

Die Wirkung von Hedgefonds Activism auf Aktienrenditen von Unternehmen im S&P 1500

Jonas Tobias Schmitz

Dieses Werk ist als freie Onlineversion über das Forschungsinformationssystem (FIS; <https://fis.uni-bamberg.de>) der Universität Bamberg erreichbar. Das Werk steht unter der CC-Lizenz CC-BY.



Lizenzvertrag: Creative Commons Namensnennung 4.0
<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>.

URN: urn:nbn:de:bvb:473-irb-517439
DOI: <https://doi.org/10.20378/irb-51743>

Die vorliegende Arbeit wurde von der Fakultät Sozial- und Wirtschaftswissenschaften der Otto-Friedrich-Universität Bamberg als Dissertation angenommen.

Erster Gutachter/Prüfer:	Professor Dr. Andreas Oehler
Zweiter Gutachter/Prüfer:	Professor Dr. Stefan Wendt
Dritter Prüfer:	Professor Dr. Karl-Heinz Gerholz

Tag der Disputation:	06.07.2021
----------------------	------------

Geleitwort

Innerhalb des Forschungszweiges der Finanzmärkte im Allgemeinen sowie des Verhaltens von Hedge Funds und dessen Wirkung auf das Verhalten anderer Finanzmarktteilnehmer im Besonderen wird bislang kaum grundlegend die Wirkung bestimmter Kommunikationsstrategien von Hedge Funds einerseits und daraus folgende mögliche Änderungen der Aktienrenditen andererseits analysiert. Die vorliegende Arbeit geht den nicht einfachen Weg, diesen Mangel zu beheben, indem nicht nur statistisch-ökonomische, sondern insbesondere qualitativ-ökonomische Aspekte der Kommunikationsstrategien analysiert und hierbei auch interdisziplinär Ansätze berücksichtigt und gewürdigt werden. Hervorzuheben ist die nicht nur theoretische, sondern ebenso die fundierte empirische Analyse unter Nutzung US-amerikanischer Daten.

Herr Schmitz leistet mit der vorgelegten Dissertation einen Beitrag zur Schliessung der bestehenden Forschungslücke leisten und widmet sich daher dem Forschungsziel:

„Diese Dissertation wird daher zum Erhalt von jüngerer Evidenz abnormale Aktienrenditen um die Veröffentlichung von Schedule 13D Meldeberichten in den Jahren 2010 bis 2016 untersuchen.“

In einer Weiterführung der bisherigen Forschung soll dabei der Fokus der Analyse auf die Kommunikationsstrategien von Hedge Funds gelegt und gleichzeitig die damit verbundene Effizienz der Aktienmärkte untersucht werden.

Die Dissertation von Herrn Schmitz unterscheidet sich in den forschungsleitenden Fragestellungen in einigen für die wissenschaftliche, aber genauso auch für die praktische Arbeit wesentlichen Aspekten von verwandten Arbeiten. Herr Schmitz formuliert mit der genannten Zielsetzung seiner Arbeit fünf Forschungsfragen als besonders relevant:

- (1) „Wie wirkt sich die Bekanntgabe von Hedgefonds Activism auf die abnormale Aktienrendite des betroffenen Unternehmens aus?“
- (2) „Beeinflusst eine abschwächende Ausdrucksweise von Activism betreibenden Hedgefonds die abnormale Aktienrendite der betroffenen Unternehmen?“
- (3) „Bei welchen Activism-Zielen intensivieren Hedgefonds ihre Kommunikation per Brief?“

- (4) „Beeinflusst eine Intensivierung der Kommunikation von Activism betreibenden Hedgefonds mit Briefen die abnormale Aktienrendite der betroffenen Unternehmen?“
- (5) „Wirkt die Veröffentlichung des ersten Meldeberichts Schedule 13D/A, welcher eine Reduzierung der am Activism betroffenen Unternehmen vom Hedgefonds gehaltenen Anteile offenlegt, sich auf die abnormale Aktienrendite des betroffenen Unternehmens aus?“

Die vorliegende Arbeit ist damit grundsätzlich im Forschungsgebiet der theoretischen und empirischen finanzwirtschaftlichen Forschung angesiedelt.

Der Dissertation gelingt nach ausführlicher und sorgfältig eingebrachter Grundlegung ein sehr guter Beitrag im Bereich Hedge Funds sowie hierbei insbesondere in den verschiedenen Facetten der Reaktion anderer Marktteilnehmer. Damit ist ein wichtiger Beitrag zur betriebswirtschaftlich, insbesondere finanzwirtschaftlich ausgerichteten theoretischen und empirischen Forschung zu Finanzmärkten und zum Risikoverhalten zu konstatieren.

Bamberg im Oktober 2021

Univ.-Prof. Dr. Andreas Oehler

Vorwort

Die vorliegende Dissertation wurde an der Sozial- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Otto-Friedrich-Universität Bamberg im November 2020 eingereicht und im Sommersemester 2021 angenommen. Im Vorwort möchte ich den Personen danken, die mein Promotionsvorhaben besonders förderten.

Mein größter Dank gilt Herrn Professor Dr. Andreas Oehler. Seine wissenschaftliche Begleitung und seine Unterstützung haben sehr zum Gelingen der Dissertation beigetragen. Herrn Professor Dr. Stefan Wendt danke ich, dass er das Zweitgutachten übernommen hat und Herrn Professor Dr. Karl-Heinz Gerholz, dass er als dritter Prüfer in meiner Promotionskommission zur Verfügung stand.

In meiner Zeit am Lehrstuhl für BWL, insbesondere Finanzwirtschaft der Otto-Friedrich-Universität Bamberg hatte ich das Glück, auf tolle Kollegen zu treffen. Für den kollegialen, fachlichen und privaten Austausch möchte ich besonders Professor Dr. Tim Alexander Herberger, Dr. Matthias Horn, Hans Philipp Wanger und Julian Schneider herzlich danken. Dr. Matthias Horn, Julian Schneider und meinem ehemaligen Kommilitonen Sebastian Schmidt danke ich dafür, dass sie sich dem Korrekturlesen annahmen und mir konstruktive Rückmeldungen gaben.

Ganz herzlich danke ich meiner Ehefrau Charlotte Wittnebel-Schmitz für ihre Geduld, unsere Gespräche und ihre Liebe. Für ihre liebevolle Unterstützung danke ich meinen Eltern Karl-Josef Schmitz und Monika Kolke-Schmitz.

Würzburg im Oktober 2021

Jonas Tobias Schmitz

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung.....	1
1.1	Motivation und Forschungsfragen	1
1.2	Gang der Untersuchung	9
2	Finanzierungstheoretische und finanzpsychologische Grundlagen.....	11
2.1	Neoklassische Finanzmarkttheorie.....	11
2.2	Neue Institutionenökonomik.....	14
2.2.1	Marktmikrostrukturtheorie.....	17
2.2.2	Stakeholder-Salience-Theorie.....	19
2.2.3	Reaktanztheorie.....	20
2.3	Behavioral Finance.....	22
2.4	Finanzintermediation	24
2.5	Finanzierungstheoretische Einordnung der Arbeit.....	26
3	Grundlagen zu Hedgefonds und Hedgefonds Activism	29
3.1	Definition und Charakteristika von Hedgefonds	29
3.2	Shareholder Activism und Hedgefonds Activism.....	33
3.3	Strategien von Hedgefonds.....	36
3.4	Rechtliche Rahmenbedingungen zu den Meldeberichten Schedule 13D, Schedule 13D/A und Schedule 13G	38
3.5	Ausstiegskanäle	41
4	Konzeptionelle Grundlagen zur empirischen Analyse	43
4.1	Datenerhebung zu Hedgefonds Activism	43
4.2	Grundlagen zur Ermittlung abnormaler Renditen	45
4.3	Grundlagen zur Textanalyse	49
5	Hat die Bekanntgabe von Hedgefonds Activism einen Einfluss auf abnormale Renditen?	51
5.1	Methodischer Ansatz.....	51
5.2	Ergebnisse	53

5.3	Diskussion.....	61
6	Hat auf Activism bezogene Kommunikation von Hedgefonds eine Wirkung auf abnormale Renditen?	63
6.1	Methodischer Ansatz.....	63
6.2	Ergebnisse	71
6.3	Diskussion.....	92
7	Hat die Bekanntgabe eines Anteilsverkaufs von Activism betreibenden Hedgefonds eine Wirkung auf abnormale Renditen des betroffenen Unternehmens?	96
7.1	Methodischer Ansatz.....	96
7.2	Ergebnisse	99
7.3	Diskussion.....	108
8	Diskussion der Ergebnisse, kritische Würdigung und Implikationen.....	111
9	Literatur	118
10	Anhang: Fallbeispiel zu einer mit einem Brief intensivierten Kommunikation eines Hedgefonds.....	159

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Kumulative abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.....	55
Abbildung 2: Abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.	56
Abbildung 3: Abnormales Handelsvolumen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.....	58
Abbildung 4: Verteilung der Zeitspanne zwischen der Überschreitung der Meldeschwelle und der Veröffentlichung des Meldeberichts Schedule 13D.....	59
Abbildung 5: Kategorisierung von seitens Hedgefonds kommunizierten Activism-Zielen nach Brav et al. (2008: 1742).....	65
Abbildung 6: Kumulative abnormale Aktienrendite [-5:+5]-Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.....	84
Abbildung 7: Abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung erster verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A von Hedgefonds.....	100
Abbildung 8: Abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung erster verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A unterteilt nach erfolgreichen und nicht erfolgreichen Ereignissen.....	103

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Definitionen von Hedgefonds.	30
Tabelle 2:	Definitionen von Shareholder Activism.....	33
Tabelle 3:	Definitionen von Hedgefonds Activism.....	34
Tabelle 4:	Deskriptive Statistik zur (kumulativen) abnormalen Aktienrendite um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.....	54
Tabelle 5:	Deskriptive Statistik zu den mit den Faktorenmodellen ermittelten Koeffizienten bei der Untersuchung der Einstiege von Activism betreibenden Hedgefonds.	55
Tabelle 6:	Deskriptive Statistik zum abnormalen Handelsvolumen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.....	57
Tabelle 7:	Zeitspanne zwischen der Überschreitung der Meldeschwelle und der Veröffentlichung des Meldeberichts Schedule 13D.	59
Tabelle 8:	Verteilung der Meldeschwellenüberschreitungen und Meldeberichte auf die Wochentage.....	60
Tabelle 9:	In der Analyse verwendeter Thesaurus „modal weak“.	67
Tabelle 10:	In der Analyse verwendeter Thesaurus „uncertainty“.	67
Tabelle 11:	Deskriptive Statistik zur Textanalyse.....	70
Tabelle 12:	OLS-Regressionen zur Wirkung von abschwächenden Ausdrucksweisen auf abnormale Aktienrenditen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.	74
Tabelle 13:	OLS-Regressionen zur Wirkung unsicherer Ausdrucksweisen auf abnormale Aktienrenditen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.	75
Tabelle 14:	OLS-Regressionen zur Wirkung abschwächender und unsicherer Ausdrucksweisen auf kumulative abnormale Aktienrenditen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.	76
Tabelle 15:	OLS-Regressionen zur Wirkung abschwächender und unsicherer Ausdrucksweisen auf kumulative abnormale Aktienrenditen im Anschluss an die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.....	77
Tabelle 16:	Deskriptive Statistik zur Gesamtanzahl an von Hedgefonds adressierten Activism-Zielen je Activism-Ereignis.	78
Tabelle 17:	Activism-Ziele in Abhängigkeit von der Nutzung des Kommunikationskanals.....	81

Tabelle 18:	Die Wirkung von Activism-Zielen auf die Wahrscheinlichkeit von durch einen Brief intensivierter Kommunikation von Hedgefonds.....	82
Tabelle 19:	Kumulative abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.....	85
Tabelle 20:	OLS-Regressionen zur Wirkung von durch mit Briefen intensiverter Kommunikation auf abnormale Aktienrenditen am Veröffentlichungstag der Meldeberichte Schedule 13D.....	88
Tabelle 21:	OLS-Regressionen zur Wirkung von durch mit Briefen intensiverter Kommunikation auf kumulative abnormale Aktienrenditen im Anschluss an die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.....	89
Tabelle 22:	OLS-Regressionen zur Wirkung von durch mit Briefen intensiverter Kommunikation auf kumulative abnormale Aktienrenditen unter Berücksichtigung möglicher Informationslecks.	91
Tabelle 23:	Deskriptive Statistik zu den mit den Faktorenmodellen ermittelten Koeffizienten bei der Untersuchung der Ausstiege von Activism betreibenden Hedgefonds.	100
Tabelle 24:	Abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung erster und abschließender verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A.	102
Tabelle 25:	Abnormales Handelsvolumen um die Veröffentlichung der verkaufsbezogenen Meldeberichte Schedule 13D/A.	104
Tabelle 26:	S&P 500 adjustierte Aktienrenditen um die Veröffentlichung verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A.....	106
Tabelle 27:	Deskriptive Statistik zu den (kumulativen) abnormalen Aktienrenditen um die Veröffentlichung verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A.	107

Abkürzungsverzeichnis

C

CAPM Capital Asset Pricing Model

E

EDGAR..... Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval

ETF Exchange Traded Fund

O

OLS Ordinary Least Squares

S

SEC Securities and Exchange Commission

SIC Standard Industrial Classification

V

vgl. vergleiche

VIF Varianzinflationsfaktor

1 Einleitung

1.1 Motivation und Forschungsfragen

Die Interessen eines Unternehmensmanagements müssen nicht mit den Interessen der Aktionäre übereinstimmen. Wenn die Interessen jedoch deutlich auseinanderfallen, können Aktionäre des Unternehmens erwägen, Einfluss auszuüben (vgl. Shin & You 2017: 95; Oehler 2006a: 302–303). Die Einflussnahme von Aktionären auf die Unternehmenspolitik und -praxis wird als „Activism“ beziehungsweise „Shareholder Activism“ bezeichnet (vgl. Sjöström 2008: 142; Goranova & Ryan 2014: 1232). Shareholder Activism kann verschiedene Ausprägungen annehmen, von einem Dialog zwischen Unternehmensmanagement und Aktionären (vgl. Becht et al. 2009: 3096; Jhunjhunwala 2018: 33) bis hin zu öffentlichen, konfrontativen Formen (vgl. Klein & Zur 2009: 188; Del Guercio et al. 2008: 102; Norli et al. 2015: 486; Christie 2019: 7).

Hedgefonds sind gering regulierte Investoren, die in ihren Entscheidungen weitgehend frei sind und sich auf verhältnismäßig wenige Investments konzentrieren können (vgl. Brav et al. 2008: 1730; Oehler & Schwindler 2007: 293–294; Kennard 2003: 134; Lhabitant 2002: 15). Von manchen Hedgefonds ist es das explizite Geschäftsmodell, sich einen signifikanten Anteil an Unternehmen mit wahrgenommenen Potenzial zur Verbesserung zu kaufen, um wertsteigernde Änderungsprozesse anzustoßen (vgl. Dutta et al. 2017: 30; Calenda et al. 2017: 109; Edmans et al. 2013: 1446; Kahan & Rock 2007: 1091). Nach der US-amerikanischen Rechtslage gelten für den Erwerb von Wertpapieren an Unternehmen, die an einer nationalen Wertpapierbörse gehandelt werden, gewisse Veröffentlichungspflichten (vgl. Kruska 2015: 135–136). Sofern ein Hedgefonds mehr als fünf Prozent der eigenkapitalbezogenen, stimmberechtigten Wertpapiere einer Aktiengesellschaft erwirbt, ist dieser verpflichtet, einen Meldebericht bei der Securities and Exchange Commission (SEC) zu hinterlegen (vgl. Li 1997: 851; Edmans et al. 2013: 1444 & 1477; Calenda et al. 2017: 110–111; siehe zudem Baker & Filbeck 2017a: 592). Sollte ein Hedgefonds Änderungsprozesse anstoßen wollen, sprich die Intention haben, Activism auszuüben, sind diese im Meldebericht Schedule 13D darzulegen (vgl. Edmans et al. 2013: 1477; Macey & Netter 1987: 131). Sobald ein Hedgefonds seine Activism-Intentionen darlegt, wird die

zugrundeliegende Information zu einem öffentlichen Gut. Sie wird in den Aktienkurs eingepreist und kann somit das Potenzial für den Hedgefonds mindern, die mit den Activism-Zielen verbundenen Gewinne zu internalisieren, da weitere Aktien nach der Offenlegung nur noch zu einem Preis erworben werden können, der den erwarteten Wert der Activism-Ziele reflektiert (vgl. Jensen 1988: 44; Macey & Netter 1987: 138–139; Chattopadhyaya 2011: 307; Holden & Subrahmanyam 1992: 248).

Zahlreiche existierende Untersuchungen zu Hedgefonds Activism fokussieren sich auf den Activism-Anfang, welcher durch die Offenlegung des ursprünglichen Meldeberichts Schedule 13D gekennzeichnet ist (siehe beispielsweise Klein & Zur 2009: 207; Clifford 2008; Gantchev 2013; Krishnan et al. 2016; Tang 2020). Der Meldebericht Schedule 13D als erster Schritt im öffentlichen Vorgehen von Activism betreibenden Hedgefonds (vgl. Farrelly & Lhabitant 2017: 225; Gantchev 2013: 613) führt dazu, dass ihr Verhalten bezüglich des betroffenen Unternehmens beobachtbar wird (vgl. Carrothers 2017b: 19; Brav et al. 2008: 1736–1737; Wong 2019: 2). Aufgrund einer mangelnden zentralen Datenbank zu Hedgefonds Activism verwenden Forschende die Meldeschwellenberichte als glaubhafte Datenquelle (vgl. Brav et al. 2009: 193).

Abnormale Aktienrenditen der von Hedgefonds Activism betroffenen Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung von Meldeberichten des Typs Schedule 13D werden in diversen Studien untersucht. Die Untersuchungen zeigen, dass Hedgefonds Activism zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Meldeberichte im Durchschnitt mit positiven abnormalen Renditen einhergeht (vgl. Bebchuk et al. 2015: 1122; Brav et al. 2008: 1756; Carrothers 2017a: 57; Krishnan et al. 2016: 314; Clifford 2008: 329). In einem Handelszeitraum von, je nach Untersuchung, 21 bis 41 Tagen um die Veröffentlichung der Meldeberichte werden durchschnittlich kumulative abnormale Renditen von fünf bis sieben Prozent gemessen (vgl. Bebchuk et al. 2015: 1122; Becht et al. 2017: 2949 & 2951; Carrothers 2017a: 57; siehe zudem Brav et al. 2018: 238). Unterstellt man mittelstrenge effiziente Kapitalmärkte nach Fama (1970, 1991), sollte der Aktienkurs des Unternehmens den erwarteten Wert, welcher sich aus den Vorhaben des neuen Investors ergibt, umgehend nach der Veröffentlichung des Meldeberichts widerspiegeln (vgl. Fama 1991: 1576 & 1607; Macey & Netter 1987: 138–140; Chattopadhyaya 2011: 307). Abnormale Renditen werden jedoch sowohl vor

als auch nach der Veröffentlichung von Meldeberichten des Typs Schedule 13D gemessen (vgl. Bebchuk et al. 2015: 1122).

Viele Studien zu Hedgefonds Activism verwenden Datensätze, die vor der Finanzkrise 2008 enden (beispielsweise Brav et al. 2018: 240; Carrothers 2017a: 44–45, 2017b: 19; Mihov 2016: 232; Bebchuk et al. 2015: 1090; Gantchev & Jotikasthira 2018: 2932; Tang 2020: 338). In einer Studie mit einem etwas aktuelleren Datensatz zeigt sich, dass Möglichkeiten für Activism trotz eines steigenden Wettbewerbs zwischen Hedgefonds bestehen, die mit positiven abnormalen Renditen einhergehen (vgl. Krishnan et al. 2016: 296 & 314). Der Bezug von Informationen und der Handel an Aktienmärkten ist aufgrund von technischem Fortschritt im Laufe der Jahrzehnte schneller geworden (vgl. MacKenzie 2018: 1635–1637; Rogers et al. 2017: 497; siehe zudem Loughran & McDonald 2017: 232; Herberger et al. 2020: 16). Zudem existieren über die Wirkungen von Hedgefonds Activism seit 2008 – Brav et al. (2008: 1729) konstatierten, dass das bisherige Wissen eher anekdotischer Natur war – viel mehr Erkenntnisse (vgl. Goranova & Ryan 2014: 1233 & 1241). Aktienmarktteilnehmende dürften daher bezüglich der Bewertung von Hedgefonds Activism eher sensibilisiert sein. Beides könnte der Informationseffizienz in Bezug auf Hedgefonds Activism-Ereignisse zuträglich sein (vgl. Brogaard et al. 2014: 2302; Brogaard & Garriott 2019: 1496; Marquering et al. 2006: 300). Diese Dissertation wird daher zum Erhalt von jüngerer Evidenz abnormale Aktienrenditen um die Veröffentlichung von Schedule 13D Meldeberichten in den Jahren 2010 bis 2016 untersuchen. Es wird vermutet, dass Hedgefonds Activism zu positiven abnormalen Renditen führt, jedoch bereits kurz nach der Veröffentlichung eines Meldeberichts im Durchschnitt keine abnormalen Aktienrenditen mehr festzustellen sind. Die erste Forschungsfrage lautet daher wie folgt.

Forschungsfrage I: Wie wirkt sich die Bekanntgabe von Hedgefonds Activism auf die abnormale Aktienrendite des betroffenen Unternehmens aus?

Hedgefonds legen ihre Activism-Ziele im vierten Abschnitt des Meldeberichts Schedule 13D dar (vgl. Brav et al. 2009: 193; Giglia 2016: 112). Teilweise verdeutlichen sie zudem ihre Ziele in Briefen an das Unternehmensmanagement, welche dem Meldebericht beigelegt werden (vgl. Gantchev 2013: 629; siehe zudem Sjöström 2008: 142). In früheren Studien wurde die Wirkung der dargelegten Activism-Ziele auf die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen untersucht (siehe beispielsweise Brav et al.

2008: 1758–1759; Klein & Zur 2009: 210). Diese Dissertation untersucht nicht nur die Wirkung der dargelegten Ziele von Hedgefonds, sondern auch, ob Abschwächungen bei der Formulierung der Vorhaben einen Einfluss auf die Aktienrenditen der von Activism betroffenen Unternehmen haben.

Abschwächende Formulierungen könnten eventuell dazu führen, dass die Aktienmarktteilnehmenden den Wert der Activism-Vorhaben geringer einschätzen und Zweifel an der Durchsetzbarkeit bekommen. Abschwächende Ausdrucksweisen würden Hedgefonds in diesem Fall helfen, die mit ihrer Strategie verbundenen Gewinne zu internalisieren (vgl. Mihov 2016: 234). Hedgefonds sind jedoch dafür bekannt, ein System der Unternehmensführung und -überwachung – als Corporate Governance bezeichnet (vgl. Oehler 2005b: 220) – durchzusetzen (vgl. Bratton 2007: 1375; Briggs 2007: 708; Kahan & Rock 2007: 1091). Sie gelten als raffinierte Investoren (vgl. Brunnermeier & Nagel 2004: 2014 & 2037; Cao et al. 2018: 78 & 112). Marktteilnehmenden könnte dies bei der Verarbeitung der kommunizierten Informationen bewusst sein. Abschwächende Formulierungen würden in dem Fall nicht negativ gewertet. Die Verwendung abschwächender Formulierungen könnte jedoch auch andere taktische Gründe haben. Activism kann bei einem Unternehmensmanagement zu der Sorge führen, in unternehmerischen Entscheidungen eingeschränkt zu werden (vgl. Westphal 1998: 513). Die in Folge aufkommende Reaktanz kann zu einer ablehnenden Haltung und zu symbolischen, ineffektiven Reaktionen des Unternehmensmanagements auf die Activism-Ziele führen (vgl. David et al. 2007: 92 & 98; Brehm 1966: 9; Worchel 1974: 317; Worchel & Brehm 1971: 303; Miller et al. 2007: 222). Abschwächende Formulierungen helfen möglicherweise, die Reaktanz eines Unternehmensmanagements zu mindern (vgl. Katz et al. 2017: 1055, 1062, 1063; siehe zudem Nesterkin 2013: 589). Das Unternehmensmanagement wäre eher gewillt, sich den Activism-Zielen anzunehmen. Dies würde sich positiv auf den erwarteten Activism-Wert und die abnormalen Aktienrenditen auswirken. Es ergibt sich daher folgende zweite Forschungsfrage.

Forschungsfrage II: Beeinflusst eine abschwächende Ausdrucksweise von Activism betreibenden Hedgefonds die abnormale Aktienrendite der betroffenen Unternehmen?

Hedgefonds intensivieren fallweise ihre Kommunikation mit dem Unternehmensmanagement über Briefe. Diese sind dem Meldebericht Schedule 13D

im siebten Abschnitt anzuhängen, wenn mit ihnen Activism-Ziele übermittelt werden (vgl. § 240.13d–101 in CFR 2018: 175; siehe zudem Gantchev 2013: 629). Der siebte Abschnitt kann den vierten Abschnitt, in welchem die Activism-Vorhaben dargelegt sind (vgl. Giglia 2016: 112), erweitern und ist dementsprechend äußerst relevant (vgl. Gantchev 2013: 629). Einen öffentlichen, kritischen Brief an das Unternehmensmanagement zu senden, ist ein möglicher, konfrontativer Schritt von Activism betreibenden Hedgefonds (vgl. Farrelly & Lhabitant 2017: 225). Die im Brief dargelegten Informationen dürften es dem Unternehmensmanagement ermöglichen, im Sinne ihres neuen Aktionärs zu agieren. Da Hedgefonds jedoch nicht in allen Fällen zusätzlich einen Brief an das Unternehmensmanagement richten, dürfte deren Einsatz taktisch bedingt sein. Es ist bisher unerforscht, welche Activism-Ziele Hedgefonds verfolgen, wenn sie ihre Kommunikation per Brief intensivieren. In dieser Dissertation wird daher mit der dritten Forschungsfrage systematisch untersucht, welche Activism-Ziele Hedgefonds veranlassen, ihre Kommunikation auszuweiten.

Forschungsfrage III: Bei welchen Activism-Zielen intensivieren Hedgefonds ihre Kommunikation per Brief?

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Meldeberichts und Briefs nehmen Informationsasymmetrien zwischen dem Activism betreibenden Hedgefonds und den anderen (potenziellen) Aktionären des Unternehmens ab (vgl. Coffee, Jr. & Palia 2016: 597; Macey & Netter 1987: 136–137). Die Aktienmarktteilnehmenden stehen bei der Offenlegung der Informationen zum Einstieg eines Hedgefonds jedoch vor der Aufgabe, den erwarteten Erfolg der Activism-Vorhaben zu bewerten (vgl. Becht et al. 2017: 2935; Brav et al. 2009: 216). Für ihre Informationsverarbeitung dürfte es unter der Annahme mittelstrengeffizienter Kapitalmärkte nach Fama (1970, 1991) irrelevant sein, ob die Informationen ausschließlich im Meldebericht Schedule 13D oder zusätzlich in einem öffentlichen Brief transferiert werden. Eine Unsicherheit besteht jedoch bezüglich der Bewertung des Einflusses des Hedgefonds (vgl. Flugum & Howe 2020: 222–223). Die Kommunikation per Brief könnte den Aktienmarktteilnehmenden signalisieren, dass der Hedgefonds beachtlichen Aufwand betreibt, Agenturkosten zu senken (vgl. Thamm & Schiereck 2014: 18) und das Unternehmensmanagement von der vorgesehenen Unternehmensstrategie zu überzeugen. Die Existenz eines Briefs könnte dementsprechend im Sinne eines vertrauensschaffenden Signals Informationsasymmetrien zwischen dem Hedgefonds und den anderen

Aktienmarktteilnehmenden senken (vgl. Göbel 2002: 111). Sofern ein Brief mögliche Zweifel in Bezug auf die Bewertung der Activism-Vorhaben zerstreut, würde sich dies positiv auf die abnormalen Aktienrenditen auswirken (vgl. Brav et al. 2009: 215–216).

Activism kann die Aufmerksamkeit eines Unternehmensmanagements in Bezug auf die Ziele der Aktionäre deutlich erhöhen (vgl. Neubaum & Zahra 2006: 110). Nach der Stakeholder-Salience-Theorie von Mitchell et al. (1997) fokussiert sich das Unternehmensmanagement unter Umständen noch eher auf diese, wenn Hedgefonds zusätzlich den direkten Kommunikationskanal eines Briefs verwenden (vgl. David et al. 2007: 93 & 97). Ein Brief könnte die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass ein Hedgefonds und das Management des betroffenen Unternehmens nicht nur Informationen zueinander transferieren, sondern miteinander kommunizieren (vgl. Bittner 1988: 8–9).¹

Welchen Informationsmehrwert ein Brief in Relation zum vierten Abschnitt des Meldeberichts Schedule 13D für die Marktteilnehmenden haben kann, wird am Fallbeispiel des Hedgefonds Starboard Value und der MeadWestvaco Corporation im Folgenden deutlich. Der bei der SEC hinterlegte Meldebericht und der dazugehörige Brief sind dem Anhang der Dissertation in Kapitel 10 beigelegt. Starboard Value gab im vierten Abschnitt des Meldeberichts den Transaktionszweck an. Der Hedgefonds drückte aus, warum die Aktien erworben wurden und gab einen Überblick der Kritikpunkte. Beispielsweise gab Starboard Value an, dass die Aktien zum Zeitpunkt des Erwerbs unterbewertet waren (vgl. Greenwood & Schor 2009: 363 & 374) und dass die Organisation als Konglomerat einen negativen Einfluss auf die Unternehmensbewertung hat (vgl. Lang & Stulz 1994: 1278). Der an den Chairman und CEO der MeadWestvaco Corporation adressierte Brief beinhaltete detaillierte Einblicke in die Überlegungen des Hedgefonds. Der Brief umfasste Kalkulationen und Schaubilder zur Unterstreichung der Argumente. Zusammengefasst enthielt der Brief im Verhältnis zum vierten Abschnitt des Meldeberichts spezifischere Informationen. Der Brief ermöglichte dem Unternehmensmanagement folglich, die Erwartungen ihres neuen beträchtlichen Aktionärs besser zu verstehen.

¹ Zum Zusammenhang von Kommunikation und dem Abbau von Informationsasymmetrien siehe grundsätzlich auch Oehler et al. (2013b: 107).

Es besteht das Potenzial, dass ein an das Unternehmensmanagement gerichteter Brief eines Hedgefonds die Unsicherheit für die Aktienmarktteilnehmenden bezüglich der Bewertung der Activism-Vorhaben senkt (vgl. Flugum & Howe 2020: 222–223). Zudem könnte ein Brief zusätzlich die Ziele der Aktionäre in das Gedächtnis eines Unternehmensmanagements bringen (vgl. Neubaum & Zahra 2006: 110). Beide Effekte berücksichtigt, würde sich die Kommunikationsform eines Briefs positiv auf die abnormalen Aktienrenditen auswirken (vgl. Brav et al. 2009: 216; Becht et al. 2017: 2935). Die Wirkung von Activism bezogenen Briefen auf die abnormalen Aktienrenditen der Unternehmen wird daher in der vierten Forschungsfrage dieser Dissertation analysiert.

Forschungsfrage IV: Beeinflusst eine Intensivierung der Kommunikation von Activism betreibenden Hedgefonds mit Briefen die abnormale Aktienrendite der betroffenen Unternehmen?

