



---

**BERENBERG**  
PARTNERSHIP SINCE 1590

---

## Aktivistische Aktionäre als neue Spieler in Corporate Germany

---

# „Creating alpha“

## Übersicht strategische Hebel von Aktivisten



**BERENBERG**

PARTNERSHIP SINCE 1590

1

„Bumpitfrage“

- **Aktivist baut während einer Übernahme (oder kurz zuvor) bedeutende Positionen in börsennotierten Unternehmen auf und drängt auf höhere Übernahmeprämie**

Fallbeispiele

ELLIOTT

STADA

ELLIOTT

SLM  
Solutions GmbH

2

Kurstreibende Strategien

- a **Aufspaltung von Konglomeraten hin zu Pure Play-Einheiten**
- b **Aktienrückkäufe**
- c **Sonderdividenden aus Barbestand oder über REIT/ sale-lease backs-Strukturen**

ELLIOTT

SACHEM HEAD  
CAPITAL MANAGEMENT

WHITBREAD

a

Cevian Capital

thyssenkrupp

ELLIOTT

GEA

b

ICAHN ENTERPRISES L.P.

Apple

c

STARBOARD VALUE

Olive Garden  
ITALIAN KITCHEN

3

Aktive Einflussnahme auf die Geschäftspolitik

- **Fundamentale Einflussnahme auf die Strategie** eines Unternehmens, auch über **Repräsentation** in den Gremien
- **Neubesetzung von Vorstand und Aufsichtsrat/ Vorsitz**

Cevian Capital

thyssenkrupp

ELLIOTT

GEA

STARBOARD VALUE

Olive Garden  
ITALIAN KITCHEN

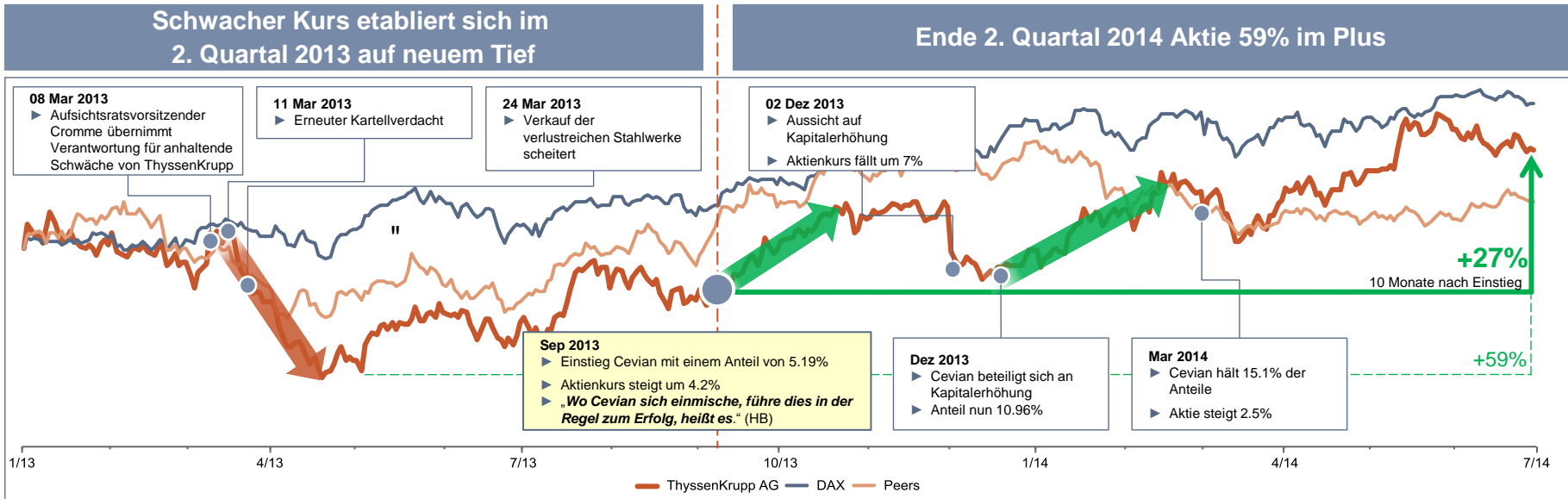
# Einstieg von Aktivisten als – vermeintlicher – Strategie-Katalysator

