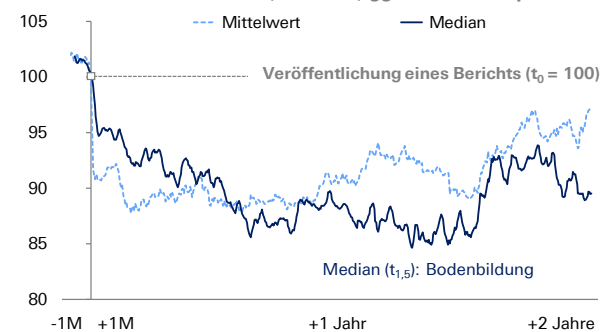
Bemerkung: Schwerste Verläufe sind die Fälle, die mit den stärksten Kursverlusten einhergingen (Betrug, Überschuldung, Accounting). Quellen: MSCI, Metzler

Short-Kampagnen belasteten Rendite-Risiko-Profile

Aktivistische Short-Kampagnen spekulieren durch den Leerverkauf von Aktien auf sinkende Kurse, bevor Berichte veröffentlicht werden, die behaupten, ein Zielunternehmen sei überbewertet. Können die verliehenen Wertpapiere zu einem niedrigeren Kurs zurückgekauft werden, wird ein Gewinn in Höhe der Spanne zwischen An- und Verkaufspreis abzüglich der Gebühr für die Leihe verbucht.

Drei Viertel aller Europa weiten Short-Kampagnen waren etwa 20 Investoren zuzuordnen, von denen zehn für mehr als zwei Transaktionen verantwortlich waren. Korrigiert um Ausreißer fielen die Brutto-Überschussrenditen von Aktien der Zielunternehmen gegenüber dem europäischen Aktienmarkt um 15 % (Median), bis sich 18 Monate nach Veröffentlichung der Berichte ein Boden bildete (Abb. 4).

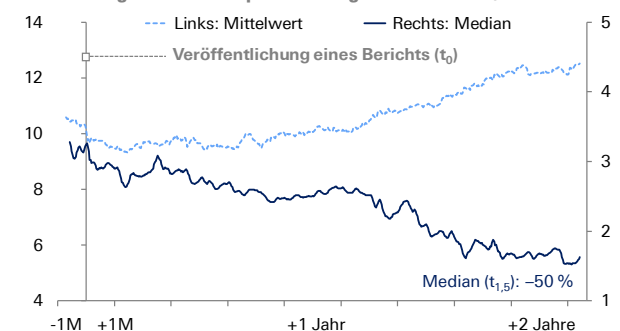
Abb. 4: So reagierten Aktienkurse auf Short-Kampagnen
Brutto-Überschussrenditen (lokale FX) ggü. MSCI-Europa, in %



Quellen: Refinitiv, Metzler

Die Marktkapitalisierung der Zielunternehmen hatte sich bis dahin halbiert (Abb. 5). Bei aggregierter Betrachtung ging die Marktkapitalisierung in der Spitze um bis zu 135 Mrd. EUR zurück.

Abb. 5: Die Belastung der Börsenwerte war erheblich
Entwicklung der Marktkapitalisierung über alle Fälle, Mrd. EUR



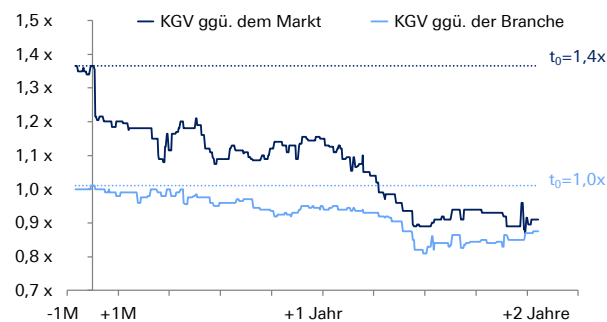
Quellen: Refinitiv, Metzler

ESG: strategie

Für Leerverkäufer sind die Aussichten auf erfolgreiche Kampagnen dann am höchsten, wenn eine größtmögliche Diskrepanz zu den am Markt reflektierten Meinungen besteht. So zielten knapp drei Viertel der Kampagnen auf Unternehmen ab, die von Finanzanalysten zum Kauf empfohlen wurden.