Investoren sind verpflichtet nachfolgend zum ursprünglichen Meldebericht Schedule 13D bei wesentlichen Änderungen diese via dem Meldebericht Schedule 13D/A umgehend zu berichten (siehe 13d–2 des Securities Exchange Act of 1934, SEC 2019: 126; §240.13d–2 in CFR 2018; siehe darüber hinaus Li 1997). Für Aktionäre mit einem wesentlichen Anteil an einem Unternehmen bestehen – trotz Offenlegungspflichten und Trittbrettfahrerproblematik (vgl. Coffee, Jr. 1991: 1367; Macey & Netter 1987: 140; Chattopadhyaya 2011: 311) – größere Anreize das Unternehmensmanagement zu überwachen als für Aktionäre mit nur einem geringen Anteil am Unternehmen (vgl. Admati et al. 1994: 1099, siehe zudem Shleifer & Vishny 1986; Clifford 2008: 334). Sofern das Management des von Activism betroffenen Unternehmens hinsichtlich des Aktienkurses sensibel ist, kann selbst die Furcht, dass ein Hedgefonds als wesentlicher Anteilseigner aussteigen könnte, effektiv sein, um es zu disziplinieren (vgl. Bharath et al. 2013: 2515 & 2544; Admati & Pfleiderer 2009: 2646; McCahery et al. 2016: 2929). Wenn ein Hedgefonds Aktien verkauft, können andere Aktionäre vermuten, dass der Verkauf auf privaten Informationen basiert, die auf ein verringertes Potenzial und damit einhergehend einer temporären Überbewertung des betroffenen Unternehmens schließen lässt (vgl. Admati & Pfleiderer 2009: 2676–2677; Coffee, Jr. 1991: 1288; Dou et al. 2018: 1008). Der Ausstieg eines potenten Aktionärs könnte zudem den Einfluss der verbleibenden Aktionäre bezüglich des Unternehmensmanagements schwächen. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine Prinzipal-

Agent-Problematik auftritt, kann sich erhöhen, wenn es an einem potenten Aktionär mangelt (vgl. Admati & Pfleiderer 2009: 2645–2647; Coffee, Jr. 1991: 1367; Dou et al. 2018: 1007; Edmans & Manso 2011: 2396). Die Bekanntgabe seitens eines Activism betreibenden Hedgefonds, dass dieser seine Anteile an einem Unternehmen reduziert hat, könnte zu negativen abnormalen Aktienrenditen führen.²

Abnormale Renditen um die Offenlegung von Meldeberichten, die die Unterschreitung der fünf Prozent Meldeschwelle kennzeichnen (vgl. Zwickel & Harrison 2019: 6) wurden von Brav et al. (2008) untersucht. Der sogenannte abschließende Meldebericht Schedule 13D/A wird hierbei als Annäherung für den Ausstiegszeitpunkt von Hedgefonds verwendet. Brav et al. (2008: 1765) kommen zum Ergebnis, dass der Ausstieg eines Hedgefonds insgesamt keinen Einfluss auf den Aktienkurs hat, weder positiv noch negativ. Bebchuk et al. (2015: 1090 & 1133) untersuchen abnormale Renditen einen Monat nach dem Ausstieg eines Hedgefonds bis drei Jahre anschließend. Sie zeigen auf, dass Aktien von vormals von Activism betroffenen Unternehmen langfristig keine negativen abnormalen Renditen aufweisen (vgl. Bebchuk et al. 2015: 1155). Betreffend des ersten Meldeberichts Schedule 13D werden von Coffee, Jr. & Palia (2016: 565) Informationslecks diskutiert. Der Meldebericht Schedule 13D muss innerhalb von zehn Tagen veröffentlicht werden, der Meldebericht Schedule 13D/A umgehend (vgl. §240.13d–1 und §240.13d–2 in CFR 2018: 164 & 167, siehe zudem Li 1997: 851 & 854; Brav et al. 2009: 193 & 202). Informationslecks bezüglich der Meldeberichte Schedule 13D/A dürften daher unwahrscheinlicher sein. Hedgefonds können jedoch ihre Anteile am Unternehmen kaum umgehend und vollumfänglich über den offenen Markt verkaufen (vgl. Brav et al. 2008: 1766). Der erste Meldebericht Schedule 13D/A, der einen Verkauf von Anteilen kennzeichnet, dürfte dementsprechend informativer sein als der letzte Meldebericht Schedule 13D/A des betreffenden Hedgefonds. Folglich führt möglicherweise der erste Meldebericht Schedule 13D/A eines Hedgefonds, mit dem eine Reduzierung der Anteile offengelegt wird, bereits zu negativen abnormalen Aktienrenditen.

Forschungsfrage V: Wirkt die Veröffentlichung des ersten Meldeberichts Schedule 13D/A, welcher eine Reduzierung der am Activism betroffenen

² Vgl. zu dieser Ausführung Edmans et al. (2013: 1450). Edmans et al. argumentieren, dass ein neuer wesentlicher Anteilseigner auf eine Aktienunterbewertung hindeuten kann.

Unternehmen vom Hedgefonds gehaltenen Anteile offenlegt, sich auf die abnormale Aktienrendite des betroffenen Unternehmens aus?

1.2 Gang der Untersuchung

Das zweite Kapitel widmet sich den finanzierungstheoretischen und finanzpsychologischen Grundlagen, die für die Nachvollziehbarkeit und das Verständnis der Analyse elementar sind. Es wird zunächst die neoklassische Finanzmarkttheorie und in diesem Rahmen die Markteffizienzhypothese von Fama (1970, 1991) erläutert. Letztere ist für die Dissertation von besonderem Interesse, da mit den empirischen Analysen Tests zur mittelstrengen Form der Markteffizienz durchgeführt werden. Die Neue Institutionenökonomik, die Marktstrukturtheorie, die Behavioral Finance und die Theorie der Finanzintermediation werden anschließend beschrieben. Sie sind aufgrund weniger strenger Annahmen als in der neoklassischen Finanzmarkttheorie vorherrschend eher auf die real existierenden Gegebenheiten anwendbar (vgl. Oehler 2013: 46 & 48, 2005a: 197). Die Theorien legen die Basis, das Geschäftsmodell von Activism betreibenden Hedgefonds zu verstehen und tragen dazu bei, das Agieren verschiedener Akteure im Rahmen der nachfolgenden Analyse nachvollziehen zu können. Das Kapitel zur Neuen Institutionenökonomik wird mit einer Erläuterung der Stakeholder-Salience-Theorie von Mitchell et al. (1997) und der Reaktanztheorie von Brehm (1966) komplementiert. Beide Theorien sind den finanzpsychologischen Grundlagen der Dissertation zuzuordnen und können im Kommunikationsprozess zwischen einem Aktionär und dem Unternehmensmanagement relevant sein (vgl. David et al. 2007: 97–98). Das zweite Kapitel abschließend, wird verdeutlicht, inwiefern die Forschungsfragen der Dissertation in die theoretischen Grundlagen eingebettet sind.

Zu Hedgefonds gibt es keine regulatorische oder allgemeingültige Definition (vgl. Klein & Zur 2009: 195; Oehler & Schiefer 2007: 267; Bebchuk et al. 2013: 30). Das dritte Kapitel definiert daher zunächst, was unter einem Hedgefonds gefasst werden kann. Im Zuge dessen werden Charakteristika von Hedgefonds beschrieben. Anschließend wird Hedgefonds Activism als eine von Hedgefonds betriebene Strategie erläutert und von Shareholder Activism abgegrenzt. Zudem wird die Strategie in die Variationsvielfalt der von Hedgefonds verfolgten Strategien eingeordnet.

Hedgefonds müssen auf Basis US-amerikanischen Rechts Veröffentlichungspflichten beachten, wenn sie einen wesentlichen Anteil der eigenkapitalbezogenen Wertpapiere eines Unternehmens erwerben (vgl. Kruska 2015: 135–160; Giglia 2016: 109). Die rechtlichen Rahmenbedingungen zu den Meldepflichten wesentlicher Anteilseigner von Unternehmen werden im dritten Kapitel dargelegt, da die empirischen Analysen der Dissertation auf den von Hedgefonds ausgefüllten Meldeberichten Schedule 13D und Schedule 13D/A aufbauen. Das dritte Kapitel wird abgeschlossen, indem Möglichkeiten von Hedgefonds aufgezeigt werden, bei einem Unternehmen als wesentlicher Anteilseigner auszustiegen.

Im vierten Kapitel wird die empirische Analyse mit den konzeptionellen Grundlagen eingeleitet. In dem Kapitel wird erläutert, wie die Datensätze zu Hedgefonds Activism erhoben werden. Ferner wird präsentiert, wie abnormale Renditen ermittelt und Textanalysen durchgeführt werden. Die Forschungsfragen der Dissertation werden in den anschließenden drei Kapiteln analysiert. Im fünften Kapitel wird die Wirkung des Einstiegs von Activism betreibenden Hedgefonds untersucht, während im sechsten Kapitel der Einfluss der Kommunikation auf abnormale Aktienrenditen analysiert wird. Zuerst ist der Fokus im sechsten Kapitel auf die Wirkung abschwächender Ausdrucksweisen gerichtet. Anschließend wird analysiert, wie sich mit Briefen intensiviert Kommunikation auswirkt. Im siebten Kapitel wird geprüft, wie der (teilweise) Ausstieg von Hedgefonds die abnormalen Aktienrenditen der Unternehmen beeinflusst.

Die Ergebnisse der Dissertation werden im achten Kapitel in einem übergeordneten Rahmen diskutiert. Hierbei werden Limitationen der Analyse genannt und sich aus den Ergebnissen ergebende Implikationen für Akteure aus der Politik, Regulierung und Forschung sowie für Investoren am Aktienmarkt dargelegt.

2 Finanzierungstheoretische und finanzpsychologische Grundlagen

2.1 Neoklassische Finanzmarkttheorie

Die neoklassische Finanzmarkttheorie bildet einen Rahmen zur Analyse der optimalen Allokation knapper Ressourcen (vgl. Jevons 1970: 16; Semmler 1984: 131). Die Optimierung der Allokation erfolgt ausschließlich über die Preise der Ressourcen (vgl. Arrow & Hahn 1971: 6 & 107; Göbel 2002: 28). Angebot und Nachfrage stehen daher im Fokus der neoklassischen Finanzmarkttheorie (vgl. Söderbaum 1992: 131; Arrow & Hahn 1971: 6; Brožová 2018: 31). Individuen passen sich dem Marktpreis der jeweiligen Ressource an, indem sie ihre angebotene beziehungsweise nachgefragte Menge adjustieren (vgl. Göbel 2002: 28; Wendt 2011: 12; siehe zudem Söderbaum 1999: 165); sie agieren als Preisnehmende (vgl. Semmler 1984: 131; Alessi 1983: 65).

Die neoklassische Finanzmarkttheorie legt strenge Annahmen zugrunde (vgl. Oehler 2013: 45; Wedlich 2017: 7; Semmler 1984: 131). Es wird grundsätzlich von einem vollkommenen und vollständigen Markt ausgegangen (vgl. Oehler 2006a: 298–299; Hosseini 1990: 83; siehe zudem Simpson 1949: 869). Ein Markt gilt als vollkommen, wenn für Anbietende und Nachfragende der gleiche Preis für einen Zahlungsstrom (Ressource) zu einem Zeitpunkt besteht. Ein Markt ist vollständig, wenn Anbietende und Nachfragende jegliche Zahlungsströme handeln können. Die Zahlungsströme können folglich eine beliebige Unsicherheit und zeitliche Struktur aufweisen, um handelbar zu sein (vgl. Schmidt & Terberger 1997: 57 & 91; Oehler 2006a: 298–299).

In der neoklassischen Finanzmarkttheorie gibt es keine Transaktionskosten im Sinne der Transaktionskostentheorie (vgl. Oehler 2005b: 217, 2004a: 2; Hoffmann 2009: 64; Schmidt & Terberger 1997: 69). Handel erfolgt unmittelbar (vgl. Oehler 2002: 846) und alle Ressourcen sind perfekt mobil (vgl. Semmler 1984: 131). Die Ressourcen sind grundsätzlich homogen (vgl. Göbel 2002: 28; siehe zudem Hicks 1935: 457; Oehler 1995: 7). Sachliche Präferenzen, beispielsweise bezüglich der Qualität einer Ressource, gibt es folglich nicht (vgl. Göbel 2002: 28; siehe zudem Jevons 1970: 136). Die auf dem Markt agierenden Individuen handeln freiwillig (vgl. Uriarte 1990: 605; siehe zudem Semmler 1984: 131) und rational (vgl. Murrell 1991: 60; Oehler et al. 2018d: 37) gemäß dem Prinzip des „Homo Oeconomicus“ (Oehler 2000b: 981, 2002:

849) beziehungsweise „economic men“ (Keynes 1937: 214). Sie streben grundsätzlich danach, ihren individuellen Nutzen zu maximieren (vgl. Hosseini 1990: 83; Faber et al. 2002: 324; Söderbaum 1999: 166; Carlson 1997: 744; siehe zudem Dugger 1979: 901). Dies impliziert, dass Individuen keine Präferenzen hinsichtlich Handelspartner haben; alle Individuen stehen grundsätzlich im Wettbewerb zueinander (vgl. Semmler 1984: 131; Aumann 1964: 39; siehe zudem Hosseini 1990: 84). Individuelle Präferenzen bleiben über die Zeit grundsätzlich konstant (vgl. Oehler & Reisch 2008: 56; Becker 1996: 17 & 50, 1976: 14 & 151; Hosseini 1990: 85; siehe zudem Brožová 2018: 31), lediglich Risikopräferenzen können sich anpassen (vgl. Oehler 2013: 46). Die Begrifflichkeiten Risiko und Unsicherheit sind hierbei zu unterscheiden. Wenn zum Eintreten möglicher Umweltzustände eine Wahrscheinlichkeitsverteilung vorliegt, besteht bezüglich der zukünftigen Entwicklung ein Risiko. Unsicherheit liegt hingegen vor, wenn die Wahrscheinlichkeitsverteilung unbekannt ist (vgl. Knight 1971: 233; siehe zudem Miller 1977: 1154).

Es besteht für alle Handelnden „gleicher Marktzugang“ (Oehler 2000b: 979) und vollkommene Markttransparenz (vgl. Göbel 2002: 28–29; Oehler 2000b: 981; siehe zudem Oehler & Wendt 2017: 181). Dies umfasst, dass allen Individuen stets jegliche Informationen vorliegen und sie die gleichen Schlüsse daraus ziehen (vgl. Oehler 1995: 59, 2002: 846 & 849). Ihnen ist vollumfänglich bewusst, welche Entscheidungsalternativen es gibt und welche Wirkungen diese jeweils mit sich bringen (vgl. Oehler & Wendt 2017: 181; Oehler 2005a: 197). Intermediäre und Eingriffe in das Marktgeschehen sind im Allokationsprozess der neoklassischen Finanzmarkttheorie überflüssig (vgl. Oehler 2006a: 298–299, 2000b: 979; Göbel 2002: 29; siehe zudem Oehler 2002: 845, 2013: 45; Oehler & Reisch 2008: 24).

Die Random Walk Hypothese und die Markteffizienzhypothese von Fama (1970, 1991) sind der neoklassischen Finanzmarkttheorie zuzuordnen (vgl. Oehler 2005a: 197). Sie stellen wesentliche Konstrukte der finanzwirtschaftlichen Theorien dar (vgl. Ineichen 2003: 99). Die Random Walk Hypothese als Vorläufer der Markteffizienzhypothese (vgl. Dimson & Mussavian 1998: 94) besagt, dass Wertpapierrenditen einer Wahrscheinlichkeitsverteilung folgen, die Wertpapierrenditen jedoch unabhängig von Abfolgen vergangener Wertpapierrenditen sind (vgl. Fama 1965: 34–35, 1970: 387). Die Markteffizienzhypothese besagt, dass Wertpapierpreise alle verfügbaren Informationen reflektieren (vgl. Fama 1991: 1575); ein Finanzmarkt gilt in diesem Fall

als „effizient“ (Fama 1970: 383) beziehungsweise präziser ausgedrückt als „informationseffizient“ (Oehler 1995: 277; vgl. zudem Dimson & Mussavian 1998: 91). Fama (1970: 414) unterscheidet grundsätzlich drei Formen der Informationseffizienz, zu denen entsprechende Kapitalmarkttests durchgeführt werden können: Die schwache, mittelstrenge und strenge Form der Markteffizienz (vgl. Oehler 1995: 277; Garz 2000: 11; siehe zudem Oehler 1994: 939–940). Tests zur schwachen Form prüfen, inwiefern historische Renditen zukünftige Renditen vorhersagen (vgl. Fama 1991: 1576). Tests zur schwachen Form der Markteffizienz stehen dementsprechend in enger Beziehung zur Random Walk Hypothese (vgl. Fama 1970: 388; Dimson & Mussavian 1998: 94). Tests zur mittelstrengen Form, welche seit Fama (1991: 1577) als „event studies“ respektive „Ereignisstudien“ (Wendt 2011: 16) bezeichnet werden, prüfen, wie schnell sich öffentliche Bekanntgaben vollständig in Wertpapierpreisen widerspiegeln (vgl. Fama 1991: 1577, 1970: 414–415; siehe zudem Fama et al. 1969: 20). Tests zur strengen Form der Markteffizienz prüfen, inwiefern private, nicht-öffentliche Informationen in Wertpapierpreisen reflektiert sind – diese Tests sind dementsprechend als „tests for private information“ bekannt (Fama 1991: 1577). Nach den drei Tests ist ein Finanzmarkt dann effizient, wenn keine Überrenditen erzielbar sind durch die Auswertung von (1) historischen Daten, (2) aktuellen öffentlichen Bekanntgaben und (3) Insiderinformationen (vgl. Dimson & Mussavian 1998: 94; Wendt 2011: 16).

Für rational agierende Investoren, welche die neoklassische Finanzmarkttheorie unterstellt (vgl. Murrell 1991: 60), sind unter der Annahme eines Gleichgewichts zur Preisfindung von Aktien ausschließlich Risikofaktoren relevant (vgl. Sharpe 1964: 425; Fama & French 1995: 131; Bondt et al. 2008: 8; siehe zudem Ackert 2014: 31). Rationales Handeln von allen Investoren inkludiert dabei das Investieren in ein diversifiziertes Portfolio (vgl. Sharpe 1964: 425; Mossin 1966: 776 & 779). Nach Sharpe (1964) und Lintner (1965) ist das Risiko einer Aktie ausschließlich in Relation zum Marktportfolio zu bestimmen (vgl. Avramov & Chordia 2006: 1001; Fama & French 1992: 427). Der einzige relevante Faktor ist demnach die Kovarianz der Aktienrendite zur Rendite des Marktportfolios (vgl. Oehler & Unser 2002: 55). Fama & French (1993: 5) argumentieren, dass neben der Marktrisikoprämie die Unternehmensgröße und das Buchmarktwertverhältnis in die Preisfindung einfließen (siehe zudem Fama & French 1995: 131). Carhart (1997: 61) verbindet das Modell von Fama & French (1993) mit einem Momentumfaktor, welcher auf Jegadeesh & Titman (1993) zurückgeht. Fama &

French (2015: 17 & 19, 2017: 457) stellen fest, dass das Modell von Fama & French (1993) die Renditen von Wertpapieren besser abbildet, wenn es um einen Profitabilitäts- und Investmentfaktor ergänzt wird (siehe zudem Fama & French 2020a: 1891). Es resultieren daraus verschiedene Faktorenmodelle, die der empirischen Analyse dieser Dissertation zugrunde liegen. Diese werden im Detail im Kapitel 4.2 dargelegt.

2.2 Neue Institutionenökonomik

Der Begriff „Neue Institutionenökonomik“ ist auf Williamson zurückzuführen (vgl. Coase 1984: 229; siehe zudem Williamson 1975: 1). Die Neue Institutionenökonomik untersucht Institutionen und ihre Wechselwirkungen (vgl. Ménard & Shirley 2008: 1; Williamson 1993: 53). Forschung zur Neuen Institutionenökonomik versucht die Abstraktheit der neoklassischen Finanzmarkttheorie zu überwinden (vgl. Richter 2015: 10) mit dem Anspruch die Probleme der „realen Welt“ zu adressieren (vgl. Coase 1984: 230–231; siehe zudem Williamson 1985a: 192).

Institutionen im Sinne der Neuen Institutionenökonomik sind Regeln, Normen und Auflagen, mit denen das Ziel verfolgt wird, Unsicherheiten zu reduzieren (vgl. Ménard & Shirley 2008: 1; North 1990: 3). Es kann grundsätzlich zwischen formellen und informellen Institutionen unterschieden werden (vgl. Williamson & Kerekes 2011: 538; siehe zudem Davis & North 1971: 7). Richter (2015: vi) fasst unter formelle Institutionen Eigentumsrechte und (nicht-)vertragliche Verpflichtungen sowie die Organisation von Nationalstaaten und internationale Übereinkünfte. Unter informelle Institutionen gliedert Richter (2015: vi) Gewohnheiten, implizite Übereinstimmungen und Organisationskulturen (vgl. zudem Ménard & Shirley 2008: 1).

Die Neue Institutionenökonomik lässt sich gliedern in „Institutionen im Markt“, „Institutionen des Rechts“ und „Institutionen im politischen Sektor“ (vgl. Erlei et al. 2007: 43; Bertling 2019: 344; siehe auch Williamson 1985a: 190–191). Unter „Institutionen im Markt“ fallen die „Prinzipal-Agent-Theorie“ und „Transaktionskostentheorie“ (vgl. Erlei et al. 2007: 43). Den „Institutionen des Rechts“ ist die „Theorie der Verfügungsrechte“ zugeordnet (vgl. Bertling 2019: 344). Unter „Institutionen im politischen Sektor“ können die „Neue Politische Ökonomik“ und die „Verfassungsökonomik“ gefasst werden (vgl. Erlei et al. 2007: 43).

Die Theorie der Verfügungsrechte, auch bekannt als „Property Rights Theory“ (vgl. Wendt 2011: 24), analysiert die Wirkung der Verteilung, Ausgestaltung und damit verbundenen Durchsetzbarkeit von Verfügungsrechten (vgl. Kiefer 2005: 59; Alchian & Demsetz 1973; siehe zudem die Ausführungen von Feder & Feeny 1991: 136). Der Wert eines Besitzrechts kann grundsätzlich von der Verteilung und Ausgestaltung der Verfügungsrechte beeinflusst werden (vgl. Demsetz 1964: 16–17; Furubotn & Pejovich 1972: 1139; siehe zudem Johnson et al. 2002: 1335; Rubin 2008: 209–210). Wenn Verfügungs- und Besitzrechte separiert sind, ist die Theorie der Verfügungsrechte von besonderem Interesse (vgl. Berle & Means 1967: 311; Oehler et al. 2013a: 58). Governance Strukturen, sprich Systeme zur Überwachung und Durchsetzung von Ansprüchen (vgl. Wendt 2011: 25), können als Optimierungsinstrument bezüglich der Verteilung und Ausgestaltung von Verfügungsrechten dienen (vgl. Furubotn & Richter 2005: 6). Mit der Subthematik der Corporate Governance ist die Prinzipal-Agent-Theorie eng verbunden (vgl. Shleifer & Vishny 1997a: 738).

Eine Prinzipal-Agent-Beziehung entsteht, wenn eine Person (Prinzipal) an eine andere Person (Agent) die Autorität delegiert, Entscheidungen für sie zu treffen. Die Prinzipal-Agent-Theorie beschäftigt sich dementsprechend mit der Beziehung zwischen einem Auftraggebenden und einem Beauftragen. Bei einer Kapitalgesellschaft fungiert beispielsweise das Unternehmensmanagement als Agent für den Eigentümer als Prinzipal (vgl. Jensen & Meckling 1976: 308; Oehler & Wendt 2007: 125; Shefrin & Thaler 1988: 614; Kohlert et al. 2009: 284). Sofern die Ziele des Prinzipals nicht mit denen des Agenten übereinstimmen, kann die individuelle Nutzenmaximierung des Agenten dazu führen, dass dieser nicht im besten Sinne des Prinzipals handelt (vgl. Jensen & Meckling 1976: 308; siehe zudem Jensen 1986: 323; Easterbrook 1984). Insbesondere wenn der Agent treuhänderisch für den Prinzipal als passiven Eigentümer agiert (vgl. Berle & Means 1967: 311), können Informationsasymmetrien (sprich der Agent hat gegenüber dem Prinzipal einen wesentlichen Informationsvorteil) den Agenten verleiten, divergent zu den Zielen des Prinzipals zu agieren (vgl. Akerlof 1970: 489; Fama & Jensen 1983: 304; siehe zudem Fama 1980: 292; Oehler 2006b: 296).

Der resultierende Schaden für den Prinzipal, gemessen in einer Währungseinheit, kann als Residualverlust bezeichnet werden (vgl. Jensen & Meckling 1976: 308). Dieser Verlust kann seitens des Prinzipals durch Überwachung des Agenten

gemindert werden sowie durch Anreizsetzungen für den Agenten, sei es durch Belohnung oder Bestrafung (vgl. Jensen & Meckling 1976: 308). Beide Optionen sind mit Kosten verbunden (vgl. Easterbrook 1984: 653; Roy 1952: 208) und können den Residualverlust lediglich mindern, da es nicht möglich ist, den Agenten allumfassend zu überwachen und Verträge zu formulieren, die jegliche zukünftigen Umweltzustände berücksichtigen (vgl. Ashraf et al. 2012: 587; Cumming et al. 2013: 21). Die Agenturkosten („agency costs“) setzen sich dementsprechend aus dem Residualverlust, den Überwachungskosten und den Kosten, die mit dem Anreizsystem für den Agenten verbunden sind, zusammen (vgl. Jensen & Meckling 1976: 308; siehe zudem Fama & Jensen 1983: 304; Coffee, Jr. 1991: 1285).

Bei mehreren Prinzipalen partizipieren grundsätzlich alle Prinzipale an einer Minimierung der Agenturkosten. Die Überwachung und Intensivierung des Agenten sind demgemäß ein öffentliches Gut. Es besteht für jeden Prinzipal der Anreiz keine Ressourcen aufzuwenden und damit seine individuellen Kosten zu senken, sprich als Trittbrettfahrer zu agieren (vgl. Grossman & Hart 1980: 42; Norli et al. 2015: 486–487). Damit dennoch zumindest einer der Prinzipale die Kosten zur Minimierung der Agenturkosten trägt und nicht eine Trittbrettfahrerproblematik resultiert, sollte ein Prinzipal einen Vorteil gegenüber den anderen Prinzipalen internalisieren können (vgl. Grossman & Hart 1980: 43; Shleifer & Vishny 1986).

Die Agenturkosten können auch durch den Agenten gemindert werden. Bei einer Kapitalgesellschaft kann zum Beispiel das Unternehmensmanagement das Interesse haben, die Informationsasymmetrie gegenüber den Eigentümern zu senken, um langfristig das Vertrauen zur Ausübung der Tätigkeit zu haben oder sich für die Führung von anderen Kapitalgesellschaften zu empfehlen. Damit die Eigentümer besser beurteilen können, welchen Einfluss das Unternehmensmanagement auf die Entwicklung des Unternehmens haben könnte beziehungsweise hat, kann das Unternehmensmanagement sich zunächst eine Reputation aufbauen, die Eigentümer in Entscheidungsprozesse einbeziehen und seine Arbeit über das obligatorische Maß hinaus dokumentieren (vgl. Kiefer 2005: 340; Göbel 2002: 111–113; Chemmanur et al. 2009: 1048 & 1050; Agapova & Volkov 2019: 1).

Transaktionen zwischen Parteien und damit verbundene Verträge sind in der Neuen Institutionenökonomik grundsätzlich mit Kosten verbunden (vgl. Furubotn & Richter 2005: 47–55). Transaktionskosten entstehen sowohl auf unternehmensinternen als

auch -externen Märkten (vgl. Coase 1937: 390–391; Williamson 1973: 324; Lehmann & Wilhelm 2018: 245). Da Transaktionen über den Markt fallweise teurer sein können als unternehmensintern, bietet die Transaktionskostentheorie einen Erklärungsansatz für die Existenz von Unternehmen (vgl. Coase 1937: 390; Opper 2001: 605; Erlei et al. 2007: 47).

Ein potenzieller Handel beginnt üblicherweise mit Kosten der Informationsbeschaffung zu möglichen Handelspartnern und setzt sich mit Kosten zur Verhandlung und anschließenden Überwachung und Durchsetzung von Verträgen fort (vgl. Kiefer 2005: 60–61). Der Versuch, äußerst umfangliche Verträge abzuschließen, in Anlehnung an vollständige Verträge nach der neoklassischen Finanzmarkttheorie für jegliche Szenarien (vgl. Wedlich 2017: 10), würde zumeist Kosten auslösen, die zum resultierenden Nutzen vergleichsweise hoch sind (vgl. Saussier 2000: 194; Grossman & Hart 1986: 716; siehe zudem Wendt 2011: 26). Zudem wäre ein solches Unterfangen aufgrund der Unsicherheit betreffend zukünftiger Entwicklungen erschwert bis hin zu unmöglich (vgl. Williamson 1971: 117; Richter 2015: 13 & 58). Transaktionskosten können zu Marktversagen führen (vgl. Williamson 1985a: 188; Davis & North 1971: 21; siehe zudem Arrow & Hahn 1971: 126). Ökonomische Institutionen können jedoch helfen, Transaktionskosten zu mindern (vgl. Williamson 1985b: 17 & 402; Coase 1937: 391; siehe zudem Kiefer 2005: 60). Die Transaktionskostentheorie eröffnet die Möglichkeit, Strukturen so zu optimieren, dass bei gleichbleibender Transaktion die Transaktionskosten minimiert werden (vgl. Wendt 2011: 27; Göbel 2002: 135).

2.2.1 Marktmikrostrukturtheorie

Die Marktmikrostrukturtheorie dient als Oberbegriff für Studien, die sich mit dem Prozess und dem Ergebnis zum Handel von Vermögenswerten und dem Regelwerk, unter dem der Handel stattfindet, befassen (vgl. O'Hara 1995b: 1; Panwar 2015: 71). Die Marktmikrostrukturtheorie befasst sich demgemäß mit der Funktion und optimalen Struktur von Märkten (vgl. O'Hara 2007: 825; siehe zudem Oehler 2003: 4).

Parameter, die einen Wertpapiermarkt charakterisieren, werden zur Bewertung der „Qualität eines Wertpapiermarktes“ (Werner 2009: 31) im Rahmen der Marktmikrostrukturtheorie untersucht (vgl. Murthy & Choudhary 2019: 48 & 50; Chordia et al. 2008: 251). Für Analysen ist es herausfordernd, dass Wechselwirkungen zwischen solchen Parametern bestehen können (vgl. Oehler 2001: 890).

Wertpapiermärkte charakterisierende Parameter sind insbesondere die Handelsliquidität (vgl. Abrol et al. 2016: 116; Oehler 2003: 3; siehe zudem Easley et al. 2001: 41), die Bedeutung der Marktteilnehmenden (vgl. Oehler 1995: 2; Easley & O'Hara 2010) und die geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen (vgl. Murthy & Choudhary 2019: 50; Oehler 2000b: 980).

Die Handelsliquidität ist eine wesentliche Voraussetzung zur Informationseffizienz von Finanzmärkten (vgl. Oehler 2006c: 76; Chordia et al. 2008: 267; Boehmer & Kelley 2009: 3564). Eine genügende Handelsliquidität ermöglicht den Handel eines Wertpapiers, ohne den Preis am Finanzmarkt zu beeinflussen und damit eine Prämie bezahlen beziehungsweise einen Abschlag in Kauf nehmen zu müssen (vgl. Oehler 2003: 3; Oehler et al. 2001: 1; siehe zudem Horn 2018: 16; Gorton & Huang 2004: 474). Wenn an einem Wertpapiermarkt genügend informierte Marktteilnehmende handeln, reflektieren Wertpapierpreise Informationen schneller, als wenn informierte Marktteilnehmende keine wesentliche Rolle auf dem Wertpapiermarkt innehaben (vgl. Kyle 1985: 1316, 1989: 345; Easley & O'Hara 2004: 1572). Die Präsenz von informierten Marktteilnehmenden kann dementsprechend einen positiven Einfluss auf die Qualität eines Wertpapiermarktes haben (vgl. Dow & Rahi 2003: 450). Die Marktstruktur kann mit dem Ziel ausgestaltet werden, Unsicherheiten für Marktteilnehmende zu mindern und damit einhergehend die Kapitalkosten für Unternehmen zu senken (vgl. Easley & O'Hara 2004: 1572 & 1578, 2010: 1819). Rechtliche Rahmenbedingungen können das Agieren der auf einem Finanzmarkt Teilnehmenden grundsätzlich beeinflussen (vgl. Easley & O'Hara 2009: 1841, 2010: 1844; Oehler 2002: 847, 2004a: 4–5). So kann es einen Einfluss haben, in welchem Rechtsraum das einem Wertpapier zugrundeliegende Unternehmen ansässig ist und der Wertpapierhandel erfolgt (vgl. Easley & O'Hara 2009: 1841–1842; La Porta et al. 1998: 1151; Djankov et al. 2008: 463). Ferner können (rechtlich zugesicherte) Transparenzpflichten und Informationszugänge zu einem Finanzmarkt den Handel determinieren (vgl. Macey & Netter 1987: 140; Rudolph 1994: 427; La Porta et al. 1998: 1152; Duong et al. 2014: 47; Rogers et al. 2017: 497; Alan et al. 2013: 21), wie auch Zugangsvoraussetzungen für am Finanzmarkt Teilnehmende (vgl. O'Hara 1995a: 27, 1995b: 9; Easley et al. 2011: 127; Oehler et al. 2000: 15 & 17).