## Case Study I: Cevian übernimmt Minderheitsanteil an ThyssenKrupp



**BERENBERG**

PARTNERSHIP SINCE 1590



### Trotz klarer Strategie und definierter Meilensteine verharrt ThyssenKrupp-Aktie in Abwärtsspirale

- ▶ Anhaltende wirtschaftliche Probleme und negativer Newsflow drücken Kurs
  - Verlusttreiber Steel Americas
  - Unprofitables Stahlgeschäft
  - Massiver Anstieg Gearing
  - Niedrigste Eigenkapitalquote im Vergleichsindex

Seit Mitte 2007 ist der Wert der Aktie um **zwei Drittel geschrumpft**. Thyssen-Krupp hat sich mit dem Bau von zwei Stahlwerken übernommen. Heute ist das Unternehmen mit 5,3 Milliarden Euro verschuldet, die Eigenkapitalquote liegt bei nur noch 9,5 Prozent und die **Aussichten sind trübe**. Alles hängt davon ab, ob der Konzern seine Krisenhütten passabel verkaufen kann. Druck auf den Kurs macht aber auch die Aussicht auf eine Kapitalerhöhung. In dieser Lage ähnelt die Thyssen-Krupp-Aktie einem **Zockerpapier**  
**Süddeutsche Zeitung, "ThyssenKrupp-Aktie nur etwas für Mutige", 25.06.2013**

### Einstieg von Cevian als Ankerinvestor mit starker Minderheit durchbricht Negativtrend und sendet starkes Signal an Märkte

- ▶ Einstieg von Cevian unmittelbar vor Ende des laufenden Geschäftsjahres leitet Trendwende ein; jeder weitere Zukauf treibt den Kurs und stärkt die Position von ThyssenKrupp

Die **aktuelle Bewertung** spiegelt nicht den **fundamentalen Wert** des Unternehmens wider", sagte Jens Tischendorf [...]. "Wir sehen noch erhebliches Potenzial für die Entwicklung von ThyssenKrupp." Die **Börse reagierte euphorisch** auf den Einstieg von Cevian Capital [...]. Die Thyssen-Aktie legte einen Kurssprung hin und kletterte zeitweise auf den **höchsten Stand seit mehr als sechs Monaten**. **Welt, 26.09.2013**

In dieser **misslichen Lage** ist es bemerkenswert, wenn sich wenige Tage bevor der Konzern sein Geschäftsjahr beendet, Europas größter Eigenkapitalinvestor als **langfristig wertorientierter Aktionär** zu erkennen gibt. [...] Die Begründung von Cevian ist die **gleiche**, die Thyssen-Krupp-Chef Heinrich Hiesinger schon seit Monaten vorträgt: ein hohes Wertsteigerungspotential im Kerngeschäft. **Aber wenn dies ein bedeutender Anleger sagt, hat das in der Außenwirkung ein größeres Gewicht**. Man kann diese Ankündigung als vertrauensschaffenden Schritt [...] werten. **FAZ, "Rückenstärkung", 26.09.2013**