Und da diese meist nach Industriegruppen aufgestellt sind, gaben branchenspezifische Vergleiche der Bewertungsmultiplikatoren wenig Anlass, Empfehlungen kritischer einzuschätzen. Branchenübergreifende Vergleiche hingegen hätten einen Hinweis auf Überbewertungen geben können (Abb. 6).

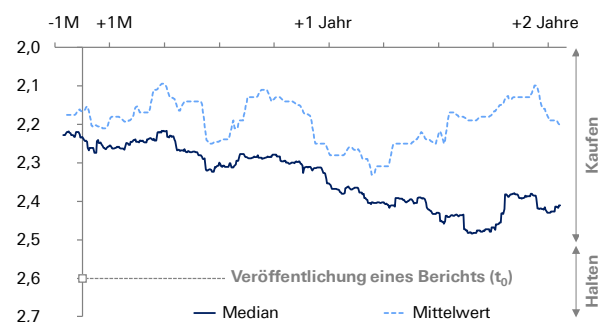
Abb. 6: Bewertungsprämie (-discount) der Zielunternehmen 12-Monats-Fwd-KGV ggü. globalen MSCI-Universen (Median)



Quellen: MSCI, Metzler

Ein Beleg für den Erfolg von Short-Kampagnen ist über den Kursverfall hinaus auch an den Analystenempfehlungen auf Aktien der Zielunternehmen im Zeitablauf abzulesen (Abb. 7). Diese wurden nach Veröffentlichung eines kritischen Berichts im Rahmen der Short-Kampagnen sukzessiv nach unten revidiert.

Abb. 7: Finanzanalysten zogen nach und stufen ihre Empfehlungen mit dem Verfall der Aktienkurse herab Konsens-Score nach Ankündigung der Short-Kampagnen (t_0)*



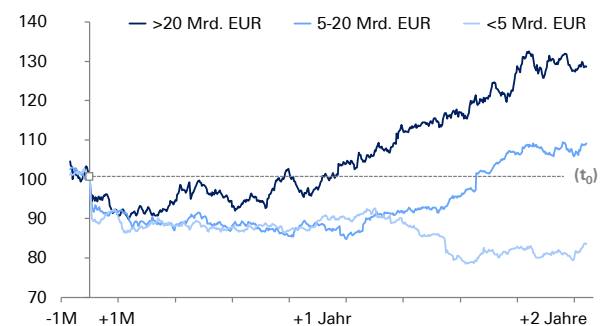
* Sell-Side-Empfehlungen erfordern eine Übersetzung in standardisierte Größen. Absolute Einschätzungen sowie relative Einschätzungen werden normiert und mithilfe eines Scores zwischen 1,0 (starke Kaufempfehlung) und 5,0 (starke Verkaufsempfehlung) vereinheitlicht. Quellen: I/B/E/S Datastream, Metzler

Rückschlüsse für das Portfoliorisikomanagement

Auch wenn sich Portfolios im Vorhinein nicht gezielt um potenzielle Zielunternehmen von Short-Kampagnen bereinigen lassen, können Erkenntnisse aus der Historie in Präferenzen überführt werden, die das Exposure gegenüber schwersten Verläufen zu begrenzen helfen.

- **Große Zielunternehmen erholten sich eher als kleine:** Unterteilt man die Fälle im europäischen Aktienmarkt seit 2010 nach Höhe der Marktkapitalisierung zum Zeitpunkt der Short-Kampagnen, ist zu beobachten, dass die Brutto-Überschussrenditen aller Zielunternehmen einen Monat nach Veröffentlichung eines Reports um ca. 10 % fielen (Abb. 8). Doch anders als Large Caps (Marktkapitalisierung >20 Mrd. EUR) und Mid Caps (5–20 Mrd. EUR) erholten sich Small Caps (<5 Mrd. EUR), die 60 % aller Zielunternehmen ausmachten, nicht mehr innerhalb von zwei Jahren nach einer Short-Kampagne.