2.2.2 Stakeholder-Salience-Theorie

Mitchell et al. (1997) stellen mit der Stakeholder-Salience-Theorie einen Rahmen, mit dem anhand von drei Determinanten analysiert werden kann, welchem Stakeholder beziehungsweise welchem Anliegen ein Unternehmensmanagement Aufmerksamkeit widmet (vgl. zudem Gifford 2010: 79; David et al. 2007: 93). Mitchell et al. (1997: 871) nehmen an, dass Stakeholder, die sich hervorheben, die meiste Aufmerksamkeit des Unternehmensmanagements erhalten. Drei Eigenschaften des Stakeholders beeinflussen hierbei, ob der Stakeholder sich für das Unternehmensmanagement hervorhebt: (1) Macht („power“), (2) Legitimität („legitimacy“) und (3) Dringlichkeit („urgency“) (vgl. Mitchell et al. 1997: 854; siehe zudem Agle et al. 1999: 507; Gifford 2010: 96; Lähdesmäki et al. 2019: 374).

Die Macht des Stakeholders bezieht sich auf seine Option, Einfluss auf das Unternehmen auszuüben (vgl. Mitchell et al. 1997: 854). Im Fall von Aktionären kann sich diese Eigenschaft aus den am Unternehmen gehaltenen Aktien und damit verbundenen Stimmrechten ableiten (vgl. David et al. 2007: 95; Mitchell et al. 2011: 239). Die Legitimität bezieht sich auf die Angemessenheit der Beziehung zwischen Stakeholder und dem Unternehmen (vgl. Mitchell et al. 1997: 854; siehe zudem Suchman 1995: 574). Gifford (2010: 96) ergänzt für die Betrachtung von Aktionären Mitchell et al. (1997), dass sich die Legitimität aus der Reputation und Glaubwürdigkeit („reputation and credibility“) eines Aktionärs und darüber hinausgehend durch die Stärke und Substanz („strength and substance“) von dessen vorgebrachten Argumenten ableiten lässt. Die Dringlichkeit ist auf das Anliegen des Stakeholders zu beziehen und ergibt sich aus der zeitlichen Sensitivität und Wichtigkeit des Anliegens für den Stakeholder (vgl. Mitchell et al. 1997: 854 & 867, 2011: 240; siehe zudem Thijssens et al. 2015: 875–876; Lähdesmäki et al. 2019: 374). Die Dringlichkeit kann durch die Ausdauer, Bestimmtheit und die angewendeten Mittel betont werden (vgl. Gifford 2010: 96) und ist bei Aktionären als Stakeholder der „extra push“ die Aufmerksamkeit des Unternehmensmanagements zu erhalten (Agle et al. 1999: 520).

Finanzierungstheoretisch hat die Stakeholder-Salience-Theorie im Rahmen der Dissertation zunächst Anknüpfungspunkte mit der Neuen Institutionenökonomik. Wenn Hedgefonds ihre Vorhaben zusätzlich in einem öffentlichen Brief dokumentieren, kann dies ein Versuch sein, Informationsasymmetrien zwischen ihnen, dem Unternehmensmanagement und den anderen Marktteilnehmenden zu senken

(vgl. Göbel 2002: 111 & 113). Zudem weist die Stakeholder-Salience-Theorie themenbezogen mit der Behavioral Finance Überschneidungen auf. Neubaum & Zahra (2006: 110) nehmen an, dass ein Unternehmensmanagement sich eher auf die Ziele von institutionellen Investoren konzentriert, wenn es mit Activism konfrontiert ist. Sofern ein Unternehmensmanagement die Ziele eines Hedgefonds noch eher wahrnimmt, wenn dieser seine Kommunikation intensiviert, könnte dies die Erwartungen bezüglich der Umsetzung der Activism-Vorhaben und damit bezüglich des erwarteten Activism-Werts positiv beeinflussen (vgl. Brav et al. 2009: 215–216; Becht et al. 2017: 2935).

2.2.3 Reaktanztheorie

Die Reaktanztheorie von Brehm (1966) beschreibt Verhaltensänderungen von Individuen infolge eines Verlusts an Freiheit. Dieser Verlust muss nicht real existent sein; bereits ein möglicher, drohender Verlust kann zu psychologischer Reaktanz führen (Brehm et al. 1966: 301). Psychologische Reaktanz ist dementsprechend eine Motivationslage, den wahrgenommenen Freiheitszustand wiederherzustellen (vgl. Brehm 1966: 9; Brehm et al. 1966: 301; siehe zudem Kornberg et al. 1970: 132). Die individuelle Freiheit kann sich auf das selbstbestimmte Denken, Fühlen und Handeln beziehen (vgl. Donnell et al. 2001: 679–680; siehe zudem David et al. 2007: 92). Die wahrgenommene Freiheit kann nach Steiner (1970: 189 & 194) differenziert werden in Ergebnisfreiheit („outcome freedom“) und Entscheidungsfreiheit („decision freedom“). Eine Freiheit bezüglich eines Ergebnisses wird seitens eines Individuums verspürt, wenn dieses der Auffassung ist, ein gewünschtes Ergebnis (unter Berücksichtigung von Kosten) äußerst wahrscheinlich erreichen zu können (vgl. Steiner 1970: 189–190). Eine Freiheit zur Entscheidung nimmt ein Individuum wahr, wenn es den Eindruck hat, zwischen Alternativen tatsächlich wählen zu können. Die Entscheidungsfreiheit ist dementsprechend am größten, wenn der erwartete Nutzen der Alternativen ungefähr gleich groß ist (vgl. Steiner 1970: 194–195; siehe zudem Brehm & Brehm 1981: 23).

Für das betroffene Individuum besteht der Anreiz, die wahrgenommene Freiheit durch alle verfügbaren und angemessenen Methoden wiederherzustellen (vgl. Brehm 1966: 9; Chandler 1990: 124). Dieser Anreiz kann selbst bestehen, wenn die zugrundeliegende Intention zur Einschränkung im Sinne des Individuums ist (vgl. Brehm 1989: 72; siehe zudem Grandpre et al. 2003: 363–364). Die Intensität der

psychologischen Reaktanz hängt davon ab, wie bedeutend die wahrgenommene Freiheit für das Individuum ist (vgl. Brehm 1966: 4; Miller et al. 2013: 130; Pfeffer 1981: 83). Ein drohender Verlust an Freiheit kann dazu führen, dass die damit verbundene Aktivität vermehrt ausgeübt wird (vgl. Chandler 1990: 124). Sollte der Verlust an Freiheit bereits existent sein – dies könnte beim Wegfall einer Wahlmöglichkeit der Fall sein – kann dies zu einem stärkeren Verlangen nach der nicht mehr möglichen Option führen (vgl. Chandler 1990: 124; Brehm et al. 1966: 313). Psychologische Reaktanz infolge eines (potenziellen) Verlusts an Freiheit kann zu Abneigung und Feindseligkeit gegenüber des sozialen Einflussausübenden führen (vgl. Brehm 1966: 9; Miller et al. 2007: 222; Worchel 1974: 317; Worchel & Brehm 1971: 303). Im Sinne eines Bumerang-Effekts kann durch die Einschränkung der Freiheit das Gegenteil der intendierten Ziele bewirkt werden (vgl. Ringold 2002: 51; Mann & Hill 1984: 66; Bessarabova et al. 2013: 357; Brehm 1989: 72).

Wenn sich ein Individuum in der betroffenen Sache als überdurchschnittlich kompetent einstuft, prägt sich Reaktanz besonders aus (vgl. Wicklund & Brehm 1968: 65, 68, 73, 75). Es besteht jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, Reaktanz abzuschwächen (vgl. Nesterkin 2013: 573 & 589; siehe zudem Oehler 2005a: 201). Dies kann beispielsweise durch die Teilhabe an Entscheidungsprozessen (vgl. Thorbjørnsen & Dahlén 2011: 339) und die Art der Kommunikation (vgl. Katz et al. 2017: 1046 & 1063) erfolgen. So führen restriktive Mitteilungen zu weniger Reaktanz, wenn sie abstrakter formuliert sind. Dies wiederum führt dazu, dass die Mitteilungsempfänger dem kommunizierten Inhalt eher zustimmen (vgl. Katz et al. 2017: 1055, 1062, 1063).

Psychologische Faktoren können in ökonomischen Analysen nach der Behavioral Finance grundsätzlich relevant sein (vgl. Thaler 2016: 1597; siehe zudem Oehler et al. 2018b: 289; Oehler & Wedlich 2018: 81–84; Oehler et al. 2020: 20; Oehler & Horn 2020: 24). Bezüglich der Thematik dieser Dissertation, bietet die Reaktanztheorie einen Erklärungsansatz, warum ein Unternehmensmanagement gegenüber einem Activism betreibenden Hedgefonds ablehnend reagieren kann, auch wenn beide das Ziel verfolgen, den Shareholder Value zu steigern (vgl. Westphal 1998: 513). Die Reaktanztheorie hat daher in diesem Kontext Anknüpfungspunkte zur Behavioral Finance.

2.3 Behavioral Finance

Die verhaltenswissenschaftlich orientierte Finanzierungstheorie, besser bekannt als Behavioral Finance, weist zentrale Unterschiede zur neoklassischen Finanzmarkttheorie auf (vgl. Oehler 2000b: 981, 2006a: 298–299; siehe zudem Statman 2014: 65, 1999: 26). Das in der neoklassischen Finanzmarkttheorie vorausgesetzte individuelle Handeln gemäß dem Konzept des „homo oeconomicus“ wird in der Behavioral Finance nicht angenommen (vgl. Oehler & Werner 2008: 256; Oehler 1995: 59; Statman 2014: 65 & 73; siehe hierzu auch Oehler & Reisch 2008: 5; Oehler & Wendt 2008: 80; Hirshleifer 2015: 134). Individuen handeln auf Basis von unvollständigen, nicht zwingend richtigen und unterschiedlich verteilten Informationen. Sie sind nur begrenzt in der Lage, Informationen (fehlerfrei) aufzunehmen, zu verarbeiten und zu behalten. Zudem beeinflussen sie sich in ihren Handlungen gegenseitig (vgl. Oehler 2000b: 981, 2002: 849; Williamson 1975: 21; siehe zudem Tversky & Kahneman 1974). In diesem Kontext hat sich das auf Herbert Simon (1987) zurückgehende Konzept der „bounded rationality“ entwickelt (vgl. Lipman 1995: 42; Dequech 2001: 911; siehe zudem Oehler 2000a: 723; Thaler 2018: 1266). Die „bounded rationality“ bedeutet nicht, dass Entscheidungen grundsätzlich irrational getroffen werden (vgl. Murphy 1992: 298; Oehler 2005b: 218, 2005d: 35–36). Das Konzept geht von einem in sich „logisch konsistenten Verhalten“ aus (Oehler 2002: 849, 2013: 48; vgl. zudem Oehler 1995: 60). Entscheidungen müssen jedoch nicht nach der in der neoklassischen Finanzmarkttheorie vorherrschenden Erwartungsnutzentheorie getroffen werden (vgl. Oehler 1992: 98 & 100; Radner 1996: 1372; Shiller 1999: 1309 & 1317). Beispielsweise können sich Individuen auch nach der „prospect theory“ entscheiden. Sie vereinfachen die Wahlmöglichkeiten für sich und gewichten den aus den Wahlmöglichkeiten resultierenden Nutzen nicht mit den Eintrittswahrscheinlichkeiten, sondern mit einer eigenen Wertfunktion (vgl. Kahneman & Tversky 1979: 263, 274, 280; Oehler 1995: 39–43; Shiller 1999: 1309–1310; siehe zudem Oehler 1999: 69).

Finanzmärkte weisen Friktionen auf (vgl. Stoll 2000: 1510–1511, 1978: 1150; Panwar 2015: 71; Demsetz 1968: 33). Verhalten, welches nach der neoklassischen Finanzmarkttheorie als irrational einzustufen wäre, kann nach der Behavioral Finance auch aggregiert, auf der „Marktebene“, auftreten und wird nicht zwangsläufig eliminiert. Dies kann aufgrund einer mangelnden Möglichkeit zur Arbitrage vorkommen und aufgrund eines voneinander abhängigen Verhaltens der Handelnden, sodass sich

Verhaltensauswirkungen auf der Marktebene auch intensivieren können (vgl. Oehler 2002: 849, 2000b: 981; siehe zudem Conlisk 1996: 673; Oehler 1991: 601; Shleifer & Vishny 1997b: 54). Die beobachteten „Irrationalitäten“ werden auch als „Anomalien“ und „Biases“ bezeichnet; die Begrifflichkeiten können als Synonyme gebraucht werden (vgl. Oehler 1992: 100; siehe zudem Oehler et al. 2015a: 40).

Die Behavioral Finance besagt nicht, dass Finanzmärkte grundsätzlich ineffizient seien. Sie eröffnet jedoch die Möglichkeit, dass Ineffizienzen auftreten können (vgl. Shiller 2003: 101, 1999: 1333–1334; siehe zudem Ritter 2003: 430). Ob ein Ereignis tatsächlich als Ineffizienz betitelt werden kann, ist mit Vorsicht zu bewerten (vgl. Oehler 2000a: 722; siehe zudem Oehler 2002: 856; Fama & French 2007: 57). Gefundene Ineffizienzen können fallweise ökonomisch und statistisch unerheblich sein (vgl. Fama 1998: 303). Ferner können konstatierte Anomalien grundsätzlich auch abhängig vom Datensatz oder der angewendeten Methode sein – eine Ineffizienz wäre in diesem Fall eher eine „[I]llusion“ (Fama 1998: 303; siehe zudem Sullivan et al. 2001: 252 & 282).

Ein in der Behavioral Finance untersuchtes Phänomen ist, dass klassische Investmentfonds bei Wertpapiertransaktionen einander folgen und so Kursreaktionen verstärken. Das voneinander abhängige Handeln ist als Herdenverhalten bekannt (vgl. Popescu & Xu 2018: 1132 & 1145; Oehler 2002: 862; Oehler & Wendt 2008: 80). Herdenverhalten bei institutionellen Investoren führt nicht dazu, dass die Wertpapierpreise sich von ihrem Fundamentalwert entfernen – es trägt dazu bei, dass sich Informationen schneller in Wertpapierpreisen reflektieren (vgl. Sias 2004: 201). Herdenverhalten hat dementsprechend kurzfristig einen positiven Einfluss auf Aktienrenditen (vgl. Wermers 1999: 518 & 618; Sias 2004: 201) und steht langfristig in einem negativen Zusammenhang (vgl. Dasgupta et al. 2011: 651; siehe zudem Popescu & Xu 2018: 1132).

2.4 Finanzintermediation

Finanzintermediäre sind in einer neoklassischen Welt nicht erforderlich (vgl. Oehler 2006a: 298–299). Transaktionskosten und Informationsasymmetrien, welche in einer neoklassischen Welt nicht vorzufinden sind (vgl. Oehler 2005b: 217, 2000b: 981), spielen in der Realität jedoch eine essenzielle Rolle (vgl. Oehler & Reisch 2008: 24; Furubotn & Richter 2005: 47). Die Theorie der Finanzintermediation legt dementsprechend ihren Fokus auf Transaktionskosten und Informationsasymmetrien (vgl. Allen & Santomero 1998: 1461; Homölle 2003: 69); sie trägt dazu bei, die Existenz von Finanzintermediären zu verstehen (vgl. Allen & Santomero 2001: 272; Seward 1990: 351–352; Benston & Smith, Jr. 1976: 215–216).

Es ist das Geschäftsmodell von Finanzintermediären, Transformationsleistungen zu erbringen (vgl. Hartmann-Wendels et al. 2019: 9; Herberger 2013: 54). Finanzintermediäre spezialisieren sich üblicherweise auf die Erbringung ausgewählter Transformationsleistungen (vgl. Wendt 2011: 40; Hartmann-Wendels et al. 2019: 9). Die Transformationsleistungen lassen sich grundsätzlich in folgende vier Gruppen einordnen (vgl. Bitz & Stark 2015: 7; Oehler 2006a: 306, 2004b: 18, 2005c: 154; Herberger 2013: 54).

Informationsbedarfstransformation. Finanzmittelgebende und -nehmende würden ohne Finanzintermediäre Informationen über potenzielle Handelspartner individuell zusammentragen und auswerten müssen (vgl. Oehler et al. 2018c: 327; Diamond 1984: 393). Auf den Such- und Bewertungsprozess spezialisierte Finanzintermediäre minimieren den individuellen Aufwand (vgl. Leland & Pyle 1977: 382–383; Benston & Smith, Jr. 1976: 216 & 221). Sie stellen Informationen aggregiert zur Verfügung (vgl. Oehler et al. 2018c: 327; siehe zudem Rudolph 1994: 427), „vermitteln“ zwischen Finanzmittelgebenden und -nehmenden oder übernehmen die mit den Informationsasymmetrien zwischen Finanzmittelgebenden und -nehmenden verbundenen Risiken (Oehler 2004a: 7, 2004b: 18; siehe zudem Bhattacharya & Thakor 1993: 40).

Losgrößentransformation. Eine Losgrößenproblematik entsteht, wenn die Finanzmittelsumme von Finanzmittelgebenden und -nehmenden nicht übereinstimmt (vgl. Hartmann-Wendels et al. 2019: 4–5). Finanzintermediäre, die Losgrößentransformationen erbringen, nehmen Finanzmittel weitgehend unabhängig von der gewünschten Summe an und stellen Nachfragenden Finanzmittel zur

Verfügung (vgl. Bitz & Stark 2015: 8). Finanzmittelgebende und -nehmende müssen sich dementsprechend nicht untereinander abstimmen (vgl. Hartmann-Wendels et al. 2019: 5; Oehler 2006a: 306).

Fristentransformation. Finanzmittelgebende und -nehmende müssen bezüglich der gewünschten Fristigkeit ihrer Anlage nicht übereinstimmen. Finanzintermediäre transformieren die unterschiedlichen Fristen, indem sie Finanzmittelgebenden und -nehmenden unterschiedliche Fristigkeiten anbieten und die damit verbundenen Risiken übernehmen (vgl. Oehler 2004a: 7, 2004b: 18; Muck et al. 2016: 200 & 215; Hartmann-Wendels et al. 2019: 5).

Risikotransformation. Eine Risikotransformation kann drei verschiedene Ausprägungen aufweisen (vgl. Bitz & Stark 2015: 9). Erstens kann eine Risikotransformation durch eine Diversifikation von Risiken erbracht werden. Dies wäre der Fall, wenn Finanzintermediäre ihnen anvertraute Finanzmittel auf Finanzmittelnehmende verteilen, die „unterschiedlichen Risikoeinflüssen unterliegen“ (Bitz & Stark 2015: 9; siehe zudem Kane & Buser 1979: 19 & 23). Zweitens kann eine Risikotransformation durch die Haftung von Finanzintermediären erfolgen (vgl. Oehler 2004a: 7, 2004b: 18). Drittens können Finanzintermediäre eine Risikotransformation erbringen, indem sie Risiken nur selektiv eingehen und vertraglich gestalten (vgl. Bitz & Stark 2015: 9).

Finanzintermediäre können grundsätzlich in Finanzintermediäre im engeren Sinne und Finanzintermediäre im weiteren Sinne unterteilt werden (vgl. Bitz & Stark 2015: 4; Oehler et al. 2018c: 326; siehe zudem Oehler 2003: 5). Finanzintermediäre im engeren Sinne haben das Geschäftsmodell, den Finanz- und Anlagebedarf auszugleichen (vgl. Oehler 2004a: 6), indem sie voneinander unabhängig gestaltete Verträge mit Finanzmittelgebenden und -nehmenden abschließen (vgl. Oehler et al. 2018c: 326). Fonds gehören damit grundsätzlich zu den Finanzintermediären im engeren Sinne (vgl. Hartmann-Wendels et al. 2019: 3; siehe zudem Schwindler 2008: 14). Das Geschäftsmodell von Finanzintermediären im weiteren Sinne ist es, Finanzmittelgebende und -nehmende „unmittelbar“ über Finanzkontrakte zusammenzubringen (vgl. Bitz & Stark 2015: 11). Hierbei können Finanzintermediäre im weiteren Sinne für den Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Finanzmittelgebenden und -nehmenden sorgen (vgl. Oehler et al. 2018c: 326–327).

2.5 Finanzierungstheoretische Einordnung der Arbeit

Die Dissertation und damit die Forschungsfragen werden in diesem Kapitel in die zuvor dargelegten, finanzierungstheoretischen Theorien und Grundlagen eingeordnet. Mit der ersten Forschungsfrage wird die Wirkung des Einstiegs von Activism betreibenden Hedgefonds auf die abnormalen Aktienrenditen des betroffenen Unternehmens untersucht. Mit der Bekanntgabe des Einstiegs über den Meldebericht des Typs Schedule 13D, erfahren die Finanzmarktteilnehmenden die Intentionen des Hedgefonds. Die Activism-Vorhaben, von denen sich die Hedgefonds eine positive Wirkung auf die Cashflows und damit auf den Wert ihrer Unternehmensanteile erhoffen, betreffen üblicherweise die Geschäftsstrategie und -führung des Unternehmens (vgl. Bebchuk et al. 2015: 1093; Beatty 2017: 10). Nach der neoklassischen Finanzmarkttheorie erfolgt eine neue Bewertung des Unternehmens durch die Finanzmarktteilnehmenden zum Zeitpunkt der Activism-Bekanntgabe (vgl. Armitage 1995: 25; siehe zudem Gantchev et al. 2019: 1033). Mit der Untersuchung der Aktienkursreaktionen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Meldeberichte wird folglich eine Ereignisstudie durchgeführt. Es wird geprüft, inwiefern die Finanzmarktteilnehmenden die öffentlich gewordenen Informationen zu Hedgefonds Activism in die Aktienkurse einpreisen. Die Untersuchung unterliegt daher der Annahme, dass die untersuchten Aktienmärkte mittelstreng informationseffizient nach Fama (1970, 1991) sind.

Das Besitzrecht an einem Unternehmen liegt grundsätzlich bei den Aktionären. Die Verfügungsrechte über den Besitz übertragen die Aktionäre teilweise an das Unternehmensmanagement (vgl. Oehler et al. 2013a: 58). Zwischen den Aktionären und dem Unternehmensmanagement besteht folglich eine Prinzipal-Agent-Beziehung (vgl. Jensen & Meckling 1976: 308). Die Theorie der Verfügungsrechte, welche der Neuen Institutionenökonomik zugeordnet wird (vgl. Bertling 2019: 344), beschreibt, dass der Wert eines Besitzrechts von der Ausgestaltung der Verfügungsrechte determiniert werden kann (vgl. Demsetz 1964: 16–17; Furubotn & Pejovich 1972: 1139). Die Prinzipal-Agent-Theorie, welche ebenfalls an die Neue Institutionenökonomik angegliedert ist (vgl. Erlei et al. 2007: 43), deutet darauf hin, dass ein Agent vom aus Sicht des Prinzipals optimalen Verhalten abweichen kann (vgl. Jensen & Meckling 1976: 308). Hedgefonds Activism setzt daran an, das Unternehmensmanagement (sprich den Agenten) auf die für die Aktionäre (sprich der Prinzipale) optimalen Handlungen hinzuweisen, falls erforderlich, auch mit Nachdruck

(vgl. Gillan & Starks 2007: 58; Brav et al. 2008: 1733; siehe zudem Brav et al. 2018: 240).

Bei börsennotierten Unternehmen gibt es grundsätzlich eine Vielzahl an Eigentümern (vgl. Coffee, Jr. 1991: 1286), die damit die Rolle des Prinzipals innehaben (vgl. Krause et al. 2014: 94). Ihr Verhalten kann nach der Behavioral Finance voneinander abhängig sein (vgl. Oehler 2000b: 981) und sie können einer Trittbrettfahrerproblematik unterliegen (vgl. Norli et al. 2015: 486–487; Grossman & Hart 1980: 42). Wenn sich ein Hedgefonds als Aktionär hervortut, das Unternehmensmanagement als Agenten zu kontrollieren, bestehen im Vorfeld Informationsasymmetrien zwischen ihm, den anderen Aktionären und dem Unternehmensmanagement (vgl. Coffee, Jr. & Palia 2016: 597; Rose & Sharfman 2014: 1015; Bebchuk et al. 2020: 13). Ein Hedgefonds baut diese regulatorisch bedingt mit den Informationen im Meldebericht Schedule 13D ab (vgl. Edmans et al. 2013: 1477; Macey & Netter 1987: 131–132). Die anderen Aktionäre bewerten die Vorhaben des Hedgefonds und messen diesen Eintrittswahrscheinlichkeiten bei (vgl. Brav et al. 2009: 216). Die zweite Forschungsfrage setzt hieran an und bezieht ein, dass sich das Unternehmensmanagement durch Activism in seiner Entscheidungsfreiheit eingeschränkt fühlen kann – ein reaktantes Verhalten kann entsprechend folgen (vgl. Westphal 1998: 513; David et al. 2007: 92). Um dem entgegenzusteuern, besteht die Möglichkeit, dass Hedgefonds, ihre Ziele abgeschwächt formulieren (vgl. Katz et al. 2017: 1046; Quick & Stephenson 2008: 448; Bessarabova et al. 2013: 357–358). Eine mögliche Reaktanz kann für die Analysen nicht gemessen werden (vgl. Rains 2013: 69; Brehm & Brehm 1981: 37). Es ergibt sich jedoch folgender Zusammenhang. Sofern sich die Ausdrucksweise von Hedgefonds auf die Reaktanz des Unternehmensmanagements mildernd auswirkt, könnte dies die Einschätzung der Aktienmarktteilnehmenden bezüglich des erwarteten Activism-Erfolgs verbessern. Im Rahmen der Ereignisstudie würden die Renditen bei abschwächenden Formulierungen positiver ausfallen.

Mit der dritten und vierten Forschungsfrage wird der Einfluss von mit Briefen intensivierter Kommunikation auf die Aktienrenditen untersucht. Die Forschung hierzu setzt zuerst an der Neuen Institutionenökonomik an. Wenn ein Aktionär als Prinzipal Activism betreibt, können die anderen Aktionäre entscheiden, ob sie dies unterstützen oder ablehnen. Für die Unterstützung der anderen Aktionäre kann es daher im Sinne

des Activism Betreibenden sein, Informationsasymmetrien abzubauen (vgl. Christie 2019: 5; Bessler et al. 2015: 123; siehe zudem Appel et al. 2019: 2760). Eine mit Briefen intensivierte Kommunikation kann als vertrauensbildendes Element signalisieren, dass das Tun des Activism Betreibenden grundsätzlich Substanz hat (vgl. Göbel 2002: 111). Ein Brief würde folglich die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmenden bezüglich des Activism-Erfolgs steigern und in einem positiven Zusammenhang mit den abnormalen Aktienrenditen stehen. Die Forschungsfragen zu einer mit Briefen intensivierten Kommunikation können finanzierungstheoretisch auch der Behavioral Finance zugeordnet werden. Ein Unternehmensmanagement hat grundsätzlich nur eine begrenzte Kapazität, Informationen aufzunehmen und diese in seinen Entscheidungen zu berücksichtigen (vgl. Oehler 2000b: 981; Mitchell et al. 1997: 853 & 882). Activism sorgt nach der Stakeholder-Salience-Theorie dafür, dass ein Unternehmensmanagement sich eher mit den Zielen der Aktionäre befasst (vgl. Gifford 2010: 96; David et al. 2007: 97). Sofern ein Brief als Form des Dialogs die Aufmerksamkeit des Unternehmensmanagements weiter steigern kann (vgl. Tashman & Raelin 2013: 606–607), würde dies ebenso für einen positiven Zusammenhang von mit Briefen intensiverter Kommunikation und den abnormalen Aktienrenditen sprechen. Es wird daher zunächst analysiert, bei welchen Zielen Hedgefonds überhaupt ihre Kommunikation intensivieren, um danach zu untersuchen, welche Wirkung es auf die abnormalen Aktienrenditen hat.

Die Untersuchung der fünften Forschungsfrage, wie der Ausstieg eines Hedgefonds auf die abnormalen Aktienrenditen wirkt, kann finanzierungstheoretisch analog des Einstiegs bewertet werden. Mit der Analyse wird getestet, ob und wie schnell sich die Aktienkurse anpassen, wenn bekannt wird, dass ein Hedgefonds (teilweise) ausgestiegen ist (vgl. Fama 1991: 1576). Eine Neubewertung erfolgt beim Einstieg aufgrund der Activism-Vorhaben. Es wird der von ihnen ausgehende Wert für das Unternehmen, adjustiert um die Wahrscheinlichkeit der Implementierung, eingepreist (vgl. Brav et al. 2009: 215–216). Sofern beim Ausstieg keine Erwartungen mehr bezüglich der Activism-Vorhaben bestehen (im Extremfall wäre eine vollständige Umsetzung erfolgt und es würden keine weiteren Activism-Ziele bestehen), ist beim Ausstieg keine Neubewertung zu erwarten. Wenn diesbezüglich jedoch noch Erwartungen bestehen, könnte der Ausstieg zu negativen abnormalen Aktienrenditen führen (vgl. Bessler et al. 2015: 130; Brav et al. 2008: 1731).

3 Grundlagen zu Hedgefonds und Hedgefonds Activism

3.1 Definition und Charakteristika von Hedgefonds

Rechtlich sowie auch im Allgemeinen ist nicht einheitlich definiert, was unter einem Hedgefonds zu fassen ist (vgl. Oehler & Schiefer 2007: 267; Bebchuk et al. 2013: 30; Sharma 1998: 62). Die Nähe zum englischen Term „to hedge“ (sich absichern) ist historisch auf einen Fortune-Artikel zur Strategie von Alfred W. Jones zurückzuführen. Um möglichst in allen Marktphasen positive Renditen zu erwirtschaften, investierte Alfred W. Jones sowohl in Long- als auch Short-Positionen (vgl. Greupner 2003: 1560; Schmies 2010: 32–33 und die dort zitierte Literatur). Hedgefonds sichern sich bei vielen Strategien nicht gegenüber Kursänderungsrisiken ab (vgl. Cumming et al. 2017: 78; Bessler et al. 2005: 5; siehe zudem Cheffins & Armour 2011: 93–94). Sie nutzen jedoch die Möglichkeit, Hedging einzusetzen, um sich gegenüber ungewollten Risiken abzusichern (vgl. Zheng et al. 2018: 148 & 159). Sie verändern folglich die mit einer Risikoposition einhergehende Wahrscheinlichkeitsverteilung, um die Streuung zu minimieren (vgl. Oehler & Unser 2002: 30 & 32; Smith & Stulz 1985: 392).

Auch wenn aufgrund einer großen Bandbreite an praktizierten Strategien eine einheitliche, trennscharfe Definition erschwert sein mag (vgl. Schwindler 2008: 29; Lhabitant 2002: 13; Koh et al. 2002: 156; Chadha & Jansen 1998: 28; siehe zudem Schwindler & Oehler 2006: 149–150), ist in Tabelle 1 ein Überblick verschiedener Definitionen gegeben. Als weit gefasste Definition des Terms „Hedgefonds“ kann konstatiert werden, dass sich ein Hedgefonds als weitgehend nicht reguliertes Investmentinstrument auszeichnet, welchem es möglich ist, ein auf wenige Positionen konzentriertes Portfolio zu halten, Positionen mit Krediten zu hebeln („leverage“), Leerverkäufe zu tätigen und mit Derivaten zu handeln (vgl. Brav et al. 2008: 1730; Cumming et al. 2017: 78; Kaiser 2009: 5).

Tabelle 1: Definitionen von Hedgefonds.