# Werthebel strukturelle Neuausrichtung

## Case Study II: Elliott forciert Sparten-Strategie bei ThyssenKrupp

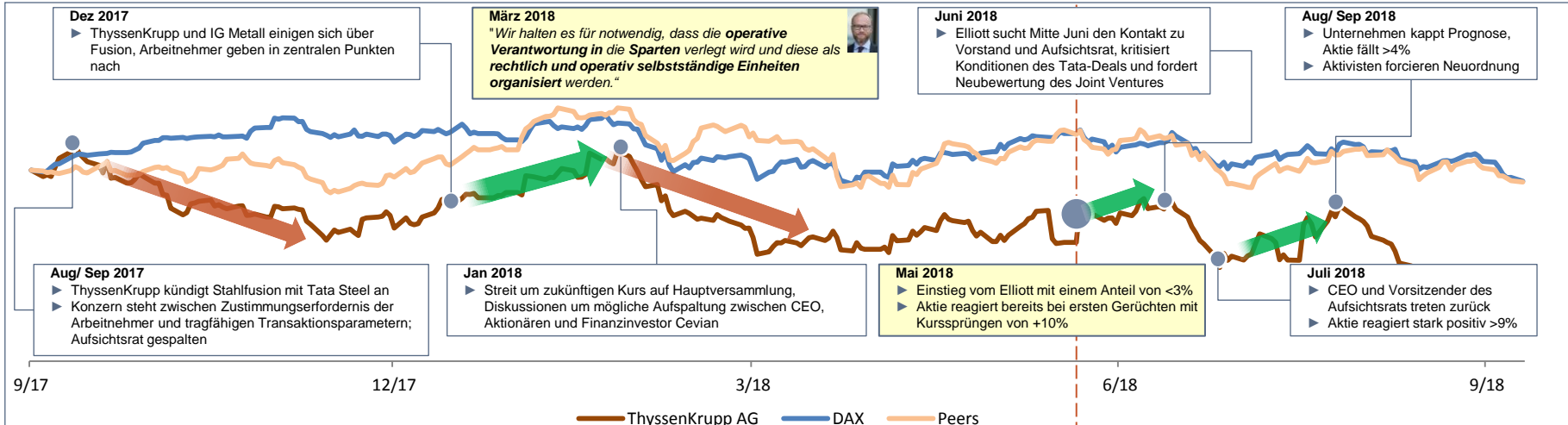


**BERENBERG**

PARTNERSHIP SINCE 1590

### Wahrnehmung von ThyssenKrupp: Schwerfälliges Konglomerat

### Hoffnung nach Elliott-Einstieg: Vom „Tanker“ zum „Flottenverbund“



### Starke Präferenz des Markts für Pure-Play

- ▶ Aus Sicht des Markts fehlt es ThyssenKrupp an Agilität und einer überzeugenden Vorwärtsstrategie; die Konglomeratsstruktur biete zu geringe Synergien, die einzelnen Sparten erreichten nicht die Profitabilität ihrer Peers

*„Konglomerate alten Zuschnitts haben keine Zukunft. Synergien haben noch nie Wachstum erzeugt: Sie sind der Feind von Geschwindigkeit und Fokussierung. Oft kaschieren Konglomerate Mittelmäßigkeit, und das wird gnadenlos bestraft.“*

*Joe Kaeser, Siemens CEO*

*Dass das Festhalten an herkömmlichen Strukturen letztlich zu einer Verringerung des strategischen Spielraums führt, sieht man überdeutlich bei ThyssenKrupp. Der enorme Substanzverlust hat dazu geführt, dass man in die heute als Kerngeschäfte definierten Bereiche nicht ausreichend investieren kann. Die Folge wird ein weiter erodierender Verlust an Wettbewerbsfähigkeit sein.*

*Börsen-Zeitung, „ThyssenKrupp - Konglomerat zum Quadrat“, 07.09.2018*

### Einstieg von aktivistischem Aktionär treibt Fantasie – Analysten empfehlen Aktie zum Kauf und setzen auf Aufspaltung

*Aktivistische Aktionäre bringen Vorstände auf Trab. Ihre Kursgewinne können sich sehen lassen. Die Kleinanleger profitieren davon.*  
*Handelsblatt, „Vorbild Hedgefonds“, 04.07.2018*