Abb. 8: Kursreaktionen auf Short-Kampagnen nach Größe Brutto-Überschussrenditen (lokale FX) ggü. MSCI-Europa, in %



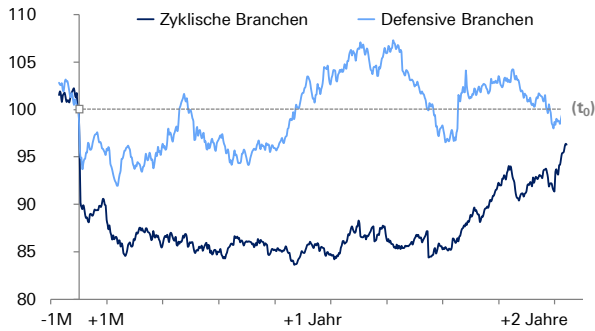
Quellen: Refinitiv, Metzler

- **Zyklische Werte waren stärker betroffen als defensive:** 75 % aller Zielunternehmen gehörten zyklischen Branchen an. Im Vergleich zu Zielunternehmen aus defensiven Branchen fällt auf, dass der Rücksetzer der Brutto-Überschussrenditen in der ersten Woche nach Veröffentlichung eines Berichts mit -10 % doppelt so hoch ausfiel (Abb. 9).

Und während sich Zielunternehmen aus defensiven Branchen bereits nach einem Monat wieder erholten, setzte sich die Talfahrt der zyklischen Titel bis zu 18 Monate nach Veröffentlichung der jeweiligen Berichte fort, ehe sich eine Erholung einstellte. Am häufigsten betroffen waren Titel der Branchen Technologie (27 % der Fälle), zyklischer Konsum (17 % der Fälle) und Finanzwerte (12 % der Fälle).

ESG: strategie

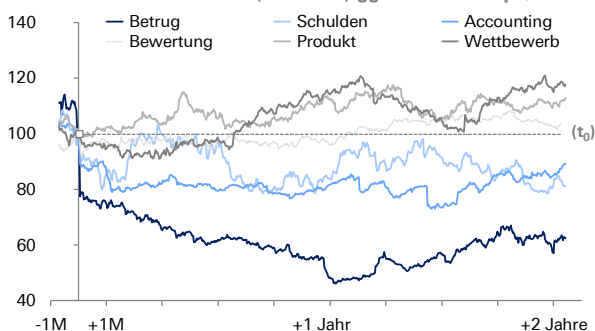
Abb. 9: Aktienkurse „zyklischer Ziele“ reagierten stärker Brutto-Überschussrenditen (lokale FX) ggü. MSCI-Europa, in %



Bemerkung: Zyklische Branchen: Technologie, zyklische Konsumwerte, Finanzwerte, Industriegüter, Grundstoffe und Immobilien. Quellen: Refinitiv, Metzler

- **Die Art der Anschuldigung spielte eine entscheidende Rolle:** Wurde in Short-Kampagnen auf Überbewertung (25 % der Fälle), mangelhafte Produkte (13 %) und Wettbewerbsdruck (16 %) verwiesen, belastete das die Aktienkurse nicht anhaltend. Am stärksten hingegen wurden Aktienkurse belastet, wenn Investoren neben einer mangelhaften Berichterstattung auf intransparentes Accounting (30 %) und schweren Betrug (13 %) verwiesen (Abb. 10). Alle Fälle, bei denen der Handel von Wertpapieren im Anschluss ausgesetzt wurde, entfielen auf diese Kategorien. Darüber hinaus führten auch Anschuldigungen in Bezug auf Überschuldung (3 %) zu negativen Überschussrenditen.