Bitz & Stark (2015: 521)	„Investmentfonds, dessen Zusammensetzung das Ergebnis einer als „riskant“ eingestuftes Anlagepolitik ist. Charakteristisch sind kreditfinanzierte Käufe, Leerverkäufe sowie der Abschluss von Termingeschäften in spekulativer Absicht.“
Brav et al. (2008: 1730)	„Hedge funds employ highly incentivized managers who manage large unregulated pools of capital. Because they are not subject to regulation that governs mutual funds and pension funds, they can hold highly concentrated positions in small numbers of companies, and use leverage and derivatives to extend their reach.“
Eling (2006: 16)	„Hedgefonds [lassen sich] als sehr flexibel operierende und ausdrücklich auf ein besonderes Ertragsprofil zielende Anlagegesellschaften definieren, die nur einer geringen Regulierung unterliegen und deren Manager ergebnisorientiert entlohnt werden.“
Klein & Zur (2011: 1739)	“[W]e [...] define a hedge fund as an investment vehicle that is relatively free from the regulatory controls of the Securities Act of 1933, the Securities Exchange Act of 1934, and most notably the Investment Company Act of 1940.“

Trotz der Variationsvielfalt an Strategien von Hedgefonds, gibt es Grundcharakteristika, die bei Hedgefonds typischerweise vorzufinden sind:³ (1) eine hohe Flexibilität in der Anlagestrategie begünstigt durch eine geringe Regulierung, (2) eine anreizbasierte Vergütung des Managements des Hedgefonds, (3) eine Renditeerwartung, die Benchmark deutlich zu übertreffen und (4) spezielle Anforderungen an die Fondsinvestoren (vgl. Baker & Filbeck 2017b: 4; Cumming et al. 2013: 2–3; Sharma 1998: 63; Coffee, Jr. & Palia 2016: 548; Brav et al. 2009: 186–187).

Flexibilität. Hedgefonds sind in Bezug auf ihre Anlageentscheidungen weniger reguliert als klassische Investmentfonds. Dies betrifft unter anderem den Einsatz von Fremdkapital zur Erzielung von Hebelwirkungen, Leerverkäufe und den Einsatz von Derivaten (vgl. Cumming et al. 2013: 2; siehe zudem Oehler & Schwindler 2007: 293–294). Ferner sind Hedgefonds, je nach Ausgestaltung und verfolgter Strategie, nicht dazu verpflichtet, ein diversifiziertes Portfolio aufzubauen; sie können ihr Portfolio auf wenige Positionen konzentrieren (vgl. Brav et al. 2008: 1730; Cumming et al. 2013: 60; siehe zudem Black 1990: 552; Coffee, Jr. & Palia 2016: 548). Diese Flexibilität führt zu weniger Schutz beziehungsweise einem höheren Risiko für die Fondsinvestoren, im Gegenzug erwarten diese höhere Renditen (vgl. Ineichen 2003: 34).

³ Vgl. für eine ähnliche Zusammenstellung Schwindler (2008: 28) und Eling (2006: 15).

Vergütung. Die Vergütung des Managements eines Hedgefonds setzt sich üblicherweise aus einer jährlichen fixen Vergütung von ein bis drei Prozent des Anlagevermögens („assets under management“) und einer variablen Vergütung von 15 bis 25 Prozent des erzielten Gewinns zusammen (vgl. Lhabitant 2002: 17 & 222; siehe zudem Smith & Gupta 2017: 148–149 und die dort zitierte Literatur).⁴ Die variable Vergütung kann begrenzt werden, beispielsweise indem das Management des Hedgefonds erst Anspruch auf eine variable Vergütung hat, wenn eine bestimmte Mindestrendite erwirtschaftet wird („hurdle rate“) (vgl. Signer 2003: 150; Smith & Gupta 2017: 149; French 2008: 1566) oder Verluste aus der Vergangenheit aufgeholt worden sind („high water mark“) (vgl. Lhabitant 2002: 18; Preece 2017: 548; Goetzmann et al. 2003: 1685). Die variable Vergütung wird in der Literatur zwiegespalten gesehen. Positiv betont wird die Anreizwirkung der variablen Vergütung für das Management eines Hedgefonds, Bestleistungen im Sinne der Fondsinvestoren zu erzielen (vgl. Brav et al. 2008: 1735; Signer 2003: 144; Agarwal 2009: 33). Negativ wird der Anreiz angeführt, erhöhte Risiken einzugehen (vgl. Signer 2003: 144; Lhabitant 2002: 18; Oehler & Schiefer 2007: 268). Diesem negativen Anreiz wird vorgebeugt, indem das Management des Hedgefonds einen Teil ihres eigenen Vermögens in den Hedgefonds investiert und damit ebenfalls an etwaigen Verlusten partizipiert (vgl. Lhabitant 2002: 18; siehe zudem Schmies 2010: 41 und die dort angeführte Literatur).

Renditeerwartung. Die Renditeerwartung an Hedgefonds unterscheidet sich grundsätzlich an die von klassischen Investmentfonds (vgl. Fung & Hsieh 2000: 291; Smith 2017: 415). Mit marktneutralen Strategien von Hedgefonds wird üblicherweise das Ziel verfolgt, eine positive Rendite unabhängig von der aktuellen Marktlage zu erwirtschaften (vgl. Patton 2009: 2496; Jaeger 2002: 53–54; Oehler & Schiefer 2007: 269). Bei nicht marktneutralen Strategien erwarten Investoren, dass sie eine höhere Rendite als mit klassischen Investmentfonds erzielen (vgl. Preece 2017: 547; Koh et al. 2002: 157; siehe zudem Schwindler 2008: 31; Eling 2006: 15–16). Die von Hedgefonds verfolgten Strategien sind zumeist weniger mit Marktindizes korreliert (vgl.

⁴ Bezüglich der Vergütungshöhe wird in der Literatur häufig die Mitte mit einer jährlichen fixen Vergütung von zwei Prozent des Anlagevermögens und einer variablen Vergütung in Höhe von 20 Prozent angeführt (vgl. Brav et al. 2008: 1735; Cumming et al. 2013: 2–3; Gantchev 2013: 624; Coffee, Jr. & Palia 2016: 573; Smith & Gupta 2017: 147; Agarwal 2009: 32). Aktuelle Angaben zur durchschnittlichen Vergütung von Hedgefonds (siehe Fletcher 2018) sind geringfügig niedriger, befinden sich jedoch in der von Lhabitant (2002: 17) angegebenen Bandbreite. Siehe zur tendenziell abnehmenden Vergütung von Hedgefonds zudem die Ausführungen von Preece (2017: 549–550).

Cumming et al. 2013: 3; Barnes et al. 2017: 229–230). Hedgefonds gelten dementsprechend als Instrument zur Diversifikation eines Portfolios (vgl. Barnes et al. 2017: 230; Billio et al. 2017: 457; Chadha & Jansen 1998: 38).

Fondsinvestoren. An Investoren von Hedgefonds werden im Vergleich zu Investoren von klassischen Investmentfonds besondere Anforderungen gestellt. Damit ein Hedgefonds keine Liquidität zur etwaigen börsentäglichen Rückzahlung von Investoren vorhalten muss oder gezwungen ist, für Rückzahlung Investitionen zu liquidieren, können Sperrfristen („lock-up periods“) vereinbart werden. Für Rückzahlungen werden vorher oftmals festgelegte Zeitpunkte definiert. Ferner kann vereinbart werden, dass Rückzahlungen durch den Fondsinvestor innerhalb einer vorher definierten Frist („redemption notice period“) zu beantragen sind (vgl. Signer 2003: 58–59; Clifford 2008: 325; Aragon 2007: 34). Hedgefonds verlangen zumeist Mindesteinlagen von ihren Fondsinvestoren. Nach Cumming et al. (2013: 8) besteht üblicherweise eine Mindesteinlage in einen Hedgefonds in Höhe von 250 bis 500 Tausend US-Dollar; in wenigen Fällen sei die Mindesteinlage mit zehntausend US-Dollar angesetzt. Etablierte Hedgefonds können nach Cumming et al. (2013: 8) eine Mindesteinlage von mindestens zehn Millionen US-Dollar verlangen. Eine Mindesteinlage zu verlangen, ist regulatorisch motiviert. Hedgefonds sind beispielsweise von der Registrierungspflicht nach dem Investment Company Act von 1940 ausgenommen, wenn sie maximal 99 Fondsinvestoren haben, die grundsätzlich jeweils Kapitalanlagen von mindestens fünf Millionen US-Dollar besitzen (vgl. Cumming et al. 2017: 77; Schmies 2010: 43).⁵

⁵ Vgl. Section 80a–3(c)(1) des Investment Company Act von 1940, abrufbar über ICA (2019: 17–18): „Notwithstanding subsection (a), none of the following persons is an investment company within the meaning of this title: (1) Any issuer whose outstanding securities (other than short-term paper) are beneficially owned by not more than one hundred persons (or, in the case of a qualifying venture capital fund, 250 persons) and which is not making and does not presently propose to make a public offering of its securities. [...]“. Siehe zudem Section 80a–3(c)(7)(A) in ICA (2019: 20) sowie die Definition eines „qualified purchaser“ in Section 80a–2(51)(A) des Investment Company Act von 1940: „Qualified purchaser“ means—(i) any natural person (including any person who holds a joint, community property, or other similar shared ownership interest in an issuer that is excepted under section 3(c)(7) with that person’s qualified purchaser spouse) who owns not less than \$5,000,000 in investments, as defined by the Commission; [...]“ (ICA 2019: 15).

3.2 Shareholder Activism und Hedgefonds Activism

Shareholder Activism umfasst alle Aktivitäten seitens Anteilseignern mit denen die Unternehmenspolitik und Unternehmenspraktiken beeinflusst werden sollen (vgl. Goranova & Ryan 2014: 1232; siehe zudem Ryan & Schneider 2002: 555; Sjöström 2008: 142; Brochet et al. 2018: 1 & 32). Mit Shareholder Activism kann das Ziel verfolgt werden, den Shareholder Value zu steigern, dies muss jedoch nicht zwingend die ausschlaggebende Intention sein (vgl. Goranova et al. 2017: 421; siehe zudem Tabelle 2). Activism betreibende Anteilseigner können beispielsweise auch ökologische (vgl. Perrault & Clark 2016; Reid & Toffel 2009; O'Rourke 2003) und soziale Ziele (vgl. Logsdon & Buren, III 2008; King & Gish 2015; Wei 2017: 1 & 30) verfolgen. Letzteres wäre der Fall, wenn Pensionsfonds ihre Stimmrechte verwenden, um Arbeitnehmerinteressen durchzusetzen, die sich negativ auf den Shareholder Value auswirken (vgl. Agrawal 2012: 187–188 & 190; Prevost et al. 2012: 347; siehe zudem Del Guercio & Woidtke 2019: 1573–1574).

Tabelle 2: Definitionen von Shareholder Activism.

Goranova & Ryan (2014: 1232)	"[W]e delineated the boundaries of our search by defining "shareholder activism" as actions taken by shareholders with the explicit intention of influencing corporations' policies and practices, rather than as latent intentions implicit in ownership stakes or trading behavior."
Low (2004: 185–186)	"Shareholder activism" may be defined as the exercise and enforcement of rights by minority shareholders with the objective of enhancing shareholder value over the long term."
Ryan & Schneider (2002: 555)	"We define investor activism as the use of power by an investor either to influence the processes or outcomes of a given portfolio firm or to evoke large-scale change in processes or outcomes across multiple firms through the symbolic targeting of one or more portfolio firms."
Sjöström (2008: 142)	"[S]hareholder activism is defined as the use of ownership position to actively influence company policy and practice. Shareholder activism can be exerted through letter writing, through dialogue with corporate management or the board, through asking questions at open sessions at annual general meetings and through the filing of formal shareholder proposals."
Smith (1996: 227)	"[S]hareholder activism is defined to include monitoring and attempting to bring about changes in the organizational control structure of firms (targets) not perceived to be pursuing shareholder-wealth-maximizing goals."

Hedgefonds Activism fokussiert sich grundsätzlich auf eine Steigerung des Shareholder Value (vgl. Bratton 2007: 1418; Calenda et al. 2017: 109; siehe zudem Goranova & Ryan 2014: 1233 & 1241 und die dort zitierte Literatur). Aus den Definitionen von Hedgefonds Activism, welche in Tabelle 3 dargestellt sind, geht das Ziel, den Shareholder Value zu steigern, dementsprechend klar hervor. Es können für

eine Steigerung des Shareholder Value sowohl operative als auch finanzielle Restrukturierungen geeignet sein (vgl. Rappaport 1986: 103; Bowman et al. 1999: 44).

Tabelle 3: Definitionen von Hedgefonds Activism.

Brav et al. (2009: 187)	"[H]edge fund activists are a new breed of shareholder activists that are equipped with more suitable financial incentives and organizational structures for pursuing activism agendas than earlier generations of institutional activists. Not surprisingly, they turn out to be successful in facilitating significant changes in corporate governance and operations of target firms, and in turn achieving the goal of improving value for both the firms' shareholders and their own investors."
Christie (2019: 7)	"[A]ctivist hedge funds proactively invest in target companies with the objective of implementing significant strategic changes at individual companies to improve corporate performance."
Calenda et al. (2017: 107)	"Activist hedge funds [...] methodically seek to generate attractive returns by directly influencing management of investee companies, typically urging them to take specific corrective actions."
Farrelly & Lhabitant (2017: 207)	Hedge fund activism "consists in influencing the management or board of a company to obtain certain actions (e.g., a large dividend payment and a change of management) likely to boost its share price".
Paccos (2018: 1)	"Hedge fund activism is an important disciplinary mechanism in corporate governance. It consists in actions aimed to change the way a company is managed, without trying to gain control. Because hedge funds aim to profit from these actions, this is called entrepreneurial shareholder activism."

Operative Restrukturierungen können eine effizientere Gestaltung der operativen Vorgänge zum Ziel haben, beispielsweise in Bezug auf Kostenreduzierungen (vgl. Brav et al. 2008: 1741; Rappaport 1986: 98). Hierbei kann es wertschaffend sein, wenn das Unternehmen auf seine Kernkompetenz ausgerichtet wird, indem es andere Geschäftsbereiche in eigenständige Unternehmen ausgliedert (vgl. Reiner & Torres 2002: 10; Comment & Jarrell 1995: 68 & 86; Bergh et al. 2008: 133). Zusammenschlüsse mit anderen Unternehmen zur Erzielung von Synergien oder einer besseren Marktpositionierung können ebenfalls im Fokus von Activism betreibenden Hedgefonds stehen, sei es indem ein Hedgefonds Zusammenschlüsse anbahnt oder sich im Sinne der Aktionäre zu den Konditionen eines Zusammenschlusses äußert (vgl. Boyson & Mooradian 2011: 170; Greenwood & Schor 2009; siehe zudem Jensen 1988: 23; Shick 1972; Oehler et al. 2015b: 404). Ferner können Strategien zur Steigerung des organischen Wachstums vorangetrieben werden (vgl. Brav et al. 2008: 1741; siehe zudem Moatti et al. 2015: 746).

Finanzielle Restrukturierungen betreffen die Kapitalstruktur eines Unternehmens (vgl. Ehemjamts & Raman 2011: 412; Renneboog & Szilagyi 2011: 360). Mit ihnen können die Kapitalkosten gesenkt werden (vgl. Rappaport 1986: 98). Ein Abbau überschüssiger Mittelbestände, beispielsweise durch Dividendenzahlungen oder

Rückkäufe von Eigenkapitalanteilen, kann zur Minimierung von Fehlanreizen für das Unternehmensmanagement führen (vgl. Klein & Zur 2009: 189; Jensen 1986; Gombola & Liu 2009: 321). Dies ist insbesondere sinnvoll, wenn Kapital zur Erwirtschaftung von Renditen unterhalb der Kapitalkosten eingesetzt wird (vgl. Lewis 1994: 35–36; Rappaport 1986: 55; siehe zudem Bausch et al. 2009: 18). Die Wahl zwischen Dividendenzahlungen und Rückkäufen ist individuell abhängig von der Präferenz des jeweiligen Anteilseigners (vgl. Elton & Gruber 1968: 148–149; siehe zudem La Porta et al. 2000: 5). Die zusätzliche Aufnahme von Fremdkapital kann in Verbindung mit einer konsequenten Ausschüttungspolitik motivieren, Erträge effizient zu erwirtschaften (vgl. Jensen 1986: 328; Gombola & Liu 2009: 321). Rückflüsse an die Anteilseigner können als Kompensation wesentlicher Anteilseigner angesehen werden, das Unternehmensmanagement zu kontrollieren (vgl. Shleifer & Vishny 1986: 478). Zudem kann eine Neuaufnahme oder Umstrukturierung von Eigen- und Fremdkapital im Fokus der Optimierung stehen (vgl. Greenwood & Schor 2009: 365; siehe zudem Gilson et al. 1990: 345; Chen et al. 1995: 74).

Hedgefonds Activism kann die Governance des betreffenden Unternehmens adressieren (vgl. Achleitner et al. 2010: 807 & 826; Boyson & Mooradian 2011: 170; Christie 2019: 8). Unter Corporate Governance können hierbei alle „Steuerungs- und Kontrollprozesse im Unternehmen“ gefasst werden (Schoberth & Schalkowski 2015: 141; siehe zudem Wendt 2011: 74 und die dort angeführte Literatur). Eine Verbesserung der Corporate Governance führt im Regelfall zu einer Steigerung der Performance des Unternehmens (vgl. Boyson & Mooradian 2011: 201). Forderungen bezüglich der Corporate Governance können die Stellung des Unternehmensmanagements betreffen sowie die Repräsentation der Anteilseigentümer im Board (vgl. Becht et al. 2019: 63 & 70; Christie 2019: 9–10; Briggs 2007: 722; Clifford & Lindsey 2016: 1507). Ferner zeichnet es eine gute Corporate Governance aus, wenn keine (vorbeugenden) Verteidigungsmaßnahmen gegen Übernahmen bestehen (vgl. Straska & Waller 2014: 951; siehe zudem Bebchuk et al. 2009: 824; Jensen 1988: 23), das Unternehmensmanagement wesentliche Informationen den auf den Kapitalmärkten agierenden Akteuren zur Verfügung stellt (vgl. Saltaji 2018: 62; Brav et al. 2008: 1744) und die Vergütung des Unternehmensmanagements in ihrer Höhe angemessen und in der weiteren Ausgestaltung nachvollziehbar ist (vgl. Brav et al. 2008: 1755; Conyon 2014: F61; siehe zudem Core et al. 1999: 372–373).

3.3 Strategien von Hedgefonds

Die Variationsvielfalt an Strategien von Hedgefonds werden in der Literatur in drei Hauptstrategien unterteilt: (1) Marktneutrale Strategien, (2) Ereignisorientierte Strategien und (3) Opportunistische Strategien (vgl. Signer 2003: 5–6; Oehler & Schiefer 2007: 271; Jaeger 2002: 39; Bessler et al. 2005: 10–11). Die Hauptstrategien und die darunter typischerweise gefassten Strategien von Hedgefonds können in der Zusammenstellung als Hedgefonds Universum betitelt werden (vgl. Signer 2003: 6; Schwindler 2008: 44; Mayer 2007: 237; siehe zudem Jaeger 2002: 19; Oehler & Schiefer 2007: 271; Schmies 2010: 49). Die Strategien von Hedgefonds unterscheiden sich folgendermaßen.

Marktneutrale Strategien versuchen relative Fehlbewertungen auszunutzen, ohne ein Markt- beziehungsweise Zinsänderungsrisiko in Kauf zu nehmen (vgl. Oehler & Schiefer 2007: 269; Kodres 1998: 53). Das Markt- beziehungsweise Zinsänderungsrisiko wird durch die Kombination von Long- und Short-Positionen „neutralisiert“ (Bessler et al. 2005: 11; siehe zudem Ineichen 2003: 94). Marktneutrale Strategien finden sowohl auf Aktienmärkten („equity market neutral“) als auch Bondmärkten („fixed income arbitrage“) Anwendung sowie bei Ineffizienzen in der Bewertung von Wandelanleihen („convertible bond arbitrage“) (vgl. Ineichen 2003: 202–203, 221, 236; Oehler & Schiefer 2007: 269–270; Dikanarov et al. 2017: 243, 248, 250).

Ereignisorientierte Strategien „basieren auf der Überlegung, dass bestimmte Ereignisse zu einer Neubewertung des Unternehmens führen können“ (Bessler et al. 2005: 12). Ein Schwerpunkt ereignisorientierter Strategien liegt auf Unternehmensaktivitäten, wie beispielsweise Restrukturierungen (vgl. Cumming et al. 2013: 10).⁶ In der Literatur werden zwei Strategien besonders hervorgehoben: „Merger Arbitrage“ und „Distressed Securities“ (vgl. Oehler & Schiefer 2007: 271; Eling 2006: 44, 46–47; Lhabitant 2002: 99). Die Strategie „Merger Arbitrage“ versucht bei außergewöhnlichen Unternehmenstransaktionen, wie Übernahmen oder Fusionen, ertragreich zu sein (vgl. Jaeger 2002: 60; Kodres 1998: 51 & 54). Ein Hedgefonds profitiert hierbei von der Preisdifferenz („spread“), welche aus mit der Transaktion verbundenen (Bewertungs-)Unsicherheiten resultiert (vgl. Lhabitant 2002: 112; Jaeger

⁶ Vgl. hierzu die Aufzählung möglicher „Events“ von Farrelly & Lhabitant (2017: 207).

2002: 60; Rzakhanov & Jetley 2019: 1). Bei der Strategie „Distressed Securities“ kaufen Hedgefonds Aktien oder Anleihen eines sich in einer angespannten Situation befindenden Unternehmens (vgl. Bessler et al. 2005: 14; Oehler & Schiefer 2007: 270). Das Unternehmen ist bei dieser Strategie üblicherweise in finanziellen oder operativen Schwierigkeiten (vgl. Bontschev & Eling 2013: 159). Hedgefonds gehen folglich davon aus, dass sich die Lage des Unternehmens aktuell schlechter darstellt, als sie tatsächlich ist – sie hoffen, dass die Aktien beziehungsweise Anleihen zukünftig höher bewertet werden. Hedgefonds können hierbei als passive Investoren agieren oder Activism ausüben (vgl. Bessler et al. 2005: 14; Oehler & Schiefer 2007: 270). Je nach Situation des betroffenen Unternehmens lassen sich die Strategie, Activism zu betreiben, mit den Strategien „Merger Arbitrage“ oder „Distressed Securities“ verbinden (vgl. Boyson et al. 2017: 71; Guo et al. 2020: 80; Jiang et al. 2012: 556; siehe zudem Cumming et al. 2013: 10). Hedgefonds Activism lässt sich jedoch nicht auf Ereignisse beschränken, die in Verbindung mit „Merger Arbitrage“ und „Distressed Securities“ stehen – Activism ist dementsprechend eine eigenständige Strategie von Hedgefonds, die den ereignisorientierten Strategien zugeordnet wird (vgl. Farrelly & Lhabitant 2017: 207).

Opportunistische Strategien bauen darauf auf, dass das Management eines Hedgefonds Marktentwicklungen einschätzen kann und dieses Wissen entsprechend verwendet (vgl. Signer 2003: 21; Oehler et al. 2007: 242). Ein präzises Einschätzungsvermögen kann sich auf makroökonomische Anpassungen zu Aktien, Zinssätzen, Wechselkursen oder Rohstoffpreisen beziehen („Global Macro“), beispielsweise aufgrund ökonomischer oder politischer Entwicklungen (vgl. Jaeger 2002: 78; Barnes et al. 2017: 230–231). Zu den opportunistischen Strategien zählt ferner die Strategie „Long/Short Equity“ (Signer 2003: 6). Diese fokussiert sich auf unterschiedliche Bewertungen von Aktien spezifischer Regionen, Sektoren und Faktoren, wie beispielsweise „value versus growth“ (Jaeger 2002: 82). Das Marktrisiko wird dabei zumeist nicht vollständig neutralisiert (vgl. Jaeger 2002: 82; Oehler & Schiefer 2007: 270). Hedgefonds mit einer strategischen Ausrichtung auf Leerverkäufe („Short Selling“) versuchen von Preisrückgängen zu profitieren (vgl. Jaeger 2002: 91; Mayer 2007: 243). Sie tragen dazu bei, dass für Unternehmen ungünstige Informationen in die Preisfindung einfließen und steuern folglich einen Beitrag zur Informationseffizienz eines Marktes bei (vgl. Purnanandam & Seyhun 2018: 1021; siehe zudem Miller 1977: 1154 & 1166). Eine Fokussierung auf Schwellenländer

(„Emerging Markets“) bildet die letzte Strategie von Hedgefonds, die den opportunistischen Strategien zugeordnet ist (vgl. Signer 2003: 6 & 30). Märkte von Schwellenländern zeichnen sich durch ein deutliches Wirtschaftswachstum aus (vgl. Waheeduzzaman 2011: 124). Mangelnde Transparenz und Rechtssicherheit für Unternehmen und Investoren kennzeichnen diese Märkte ferner (vgl. O'Hara 2007: 831; Signer 2003: 31; siehe zudem La Porta et al. 1998; Shim et al. 2016: 1496; Yi & Cho 2015: 986). Märkte von Schwellenländern gelten als weniger informationseffizient. Die Strategie von Hedgefonds baut dementsprechend darauf auf, Ineffizienzen mit Informationen, welche sich (noch) nicht in den Preisen widerspiegeln, auszunutzen (vgl. Bessler et al. 2005: 16; Signer 2003: 31). Die Strategie „Emerging Markets“ ist damit eine Ausprägung der Strategie „Global Macro“ (vgl. Mayer 2007: 240; siehe zudem Signer 2003: 31; Schmies 2010: 48).

3.4 Rechtliche Rahmenbedingungen zu den Meldeberichten

Schedule 13D, Schedule 13D/A und Schedule 13G

Der Securities Exchange Act von 1934 legt in den USA Veröffentlichungspflichten für einen transparenteren Handel mit Wertpapieren fest (vgl. SEC 2019: 2; siehe zudem Hanna 1934: 1). Für Investoren gibt es verschiedene Meldepflichten, wenn sie Eigentum an einem öffentlich gehandelten Unternehmen erwerben.⁷ Wenn ein Investor oder eine Gruppe an Investoren⁸ mehr als fünf Prozent der eigenkapitalbezogenen, stimmberechtigten Wertpapiere eines Unternehmens erwirbt und Intentionen hat, Activism auszuüben, muss dieser/diese bei der SEC innerhalb von zehn Tagen den Meldebericht Schedule 13D einreichen (vgl. Klein & Zur 2009: 195; Giglia 2016: 109; Li 1997: 851).⁹ Die Regelung gilt für alle Wertpapiere, die an

⁷ Siehe zudem Kruska (2015: 135–235) für eine Darlegung der „US-amerikanischen Rechtslage zu den Rahmenbedingungen für transparente Wertpapiererwerbe und öffentliche Angebote“.

⁸ Vgl. Section 13(d)(3) des Securities Exchange Act von 1934: „When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a “person” for the purposes of this subsection.“ (SEC 2019: 126).

⁹ Vgl. Section 13(d)(1) des Securities Exchange Act von 1934, abrufbar über SEC (2019: 125). Vgl. zudem Title 17, § 240.13d–1(a) des Code of Federal Regulations: „Any person who, after acquiring directly or indirectly the beneficial ownership of any equity security of a class which is specified in paragraph (i) of this section, is directly or indirectly the beneficial owner of more than five percent of the class shall, within 10 days after the acquisition, file with the Commission, a statement containing the information required by Schedule 13D (§ 240.13d–101).“ (CFR 2018: 164).

einer nationalen Wertpapierbörse gehandelt werden (vgl. Kruska 2015: 136).¹⁰ Die mit dem Handel verbundenen Absichten sind im vierten Abschnitt des Meldeberichts Schedule 13D darzulegen (vgl. Brav et al. 2009: 193; Giglia 2016: 112).¹¹ Sofern Dokumente bestehen, die eine Akquisition des Unternehmens, den Verkauf von Vermögensgegenständen, einen Zusammenschluss oder eine Änderung der Geschäfts- beziehungsweise Unternehmensstruktur betreffen – kurz gesagt, alle Aktivitäten, die auch den vierten Abschnitt betreffen – sind Kopien dieser im siebten Abschnitt anzuhängen (vgl. § 240.13d–101 des Code of Federal Regulations).¹² Ein Beispiel hierfür sind Activism bezogene Briefe an das Unternehmensmanagement (vgl. Gantchev 2013: 629). Der ausgefüllte Meldebericht Schedule 13D wird anschließend über das Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval (EDGAR) System der SEC öffentlich zum Abruf bereitgestellt (vgl. Kruska 2015: 162; Albrecht 2008: 35; siehe zudem Loughran & McDonald 2017; Rogers et al. 2017). Sofern ein Investor keine Intentionen hat, Activism auszuüben, besteht die Möglichkeit anstelle des Meldeberichts Schedule 13D die verkürzte Variante Schedule 13G auszufüllen (vgl. Giglia 2016: 115; Brav et al. 2015: 2761; Greenwood & Schor 2009: 365; Edmans et al. 2013: 1444).¹³ Sollte ein Investor den Meldebericht Schedule 13G ausgefüllt haben und sich zu einem späteren Zeitpunkt für Activism entscheiden, besteht grundsätzlich die Möglichkeit von Schedule 13G zu Schedule 13D zu wechseln (vgl. Giglia 2016: 132; CFR 2018: 165–166).¹⁴ Dies ist jedoch selten der Fall (vgl. Giglia 2016: 131).

Sollte es wesentliche Änderungen („Amendment“) hinsichtlich der Informationen im veröffentlichten Meldebericht Schedule 13D geben, sind diese durch den Investor mit dem Ausfüllen eines Meldeberichts Schedule 13D/A umgehend über die SEC

¹⁰ Vgl. Section 13(d)(1) des Securities Exchange Act von 1934: „Any person who, after acquiring directly or indirectly the beneficial ownership of any equity security of a class which is registered pursuant to section 12 of this title, [...]“ (SEC 2019: 125). Siehe ferner Section Section 12(a) und 12(b) des Securities Exchange Act von 1934, abrufbar über SEC (2019: 111).

¹¹ Vgl. für den Aufbau von Schedule 13D Title 17, § 240.13d–101 des Code of Federal Regulations (CFR 2018: 171–175), vgl. zudem Li (1997: 853) und Gantchev (2013: 629).

¹² CFR (2018: 175): „Item 7. Material to be Filed as Exhibits. The following shall be filed as exhibits: Copies of written agreements relating to the filing of joint acquisition statements as required by Rule 13d–1(k) and copies of all written agreements, contracts, arrangements, understanding, plans or proposals relating to: (1) The borrowing of funds to finance the acquisition as disclosed in Item 3; (2) the acquisition of issuer control, liquidation, sale of assets, merger, or change in business or corporate structure, or any other matter as disclosed in Item 4; and (3) the transfer or voting of the securities, finder’s fees, joint ventures, options, puts, calls, guarantees of loans, guarantees against loss or of profit, or the giving or withholding of any proxy as disclosed in Item 6.“

¹³ Vgl. Title 17, § 240.13d–1 des Code of Federal Regulations (CFR 2018: 164–165).

¹⁴ Vgl. § 240.13d–1(e) des Code of Federal Regulations (CFR 2018: 165–166).

bekanntzugeben (vgl. Li 1997: 854–855).¹⁵ Seitens Rechtsanwaltskanzleien wird eine Meldung innerhalb von zwei Werktagen (vgl. Katz 2015) beziehungsweise zwei bis fünf Kalendertagen (vgl. Zwickel & Harrison 2019: 6) empfohlen; laut Brav et al. (2008: 1766) würden manche Rechtsanwaltskanzleien eine Meldung innerhalb eines Werktags empfehlen (siehe zudem Albrecht 2008: 73). Wesentliche Änderungen der Informationen im Meldebericht Schedule 13D können sich beispielsweise auf die dargelegten Intentionen und die gehaltenen Eigenkapitalanteile beziehen (vgl. Gantchev 2013: 629). Bezüglich der Eigenkapitalanteile wird eine Änderung von einem Prozent und mehr als wesentlich eingestuft (vgl. Boyson et al. 2017: 58; Gantchev 2013: 629); fallspezifisch kann jedoch auch eine geringfügigere Änderung als wesentlich angesehen werden (vgl. Kruska 2015: 145).¹⁶ Die Pflicht, Änderungen zum ursprünglichen Meldebericht Schedule 13D zu veröffentlichen, endet mit der Berichterstattung über die Unterschreitung der Meldeschwelle (vgl. SEC 2009; Zwickel & Harrison 2019: 6).¹⁷

¹⁵ Vgl. Section 13(d)(2): „If any material change occurs in the facts set forth in the statement filed with the Commission, an amendment shall be filed with the Commission, [...]“ (SEC 2019: 126) und Title 17, § 240.13d–2(a) des Code of Federal Regulations: „If any material change occurs in the facts set forth in the Schedule 13D [...] the person or persons who were required to file the statement shall promptly file or cause to be filed with the Commission an amendment disclosing that change.“ (CFR 2018: 167).