*Offensichtlich soll ein neues Konzept ausgearbeitet werden, das über Hiesingers Pläne für eine eher zurückhaltende "Profilschärfung" der Industriesparten hinausreicht. "Nun besteht die Chance, eine neue Strategie zu entwickeln und damit den Konzern neu auszurichten", sagte Ingo Speich.*  
*Frankfurter Allgemeine Zeitung, „Thyssen-Krupp in der Führungskrise“, 07.07.2018*

*Was die Besitzstandswahrer in Essen in ihrer viel zu teuren Hauptverwaltung jetzt aber aufgerüttelt hat, ist der zunehmende Druck des Kapitalmarktes und Cevian. Denn die mühsame Sanierung des gebeutelten Stahlgeschäfts und die unterdurchschnittliche Performance in den anderen Bereichen einschließlich Aufzüge haben zu der seit Jahren miserablen Börsenperformance geführt.*

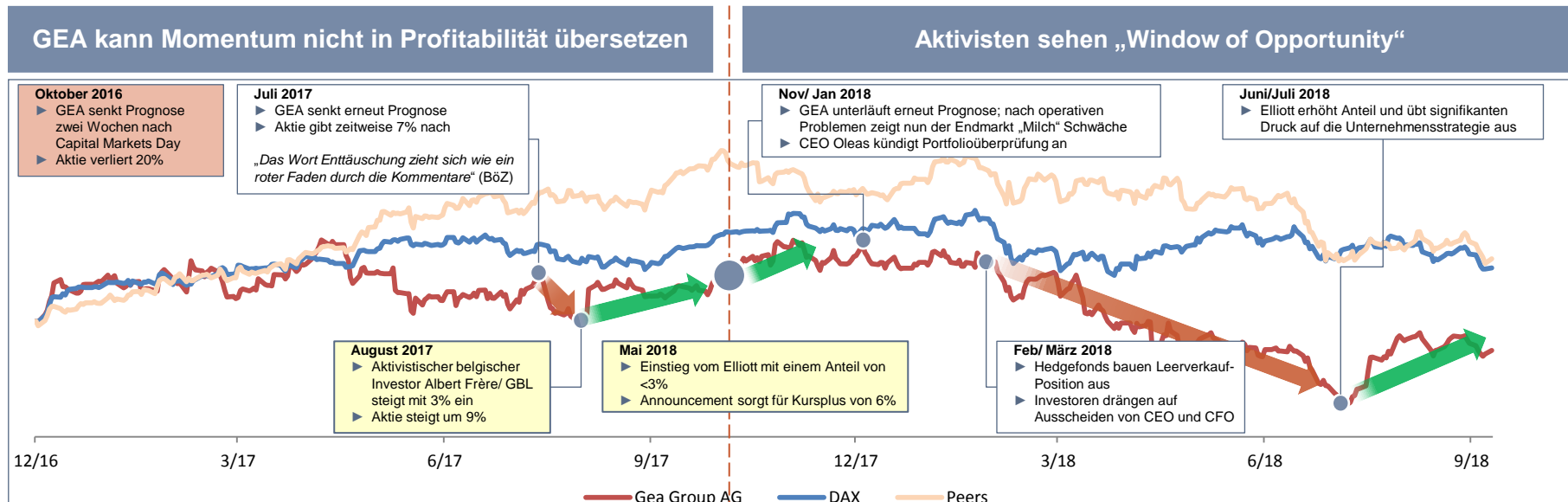
*Börsen-Zeitung, „Who the fuck is Elliott?“, 21.07.2018*

# Opportunistischer Einstieg in Schwächephase

## Case Study III: GEA im „Perfekten Sturm“ für Aktivisten



**BERENBERG**  
PARTNERSHIP SINCE 1590



### Anhaltende Underperformance, aber attraktive Basis heben GEA auf Aktivisten-Radar

- ▶ Konsekutive Gewinnwarnungen beschädigen Glaubwürdigkeit des Vorstands und schaffen Momentum für Aktivisten-Einstieg
  - EBITDA-Marge weicht deutlich von Analystenschätzungen ab
  - Anlaufschwierigkeiten und Fehlkalkulationen drücken Profitabilität
  - Order-Eingang, WCR-Management und Unit Equipment überzeugend