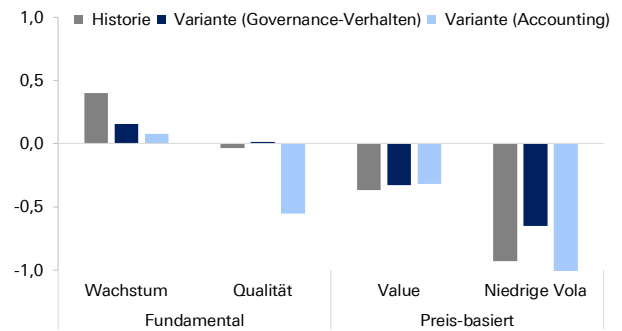
Abb. 10: Kursreaktionen auf Short-Kampagnen nach Typus Brutto-Überschussrenditen (lokale FX) ggü. MSCI-Europa, in %



Quellen: Refinitiv, Metzler

Zusammenfassend lassen sich Zielunternehmen von aktivistischen Short-Kampagnen in Europa als zyklische Wachstumstitel beschreiben, deren Aktienkurse überdurchschnittlich volatil waren, mit hohen KGV-Bewertungsmultiplikatoren einhergingen und vom Konsens der Finanzanalysten zum Kauf empfohlen wurden (Abb. 11).

Abb. 11: Die Risikoprämienprofile der Beobachtungslisten Z-Score: Exposure ggü. dem MSCI-Europa-SMID-Index



Bemerkung: Die Berechnung der Risikoprämien basiert auf Aggregationen einzelner Finanzindikatoren nach dem Muster von MSCI Research. Quellen: Refinitiv, Metzler

Fazit: Das Risikoprämien-Exposure als Indikator

Überführt man diese Erkenntnisse in die Auswahl von Filtern eines Screenings für das liquide europäische Anlageuniversum, ergeben sich zwei mögliche Varianten: Während sich Variante 1 auf potenzielle Betrugsfälle konzentriert, legt Variante 2 den Fokus auf Titel, die durch Auffälligkeiten in Sachen Accounting herausstechen.

Ausgangspunkt: MSCI AC Europa (1.611 Titel)

- 1. Größe – Fokus auf kleinere Titel:** Ausschluss bei Marktkapitalisierung >20 Mrd. EUR = 1.425 Titel
 - 2. Branchenzugehörigkeit – Fokus auf Zykliker:** Ausschluss der defensiven Branchen = 907 Titel
 - 3. Finanzanalysten – Fokus auf Kaufempfehlungen:** I/B/E/S-Konsens-Score <2,5 von 5 = 565 Titel
 - 4. Bewertung – Fokus auf KGV oberhalb des Marktniveaus:** 12-Monats-Fwd >15 x = 277 Titel
-
- 5. Variante – Fokus auf Governance-Verhalten:** quantifiziert via MSCI-Scores <5 von 10 = 71 Titel
-
- 5. Variante – Fokus auf Accounting-Profile:** quantifiziert via MSCI-Scores <5 von 10 = 35 Titel

Das Risikoprämien-Exposure der resultierenden Listen potenzieller Zielunternehmen deckt sich weitestgehend mit dem der dokumentierten Fälle (Historie).

Dies ist ein Hinweis darauf, dass die indirekte Screening-Methode des Reverse-Engineerings zielgerichtet ist (vgl. Abb. 11).

ESG: strategie

Ihre Ansprechpartner

Sustainable Investment Office



Daniel Sailer
ESG Advisory
Daniel.Sailer@metzler.com



Jan Rabe
ESG Integration
Jan.Rabe@metzler.com



Philipp Linke
ESG Reporting
PLinke@metzler.com



Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Sustainable Investment Office
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Philipp Linke Telefon +49 69 2104-11 05
Jan Rabe Telefon +49 69 2104-16 32
Daniel Sailer Telefon +49 69 2104-16 27
sustainableinvestments@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Weitere Informationen
auf unserer Webseite:



**Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH.
Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden.**

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat. Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden.

Dem Anleger steht das Recht auf eine Musterfeststellungsklage nach § 606 ZPO und auf Durchführung eines Ombudsverfahrens vor dem BVI zu. Es gilt das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG). Der grenzüberschreitende Vertrieb kann von Metzler jederzeit widerrufen werden.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Vielfalt ist uns wichtig: Daher legen wir Wert darauf und betonen ausdrücklich, dass wir mit unseren Informationen alle Menschen gleichberechtigt ansprechen. Wenn wir im Text männliche Bezeichnungen für Menschen und Positionen verwenden, dient das allein dazu, den Lesefluss für Sie zu vereinfachen.