¹⁶ Vgl. Title 17, § 240.13d–2(a) des Code of Federal Regulations: „If any material change occurs in the facts set forth in the Schedule 13D (§ 240.13d–101) required by § 240.13d–1(a), including, but not limited to, any material increase or decrease in the percentage of the class beneficially owned, the person or persons who were required to file the statement shall promptly file or cause to be filed with the Commission an amendment disclosing that change. An acquisition or disposition of beneficial ownership of securities in an amount equal to one percent or more of the class of securities shall be deemed “material” for purposes of this section; acquisitions or dispositions of less than those amounts may be material, depending upon the facts and circumstances.“ (CFR 2018: 167).

¹⁷ Vgl. SEC (2009: answer to question 104.05): „The security holder must file an amendment to Schedule 13D to the extent the decline in beneficial ownership to five percent or less constitutes a material change within the meaning of Rule 13d-2(a) and/or to reflect any other material changes to the information previously reported, including Items 4, 5(a)-(c) and 6 of Schedule 13D. It is important to note that the security holder’s obligation to amend the Schedule 13D to report material changes to the information previously reported will continue until it files a final amendment disclosing the date on which it ceased to be the beneficial owner of more than five percent of the class of securities pursuant to Item 5(e) of Schedule 13D.“

3.5 Ausstiegskanäle

Für Hedgefonds bestehen verschiedene Möglichkeiten ihre Anteile zu veräußern (vgl. Brav et al. 2008: 1747; siehe zudem Herberger & Oehler 2011: 54). Wie grundsätzlich alle Aktionäre, können Hedgefonds ihre Anteile am Kapitalmarkt handeln (vgl. Brav et al. 2009: 204; Mihov 2016: 258). Der Verkauf einer signifikanten Menge an Anteilsscheinen über den Kapitalmarkt kann einen negativen Einfluss auf den Kurs haben (vgl. Kraus & Stoll 1972: 587). Dies kann auf ein vom Verkauf ausgehendes Signal zur Bewertung des Unternehmens zurückzuführen sein (vgl. Edmans 2009: 2482; Holthausen et al. 1987: 239–240; siehe zudem Mikkelsen & Partch 1985: 193; Bharath et al. 2013: 2515). Ferner kann ein negativer Einfluss auf den Aktienkurs aufgrund der schieren Größe des Anteils am Unternehmen resultieren (vgl. Admati & Pfleiderer 2009: 2676; Scholes 1972: 206; siehe zudem Mihov 2016: 258). So beläuft sich laut Brav et al. (2008: 1766) das typischerweise vorzufindende Handelsvolumen bei Activism betroffenen Unternehmen auf 0,4 Prozent pro Tag. Für einen signifikanten Anteilseigner erschwert dies einen schnellen Ausstieg über den Kapitalmarkt. Ein Hedgefonds kann infolge seine Anteile nicht vor der Umsetzung seiner Activism-Ziele zu einem Preis veräußern, der den erwarteten Activism-Wert widerspiegelt (vgl. Brav et al. 2008: 1766). Nichtsdestotrotz favorisieren Hedgefonds grundsätzlich den Ausstieg über den Kapitalmarkt (vgl. Brav et al. 2008: 1747).

Alternative Ausstiegskanäle bedürfen tendenziell einer Abstimmung mit dem Kaufenden. Bei einem „Block Trade“ werden die vom Hedgefonds gehaltenen Anteile an einen Investor zu einem zu verhandelnden Preis verkauft (vgl. Barclay & Holderness 1991: 861–862; Burkart et al. 2000: 649 & 655). Seitens des Kaufenden besteht bei einem „Block Trade“ ein großer Anreiz, den Handel und die Intentionen des verkaufenden Hedgefonds sorgfältig zu prüfen (vgl. Edmans & Manso 2011: 2405). Ein Verkauf per „Block Trade“ wird unter Umständen durch einen Finanzintermediär begleitet, der Transformationsleistungen gegen Provision erbringt (vgl. Holthausen et al. 1987: 265–266). Für Anteilseigner kann zudem die Möglichkeit bestehen, dem Unternehmen selbst Anteile im Rahmen eines Aktienrückkaufprogramms anzudienen (vgl. Oded 2011: 3174; Grullon & Ikenberry 2000: 32). Sofern das von Activism betroffene Unternehmen übernommen wird, kann der Ausstieg durch Barabfindung und/oder Erhalt von Aktien des übernehmenden Unternehmens erfolgen (vgl. Ismail & Krause 2010: 471; Masse et al. 1990: 105). Zu diesem Ausstiegskanal bestehen gemäß Greenwood & Schor (2009: 363) die Vorzüge, dass die Anteilseigner des

übernommenen Unternehmens im Regelfall eine Übernahmeprämie für ihre Anteile erhalten und der Ausstieg zu keinem Preisdruck auf den Aktienkurs führt. Tendenziell unvorteilhaft für Hedgefonds, besteht ferner die Ausstiegsmöglichkeit über eine Liquidation des Unternehmens (vgl. Farrelly & Lhabitant 2017: 217; siehe zudem Brav et al. 2008: 1747 & 1771; Oehler & Schalkowski 2013: 542).

4 Konzeptionelle Grundlagen zur empirischen Analyse

4.1 Datenerhebung zu Hedgefonds Activism

Die Datenerhebung berücksichtigt alle Unternehmen im S&P 1500 Composite Index. Der Index umfasst ungefähr 90 Prozent der US-Marktkapitalisierung und enthält somit die für den US-Aktienmarkt wesentlichen Unternehmen (vgl. S&P Dow Jones Indices LLC 2019). Indexanpassungen werden berücksichtigt.¹⁸

Der Datensatz zur Untersuchung des Einstiegs von Activism betreibenden Hedgefonds wurde anhand folgender drei Schritte strukturiert erhoben.

- (1) Für alle Unternehmen im Index wurden die hinterlegten Meldeberichte Schedule 13D aus dem EDGAR-System der SEC für die Jahre 2010 bis 2016 entnommen. Hierbei wurde sichergestellt, dass das Unternehmen der betroffene Emittent ist, sprich das von Activism betroffene Unternehmen, und nicht selbst die berichterstattende Person. Zur Konsistenz mit der Indexzusammenstellung wurden ausschließlich Meldeberichte berücksichtigt, zu dessen Veröffentlichungszeitpunkt („filing date“ – vgl. Wong 2019: 2; Farrelly & Lhabitant 2017: 225) das Unternehmen im S&P 1500 Composite Index gelistet war. Aus dem ersten Schritt resultierten 761 mögliche Ereignisse.
- (2) Es gibt kein standardisiertes Prozedere, um zu prüfen, ob es sich bei der berichterstattenden Person um einen Hedgefonds handelt (siehe Klein & Zur 2009: 195, 2011: 1739). Für die Klassifizierung der berichterstattenden Personen wurde Bloomberg verwendet. Sofern das Unternehmensprofil oder die private Unternehmensinformation, zwei frei zugängliche Informationsformate von Bloomberg, die berichterstattende Person als „hedge fund“, „hedge fund manager“ oder „hedge fund sponsor“ einstufen, erfolgte eine Einordnung als Hedgefonds.¹⁹ Zudem wurden die Informationen im vorliegenden Meldebericht Schedule 13D

¹⁸ Informationen über die Indexbestandteile sind WRDS entnommen. Der Fokus auf Unternehmen in einem bestimmten Index erfolgte in der Forschung zu Activism ebenfalls bei Goranova et al. (2017: 422). Goranova et al. fokussieren sich auf Unternehmen im S&P 500 zwischen 2000 und 2005.

¹⁹ Mit Bezug zum Survivor Bias (vgl. Elton et al. 1996; siehe ferner Oehler et al. 2018a: 150) kann konstatiert werden, dass Hedgefonds, die zwischenzeitlich geschlossen wurden, ebenfalls auf den Internetseiten von Bloomberg mit entsprechendem Vermerk angezeigt wurden.

verwendet. Mit dem zweiten Schritt konnten 300 Ereignisse Hedgefonds zugeordnet werden.²⁰

- (3) CRSP Daily Stock stellt für 299 der Ereignisse Aktienkurse bereit. Zur Konsistenz wurden zwei Ereignisse ausgeschlossen, bei denen keine Aktienkurse für den Veröffentlichungstag verfügbar sind, und fünf Ereignisse, bei denen die Veröffentlichung des Meldeberichts Schedule 13D mehr als zehn Handelstage dauerte.²¹ Acht weitere Ereignisse wurden aufgrund einer für die Schätzung der abnormalen Renditen mangelnden Aktienkurshistorie ausgeschlossen. Der Hedgefonds Activism-Datensatz zur Überschreitung der fünf Prozent Meldeschwelle besteht demnach aus 284 Ereignissen.

Der Datensatz zur Untersuchung des Ausstiegs von Activism betreibenden Hedgefonds wurde analog zum oben beschriebenen dreistufigen Prozedere für den Untersuchungszeitraum 2010 bis 2018 erhoben. Im ersten Schritt wurden alle Meldeberichte Schedule 13D/A über das EDGAR-System der SEC bezogen. Die Meldeberichte zeigen auf, ob ein Verkauf von Anteilen erfolgte. Sofern mehr Anteile verkauft als gekauft wurden, wurde im zweiten Schritt Bloomberg angewendet. Es wurden 566 Hedgefonds zuordenbare Meldeberichte Schedule 13D/A identifiziert, die netto einen Aktienverkauf kennzeichnen. Aktienkurse waren im dritten Schritt für die Zeitspanne von [-110:+10]-Handelstagen für 537 Ereignisse verfügbar.

²⁰ Der Einbezug von diversen Quellen würde unter Umständen dazu führen, dass mehr Ereignisse Hedgefonds zugeordnet werden könnten. Das hier beschriebene Vorgehen ist jedoch transparent und dürfte für eine breite Zustimmung der Marktteilnehmenden zur Klassifizierung sorgen.

²¹ Vgl. das Vorgehen von Mihov (2016: 235); Mihov schließt Fonds aus, die die Zehntagefrist nicht einhalten. Bebchuk et al. (2013: 10) zeigen, dass über zehn Prozent der Investoren mit Activism-Intentionen über zehn Tage für die Veröffentlichung von Schedule 13D benötigen. Sie drängen dementsprechend auf eine konsistentere Durchsetzung bestehender Gesetze (vgl. Bebchuk et al. 2013: 7).

4.2 Grundlagen zur Ermittlung abnormaler Renditen

Abnormale Renditen von Aktien können in Ereignisstudien herangezogen werden, um zu bestimmen, inwiefern die Rendite einer Aktie in Verbindung mit einem bestimmten Ereignis gebracht werden kann (vgl. Armitage 1995: 25; Brown & Warner 1980: 205). Abnormale Renditen werden dementsprechend als Differenz der tatsächlichen Rendite abzüglich der erwarteten Rendite ermittelt (vgl. Armitage 1995: 25; Al-Shattarat & Al-Shattarat 2017: 361).

Die erwartete Rendite ist eine Vergleichsgröße zur Ermittlung des als „abnormal“ zu betrachteten Renditeanteils (vgl. Brown & Warner 1980: 207). Eine Methode zur Schätzung der erwarteten Rendite basiert auf dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), welches auf Sharpe (1964) und Lintner (1965) zurückzuführen ist.²² Die nach Sharpe und Lintner rational zu erwartende Rendite r einer Aktie i lässt sich gemäß dem CAPM wie folgt ermitteln:

$$r_i = r_f + b_i \times (r_M - r_f). \quad (1)$$

Die Variable r_f repräsentiert hierbei die Rendite einer risikolosen Anlage, b_i entspricht der erwarteten Volatilität der Aktie im Verhältnis zur erwarteten Volatilität des gesamten Marktes an Wertpapieren, r_M entspricht der marktkapitalgewichteten erwarteten Rendite der im Markt vertretenden Wertpapiere (siehe hierzu auch O'Sullivan 2018: 227; Oehler & Unser 2002: 55). Jensen (1968) leitet das Einfaktormodell zur Bestimmung abnormaler Renditen unter der Annahme her, dass das CAPM zu empirisch soliden Ergebnissen führt (vgl. Jensen 1968: 393). Das CAPM kann als valide angesehen werden, wenn sich die Rendite einer Aktie aus der Rendite einer risikolosen Anlage zuzüglich der um das systematische Risiko der Aktie adjustierten Marktprämie und eines zufällig verteilten Fehlerterms, welcher einen Erwartungswert von null hat, bestimmen lässt (vgl. Jensen 1968: 391 & 393). Um zu prüfen, ob die Rendite systematisch von der vom Modell prognostizierten Rendite abweicht, sprich der Fehlerterm sich systematisch von null unterscheidet, führt Jensen

²² Die Anwendung des auf Sharpe (1964) und Lintner (1965) basierenden Einfaktormodells erfolgt beispielsweise in der Ereignisstudie von Oehler et al. (2017b: 177).

in seine Gleichung ein Alpha ein. Das auf dem CAPM basierende Einfaktormodell nach Jensen (1968: 393) lässt sich wie folgt darstellen:

$$r_{i,t} - r_{f,t} = a_i + b_i \times (r_M - r_f) + \varepsilon_{i,t}. \quad (2)$$

Jensen's Alpha ist durch a_i repräsentiert, der Fehlerterm durch $\varepsilon_{i,t}$.

Eine erwartete Aktienrendite ausschließlich mit dem CAPM zu prognostizieren, zeigt in der empirischen Anwendung Schwächen (vgl. Fama & French 1992: 449, 1996b: 1955–1957; Banz 1981: 16; Reinganum 1981: 44). Mehrfaktorenmodelle versuchen diesen entgegenzuwirken, indem sie das systematische Risiko, welches im CAPM ausschließlich im Betafaktor repräsentiert ist, durch mehrere Faktoren reflektieren (vgl. Sembiring 2018: 78; Fama & French 1996a: 55).²³

Das Dreifaktorenmodell nach Fama & French (1993) berücksichtigt bei der Schätzung der erwarteten Rendite r einer Aktie i für den Zeitraum t neben der Rendite einer risikolosen Anlage r_f , die Marktprämie, Unternehmensgrößeneffekte und die relative Bewertung des Unternehmens in Form des Buchmarktwertverhältnisses (vgl. die Ausführungen von Carhart 1997: 61). Die Formel zum Dreifaktorenmodell lässt sich wie folgt darstellen:

$$r_{i,t} - r_{f,t} = a_i + b_i \times (r_M - r_f) + s_i \times SMB_t + h_i \times HML_t + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

hierbei repräsentiert SMB_t die Renditedifferenz aus einem diversifizierten Portfolio an Aktien von kleinen und großen Unternehmen, HML_t beinhaltet die Renditedifferenz aus einem diversifizierten Portfolio an Aktien von Unternehmen mit hohen und niedrigen Buchmarktwertverhältnissen. $\varepsilon_{i,t}$ steht für den Fehlerterm mit einem Mittelwert von null. Sofern das Schätzmodell die Streuung der erwarteten Renditen perfekt erläutert, nimmt a_i einen Wert von null an (vgl. die Ausführungen von Fama & French 2015: 2–3). Der Faktor SMB_t berücksichtigt Forschungsergebnisse, wonach von Aktien kleiner Unternehmen höhere risikoadjustierte Renditen zu erwarten sind als von Aktien großer Unternehmen (vgl. Banz 1981: 16; siehe zudem Fama & French

²³ Das unsystematische Risiko ist im CAPM wie auch in den weiter angeführten Mehrfaktorenmodellen nicht berücksichtigt, da dieses über die Diversifikation eines Portfolios grundsätzlich minimiert werden kann (vgl. Sharpe 1964: 441–442; Sembiring 2018: 78; Pontiff 2006: 36).

2008: 1674, 2018b: 42; Loughran & Ritter 2000: 363). Der Faktor HML_t berücksichtigt Forschungsergebnisse, wonach zu Unternehmen mit einem niedrigen Marktbuchwertverhältnis – sprich Unternehmen mit einem geringen Aktienkurs im Verhältnis zum Buchwert, auch bekannt als „Value“-Aktien – eine höhere risikoadjustierte Aktienrendite zu erwarten ist als von Aktien von Unternehmen mit einem hohen Marktbuchwertverhältnis. Letztere werden auch als „Growth“-Aktien betitelt (vgl. Fama & French 1998: 1976 & 1997; siehe zudem Chen & Zhang 1998: 534–535; Fama & French 1995: 132, 2020b: 12–13).

Das Vierfaktorenmodell nach Carhart (1997) kombiniert das Dreifaktorenmodell nach Fama & French (1993) mit der von Jegadeesh & Titman (1993) beschriebenen Momentum-anomalie (siehe zudem Fama & French 2010: 1917, 2017: 443). Der Momentumfaktor UMD_t berücksichtigt Forschungsergebnisse, wonach Wertpapierrenditen über die Zeit hinweg eine gewisse Persistenz aufweisen (vgl. Carhart 1997: 79–81; Asness et al. 2013: 939). Aktien mit einer historischen Überrendite (Unterrendite) weisen dementsprechend tendenziell weiterhin eine Überrendite (Unterrendite) auf (siehe hierzu auch die Ausführungen von Oehler et al. 2016a: 204). Das Vierfaktorenmodell lässt sich wie folgt darstellen (vgl. Carhart 1997: 61; Humphrey & O'Brien 2010: 108):

$$r_{i,t} - r_{f,t} = a_i + b_i \times (r_M - r_f) + s_i \times SMB_t + h_i \times HML_t + u_i \times UMD_t + \varepsilon_{i,t}. \quad (4)$$

Das Fünffaktorenmodell nach Fama & French (2015) erweitert das Dreifaktorenmodell nach Fama & French (1993) mit einem Profitabilitätsfaktor RMW_t und einem Investmentfaktor CMA_t . Der Faktor RMW_t beinhaltet die Renditedifferenz aus einem diversifizierten Portfolio an Aktien von Unternehmen mit starker und schwacher Profitabilität (vgl. Fama & French 2015: 3). Dieser Faktor berücksichtigt Forschungsergebnisse, nach denen von Aktien profitabler Unternehmen höhere durchschnittliche Renditen als von Aktien unprofitabler Unternehmen zu erwarten sind (vgl. Novy-Marx 2013: 16). Der Faktor CMA_t beinhaltet die Renditedifferenz aus einem diversifizierten Portfolio an Aktien von Unternehmen mit niedrigen und hohen Investitionen (vgl. Fama & French 2015: 3). Hierdurch wird einkalkuliert, dass von Unternehmen mit hohen zukünftigen Investitionen niedrigere Aktienrenditen zu erwarten sind als von Unternehmen mit zukünftig niedrigen Investitionen (vgl. Fama & French 2006: 514; Titman et al. 2004: 698).

Das Fünffaktorenmodell beinhaltet laut Fama & French (2015: 19) keinen Momentumfaktor, da es aufgrund von Korrelationen mit den fünf Variablen zu nur geringfügig diversifizierten Portfolios kommen kann, die für die Konstruktion der Faktoren benötigt werden. Zudem sind Momentum-Effekte mittlerweile nur noch im geringen Maße festzustellen (vgl. Herberger et al. 2020: 1 & 16; Schulmeister 2009: 190–191). Fama & French (2018a) testen angesichts der Popularität des Momentumfaktors dennoch eine Erweiterung des Fünffaktorenmodells. Sie geben dabei jedoch zu bedenken, dass es an einer theoretischen Begründung für den Momentumfaktor mangelt. Ihre Ergebnisse deuten darauf hin, dass es keinen wesentlichen Mehrwert bietet, einen Momentumfaktor zum Fünffaktorenmodell hinzuzunehmen (vgl. Fama & French 2018a: 244 & 247). Das Fünffaktorenmodell lässt sich wie folgt darstellen (vgl. Fama & French 2015: 3, 2016: 70):

$$r_{i,t} - r_{f,t} = a_i + b_i \times (r_M - r_f) + s_i \times SMB_t + h_i \times HML_t + w_i \times RMW_t + c_i \times CMA_t + \varepsilon_{i,t}. \quad (5)$$

Mit Faktorenmodellen wird versucht, Aktienrenditen bestmöglich zu erläutern (vgl. Barillas & Shanken 2017: 1317). So erklärt das Fünffaktorenmodell zwischen 71 und 94 Prozent der Streuung erwarteter Renditen (vgl. Fama & French 2015: 17 & 19). Bei der Aufnahme von weiteren Faktoren stellt sich die Frage, ob diese einen Mehrwert liefern und ob bisherige Faktoren durch neue Faktoren redundant werden. So zeigen Fama & French (2015: 12) für das Fünffaktorenmodell, dass der Faktor *HML* zur Erklärung durchschnittlicher Renditen von Aktien aus den Vereinigten Staaten überflüssig ist. Fama & French (2017: 443) stellen das langfristige Bestehen des Faktors *CMA* in Frage. Es wird zudem überprüft, ob die Faktoren das abbilden, was sie versprechen (vgl. Avramov & Chordia 2006: 1037). Fama & French (2017: 443) erwarten dementsprechend, dass zukünftig weitere Faktoren diskutiert werden.

4.3 Grundlagen zur Textanalyse

Textanalysen im finanzwirtschaftlichen Kontext bauen auf dem Grundgedanken auf, dass öffentlich werdende Informationen in textueller Form schwer zu quantifizierbare Aspekte betreffen und dementsprechend nicht als redundante Informationen einzustufen sind (vgl. Tetlock et al. 2008: 1464; Ferris et al. 2013: 993–994). Ein Untersuchungsgegenstand empirischer Studien ist daher, ob textuelle Informationen, welche mithilfe von Textanalysen ausgewertet werden, die Streuung von Renditen erklären können (vgl. Antweiler & Frank 2004: 1292; Hagenau et al. 2013: 696; Bartov et al. 2018: 25 & 50; Loughran & McDonald 2013: 324).²⁴

Es gibt zwei grundsätzliche Verfahren zur Durchführung einer Textanalyse (vgl. Guo et al. 2016: 155). Eine Textanalyse kann unter Verwendung von vordefinierten Thesauri erfolgen (vgl. Tetlock 2007: 1144; Loughran & McDonald 2011: 61, 2013: 310; Hanley & Hoberg 2010: 2855; Larcker & Zakolyukina 2012: 537), wie auch durch die Anwendung von maschinellen Lernen (vgl. Li 2010: 1052; Schumaker & Chen 2009: 1). Verfahren des maschinellen Lernens – hierzu zählen beispielsweise künstliche neuronale Netze und Support-Vector-Machines – bieten sich an, wenn ein Trainingsdatensatz zur Verfügung steht. Somit übt der Algorithmus die Suche nach Mustern nicht am eigentlichen Datensatz (vgl. Lewis et al. 2004: 362; Hagenau et al. 2013: 687–688; siehe zudem Sharma & Dey 2012: 3–5). Verfahren des maschinellen Lernens sind dementsprechend für die Anwendung bei periodischen Daten geeignet (vgl. Lewis et al. 2004: 362). Wenn Verfahren des maschinellen Lernens ohne Trainingsdatensatz angewendet werden, spricht maschinelles Lernen anhand des für die Auswertung vorgesehenen Datensatzes erfolgt, können sie zur Überanpassung neigen (vgl. Lewis et al. 2004: 362; Loughran & McDonald 2019c: 10; siehe zudem Feuerriegel & Neumann 2015: 15; Hagenau et al. 2013: 688 & 695; Feuerriegel & Gordon 2018: 90 & 95).

Vordefinierte Thesauri zur Anwendung bei Textanalysen basieren gemäß Hagenau et al. (2013: 687) auf der Expertise von Koryphäen des jeweiligen Fachbereichs (vgl. zudem Loughran & McDonald 2019c: 9). Es ist für Textanalysen mit feststehenden Thesauri wesentlich, dass die Thesauri für den Untersuchungskontext geeignet sind

²⁴ Für einen Überblick zur Anwendung von Textanalysen im finanzwirtschaftlichen Kontext siehe Loughran & McDonald (2019c).

(vgl. Loughran & McDonald 2016: 1226, 2015: 10; Li et al. 2016: 1087). Sofern für eine intendierte Analyse ein ungeeigneter Thesaurus verwendet wird, besteht das Risiko, dass Wörter falsch klassifiziert werden, da sie je nach Kontext eine andere Bedeutung haben können (vgl. Loughran & McDonald 2015: 1 & 9–10, 2011: 36; siehe zudem Ferris et al. 2013: 998 & 1020). In der finanzwirtschaftlichen Literatur werden gemäß Guo et al. (2016: 156) der Harvard Psycho-Soziologische Thesaurus und der Loughran und McDonald Thesaurus angewendet. Der Harvard Thesaurus tendiert jedoch bei Verwendung im finanzwirtschaftlichen Kontext dazu, Begrifflichkeiten falsch zu klassifizieren (vgl. Loughran & McDonald 2011: 36; siehe zudem Guo et al. 2016: 156). Der Thesaurus von Loughran & McDonald (2011), welcher verschiedene Wortlisten umfasst, wurde für die Anwendung im finanzwirtschaftlichen Kontext konzipiert (vgl. Loughran & McDonald 2011: 35 & 61, 2015: 2 & 9; Ferris et al. 2013: 996). Textanalysen unter Verwendung vordefinierter Thesauri tendieren im Vergleich zu Verfahren des maschinellen Lernens eine intersubjektiv größere Nachvollziehbarkeit und höhere Transparenz zu gewährleisten (vgl. Loughran et al. 2019: 106; siehe zudem Loughran & McDonald 2016: 1209). Sie werden dementsprechend in der nachfolgenden Analyse angewendet.

5 Hat die Bekanntgabe von Hedgefonds Activism einen Einfluss auf abnormale Renditen?²⁵

5.1 Methodischer Ansatz

Zu den Meldeberichten Schedule 13D im Datensatz werden abnormale Aktienrenditen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung mit dem Drei-, Vier- und Fünffaktorenmodell von Fama & French (1993), Carhart (1997) beziehungsweise Fama & French (2015) ermittelt. Die Aktienkurse stellte CRSP als Total-Return-Daten zur Verfügung, die Faktordaten zu den Modellen sind der Kenneth R. French Datenbibliothek entnommen. Zur Schätzung der täglichen abnormalen Aktienrenditen werden zunächst die Koeffizienten mit dem jeweiligen Faktorenmodell [-110:-10]-Handelstage vor der jeweiligen Veröffentlichung des Meldeberichts Schedule 13D ermittelt.²⁶ Der Schätzzeitraum orientiert sich an Greenwood & Schor (2009: 366). Die erwartete tägliche Aktienrendite $E[r_{i,t}]$ wird [-10:+10]-Handelstage um die Veröffentlichung des jeweiligen Meldeberichts mithilfe der zuvor ermittelten Koeffizienten geschätzt. Dies lässt sich exemplarisch für das Vierfaktorenmodell wie folgt darstellen. Die im Schätzzeitraum berechneten Koeffizienten sind hierbei mit einem Akzent gekennzeichnet:

$$E[r_{i,t}] = r_t^f + \hat{a}_i + \hat{b}_i \times (r_t^M - r_t^f) + \hat{s}_i \times SMB_t + \hat{h}_i \times HML_t + \hat{u}_i \times UMD_t. \quad (6)$$

Die abnormale Aktienrendite AR des von Activism betroffenen Unternehmens zum i -ten Meldebericht am Handelstag t wird [-10:+10]-Handelstage um die Veröffentlichung des Meldeberichts aus der Differenz der tatsächlichen Aktienrendite und der vom Modell geschätzten Aktienrendite ermittelt (vgl. Armitage 1995: 25; Al-Shattarat & Al-Shattarat 2017: 361):

$$AR_{i,t} = r_{i,t} - E[r_{i,t}]. \quad (7)$$

²⁵ Kapitel 5 stammt im Wesentlichen aus Schmitz & Oehler (2020).

²⁶ Die Formeln zum Drei-, Vier- und Fünffaktorenmodell sind in Kapitel 4.2 dargestellt.

Die täglichen abnormalen Aktienrenditen werden zur Berechnung kumulativer abnormaler Aktienrenditen multipliziert (vgl. Miskolczi 2017: 128). Kumulative abnormale Renditen über den Zeitraum von Handelstag n bis m werden dementsprechend folgendermaßen ermittelt (vgl. Oehler et al. 2017b: 177):

$$CAR_{i,n,m} = \prod_{t=n}^m (1 + AR_{i,t}) - 1. \quad (8)$$

In der Auswertung der abnormalen Aktienrenditen zum Zeitpunkt der Bekanntgabe von Hedgefonds Activism werden geometrische Mittelwerte gebildet (vgl. Lhabitant 2006: 426–427). Um zu testen, ob sich der jeweilige Mittelwert der abnormalen Aktienrendite von null unterscheidet, kann ein zweiseitiger Einstichproben t -Test angewendet werden (vgl. DeAngelo 1988: 20; Chandra & Rohrbach 1990: 124; Oehler et al. 2016a: 204). Um zu vergleichen, ob sich die Mittelwerte aus zwei verschiedenen Stichproben unterscheiden, kann ein zweiseitiger Zweistichproben t -Test durchgeführt werden (vgl. Guo et al. 2020: 71; Kuncheva 2014: 24). Die Ergebnisse des t -Tests sind verlässlich, wenn eine Normalverteilung vorliegt (vgl. Corrado 1989: 385). Mit dem Shapiro-Wilk-Test kann geprüft werden, ob die abnormalen Aktienrenditen normalverteilt sind (vgl. Saxena & Singh 2016: 61; Shapiro & Wilk 1965: 610; siehe zudem Hershberger 1975: 522). Sofern keine Normalverteilung vorliegt, ist der zweiseitige Einstichproben Wilcoxon-Test zu bevorzugen (vgl. Chandra & Rohrbach 1990: 124; Saxena & Singh 2016: 61; Kenett et al. 2014: 165 & 168–169). Dieser bezieht sich streng genommen auf Mediane, ist jedoch verteilungsfrei (vgl. Novotná 2013: 97; Kenett et al. 2014: 165 & 168).

Zur Robustheitsüberprüfung wird das durchschnittliche abnormale Handelsvolumen ASV der Aktie des betroffenen Unternehmens untersucht. Dieses wird zu jedem Meldebericht i zum Handelstag t folgendermaßen ermittelt:

$$ASV_{i,t} = \frac{SV_{i,t} - \emptyset SV_{i,t}}{\emptyset SV_{i,t}} \text{ mit } \emptyset SV_{i,t} = \frac{1}{110-9} \sum_{t=-110}^{-10} SV_{i,t}. \quad (9)$$

Die Variable $SV_{i,t}$ kennzeichnet das Handelsvolumen der Aktie des Unternehmens am Handelstag t , $\emptyset SV_{i,t}$ ist das durchschnittliche Handelsvolumen der Aktie $[-110:-10]$ -Handelstage vor der Veröffentlichung des entsprechenden Meldeberichts. Der Zeitraum zur Bestimmung des durchschnittlichen Handelsvolumens ist analog zur

Schätzperiode der abnormalen Aktienrenditen gewählt. Das Ermittlungsprozedere ist an Brav et al. (2008: 1756) angelehnt.

Der Meldebericht Schedule 13D ist vom Investor beziehungsweise der Gruppe an Investoren mit der SEC innerhalb von zehn Tagen auszufüllen, wenn diese(r) die fünf Prozent Meldeschwelle überschreitet und die Intention hat, Einfluss auf das Unternehmensmanagement zu nehmen (vgl. Clifford 2008: 324; Klein & Zur 2009: 188; Carrothers 2017a: 44). Um zu bestimmen, wie viel Zeit von der Meldeschwellenüberschreitung zur Veröffentlichung des Meldeberichts verstreicht, werden für jedes Ereignis die Handelstage vom Datum, welches den Meldebericht auslöst, bis zum Hinterlegungsdatum der SEC gezählt. Das Hinterlegungsdatum wird der Datenbank EDGAR entnommen (vgl. Klein & Zur 2009: 207). Das Datum, welches den Meldebericht erforderlich macht, ist in diesem selbst enthalten.

5.2 Ergebnisse

Die Bekanntgabe, dass ein Hedgefonds bei einem Unternehmen eingestiegen ist, geht im Durchschnitt mit positiven abnormalen Aktienrenditen einher. Um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D sind kumulierte abnormale Aktienrenditen von mehr als fünf Prozent festzustellen.