*A lot of trust has been lost following yet another profit warning; a negative aftertaste remains which is sad as GEA is a company with huge internal potential, a strong product portfolio, and it is active in attractive end-markets.*

*KeplerCheuvreux, „Buying when the cannons thunder“, 19.07.2017*

*While we acknowledge the further contract charges are disappointing we maintain GEA margins are below vs peers and this represents an opportunity.*

*Credit Suisse, „Buybacks still key in the current transition“, 19.07.2017*

### Aktivisten nehmen aktiv Einfluss auf die Geschäftsstrategie

- ▶ Elliott bedient sich neben operativen Forderungen (Werksschließungen, Margen-Benchmarking, Verlagerung) der gesamten Aktivisten-Klaviatur an werttreibenden Maßnahmen:

**Acceleration of the CEO succession timeline.** Elliott urges the Company to announce a new CEO without further delay and, once appointed, invites the new CEO to commence a strategic review in which all options to enhance stakeholder value should be considered.

**Steps to strengthen the composition of the Supervisory Board, including replacement of the current Chairman Dr. Helmut Perlet.** Elliott believes that the shareholder representative positions on the Supervisory Board must be refreshed over the coming months.

**Initiation of a substantial share buyback program.** GEA's liquidity profile, commitment to refrain from material M&A in 2018, and currently depressed share price create an attractive environment to initiate a substantial new share buyback.

**„Elliott Calls for Acceleration of CEO Succession, Replacement of Chairman of Supervisory Board and Share Buyback at GEA“, 19.09.2018**

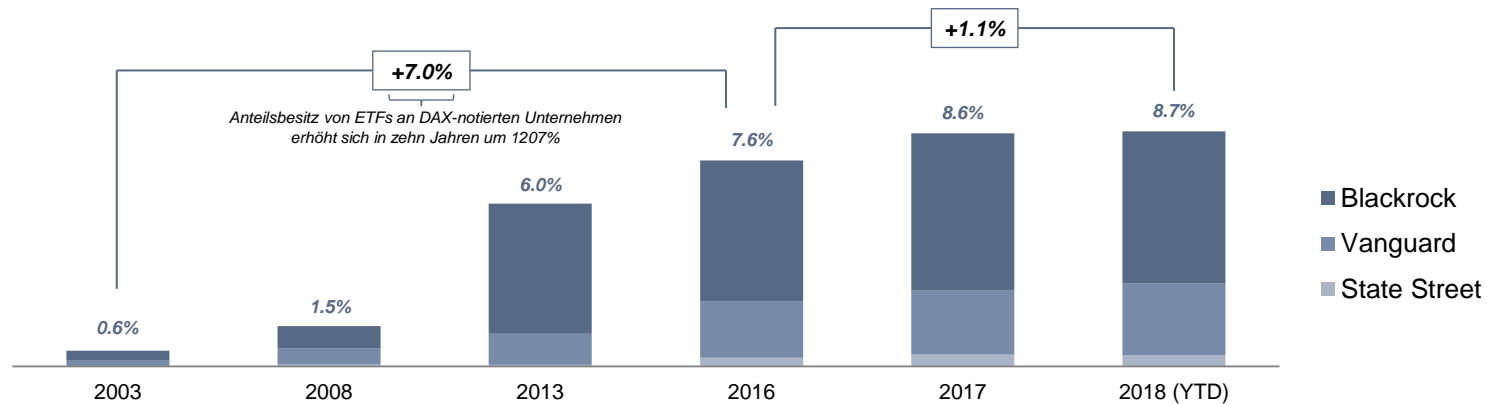
# Wachsender Einfluss von passiv gemanagten Indexfonds

## Top 3-Spieler mittlerweile mit knapp 10% an DAX-Unternehmen beteiligt



### BlackRock, Vanguard und State Street maßgebliche Spieler in Corporate Germany

Kumulierter Anteilsbesitz der „Drei Großen“ Fondsgesellschaften am Leitindex DAX



### Aufstieg passiver Indexfonds vergrößert Hebel

- ▶ **Siegeszug passiv gemanagter Indexfonds vergrößert relative Einflussmöglichkeiten von Aktivisten substanziiell**
- ▶ Fondsgesellschaften folgen häufig den **Empfehlungen der Proxy Advisors** (Glass Lewis, ISS) und beteiligen sich nicht weiter an Abstimmungen und Corporate Governance – allein schon aus Kapazitätsgründen:
  - BlackRock Investment Stewardship team: **30 FTE**, BlackRock-Engagements weltweit: **>10.000 Unternehmen**
  - Nur in **Ausnahmefällen Vertretung im Aufsichtsrat**
- ▶ **Sondersituation in D: „Bumpitriage“ M&A-Situationen durch parallele ISIN**

**Höheres Stimmgewicht und damit geringerer notwendiger Kapitaleinsatz begünstigt Aktivistenkampagnen**

### Indexfonds, Long-Investoren und Aktivisten: Allianz oder Antagonisten?

- ▶ **Spannungsfeld Kurzfristgewinne vs. berechtigte Management-Kritik**

**Kurzfristig höhere Renditen und Ausschüttungen** erschweren für ein börsennotiertes Unternehmen, eine **langfristige Strategie** zu verfolgen. In Wahrheit geht es oft um einen **Werttransfer** – etwa **von Beschäftigten zu Aktionären** oder **aus der Zukunft in die Gegenwart**. - Hermes Investment Management, Hans-Christoph Hirt, Executive Director

Wenn Aktivisten in den Aufsichtsrat einziehen, wollen wir wissen, welche Rolle sie spielen, und sicherstellen, dass sie **nicht ihre eigenen Interessen bedienen**, sondern im **besten Sinne des Unternehmens** und aller Investoren handeln. - BlackRock, Amra Balic, Investment Stewardship

Where **activists offer valuable ideas** – which is **more often than some detractors suggest** – we encourage companies to **begin discussions**, to **engage** with shareholders like BlackRock, and to bring other critical stakeholders to the table. - BlackRock, Larry Fink, Chairman and CEO

Besonders besorgniserregend ist der Aufstieg der Indexfonds. **Je mehr Investoren passiv bleiben, desto weniger fühlt sich das Management den Aktionären verpflichtet** und desto mehr Unternehmen driften ab. Deswegen müssen wir als **aktive Aktionäre den Vorständen umso genauer auf die Finger schauen**. - Elliott, Franck Tuil, Portfolio Manager



## Publisher

BERENBERG

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG

Bockenheimer Landstrasse 25

60325 Frankfurt am Main

Germany

Internet: <http://www.berenberg.com>

## © Copyright

This work is copyright protected. The resulting rights, particularly with respect to translation, reproduction, communication, copying of images and tables, broadcasting, microfilming or reproduction by other means, as well as storage on data processing equipment, remain reserved, even where such use only applies to excerpts. The reproduction of this work or parts of this work is only permissible within the boundaries of the statutory provisions of the Copyright Act (Urheberrechtsgesetz) of the Federal Republic of Germany dated 9 September 1965 as amended, even in individual cases. Infringements may be subject to the penal provisions of the Copyright Act.

## Disclaimer

The information in this publication was developed using data that we assume to be accurate; nevertheless, we accept no liability and offer no guarantee. This publication may not be considered as an offer to sell or an invitation to treat for the purchase of securities. The statements made in this publication can be changed without prior notice.

For further information regarding Berenberg's disclosure obligations vis-à-vis its clients in the context of this presentation under Article 38 no. 1 lit. (a) to (f) and Article 39 no. 2 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 supplementing Directive 2014/65/EU (MiFID II), please see <https://www.berenberg.de/en/nc-issuer-client-information/> by using the following password: BerenbergMifid2Info.