Die durchschnittliche abnormale Aktienrendite, welche mit dem Vier- und Fünffaktorenmodell $[-10:+10]$ -Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte ermittelt wurde, ist in Tabelle 4 angegeben. Ergänzt um das Dreifaktorenmodell, visualisiert Abbildung 1 die durchschnittlichen kumulativen abnormalen Aktienrenditen. Die mit den drei Faktorenmodellen ermittelten abnormalen Aktienrenditen unterscheiden sich kaum voneinander. Um dies zunächst zu überprüfen, werden die Mittelwerte der im Schätzzeitraum ermittelten Koeffizienten der Faktorenmodelle sowie der Mittelwert der adjustierten R^2 analysiert. Die Daten hierzu können Tabelle 5 entnommen werden. Der Vergleich der adjustierten R^2 zeigt, dass die Aufnahme weiterer Faktoren den Erklärungsgehalt der Regressionen nicht wesentlich steigert. Die Mittelwerte der Koeffizienten zum Faktor *UMD* aus dem Vierfaktorenmodell und zu den Faktoren *RMW* und *CMA* aus dem Fünffaktorenmodell sind entsprechend des geringfügig gesteigerten adjustierten R^2 verhältnismäßig kleiner als die Koeffizienten zum jeweiligen Faktor *SMB* und der Marktrisikoprämie. Sowohl der Vergleich der adjustierten R^2 als auch die Mittelwerte der Koeffizienten dürften die geringfügigen

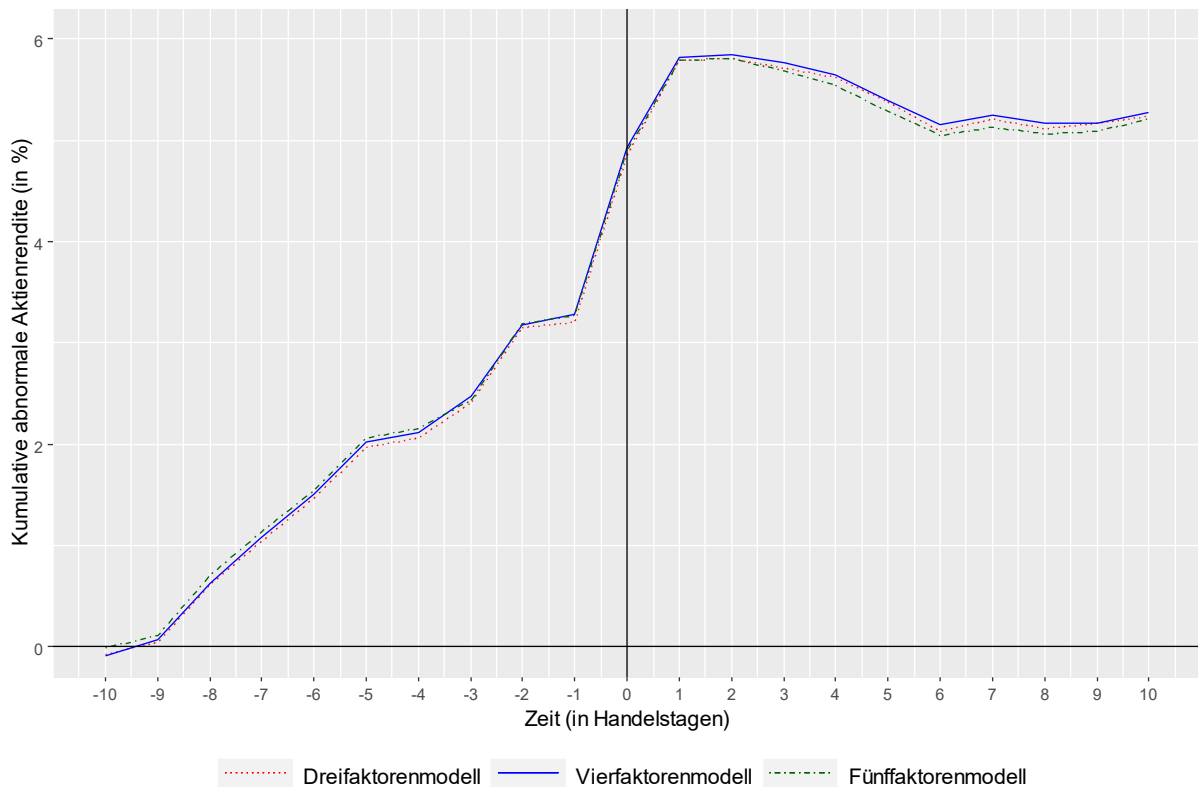
Unterschiede der mit den Modellen bestimmten abnormalen Aktienrenditen erläutern. Die nachfolgende Analyse kann daher auf den abnormalen Aktienrenditen eines Faktorenmodells basieren. Auch wenn das Fünffaktorenmodell von Fama & French (2015) das jüngste der drei Modelle ist, erfolgen aufgrund der festgestellten geringen Renditeunterschiede und für die Anschlussfähigkeit zu der bestehenden Literatur (vgl. Bebchuk et al. 2015: 1124; Cao et al. 2018: 100; Becht et al. 2017: 2961) die weiteren Auswertungen anhand des Vierfaktorenmodells.

Tabelle 4: Deskriptive Statistik zur (kumulativen) abnormalen Aktienrendite um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.

Handelstag	[-10]	[-9]	[-8]	[-7]	[-6]	[-5]	[-4]
AR (4FM; in %)	-0,09	0,15	0,57 ***	0,44	0,43 *	0,50 ***	0,10 *
AR (5FM; in %)	-0,01	0,12	0,59 ***	0,43	0,40	0,51 ***	0,09 *
CAR (4FM; in %)	-0,09	0,06	0,63	1,08	1,51 **	2,02 ***	2,12 ***
CAR (5FM; in %)	-0,01	0,11	0,70	1,13 *	1,54 ***	2,06 ***	2,15 ***
Handelstag	[-3]	[-2]	[-1]	[0]	[+1]	[+2]	[+3]
AR (4FM; in %)	0,34	0,69 *	0,11	1,59 ***	0,86 ***	-0,02	-0,07
AR (5FM; in %)	0,28	0,74 **	0,07	1,57 ***	0,86 ***	-0,02	-0,12
CAR (4FM; in %)	2,47 ***	3,17 ***	3,28 ***	4,92 ***	5,82 ***	5,84 ***	5,76 ***
CAR (5FM; in %)	2,43 ***	3,19 ***	3,27 ***	4,88 ***	5,79 ***	5,81 ***	5,68 ***
Handelstag	[+4]	[+5]	[+6]	[+7]	[+8]	[+9]	[+10]
AR (4FM; in %)	-0,12 *	-0,23 ***	0,02	0,00	-0,07	-0,01	0,10
AR (5FM; in %)	-0,13	-0,24 **	-0,03	-0,01	-0,07	0,02	0,10
CAR (4FM; in %)	5,64 ***	5,40 ***	5,16 ***	5,25 ***	5,17 ***	5,17 ***	5,27 ***
CAR (5FM; in %)	5,55 ***	5,29 ***	5,05 ***	5,13 ***	5,06 ***	5,08 ***	5,20 ***

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet die durchschnittliche abnormale Aktienrendite (AR), welche mit dem Vierfaktorenmodell (4FM) nach Carhart (1997) und dem Fünffaktorenmodell (5FM) nach Fama & French (2015) [-10:+10]-Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D ermittelt wurde. Ferner sind die durchschnittlichen kumulativen abnormalen Aktienrenditen (CAR) angegeben. Beispielsweise führt der Einstieg eines Activism betreibenden Hedgefonds im Durchschnitt zu einer kumulativen abnormalen Aktienrendite von mehr als fünf Prozent. Die Ergebnisse des Einstichproben, zweiseitigen Wilcoxon-Tests werden durch die folgenden Symbole dargestellt: ***, ** und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel.

Abbildung 1: Kumulative abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.



Anmerkung: Die Abbildung visualisiert die durchschnittliche kumulative abnormale Aktienrendite, welche mit dem Drei-, Vier- und Fünffaktorenmodell nach Fama & French (1993), Carhart (1997) beziehungsweise Fama & French (2015) ermittelt wurde, um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D. Der Handelstag t_0 kennzeichnet den Veröffentlichungstag des jeweiligen Meldeberichts.

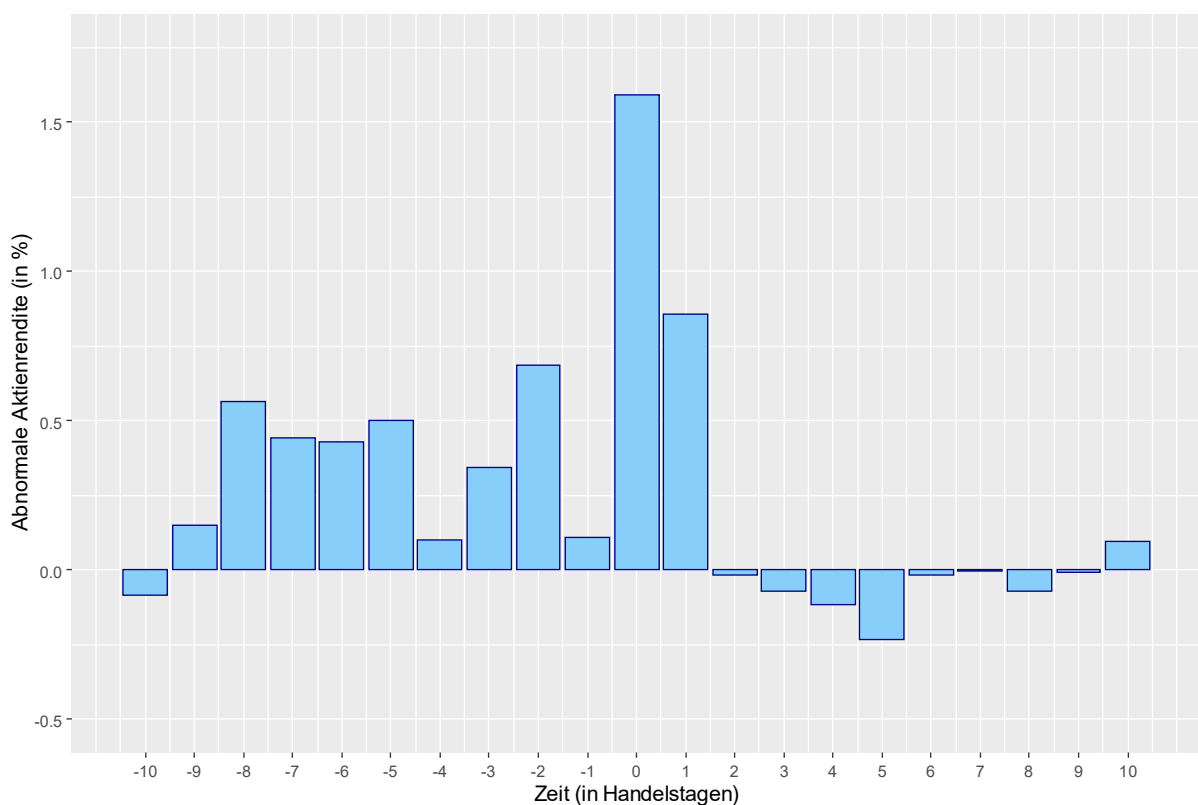
Tabelle 5: Deskriptive Statistik zu den mit den Faktorenmodellen ermittelten Koeffizienten bei der Untersuchung der Einstiege von Activism betreibenden Hedgefonds.

Koeffizient (Faktor)	Dreifaktorenmodell	Vierfaktorenmodell	Fünffaktorenmodell
a	-0,0001	-0,0001	-0,0001
$b (r_M - r_f)$	0,0099	0,0098	0,0098
$s (SMB)$	0,0077	0,0073	0,0083
$h (HML)$	0,0025	0,0010	0,0021
$u (UMD)$	-/-	-0,0023	-/-
$w (RMW)$	-/-	-/-	0,0016
$c (CMA)$	-/-	-/-	-0,0013
Adjustiertes R^2	0,2808	0,2886	0,2882
N	284	284	284

Anmerkung: Die Tabelle gibt die Durchschnitte der mit den Faktorenmodellen im Schätzzeitraum ermittelten Koeffizienten an sowie den Durchschnitt der adjustierten R^2 bei der Ermittlung der Koeffizienten. Die Werte wurden auf die vierte Nachkommastelle gerundet.

Abbildung 2 visualisiert die tägliche abnormale Aktienrendite, welche mit dem Vierfaktorenmodell bestimmt wurde. Ein deutlicher Teil der abnormalen Aktienrendite entsteht am Veröffentlichungstag (t_0) sowie am nachfolgenden Handelstag (t_1) der Meldeberichte Schedule 13D. Bereits vor dem Veröffentlichungstag sind kumuliert betrachtet ungefähr drei Prozent der durchschnittlichen abnormalen Aktienrendite zu verzeichnen. Die tägliche abnormale Aktienrendite ist jedoch am Veröffentlichungstag mit im Durchschnitt 1,59 Prozent und am nachfolgenden Handelstag mit 0,86 Prozent am größten. Ab dem zweiten Handelstag nach der Veröffentlichung sind in der Durchschnittsbetrachtung keine wesentlichen abnormalen Aktienrenditen festzustellen (vgl. Tabelle 4). Da nach dem Shapiro-Wilk-Test jeweils keine Normalverteilung vorlag, wurde zur Signifikanzprüfung ein zweiseitiger Einstichproben Wilcoxon-Test durchgeführt.

Abbildung 2: Abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.



Anmerkung: Die Abbildung visualisiert die täglichen durchschnittlichen abnormalen Aktienrenditen, welche mit dem Vierfaktorenmodell nach Carhart (1997) ermittelt wurden, um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D. Der Handelstag t_0 kennzeichnet den Veröffentlichungstag des jeweiligen Meldeberichts.

Zur Robustheitsüberprüfung bezüglich möglicher Einflüsse der Handelsliquidität wird nachfolgend das abnormale Handelsvolumen untersucht. Für Anhaltspunkte, inwiefern das Handeln der Hedgefonds sich auf die abnormalen Aktienrenditen auswirkt, wird zudem die Verteilung der Zeitpunkte analysiert, wenn die Hedgefonds die Meldeschwelle überschreiten.

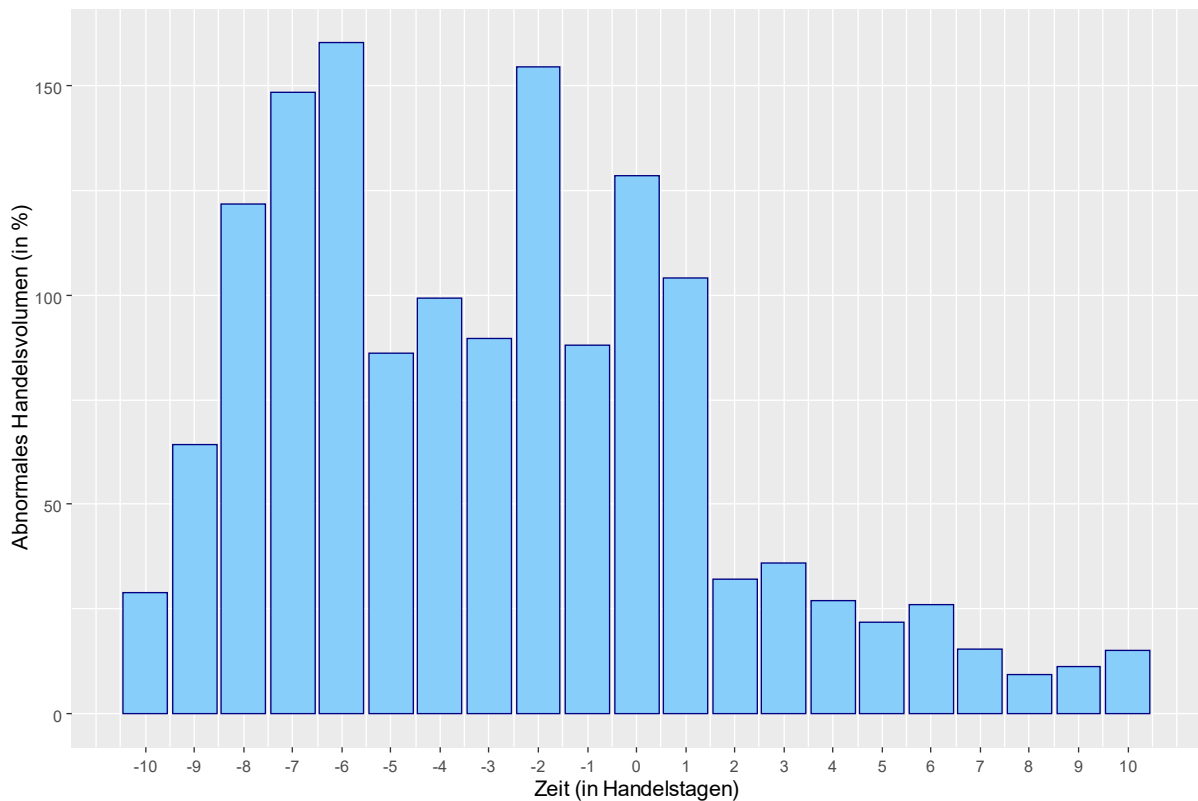
Tabelle 6 beinhaltet das durchschnittliche abnormale Handelsvolumen. Analog zu der kumulativen abnormalen Aktienrendite steigt das abnormale Handelsvolumen bereits vor der Veröffentlichung der Meldeberichte an. Der Höhepunkt ist am Veröffentlichungstag der Meldeberichte festzustellen, gefolgt vom anschließenden Handelstag. Das Handelsvolumen ist am Veröffentlichungstag und am nachfolgenden Handelstag der Meldeberichte über hundert Prozent höher als [-110:-10]-Handelstage zuvor. Ab dem vierten Handelstag nach der Veröffentlichung ist das durchschnittliche abnormale Handelsvolumen nicht mehr signifikant von null zu unterscheiden. Abbildung 3 visualisiert den Mittelwert der abnormalen Handelsvolumen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.

Tabelle 6: Deskriptive Statistik zum abnormalen Handelsvolumen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.

Handelstag	[-10]	[-9]	[-8]	[-7]	[-6]	[-5]	[-4]
ASV (in %)	28,94	64,12	121,63 ***	148,38 ***	160,36 ***	86,15 ***	99,27 ***
Handelstag	[-3]	[-2]	[-1]	[0]	[+1]	[+2]	[+3]
ASV (in %)	89,50 **	154,62 **	88,13 ***	128,33 ***	104,10 ***	32,16 ***	36,09 **
Handelstag	[+4]	[+5]	[+6]	[+7]	[+8]	[+9]	[+10]
ASV (in %)	26,83	21,89	26,13 *	15,55	9,36	11,17	15,23

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet das durchschnittliche abnormale Handelsvolumen (ASV) je Handelstag um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D. Das abnormale Handelsvolumen ist beispielsweise am Veröffentlichungstag 128 Prozent höher als [-110:-10]-Handelstage zuvor. Die Ergebnisse des Einstichproben, zweiseitigen Wilcoxon-Tests werden durch die folgenden Symbole dargestellt: ***, ** und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel.

Abbildung 3: Abnormales Handelsvolumen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.



Anmerkung: Die Abbildung visualisiert das durchschnittliche abnormale Handelsvolumen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D. Der Veröffentlichungstag ist durch den Handelstag t_0 gekennzeichnet. Das abnormale Handelsvolumen der Aktien ist am Veröffentlichungstag im Durchschnitt 128 Prozent höher als [-110:-10]-Handelstage zuvor.

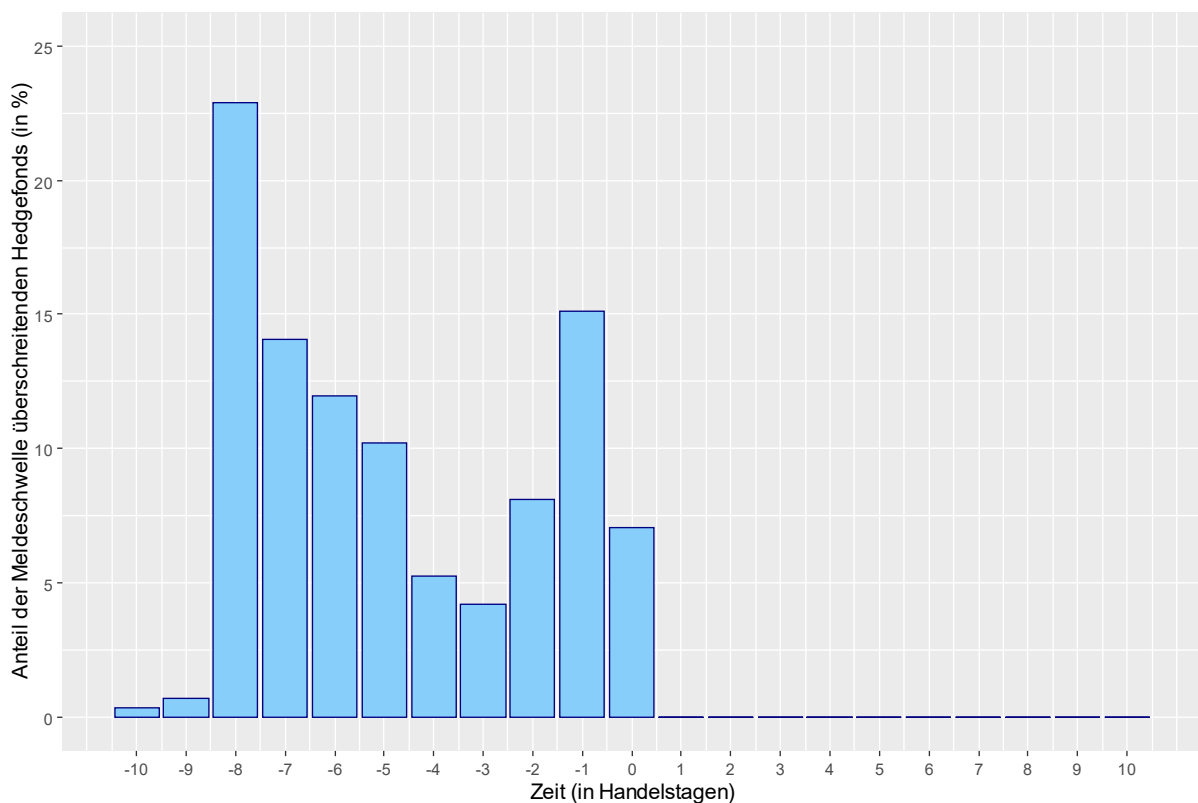
Zu welchem Anteil die Käufe der Hedgefonds selbst zu den abnormalen Aktienrenditen führen ist nicht eindeutig differenzierbar. Um dieses Problem zu adressieren, zeigen Tabelle 7 und Abbildung 4 auf, wie viele Handelstage vor der Veröffentlichung der Meldeberichte Hedgefonds die Meldeschwelle überschreiten. Die Verteilung der Überschreitungszeitpunkte und die Verteilung der durchschnittlichen abnormalen Handelsvolumen weisen zwei ähnliche Gruppen auf. Das durchschnittliche abnormale Handelsvolumen ist zunächst vom achten bis zum sechsten Handelstag vor der Veröffentlichung der Meldeberichte deutlich erhöht. Konsistent überschreiten fast die Hälfte der Hedgefonds die Meldeschwelle während dieser Handelstage. Anschließend steigt das durchschnittliche abnormale Handelsvolumen kurz vor der Veröffentlichung der Meldeberichte an, genau ausgedrückt [-2:0]-Handelstage zuvor. Analog wird die Meldeschwelle von knapp einem Drittel der Hedgefonds in dieser Zeitspanne überschritten.

Tabelle 7: Zeitspanne zwischen der Überschreitung der Meldeschwelle und der Veröffentlichung des Meldeberichts Schedule 13D.

Handelstag	Anteil der Meldeberichte	Kumulierter Anteil der Meldeberichte
[-10]	0,35	0,35
[-9]	0,70	1,06
[-8]	22,89	23,94
[-7]	14,08	38,03
[-6]	11,97	50,00
[-5]	10,21	60,21
[-4]	5,28	65,49
[-3]	4,23	69,72
[-2]	8,10	77,82
[-1]	15,14	92,96
[0]	7,04	100,00

Anmerkung: Diese Tabelle zeigt die Verteilung, wie viel Zeit Hedgefonds beanspruchen, den Meldebericht Schedule 13D zu hinterlegen, nachdem sie die Meldeschwelle überschritten haben. Beispielsweise erfolgt in ungefähr zehn Prozent der Ereignisse die Überschreitung fünf Handelstage vor der Hinterlegung des Meldeberichts.

Abbildung 4: Verteilung der Zeitspanne zwischen der Überschreitung der Meldeschwelle und der Veröffentlichung des Meldeberichts Schedule 13D.



Anmerkung: Diese Abbildung visualisiert die Verteilung, wie viel Zeit Hedgefonds beanspruchen, den Meldebericht Schedule 13D zu hinterlegen, nachdem sie die Meldeschwelle überschritten haben. Beispielsweise erfolgt in ungefähr zehn Prozent der Ereignisse die Überschreitung fünf Handelstage vor der Hinterlegung des Meldeberichts.

Abschließend werden zur Robustheitsüberprüfung mögliche Präferenzen der Hedgefonds bezüglich der Wochentage ausgewertet. Tabelle 8 gibt die Verteilung an, an welchen Wochentagen Hedgefonds die Meldeschwelle überschreiten und an welchen Wochentagen die Meldeberichte Schedule 13D hinterlegt respektive veröffentlicht werden. Lediglich im geringen Maße deuten die Daten darauf hin, dass Hedgefonds die Meldeschwelle vorzugsweise zu Beginn und zum Ende der Handelswoche überschreiten, analog verhält es sich mit der Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D. Zur Sicherheit wird mit einem Mann-Whitney-Wilcoxon-Test geprüft, ob sich die abnormalen Aktienrenditen am Veröffentlichungstag der Meldeberichte je nach Wochentag unterscheiden. Hierfür erfolgt jeweils ein Renditevergleich der Ereignisse des Wochentags mit den Ereignissen der anderen Wochentage. Den Tests nach sind keine signifikanten Unterschiede festzustellen.

Tabelle 8: Verteilung der Meldeschwellenüberschreitungen und Meldeberichte auf die Wochentage.

	Montag	Dienstag	Mittwoch	Donnerstag	Freitag
Meldeswellenüberschreitung	68 (24 %)	62 (22 %)	48 (17 %)	47 (17 %)	59 (21 %)
Hinterlegungsdatum 13D	67 (24 %)	39 (14 %)	45 (16 %)	73 (26 %)	60 (21 %)

Anmerkung: Diese Tabelle gibt die Verteilung der Meldeschwellenüberschreitungen und Hinterlegungsdaten der Meldeberichte Schedule 13D bei der SEC auf die Wochentage an. Beispielsweise wird die Meldeschwelle in knapp ein Viertel der Ereignisse montags überschritten. Aufgrund von Rundungen addieren sich die Prozentangaben auf mehr als 100 Prozent.

5.3 Diskussion

Mit Kapitel 5 wird das Ziel verfolgt, die Frage zu beantworten, ob die Bekanntgabe von Hedgefonds Activism einen Einfluss auf die abnormale Aktienrendite hat. Hierzu werden Daten aus den Jahren 2010 bis 2016 ausgewertet. Die kurzfristigen durchschnittlichen abnormalen Aktienrenditen sind mit den Ergebnissen in früheren Studien vergleichbar. Sie befinden sich jedoch tendenziell am unteren Rand der bisherigen Befunde (vgl. Brav et al. 2018: 238; siehe zudem Bebchuk et al. 2015: 1122; Carrothers 2017a: 57; Tang 2020: 345). Folgende zwei Ansätze könnten dies eventuell erklären.

Das Ergebnis könnte erstens durch einen gestiegenen Wettbewerb zwischen Activism betreibenden Investoren geprägt sein und damit einhergehend gesunkenen Möglichkeiten, Activism zu betreiben (vgl. Krishnan et al. 2016: 296 und die dort zitierte Literatur; siehe zudem Gantchev et al. 2019: 1036). Hierfür spricht auch, dass ein Unternehmensmanagement, welches bereits für Activism sensibilisiert ist, dazu neigt, klassische Activism-Forderungen von sich aus umzusetzen (vgl. Gantchev et al. 2019: 1062 & 1066). Zweitens könnten die Unternehmen im Datensatz einen Einfluss auf die Ergebnisse haben. Ineffizienzen in der Bewertung werden eher bei kleinen Unternehmen vermutet (vgl. Loughran & Ritter 2000: 386–387; Malkiel 2003: 7–8; Daniel et al. 1998: 1866–1867). Diese sind im Datensatz aufgrund der Auswahl des Index unterrepräsentiert. Nach Clifford (2008: 329 & 335) sind die Kursreaktionen beim Einstieg von Activism betreibenden Hedgefonds im Vergleich zum Einstieg von Hedgefonds ohne Activism-Intentionen deutlich ausgeprägter. Die abnormalen Aktienrenditen dürften daher grundsätzlich auf das erwartete Verbesserungspotenzial und nicht auf mögliche Ineffizienzen zurückzuführen sein. Da die abnormalen Renditen im Rahmen der von Brav et al. (2018: 238) angegebenen Spannbreite bisheriger Befunde von fünf bis sieben Prozent liegen und mit Tang (2020: 345) im Wesentlichen übereinstimmen, dürfte das Ergebnis zu den durchschnittlichen abnormalen Aktienrenditen nach der Finanzkrise 2008 zudem lediglich eine Nuance sein.

Die kumulative abnormale Aktienrendite entwickelt sich bisherigen Studien mit älteren Datensätzen zufolge in den Tagen nach der Veröffentlichung der Meldeberichte positiv steigend (siehe Brav et al. 2008: 1756; Bebchuk et al. 2015: 1122; Carrothers 2017a: 57). Kapitel 5.2 zeigt hingegen, dass signifikante abnormale Aktienrenditen im Durchschnitt nur bis einen Handelstag nach der Veröffentlichung der Meldeberichte

festzustellen sind. Die Ergebnisse dieser Dissertation deuten darauf hin, dass die US-Aktienmärkte bezüglich Hedgefonds Activism weitgehend informationseffizient sind. Für diese Interpretation spricht auch der technische Fortschritt von Informationssystemen (vgl. Rogers et al. 2017: 464 & 468; Loughran & McDonald 2017: 239 & 244).

Die abnormalen Handelsvolumen und die Zeitpunkte der Meldeschwellenüberschreitungen der Hedgefonds zeigen zwei Übereinstimmungen in der Verteilung auf – kurz vor der Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D sowie am Rande der Berichtsfrist, acht bis sechs Handelstage vor der Veröffentlichung der Meldeberichte. Hedgefonds tendieren nach Bebchuk et al. (2013: 5–6) dazu, ihre Käufe am Tag der Meldeschwellenüberschreitung und am Folgetag zu tätigen, selbst dann, wenn sie zur Meldung der Überschreitung die Frist von zehn Tagen beanspruchen. Die Ergebnisse aus Kapitel 5.2 zusammen mit dem Befund von Bebchuk et al. (2013: 5–6) deuten darauf hin, dass die abnormalen Aktienrenditen zumindest teilweise von den Hedgefonds selbst verursacht werden. Coffee, Jr. & Palia (2016: 565) vermuten aufgrund des Abfalls des abnormalen Handelsvolumens im Anschluss an die Veröffentlichung der Meldeberichte, dass manche institutionelle Investoren bereits vorher Kenntnis über den Einstieg eines Hedgefonds haben und handeln. Beide Erklärungsansätze berücksichtigt, dürften Hedgefonds und verbündete Investoren (vgl. Coffee, Jr. & Palia 2016: 566; Wong 2019: 20) für die im Durchschnitt positive abnormale Aktienrendite vor der Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D verantwortlich sein.

Zur weiteren Robustheitsüberprüfung der Ergebnisse wurden mögliche Wochentaganomalien (vgl. Agrawal & Tandon 1994: 85; Defusco et al. 1993: 840–841; Wang et al. 1997: 2185) in der Analyse berücksichtigt. Es wurde geprüft, an welchen Wochentagen Hedgefonds die Meldeschwelle überschreiten und an welchen Wochentagen die Meldeberichte Schedule 13D datieren. Die Ergebnisse zeigen, dass Hedgefonds keine klare Präferenz für einen Wochentag haben und dass die abnormalen Aktienrenditen keine Unterschiede in Abhängigkeit des Wochentags aufweisen. Sie unterstreichen damit die bestehende Skepsis bezüglich Wochentaganomalien, wie Montag- oder Wochenendeffekte (vgl. Boubaker et al. 2017: 130; Sullivan et al. 2001: 252 & 282; siehe zudem Doyle & Chen 2009: 1397–1398).

6 Hat auf Activism bezogene Kommunikation von Hedgefonds eine Wirkung auf abnormale Renditen?²⁷

6.1 Methodischer Ansatz

Hedgefonds verbalisieren den Zweck ihrer Transaktion und damit verbundene Pläne und Vorschläge im vierten Abschnitt des Meldeberichts Schedule 13D (vgl. Giglia 2016: 112; Li 1997: 852; Macey & Netter 1987: 131). Dem Meldebericht ist in elf Prozent der analysierten Ereignisse mindestens ein Brief an den CEO oder das Board des betreffenden Unternehmens angefügt, in dem der jeweilige Hedgefonds seine Activism-Ziele darlegt.

Hedgefonds können bei der Ausübung von Activism grundsätzlich mehr als ein Activism-Ziel verfolgen. Die von Hedgefonds dargelegten Activism-Ziele können nach Brav et al. (2008: 1742, 2009: 198, 2015: 2731) in folgende fünf Kategorien eingeordnet werden: (1) allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value, (2) Kapitalstruktur, (3) Geschäftsstrategie, (4) Verkauf des Unternehmens und (5) Corporate Governance (siehe zudem Mihov 2016: 235). Im Folgenden werden die Kategorien mit den nach Brav et al. (2008) dazugehörigen Unterkategorien an Activism-Zielen dargelegt. Um die Ereignisse im Datensatz zu den detaillierten Unterkategorien zuzuordnen, werden die Informationen aus dem vierten Abschnitt der Meldeberichte und aus den Activism bezogenen Briefen verwertet. Ein Activism-Ziel wird einem Ereignis dann zugeordnet, wenn der betreffende Hedgefonds das Ziel eindeutig verlautet. Vage Aussagen bezüglich möglicher zukünftiger Entwicklungen werden nicht gewertet.

Die erste Kategorie umfasst Ereignisse, bei denen Hedgefonds eine allgemeine Unterbewertung des betreffenden Unternehmens konstatieren oder die Maximierung des Shareholder Value unspezifisch fordern. Die zweite Kategorie von dargelegten Activism-Zielen beinhaltet zwei verschiedene Unterkategorien. Die erste Unterkategorie umfasst die Forderung nach einem Abbau überschüssiger Liquidität, die Erhöhung des Verschuldungsgrads, Dividendenzahlungen und Rückkäufen. Es obliegt hierbei dem jeweiligen Hedgefonds, ob Rückkäufe oder Dividenden präferiert

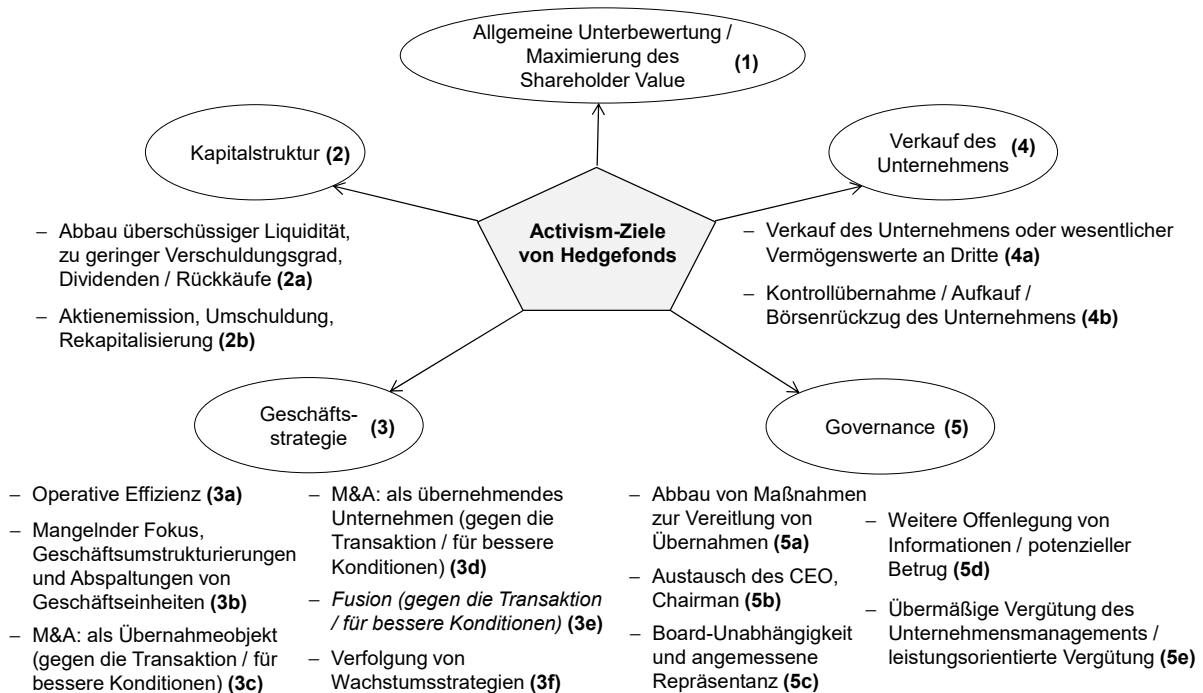
²⁷ Kapitel 6 stammt im Wesentlichen aus Oehler & Schmitz (2019) und Schmitz & Oehler (2020).

werden (vgl. Elton & Gruber 1968: 148–149; Back et al. 2018: 1432). Die zweite Unterkategorie an Activism-Zielen umfasst die Verhinderung oder Reduktion von Aktienneuemissionen, Umschuldungen und die Rekapitalisierung des betreffenden Unternehmens, beispielsweise im Falle von Finanzierungslücken. Die dritte Kategorie bezieht sich in unterschiedlichen Facetten auf die Geschäftsstrategie des Unternehmens. Eine Steigerung der operativen Effizienz sowie ein mangelnder Fokus, Geschäftsumstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten können seitens Hedgefonds adressiert werden. Ferner können Hedgefonds bessere Konditionen fordern, wenn das Unternehmen als Übernahmeobjekt oder Übernehmender in (potenziellen) M&A-Aktivitäten involviert ist, sowie sich für die Unterlassung einer Transaktion einsetzen (siehe hierzu auch Jiang et al. 2018: 2635–2636 & 2671). Die letzte Unterkategorie umfasst Wachstumsstrategien, welche durch das betroffene Unternehmen verfolgt werden sollen (vgl. Brav et al. 2008: 1741–1742).

Die vierte Kategorie untergliedert Brav et al. (2008: 1742) in zwei Gruppen. Ein Hedgefonds kann einerseits das Anliegen haben, wesentliche Vermögenswerte des Unternehmens oder das ganze Unternehmen an einen Dritten zu veräußern. Andererseits kann das Ziel verfolgt werden, die Mehrheitskontrolle zu erwerben oder einen Börsenrückzug des Unternehmens vorzunehmen (vgl. Carrothers 2017a: 45). Die fünfte Kategorie umfasst fünf verschiedene Unterkategorien (vgl. Brav et al. 2008: 1742). Hedgefonds können verlangen, dass Maßnahmen zur Übernahmeverteidigung abgebaut werden. Beispielsweise kann ein komplexes Prozedere zur Neubesetzung des Boards es Investoren erschweren, möglichst zeitnah im Board repräsentiert zu sein (siehe zudem Guo et al. 2008; Cremers et al. 2017; Bebchuk et al. 2002). Der Austausch des CEO oder Chairman kann gefordert werden (siehe zudem Kim 2017: 35), wie auch die Unabhängigkeit des Boards und eine angemessene Repräsentanz von Aktionären im Board. Wenn ein Hedgefonds einen Sitz im Board innehat, kann dies als langfristiges Interesse am Unternehmen gewertet werden (vgl. Christie 2019: 4). Darüber hinaus kann die Veröffentlichung von mehr Informationen verlangt werden, insbesondere wenn betrügerische Aktivitäten vermutet werden. Die letzte der fünf Unterkategorien betrifft die Vergütung des Unternehmensmanagements, sei es aufgrund einer zu großzügigen Vergütung oder einer aus Sicht des Hedgefonds ungeeigneten Ausgestaltung des Vergütungssystems (vgl. Brav et al. 2008: 1744; Mihov 2016: 237; siehe zudem Fidrmuc & Kanoria 2018: 23–24). Abbildung 5

visualisiert die beschriebenen Kategorien und Unterkategorien an von Hedgefonds verfolgten Activism-Zielen.

Abbildung 5: Kategorisierung von seitens Hedgefonds kommunizierten Activism-Zielen nach Brav et al. (2008: 1742).



Anmerkung: Diese Abbildung visualisiert die von Brav et al. (2008: 1742) vorgenommene sachbezogene Kategorisierung von seitens Hedgefonds dargelegten Activism-Zielen. Für M&A-Aktivitäten, bei denen nicht differenzierbar ist, wer wen übernimmt oder es ein verhältnismäßig gleichwertiger Zusammenschluss ist, wurde eine Unterkategorie für Fusionen ergänzt (siehe Zuordnungsnummer 3e, kursiv gedruckt).

Um die Wirkung abschwächender Ausdrucksweisen seitens Hedgefonds auf abnormale Aktienrenditen zu untersuchen, werden zunächst die im vierten Abschnitt dargelegten Informationen und der Briefinhalt in separate Dokumente je Ereignis extrahiert. Anschließend erfolgt eine Zerlegung in die einzelnen Terme (vgl. Feuerriegel & Neumann 2015: 18). Zahlen und Satzzeichen werden unter Anwendung von Feinerer (2018b) entfernt, und alle Zeichen in Kleinbuchstaben transformiert (vgl. Picault & Renault 2017: 139). Englischsprachige Stoppworte, wie beispielsweise „by“, „I“ und „and“, welche Feinerer (2018a) zur Verfügung stellt, werden entfernt, da sie kaum einen Informationsgehalt beinhalten (vgl. Feinerer et al. 2008: 25; siehe zudem Loughran et al. 2009: 42). In der linguistischen Informatik ist die Stammformreduktion, welche als „Stemming“ bekannt ist, eine Technik, die Komplexität ohne den Verlust wesentlicher Informationen zu mindern (vgl. Feinerer et al. 2008: 24; Porter 2006). Nach Loughran & McDonald, den Erstellern der in der Analyse verwendeten Thesauri,

ist es zur Vermeidung von Fehlern jedoch besser, die expliziten Flexionen der Worte zu verwenden (vgl. Loughran & McDonald 2011: 43, 2016: 1216). In der nachfolgenden Analyse wird deswegen auf eine Stammformreduktion verzichtet.

Das Schema zu Gewichtung der Terme ist für die Effektivität der Analyse wesentlich (vgl. Zhang et al. 2012: 434 & 442; Salton et al. 1975: 617). Mehrere Faktoren eines Gewichtungsschemas können den in der Analyse beigemessenen Einfluss eines einzelnen Wortes definieren (vgl. Chisholm & Kolda 1999; Loughran & McDonald 2011: 42). Die folgende Analyse basiert auf dem Gewichtungsschema von Loughran & McDonald (2011: 42). Dieses berücksichtigt die Länge der Dokumente (vgl. Loughran & McDonald 2011: 42). Für die nachfolgende Analyse ist das relevant, da der textuell vorliegende Inhalt deutlich länger ist, wenn dem Meldebericht Schedule 13D ein Activism bezogener Brief beigefügt ist. Für jedes Dokument j erfolgt die Ermittlung des Wertes w zum Wort i des Thesaurus nach dem wie folgt darstellbaren Gewichtungsschema von Loughran & McDonald (2011: 42):

$$w_{i,j} = \begin{cases} \frac{(1 + \log(tf_{i,j}))}{(1 + \log(a_j))} \times \log\left(\frac{N}{df_i}\right) & \text{sofern } tf_{i,j} \geq 1 \\ 0 & \text{andernfalls} \end{cases} \quad (10)$$

Im Gewichtungsschema gibt $tf_{i,j}$ an, wie häufig das Wort i im Dokument j vorkommt, a_j gibt die durchschnittliche Worthäufigkeit im Dokument an, N repräsentiert die Gesamtanzahl an analysierten Dokumenten, df_i beinhaltet die Anzahl an Dokumenten, in denen das Wort i mindestens einmal vorkommt (vgl. Loughran & McDonald 2011: 42). Dieses Prozedere führt zu 26 beziehungsweise 297 Werten je Dokument, wenn der Thesaurus „modal weak“ beziehungsweise „uncertainty“ verwendet wird. Die Thesauri können Tabelle 9 und Tabelle 10 entnommen werden. Die Werte werden je Dokument summiert, um einen aggregierten Wert je Dokument zu erhalten.

Tabelle 9: In der Analyse verwendeter Thesaurus „modal weak“.

Laufnummer	Begriff im Thesaurus	Laufnummer	Begriff im Thesaurus
1	apparently	14	nearly
2	appeared	15	occasionally
3	appearing	16	perhaps
4	appears	17	possible
5	conceivable	18	possibly
6	could	19	seldom
7	depend	20	seldomly
8	depended	21	sometimes
9	depending	22	somewhat
10	depends	23	suggest
11	may	24	suggests
12	maybe	25	uncertain
13	might	26	uncertainly

Anmerkung: Der Thesaurus „modal weak“ von Loughran & McDonald (2011) wurde über Loughran & McDonald (2019a) bezogen.

Tabelle 10: In der Analyse verwendeter Thesaurus „uncertainty“.

Laufnummer	Begriff im Thesaurus	Laufnummer	Begriff im Thesaurus	Laufnummer	Begriff im Thesaurus
1	abeyance	100	imprecision	199	roughly
2	abeyances	101	imprecisions	200	rumors
3	almost	102	improbability	201	seems
4	alteration	103	improbable	202	seldom
5	alterations	104	incompleteness	203	seldomly
6	ambiguities	105	indefinite	204	sometime
7	ambiguity	106	indefinitely	205	sometimes
8	ambiguous	107	indefiniteness	206	somewhat
9	anomalies	108	indeterminable	207	somewhere
10	anomalous	109	indeterminate	208	speculate
11	anomalously	110	inexact	209	speculated
12	anomaly	111	inexactness	210	speculates
13	anticipate	112	instabilities	211	speculating
14	anticipated	113	instability	212	speculation
15	anticipates	114	intangible	213	speculations
16	anticipating	115	intangibles	214	speculative
17	anticipation	116	likelihood	215	speculatively
18	anticipations	117	may	216	sporadic
19	apparent	118	maybe	217	sporadically
20	apparently	119	might	218	sudden
21	appear	120	nearly	219	suddenly
22	appeared	121	nonassessable	220	suggest
23	appearing	122	occasionally	221	suggested
24	appears	123	ordinarily	222	suggesting
25	approximate	124	pending	223	suggests
26	approximated	125	perhaps	224	susceptibility
27	approximately	126	possibilities	225	tending
28	approximates	127	possibility	226	tentative
29	approximating	128	possible	227	tentatively
30	approximation	129	possibly	228	turbulence
31	approximations	130	precaution	229	uncertain
32	arbitrarily	131	precautionary	230	uncertainly
33	arbitrariness	132	precautions	231	uncertainties
34	arbitrary	133	predict	232	uncertainty
35	assume	134	predictability	233	unclear
36	assumed	135	predicted	234	unconfirmed
37	assumes	136	predicting	235	undecided
38	assuming	137	prediction	236	undefined
39	assumption	138	predictions	237	undesigned
40	assumptions	139	predictive	238	undetected
41	believe	140	predictor	239	undeterminable
42	believed	141	predictors	240	undetermined

43	believes	142	predicts	241	undocumented
44	believing	143	preliminarily	242	unexpected
45	cautious	144	preliminary	243	unexpectedly
46	cautiously	145	presumably	244	unfamiliar
47	cautiousness	146	presume	245	unfamiliarity
48	clarification	147	presumed	246	unforecasted
49	clarifications	148	presumes	247	unforeseen
50	conceivable	149	presuming	248	unguaranteed
51	conceivably	150	presumption	249	unhedged
52	conditional	151	presumptions	250	unidentifiable
53	conditionally	152	probabilistic	251	unidentified
54	confuses	153	probabilities	252	unknown
55	confusing	154	probability	253	unknowns
56	confusingly	155	probable	254	unobservable
57	confusion	156	probably	255	unplanned
58	contingencies	157	random	256	unpredictability
59	contingency	158	randomize	257	unpredictable
60	contingent	159	randomized	258	unpredictably
61	contingently	160	randomizes	259	unpredicted
62	contingents	161	randomizing	260	unproved
63	could	162	randomly	261	unproven
64	crossroad	163	randomness	262	unquantifiable
65	crossroads	164	reassess	263	unquantified
66	depend	165	reassessed	264	unreconciled
67	depended	166	reassesses	265	unseasonable
68	dependence	167	reassessing	266	unseasonably
69	dependencies	168	reassessment	267	unsettled
70	dependency	169	reassessments	268	unspecific
71	dependent	170	recalculate	269	unspecified
72	depending	171	recalculated	270	untested
73	depends	172	recalculates	271	unusual
74	destabilizing	173	recalculating	272	unusually
75	deviate	174	recalculation	273	unwritten
76	deviated	175	recalculations	274	vagaries
77	deviates	176	reconsider	275	vague
78	deviating	177	reconsidered	276	vaguely
79	deviation	178	reconsidering	277	vagueness
80	deviations	179	reconsiders	278	vaguenesses
81	differ	180	reexamination	279	vaguer
82	differed	181	reexamine	280	vaguest
83	differing	182	reexamining	281	variability
84	differs	183	reinterpret	282	variable
85	doubt	184	reinterpretation	283	variables
86	doubted	185	reinterpretations	284	variably
87	doubtful	186	reinterpreted	285	variance
88	doubts	187	reinterpreting	286	variances
89	exposure	188	reinterprets	287	variant
90	exposures	189	revise	288	variants
91	fluctuate	190	revised	289	variation
92	fluctuated	191	risk	290	variations
93	fluctuates	192	risked	291	varied
94	fluctuating	193	riskier	292	varies
95	fluctuation	194	riskiest	293	vary
96	fluctuations	195	riskiness	294	varying
97	hidden	196	risking	295	volatile
98	hinges	197	risks	296	volatilities
99	imprecise	198	risky	297	volatility

Anmerkung: Der Thesaurus „uncertainty“ von Loughran & McDonald (2011) wurde über Loughran & McDonald (2019b) bezogen.

Um zu untersuchen, wie abschwächende Ausdrucksweisen von Activism betreibenden Hedgefonds abnormale Aktienrenditen beeinflussen, wird folgendes Ordinary Least Squares (OLS) Regressionsmodell aufgestellt:

$$AR_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times w_i^{MW} + \beta_2 \times B_i + \beta_3 (B_i \times w_i^{MW}) + \sum_{j=4}^J \beta_j \times Z_{i,j} + \sum_{k=J+1}^K \beta_k \times S_{i,k} + \varepsilon_{i,t}. \quad (11)$$

Die Variable $AR_{i,t}$ repräsentiert die abnormale Aktienrendite des Unternehmens zum i -ten Meldebericht Schedule 13D am Handelstag t . Es werden die in Kapitel 5 ermittelten abnormalen Aktienrenditen verwendet. Die Variable w_i^{MW} beinhaltet den mit der Textanalyse unter Verwendung des Thesaurus „modal weak“ ermittelten Wert zum i -ten Meldebericht Schedule 13D.

Abschwächende Ausdrücke können auch verwendet werden, um Möglichkeiten zu formulieren (vgl. Loughran & McDonald 2011: 37). Die Variable w_i^{UC} wird deswegen zur Robustheitsüberprüfung der Variablen w_i^{MW} genutzt. Diese beinhaltet die mit der Textanalyse unter Verwendung des Thesaurus „uncertainty“ ermittelten Werte. Für die Überprüfung wird im Regressionsmodell w_i^{UC} anstelle von w_i^{MW} gesetzt. Die binäre Variable B_i kontrolliert, ob dem Meldebericht ein an das Unternehmensmanagement gerichteter Brief beigefügt wurde ($1 = ja$; $0 = nein$). Die Interaktionsvariable $B_i \times w_i^{MW}$ ist im Modell enthalten, um zu analysieren, ob abschwächende Ausdrucksweisen gerade dann einen Effekt haben, wenn die Kommunikation durch Briefe intensiviert wird.

Die verschiedenen Activism-Ziele Z sind im Modell jeweils durch eine binäre Variable (1; 0) repräsentiert. Branchenspezifische Effekte werden durch den Einbezug von binären Variablen (1; 0) für die Divisionen der „Standard Industrial Classification“ (SIC) berücksichtigt. Die am häufigsten vorkommende SIC-Division wird im Modell nicht aufgenommen, um Multikollinearität zu vermeiden (vgl. Greene 2012: 192). Die Daten zu den SIC-Divisionen sind über „CRSP Daily Stock“ bezogen. Das Regressionsmodell beinhaltet keine Kontrollvariablen zur unternehmensspezifischen Marktkapitalisierung und zum Buchmarktwertverhältnis, da solche Einflüsse bei der Ermittlung der abnormalen Aktienrenditen bereits berücksichtigt werden. Zu allen Regressionen werden die Varianzinflationsfaktoren (VIF) geprüft, um sicherzustellen, dass Multikollinearität kein Problem darstellt. Als kritische Grenze werden VIF-Werte

von über zehn gewertet (vgl. Hair, Jr. et al. 2014: 200; siehe zudem Oehler et al. 2018d: 38).

Für die Analyse, wie es sich auf die abnormalen Aktienrenditen auswirkt, wenn Hedgefonds ihre Activism-Ziele zusätzlich in einem Brief an das Unternehmensmanagement darlegen, ist zu beachten, dass durch die Briefe die Textmenge je Ereignis deutlich variiert (vgl. Tabelle 11). Bei der Untersuchung der Wirkung abschwächender Formulierungen wird dem Rechnung getragen, indem im Gewichtungsschema die Textlänge berücksichtigt wird (vgl. Loughran & McDonald 2011: 42). Für die Analyse intensiver Kommunikation ist jedoch eine weitere Variable im Regressionsmodell erforderlich, damit unterschieden werden kann, ob ein Einfluss auf die Briefe oder lediglich auf die Quantität der textuellen Informationen zurückzuführen ist. Die Variable T_i beinhaltet die jeweilige Wortanzahl nach der Entfernung von Zahlen, Satzzeichen und Stoppwörtern. Das angepasste OLS-Regressionsmodell stellt sich wie folgt dar:

$$AR_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times w_i^{MW} + \beta_2 \times B_i + \beta_3 \times T_i + \sum_{j=4}^J \beta_j \times Z_{i,j} + \sum_{k=J+1}^K \beta_k \times S_{i,k} + \varepsilon_{i,t}. \quad (12)$$

Tabelle 11: Deskriptive Statistik zur Textanalyse.

	Min.	1. Qu.	Median	Mittelwert	3. Qu.	Max.
#Wortanzahl insgesamt je Ereignis	0,00	330,00	469,50	759,80	742,00	14.232,00
#Wortanzahl nach Bereinigung	0,00	193,00	263,00	427,50	401,00	8.714,00
Gewichteter Wert <i>MW</i>	0,00	0,21	0,36	1,03	1,06	21,74
Gewichteter Wert <i>UC</i>	0,00	1,08	1,97	4,57	2,83	99,40

Anmerkung: Diese Tabelle beinhaltet eine deskriptive Statistik zur Anzahl der Wörter im vierten Abschnitt der Meldeberichte Schedule 13D und den beigefügten Briefen an das Unternehmensmanagement vor und nach dem Bereinigungsprozess (Entfernung von Stoppwörtern, Zahlen und Satzzeichen). Ferner gibt die Tabelle eine deskriptive Statistik zu den mit der Textanalyse ermittelten Werten an (Thesaurus „modal weak“, *MW* und „uncertainty“, *UC*). Das Minimum beträgt in allen Zeilen null, da bei einem Ereignis ein Hedgefonds im vierten Abschnitt des Meldeberichts keinen textuellen Inhalt eingefügt hat.

Mit einer binären logistischen Regressionsanalyse wird untersucht, welchen Einfluss die dargelegten Activism-Ziele $Z_{i,j}$ auf die Wahrscheinlichkeit haben, dass ein Activism bezogener Brief dem Meldebericht Schedule 13D beigefügt wird. Die binäre Variable B_i ist dabei die abhängige Variable, die binären Variablen zu den Activism-Zielen die unabhängigen Variablen. Branchenspezifische Effekte werden in einer weiteren logistischen Regression durch den Einbezug der binären Variablen zu den SIC-

Divisionen als unabhängige Variablen berücksichtigt. Das Prozedere ist in Anlehnung an Edmans et al. (2013: 1462) ausgestaltet, die den Effekt von Liquidität auf die Wahrscheinlichkeit untersuchen, ob sich ein Hedgefonds für den Meldebericht Schedule 13D oder Schedule 13G entscheidet.²⁸

6.2 Ergebnisse

Der Meldebericht Schedule 13D signalisiert nicht nur, dass ein Hedgefonds die Meldeschwelle bei einem Unternehmen überschritten hat, er beinhaltet auch eine Darlegung des Transaktionszwecks und damit verbundene Intentionen, Activism zu betreiben. Fallweise sind zudem Briefe an das Unternehmensmanagement beigefügt, in denen der entsprechende Hedgefonds seine Activism-Vorhaben aufzeigt (vgl. Kapitel 3.4). In diesem Kapitel wird dementsprechend zunächst dargelegt, ob eine abschwächende Ausdrucksweise von Activism betreibenden Hedgefonds die abnormale Aktienrendite der betroffenen Unternehmen beeinflusst. Anschließend wird gezeigt, bei welchen Activism-Zielen Hedgefonds dazu neigen, ihre Kommunikation per Brief auszuweiten. Ferner wird analysiert, ob es sich auf die abnormalen Aktienrenditen auswirkt, wenn Hedgefonds ihre Kommunikation derart intensivieren. Die Analyse erfolgt mithilfe von Regressionen.

Der Einstieg eines Hedgefonds ist gemäß der Auswertung in Kapitel 5 im Durchschnitt einen Handelstag nach der Bekanntgabe im Aktienkurs reflektiert. Folglich fokussieren sich die ersten Regressionen auf die abnormalen Aktienrenditen am Veröffentlichungstag der Meldeberichte (t_0) und den darauffolgenden Handelstag (t_1). Die erste Regression beinhaltet w_i^{MW} und die Interaktionsvariable $B_i \times w_i^{MW}$ als unabhängige Variablen. Das Gesamtmodell beinhaltet nicht die Interaktionsvariable, da die VIF-Werte Multikollinearität anzeigen. Die Regressionsergebnisse, welche in Tabelle 12 dargestellt sind, zeigen, dass eine abschwächende Ausdrucksweise am ersten Handelstag keinen Einfluss auf die abnormalen Aktienrenditen hat. Die Regressionskoeffizienten deuten auf einen negativen, jedoch statistisch insignifikanten Zusammenhang von abschwächenden Ausdrucksweisen und abnormalen Aktienrenditen hin. Die Ergebnisse der OLS-Regression fallen ähnlich aus, wenn die abnormalen Aktienrenditen des folgenden Handelstags untersucht

²⁸ Auf Boyson & Mooradian (2011: 183) sei ebenfalls verwiesen, die eine logistische Regression verwenden, um Hedgefonds Activism vorherzusagen.

werden. Eine abschwächende Ausdrucksweise von Hedgefonds hat keinen signifikanten Einfluss auf die abnormalen Aktienrenditen einen Handelstag nach der Veröffentlichung der Meldeberichte.

In der weiteren Auswertung wird die Aktienrendite am Handelstag vor der Veröffentlichung der Meldeberichte (t_{-1}) einbezogen, um mögliche Informationslücken im Vorfeld der Veröffentlichung der Meldeberichte zu berücksichtigen (vgl. Coffee, Jr. & Palia 2016: 566; Clifford 2008: 328; Wong 2019: 3 & 23). Die Ergebnisse der Regressionen weisen auf einen lediglich auf dem Zehnprozentniveau signifikanten, negativen Zusammenhang zwischen abschwächender Kommunikation und abnormalen Aktienrenditen hin. Zur Robustheitsüberprüfung wird der Thesaurus „uncertainty“ verwendet. Tabelle 13 beinhaltet die Ergebnisse. Die Robustheitsüberprüfung bestätigt die geringfügig signifikanten Befunde nicht. Für den Veröffentlichungstag, wie auch den vorherigen und nachfolgenden Handelstag zeigt die Robustheitsüberprüfung einen negativen, jedoch insignifikanten Einfluss auf.

Um sicherzustellen, dass sich Effekte nicht über mehrere Tage entwickeln, werden kombinierte Handelstage untersucht. Analysiert man den Veröffentlichungstag und den darauffolgenden Handelstag zusammen, kann man einen insignifikanten negativen Zusammenhang von abschwächenden Ausdrucksweisen und abnormalen Aktienrenditen feststellen. Der Koeffizient für abschwächende Ausdrucksweisen ist geringfügig signifikant, wenn der Handelstag vor der Veröffentlichung des Meldeberichts einbezogen wird, sprich $CAR[-1:0]$ und $CAR[-1:+1]$. Die Robustheitsüberprüfung (w^{UC}), bestätigt jedoch nicht den geringfügig signifikanten negativen Einfluss von abschwächenden Ausdrucksweisen auf die abnormalen Aktienrenditen. Tabelle 14 beinhaltet die entsprechenden Regressionsergebnisse.

Es besteht kein universeller Standard zur Analyse von Textdokumenten (vgl. Hagenau et al. 2013: 685–686). Schnelle Marktteilnehmende, wie Hochfrequenzhändler, sind daher eventuell nicht in der Lage, qualitative Informationen komplett auszubeuten. Effekte könnten dementsprechend verzögert auftreten (vgl. Tetlock et al. 2008: 1439 & 1464; Cohen et al. 2020: 43). Loughran & McDonald (2017) analysieren die Verwendung von EDGAR-Dokumenten durch Investoren. Sie zeigen auf, dass der Umfang von nicht durch Roboter durchgeführten Abfragen gering ist (vgl. Loughran & McDonald 2017: 244). Weitergehend zeigen sie, dass ungefähr ein Viertel der Abfragen von Meldeberichten des Typs Schedule 13D innerhalb von 400 Tagen auf

die ersten zwei Tage entfallen, 42,6 Prozent werden innerhalb der ersten Woche getätigt (siehe Loughran & McDonald 2017: 239). Um diese Ergebnisse zu berücksichtigen, wird der Einfluss von abschwächenden Ausdrucksweisen auf die abnormalen Aktienrenditen in den Handelstagen nach der Veröffentlichung der Meldeberichte untersucht. Zunächst werden die ersten fünf und zehn Handelstage nach der Veröffentlichung einbezogen. Anschließend wird die Wirkung auf die kumulativen abnormalen Aktienrenditen innerhalb der ersten elf Handelstage untersucht, um auch den Veröffentlichungstag der Meldeberichte zu inkludieren, sprich $CAR[0:+10]$. Tabelle 15 beinhaltet die Ergebnisse. Die Regressionskoeffizienten fallen klein aus und sind insignifikant. Dieses Ergebnis ist unabhängig davon, ob der Thesaurus „modal weak“ oder „uncertainty“ verwendet wird. Es kann keine Wirkung von abschwächenden Ausdrucksweisen auf die abnormalen Aktienrenditen in den Handelstagen nach der Veröffentlichung der Meldeberichte festgestellt werden.

Tabelle 12: OLS-Regressionen zur Wirkung von abschwächenden Ausdrucksweisen auf abnormale Aktienrenditen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.

Abhängige Variable:	AR[-1]	AR[-1]	AR[0]	AR[0]	AR[1]	AR[1]
Achsenabschnitt	0,19 (0,64)	-0,15 (-0,37)	1,84 *** (5,80)	0,62 (1,37)	1,10 *** (4,44)	0,49 (1,38)
w^{MW}	-0,06 (-0,20)	-0,29 * (-1,74)	-0,45 (-1,32)	-0,06 (-0,33)	-0,27 (-1,00)	-0,10 (-0,72)
B		2,77 ** (2,22)		0,43 (0,32)		0,05 (0,05)
$B \times w^{MW}$	0,13 (0,41)		0,56 (1,63)		0,17 (0,62)	
Allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value (1)		1,27 ** (2,39)		1,06 * (1,87)		1,57 *** (3,50)
Überschüssige Liquidität, zu geringer Verschuldungsgrad, Dividenden / Rückkäufe (2a)		-1,15 (-1,17)		0,35 (0,33)		-0,19 (-0,23)
Aktienemission, Umschuldung, Rekapitalisierung (2b)		3,40 ** (2,04)		-3,48 * (-1,96)		-2,33 * (-1,66)
Operative Effizienz (3a)		-4,05 *** (-3,70)		2,06 * (1,76)		-1,16 (-1,25)
Mangelnder Fokus, Geschäftsstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten (3b)		1,64 (1,65)		-0,17 (-0,16)		-0,67 (-0,80)
M&A: als Übernahmeobjekt (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3c)		-1,63 (-0,98)		-0,55 (-0,31)		-0,45 (-0,32)
Fusion (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3e)		-3,66 (-1,53)		1,37 (0,54)		0,25 (0,12)
Verfolgung von Wachstumsstrategien (3f)		1,00 (0,72)		-0,62 (-0,42)		0,37 (0,32)
Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Vermögenswerte an Dritte (4a)		0,59 (0,52)		0,27 (0,22)		-0,96 (-1,01)
Kontrollübernahme / Aufkauf / Börsenrückzug des Unternehmens (4b)		-0,38 (-0,17)		2,02 (0,84)		0,08 (0,04)
Abbau von Maßnahmen zur Vereitlung von Übernahmen (5a)		-2,22 (-1,14)		1,41 (0,68)		1,69 (1,02)
Austausch des CEO, Chairman (5b)		-0,14 (-0,10)		-0,67 (-0,43)		2,88 ** (2,34)
Board-Unabhängigkeit und angemessene Repräsentanz (5c)		0,61 (0,85)		1,52 ** (1,97)		-0,63 (-1,04)
Weitere Offenlegung von Informationen / potenzieller Betrug (5d)		1,91 (1,21)		0,42 (0,25)		0,97 (0,72)
Übermäßige Vergütung des Unternehmensmanagements / leistungsorientierte Vergütung (5e)		1,60 (1,35)		-2,01 (-1,59)		-0,91 (-0,91)
Einbezug von SIC-Divisionen	nein	ja	nein	ja	nein	ja
Multiples R^2	0,00	0,13	0,01	0,18	0,01	0,15
Adjustiertes R^2	0,00	0,04	0,00	0,10	0,00	0,07
N	284	284	284	284	284	284

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet die Regressionskoeffizienten und in Klammern die dazugehörigen t -Statistiken der linearen Regression aus Formel (11). Die abhängige Variable beinhaltet die abnormale Aktienrendite (AR) am Veröffentlichungstag (t_0) der Meldeberichte Schedule 13D, dem vorausgegangenen (t_{-1}) und nachfolgenden (t_{+1}) Handelstag. Die unabhängige Variable w^{MW} beinhaltet den für jedes Ereignis mithilfe der Textanalyse unter Verwendung des Thesaurus „modal weak“ ermittelten Wert (vgl. Tabelle 9). Wenn ein Hedgefonds dem Meldebericht mindestens einen Brief an das Unternehmensmanagement beigefügt hat, nimmt die binäre Variable B einen Wert von eins und andererseits null an. Die Variablen zu den Activism-Zielen basieren hauptsächlich auf Brav et al. (2008), siehe hierzu auch Abbildung 5. Binäre Variablen für die SIC-Divisionen werden einbezogen, um Industrieeffekte zu berücksichtigen. Die Symbole ***, **, und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel. Die VIF-Werte deuten nicht auf Multikollinearität hin (VIF < 10; vgl. Hair, Jr. et al. 2014: 200 und Oehler et al. 2018d: 38).

Tabelle 13: OLS-Regressionen zur Wirkung unsicherer Ausdrucksweisen auf abnormale Aktienrenditen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.

Abhängige Variable:	AR[-1]	AR[-1]	AR[0]	AR[0]	AR[1]	AR[1]
Achsenabschnitt	0,02 (0,06)	-0,31 (-0,75)	1,37 *** (4,05)	0,62 (1,40)	1,10 *** (4,16)	0,52 (1,49)
w^{UC}	0,05 (0,50)	-0,03 (-0,50)	0,10 (0,94)	-0,03 (-0,48)	-0,06 (-0,69)	-0,06 (-1,44)
B		2,08 (1,54)		0,62 (0,43)		0,64 (0,57)
$B \times w^{UC}$	-0,02 (-0,21)		-0,06 (-0,56)		0,03 (0,36)	
Allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value (1)		1,36 ** (2,55)		1,06 * (1,88)		1,55 *** (3,48)
Überschüssige Liquidität, zu geringer Verschuldungsgrad, Dividenden / Rückkäufe (2a)		-1,20 (-1,22)		0,35 (0,34)		-0,16 (-0,20)
Aktienemission, Umschuldung, Rekapitalisierung (2b)		3,67 ** (2,21)		-3,46 * (-1,96)		-2,32 * (-1,66)
Operative Effizienz (3a)		-3,55 *** (-3,36)		2,13 * (1,90)		-1,04 (-1,17)
Mangelnder Fokus, Geschäftsstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten (3b)		1,43 (1,42)		-0,13 (-0,12)		-0,53 (-0,63)
M&A: als Übernahmeobjekt (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3c)		-1,53 (-0,90)		-0,45 (-0,25)		-0,22 (-0,16)
Fusion (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3e)		-3,27 (-1,37)		1,45 (0,57)		0,38 (0,19)
Verfolgung von Wachstumsstrategien (3f)		0,96 (0,68)		-0,51 (-0,34)		0,65 (0,55)
Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Vermögenswerte an Dritte (4a)		0,45 (0,39)		0,30 (0,24)		-0,87 (-0,91)
Kontrollübernahme / Aufkauf / Börsenrückzug des Unternehmens (4b)		0,04 (0,02)		2,11 (0,88)		0,25 (0,13)
Abbau von Maßnahmen zur Vereitlung von Übernahmen (5a)		-1,31 (-0,69)		1,45 (0,72)		1,65 (1,04)
Austausch des CEO, Chairman (5b)		-0,60 (-0,41)		-0,64 (-0,42)		3,03 ** (2,48)
Board-Unabhängigkeit und angemessene Repräsentanz (5c)		0,43 (0,60)		1,50 ** (1,97)		-0,65 (-1,09)
Weitere Offenlegung von Informationen / potenzieller Betrug (5d)		1,42 (0,81)		0,69 (0,37)		1,72 (1,18)
Übermäßige Vergütung des Unternehmensmanagements / leistungsorientierte Vergütung (5e)		1,51 (1,26)		-1,98 (-1,56)		-0,81 (-0,81)
Einbezug von SIC-Divisionen	nein	ja	nein	ja	nein	ja
Multiples R^2	0,01	0,12	0,01	0,18	0,01	0,16
Adjustiertes R^2	0,00	0,03	0,00	0,10	0,00	0,07
N	284	284	284	284	284	284

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet die Regressionskoeffizienten und in Klammern die dazugehörigen t -Statistiken der linearen Regression aus Formel (11). Die abhängige Variable beinhaltet die abnormale Aktienrendite (AR) am Veröffentlichungstag (t_0) des Meldeberichts Schedule 13D, dem vorausgegangenem (t_{-1}) und nachfolgendem (t_{+1}) Handelstag. Die unabhängige Variable w^{UC} beinhaltet den für jedes Ereignis mithilfe der Textanalyse unter Verwendung des Thesaurus „uncertainty“ ermittelten Wert (vgl. Tabelle 10). Wenn ein Hedgefonds dem Meldebericht mindestens einen Brief an das Unternehmensmanagement beigefügt hat, nimmt die binäre Variable B einen Wert von eins und andererseits null an. Die Variablen zu den Activism-Zielen basieren hauptsächlich auf Brav et al. (2008), siehe hierzu auch Abbildung 5. Binäre Variablen für die SIC-Divisionen werden einbezogen, um Industrieeffekte zu berücksichtigen. Die Symbole ***, **, und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel. Die VIF-Werte sind bei den Modellen, die den Interaktionsterm umfassen, größer zehn und deuten somit auf Multikollinearität hin (vgl. Hair, Jr. et al. 2014: 200 und Oehler et al. 2018d: 38).

Tabelle 14: OLS-Regressionen zur Wirkung abschwächender und unsicherer Ausdrucksweisen auf kumulative abnormale Aktienrenditen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.

Abhängige Variable:	CAR[-1:0]	CAR[-1:0]	CAR[0:1]	CAR[0:1]	CAR[-1:1]	CAR[-1:1]
Achsenabschnitt	0,50 (0,94)	0,34 (0,64)	1,13 ** (2,21)	1,16 ** (2,30)	1,02 * (1,66)	0,89 (1,47)
w^{MW}	-0,36 * (-1,71)		-0,18 (-0,87)		-0,45 * (-1,86)	
w^{UC}		-0,05 (-0,76)		-0,09 (-1,49)		-0,11 (-1,51)
B	3,49 ** (2,20)	2,90 * (1,70)	0,62 (0,41)	1,40 (0,86)	3,48 * (1,91)	3,55 * (1,81)
Allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value (1)	2,28 *** (3,39)	2,37 *** (3,52)	2,59 *** (4,00)	2,57 *** (4,00)	3,88 *** (5,03)	3,96 *** (5,12)
Überschüssige Liquidität, zu geringer Verschuldungsgrad, Dividenden / Rückkäufe (2a)	-0,75 (-0,60)	-0,80 (-0,64)	0,11 (0,09)	0,14 (0,12)	-0,94 (-0,66)	-0,96 (-0,67)
Aktienemission, Umschuldung, Rekapitalisierung (2b)	-0,11 (-0,05)	0,21 (0,10)	-5,75 *** (-2,83)	-5,70 *** (-2,83)	-2,72 (-1,12)	-2,40 (-1,00)
Operative Effizienz (3a)	-2,60 * (-1,88)	-2,00 (-1,49)	0,77 (0,58)	0,99 (0,77)	-3,72 ** (-2,34)	-3,02 * (-1,97)
Mangelnder Fokus, Geschäftsumstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten (3b)	1,54 (1,22)	1,35 (1,06)	-0,82 (-0,68)	-0,64 (-0,53)	0,73 (0,50)	0,69 (0,47)
M&A: als Übernahmeeobjekt (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3c)	-2,26 (-1,07)	-2,07 (-0,97)	-1,04 (-0,51)	-0,70 (-0,34)	-2,72 (-1,12)	-2,29 (-0,93)
Fusion (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3e)	-2,31 (-0,76)	-1,83 (-0,60)	1,55 (0,53)	1,78 (0,62)	-1,96 (-0,56)	-1,37 (-0,39)
Verfolgung von Wachstumsstrategien (3f)	0,69 (0,39)	0,74 (0,41)	-0,19 (-0,11)	0,21 (0,13)	1,11 (0,55)	1,44 (0,70)
Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Vermögenswerte an Dritte (4a)	0,84 (0,58)	0,71 (0,49)	-0,63 (-0,46)	-0,51 (-0,37)	-0,13 (-0,08)	-0,15 (-0,09)
Kontrollübernahme / Aufkauf / Börsenrückzug des Unternehmens (4b)	1,52 (0,53)	2,05 (0,72)	2,11 (0,77)	2,41 (0,88)	1,67 (0,51)	2,36 (0,72)
Abbau von Maßnahmen zur Vereitlung von Übernahmen (5a)	-1,06 (-0,43)	-0,04 (-0,02)	2,96 (1,24)	2,99 (1,30)	0,68 (0,24)	1,61 (0,59)
Austausch des CEO, Chairman (5b)	-0,84 (-0,46)	-1,30 (-0,71)	2,27 (1,28)	2,44 (1,39)	2,20 (1,04)	1,92 (0,91)
Board-Unabhängigkeit und angemessene Repräsentanz (5c)	2,13 ** (2,33)	1,92 ** (2,11)	0,93 (1,06)	0,88 (1,02)	1,45 (1,38)	1,23 (1,18)
Weitere Offenlegung von Informationen / potenzieller Betrug (5d)	2,59 (1,29)	2,29 (1,04)	1,48 (0,76)	2,53 (1,20)	3,59 (1,56)	4,10 (1,62)
Übermäßige Vergütung des Unternehmensmanagements / leistungsorientierte Vergütung (5e)	-0,25 (-0,17)	-0,32 (-0,21)	-2,83 * (-1,95)	-2,69 * (-1,86)	-1,28 (-0,74)	-1,24 (-0,71)
Einbezug von SIC-Divisionen	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Multiples R^2	0,17	0,17	0,23	0,23	0,22	0,21
Adjustiertes R^2	0,09	0,09	0,15	0,16	0,14	0,14
N	284	284	284	284	284	284

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet die Regressionskoeffizienten und in Klammern die dazugehörigen t -Statistiken der linearen Regression aus Formel (11). Die Symbole ***, **, und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel. Die VIF-Werte sind kleiner als fünf und deuten damit nicht auf Multikollinearität hin (vgl. Hair, Jr. et al. 2014: 200 und Oehler et al. 2018d: 38). Eine Beschreibung der weiteren Variablen kann der Anmerkung zu Tabelle 12 und Tabelle 13 entnommen werden.

Tabelle 15: OLS-Regressionen zur Wirkung abschwächender und unsicherer Ausdrucksweisen auf kumulative abnormale Aktienrenditen im Anschluss an die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.

Abhängige Variable:	CAR[0:10]	CAR[0:10]	CAR[1:5]	CAR[1:5]	CAR[1:10]	CAR[1:10]
Achsenabschnitt	-1,20 (-1,38)	-1,16 (-1,36)	-0,54 (-1,00)	-0,45 (-0,86)	-1,79 ** (-2,44)	-1,75 ** (-2,43)
w^{MW}	-0,06 (-0,17)		0,16 (0,74)		0,01 (0,03)	
w^{UC}		-0,05 (-0,52)		0,02 (0,26)		-0,03 (-0,29)
B	-0,54 (-0,21)	0,12 (0,04)	0,13 (0,08)	0,46 (0,27)	-0,64 (-0,29)	-0,20 (-0,08)
Allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value (1)	4,51 *** (4,09)	4,49 *** (4,09)	2,61 *** (3,86)	2,56 *** (3,80)	3,40 *** (3,66)	3,38 *** (3,65)
Überschüssige Liquidität, zu geringer Verschuldungsgrad, Dividenden / Rückkäufe (2a)	1,91 (0,95)	1,94 (0,96)	0,16 (0,13)	0,19 (0,15)	1,74 (1,02)	1,76 (1,04)
Aktienemission, Umschuldung, Rekapitalisierung (2b)	-8,39 ** (-2,46)	-8,42 ** (-2,48)	-2,09 (-0,99)	-2,24 (-1,06)	-5,05 * (-1,76)	-5,10 * (-1,78)
Operative Effizienz (3a)	-0,94 (-0,42)	-0,90 (-0,42)	-2,73 * (-1,96)	-3,00 ** (-2,24)	-3,06 (-1,60)	-3,11 * (-1,69)
Mangelnder Fokus, Geschäftsstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten (3b)	-0,65 (-0,32)	-0,50 (-0,24)	-1,88 (-1,48)	-1,77 (-1,39)	-0,64 (-0,37)	-0,53 (-0,30)
M&A: als Übernahmeobjekt (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3c)	-3,07 (-0,83)	-2,80 (-0,75)	-1,03 (-0,48)	-1,10 (-0,51)	-1,58 (-0,51)	-1,46 (-0,46)
Fusion (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3e)	2,00 (0,41)	2,06 (0,42)	1,92 (0,63)	1,71 (0,57)	0,45 (0,11)	0,43 (0,10)
Verfolgung von Wachstumsstrategien (3f)	0,71 (0,25)	0,98 (0,34)	2,05 (1,16)	2,06 (1,15)	1,21 (0,51)	1,36 (0,56)
Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Vermögenswerte an Dritte (4a)	-2,18 (-0,93)	-2,09 (-0,89)	-0,99 (-0,69)	-0,92 (-0,64)	-2,59 (-1,30)	-2,52 (-1,27)
Kontrollübernahme / Aufkauf / Börsenrückzug des Unternehmens (4b)	3,30 (0,71)	3,40 (0,74)	-0,94 (-0,33)	-1,17 (-0,41)	1,13 (0,29)	1,13 (0,29)
Abbau von Maßnahmen zur Vereitlung von Übernahmen (5a)	5,11 (1,27)	4,96 (1,28)	1,85 (0,74)	1,37 (0,57)	3,83 (1,13)	3,62 (1,11)
Austausch des CEO, Chairman (5b)	1,42 (0,47)	1,61 (0,54)	1,99 (1,07)	2,22 (1,20)	1,94 (0,77)	2,10 (0,84)
Board-Unabhängigkeit und angemessene Repräsentanz (5c)	1,33 (0,90)	1,34 (0,91)	-0,72 (-0,79)	-0,63 (-0,69)	-0,26 (-0,21)	-0,23 (-0,19)
Weitere Offenlegung von Informationen / potenzieller Betrug (5d)	2,53 (0,78)	3,30 (0,93)	0,12 (0,06)	0,34 (0,15)	2,01 (0,73)	2,49 (0,83)
Übermäßige Vergütung des Unternehmensmanagements / leistungsorientierte Vergütung (5e)	-2,55 (-1,05)	-2,44 (-1,00)	-2,64 * (-1,75)	-2,60 * (-1,71)	-0,75 (-0,37)	-0,68 (-0,33)
Einbezug von SIC-Divisionen	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Multipl. R^2	0,21	0,21	0,15	0,14	0,16	0,16
Adjustiertes R^2	0,13	0,13	0,06	0,06	0,08	0,08
N	277	277	283	283	277	277

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet die Regressionskoeffizienten und in Klammern die dazugehörigen t -Statistiken der linearen Regression aus Formel (11). Die Symbole ***, **, und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel. Die VIF-Werte sind kleiner als fünf und deuten damit nicht auf Multikollinearität hin (vgl. Hair, Jr. et al. 2014: 200 und Oehler et al. 2018d: 38). Eine Beschreibung der weiteren Variablen kann der Anmerkung zu Tabelle 12 und Tabelle 13 entnommen werden.

Hedgefonds können abhängig vom betroffenen Unternehmen unterschiedliche Activism-Ziele verfolgen (siehe Kapitel 6.1). Wenn Hedgefonds ihre Activism-Vorhaben zusätzlich per Brief an das Unternehmensmanagement übermitteln, adressieren sie tendenziell mehr Ziele (vgl. Tabelle 16). Zudem unterscheiden sich solche Ereignisse inhaltlich von denen ohne intensivierte Kommunikation. Tabelle 17 beinhaltet eine detaillierte Auswertung der angegebenen Activism-Ziele in Abhängigkeit vom verwendeten Kommunikationskanal. Die wesentlichen Befunde hierzu werden im Folgenden dargelegt. Es wird zudem darauf eingegangen, welche Activism-Ziele die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass Hedgefonds sich zusätzlich per Brief an das Unternehmensmanagement wenden. Die Ergebnisse hierzu können Tabelle 18 entnommen werden.

Tabelle 16: Deskriptive Statistik zur Gesamtanzahl an von Hedgefonds adressierten Activism-Zielen je Activism-Ereignis.

	(I) Alle Ereignisse	(II) Ereignisse mit Brief(en)	(III) Ereignisse ohne Brief(e)
Minimum	0,00	1,00	0,00
Erstes Quartil	0,00	3,00	0,00
Median	1,00	4,00	0,00
Mittelwert	1,25	4,29	0,88
Drittes Quartil	2,00	5,00	1,00
Maximum	9,00	9,00	6,00

Anmerkung: Diese Tabelle beinhaltet eine deskriptive Statistik zur Gesamtanzahl der von Hedgefonds adressierten Activism-Ziele pro Ereignis. Wenn beispielsweise alle Ereignisse betrachtet werden, adressieren Hedgefonds maximal neun von 16 (siehe Abbildung 5) Activism-Ziele gleichzeitig.

Eine der ausgeprägtesten inhaltlichen Unterschiede zwischen Ereignissen mit und ohne durch Briefe intensivierte Kommunikation betrifft die erste Kategorie von Activism-Zielen nach Brav et al. (2008). Die Kategorie umfasst Ereignisse, bei denen Hedgefonds dem betroffenen Unternehmen grundsätzlich eine Unterbewertung oder Potenzial zur Maximierung des Shareholder Value bescheinigen. Sie wird in über vier von fünf Ereignissen adressiert, in denen Hedgefonds die Kommunikation mit einem Brief intensivieren. Bei Ereignissen ohne Brief ist die Kategorie lediglich in zwei von fünf Ereignissen festzustellen. Die binäre logistische Regression zeigt auf, dass die Kategorie nicht die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass Hedgefonds ihre Kommunikation mit Briefen intensivieren.

Hedgefonds fordern höhere Dividenden und Aktienrückkäufe in mehr als einem Drittel ihrer Briefe. Dieses Ziel wird hingegen nur in neun Prozent aller Ereignisse adressiert und führt nicht zu einer Steigerung der Wahrscheinlichkeit, dass Hedgefonds ihre

Kommunikation per Brief intensivieren. Der inhaltlich deutlichste Unterschied zwischen Ereignissen mit und ohne durch einen Brief intensivierter Kommunikation ist bezüglich des Ziels festzustellen, die operative Effizienz zu steigern. Hedgefonds adressieren in ungefähr elf Prozent aller Ereignisse das Potenzial, die operative Effizienz zu verbessern. Wenn Hedgefonds ihre Kommunikation per Brief intensivieren, adressieren sie dieses Ziel in beinahe 60 Prozent der Ereignisse. Das Ziel erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass Hedgefonds ihre Kommunikation per Brief intensivieren.

Einen Einfluss auf die Fokussierung und Geschäftsstruktur des Unternehmens auszuüben, wird von Hedgefonds in unter zehn Prozent aller Ereignisse als Ziel definiert (Brav et al. 2008 berichten ähnliches). Bei Ereignissen mit Brief ist dieses Ziel wesentlich häufiger auf der Agenda. Die Wahrscheinlichkeit, dass Hedgefonds einen Brief anhängen, wird durch dieses Ziel jedoch kaum gesteigert (die binäre logistische Regression zeigt lediglich eine geringfügige Signifikanz auf dem Zehnprozentniveau auf, wenn Industrieeffekte unberücksichtigt bleiben). Der Verkauf von wesentlichen Aktiva bis hin zum kompletten Verkauf wird in einem Drittel der Briefe adressiert. Der Abbau von Übernahmeverteidigungen, wie beispielsweise „staggered boards“ (Guo et al. 2008: 274 & 277), wird in ungefähr zehn Prozent der Briefe gefordert. Es ist für die letzten beiden Ziele ein schwacher, bis kein Zusammenhang festzustellen, dass diese die Wahrscheinlichkeit für eine durch Briefe intensivierte Kommunikation erhöhen.

Der Austausch von Teilen des Unternehmensmanagements ist selten das Ziel von Hedgefonds Activism (vgl. Tabelle 17; siehe zudem Klein & Zur 2009: 212; Brav et al. 2008: 1742). Bei Ereignissen mit Briefen wird das Ziel weit häufiger adressiert. Die Wahrscheinlichkeit, dass Hedgefonds den Meldebericht um einen Brief an das Unternehmensmanagement erweitern, ist höher, wenn sie das Ziel ausgeben, das Unternehmensmanagement auszutauschen. In einem Brief betonte ein Hedgefonds, dass die Aktionäre die wahren Besitzer des Unternehmens sind.²⁹ Analog zu dieser Auffassung, fordern Hedgefonds in über der Hälfte der Ereignisse mit Brief ein

²⁹ Der Hedgefonds Baker Street Capital Management LLC schrieb den Brief am 16. Oktober 2014 an das Aufsichtsgremium des Unternehmens Swift Energy Company. Der vollständige Satz lautet wie folgt: „We believe that there is very broad shareholder support for our ideas, and hope that the Board fully understands our determination to see value delivered to shareholders, who are the true owners of the Company“.

unabhängiges Aufsichtsgremium und insbesondere eine angemessene Vertretung der Aktionäre im Aufsichtsgremium.

Tabelle 17: Activism-Ziele in Abhängigkeit von der Nutzung des Kommunikationskanals.

Kategorien an Activism-Zielen ³⁰	(I)	(II)	(III)	(II) – (III)
	Alle Ereignisse	Ereignisse mit Brief(en)	Ereignisse ohne Brief(e)	
Allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value (1)	45,77 %	80,65 %	41,50 %	39,14 % ***
Überschüssige Liquidität, zu geringer Verschuldungsgrad, Dividenden / Rückkäufe (2a)	9,15 %	35,48 %	5,93 %	29,56 % ***
Aktienemission, Umschuldung, Rekapitalisierung (2b)	2,46 %	16,13 %	0,79 %	15,34 % ***
Operative Effizienz (3a)	10,92 %	58,06 %	5,14 %	52,93 % ***
Mangelnder Fokus, Geschäftsumstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten (3b)	8,80 %	41,94 %	4,74 %	37,19 % ***
M&A: als Übernahmobjekt (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3c)	2,11 %	9,68 %	1,19 %	8,49 % ***
M&A: als übernehmendes Unternehmen (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3d)	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Fusion (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3e)	1,06 %	3,23 %	0,79 %	2,44 %
Verfolgung von Wachstumsstrategien (3f)	4,23 %	25,81 %	1,58 %	24,23 % ***
Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Vermögenswerte an Dritte (4a)	6,34 %	35,48 %	2,77 %	32,72 % ***
Kontrollübernahme / Aufkauf / Börsenrückzug des Unternehmens (4b)	1,06 %	3,23 %	0,79 %	2,44 %
Abbau von Maßnahmen zur Vereitelung von Übernahmen (5a)	2,46 %	9,68 %	1,58 %	8,10 % ***
Austausch des CEO, Chairman (5b)	3,87 %	25,81 %	1,19 %	24,62 % ***
Board-Unabhängigkeit und angemessene Repräsentanz (5c)	17,61 %	51,61 %	13,44 %	38,17 % ***
Weitere Offenlegung von Informationen / potenzieller Betrug (5d)	3,17 %	16,13 %	1,58 %	14,55 % ***
Übermäßige Vergütung des Unternehmensmanagements / leistungsorientierte Vergütung (5e)	5,99 %	16,13 %	4,74 %	11,39 % **

Anmerkung: Diese Tabelle beinhaltet eine deskriptive Statistik zu den angegebenen Zielen von Activism betreibenden Hedgefonds. Die Verteilung ist angegeben für (I) alle Ereignisse im Datensatz, (II) Ereignisse mit mindestens einem dem Meldebericht Schedule 13D beigefügten Brief und (III) Ereignisse mit keinem beigefügten Brief. Beispielsweise wird die operative Effizienz des von Activism betroffenen Unternehmens in 5,14 Prozent aller Ereignisse ohne Brief und in 58,06 Prozent aller Ereignisse mit Brief adressiert. Die Tabelle gibt zudem die Differenz der Spalten (II) und (III) an sowie die Ergebnisse des Mann-Whitney-Wilcoxon-Tests, ob sich (II) signifikant von (III) unterscheidet. Die Symbole ***, **, und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel.

³⁰ Die Kategorisierung der Activism-Ziele basiert hauptsächlich auf Brav et al. (2008: 1742). Die Kategorisierung wurde um eine Kategorie für Fusionen erweitert, für den Fall, dass nicht eindeutig differenzierbar ist, welches das übernehmende Unternehmen und welches das Übernahmobjekt ist oder eine Fusion unter Gleichen vorliegt (siehe hierzu auch Abbildung 5).

Tabelle 18: Die Wirkung von Activism-Zielen auf die Wahrscheinlichkeit von durch einen Brief intensivierter Kommunikation von Hedgefonds.

Abhängige Variable: <i>B</i>	(I)	(II)
Achsenabschnitt	-4,51 *** (0,68)	-5,67 *** (1,08)
Allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value (1)	-1,14 (0,94)	-1,61 (1,06)
Überschüssige Liquidität, zu geringer Verschuldungsgrad, Dividenden / Rückkäufe (2a)	0,49 (0,94)	1,60 (1,12)
Aktienemission, Umschuldung, Rekapitalisierung (2b)	2,18 (1,38)	3,92 ** (1,75)
Operative Effizienz (3a)	4,10 *** (1,06)	5,07 *** (1,32)
Mangelnder Fokus, Geschäftsumstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten (3b)	1,54 * (0,92)	1,48 (1,02)
M&A: als Übernahmeobjekt (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3c)	4,27 *** (1,20)	3,89 *** (1,29)
Fusion (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3e)	2,97 * (1,67)	3,33 * (1,88)
Verfolgung von Wachstumsstrategien (3f)	0,23 (1,07)	-0,16 (1,21)
Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Vermögenswerte an Dritte (4a)	2,33 ** (1,02)	2,24 * (1,14)
Kontrollübernahme / Aufkauf / Börsenrückzug des Unternehmens (4b)	4,14 *** (1,42)	3,74 ** (1,50)
Abbau von Maßnahmen zur Vereitelung von Übernahmen (5a)	0,92 (1,47)	2,10 (1,81)
Austausch des CEO, Chairman (5b)	2,80 ** (1,20)	2,76 ** (1,39)
Board-Unabhängigkeit und angemessene Repräsentanz (5c)	1,75 ** (0,80)	1,68 * (0,90)
Weitere Offenlegung von Informationen / potenzieller Betrug (5d)	0,94 (1,09)	0,44 (1,19)
Übermäßige Vergütung des Unternehmensmanagements / leistungsorientierte Vergütung (5e)	-3,12 ** (1,36)	-3,99 ** (1,76)
Einbezug von SIC-Divisionen	nein	ja
McFadden's pseudo R^2	0,60	0,64
AIC	110,42	118,88
N	284	284

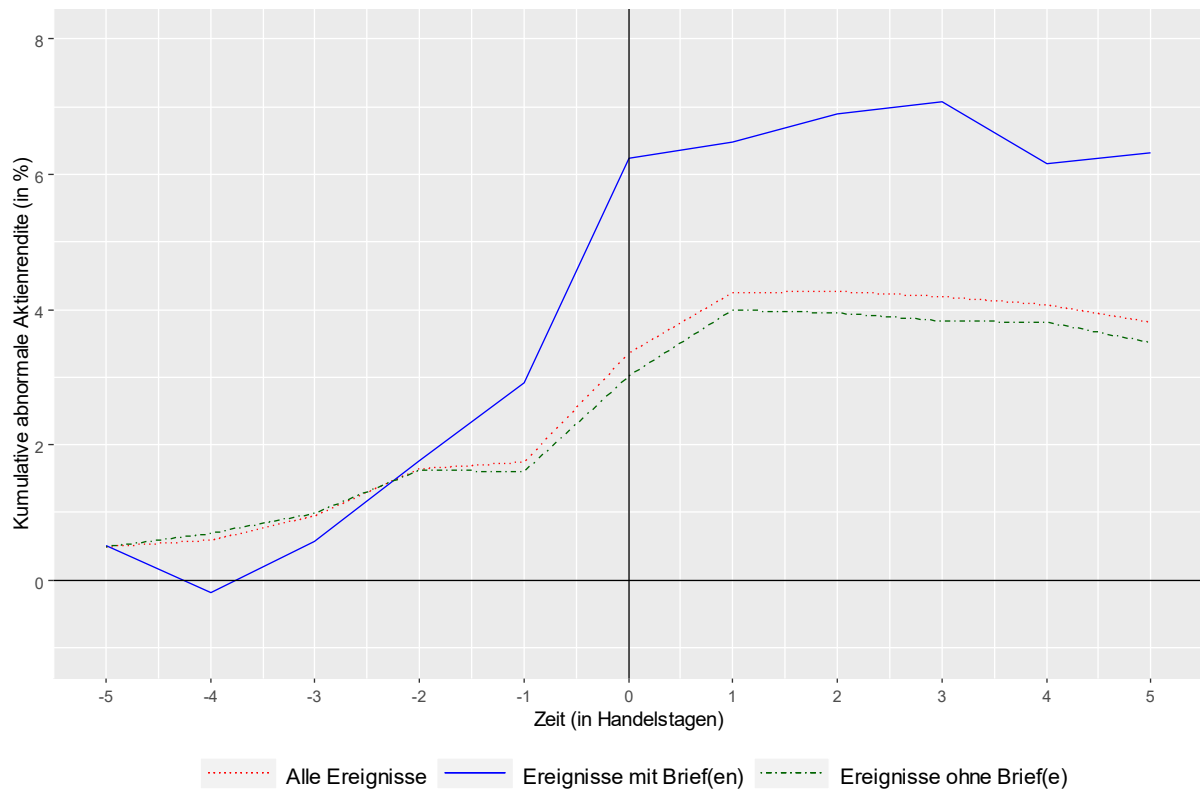
Anmerkung: Diese Tabelle beinhaltet die Regressionskoeffizienten und in Klammern die Standardfehler der binären logistischen Regression. Die Symbole ***, **, und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel. Die VIF-Werte sind kleiner fünf und deuten somit nicht auf die Existenz von Multikollinearitäten hin. Die binäre Variable *B* nimmt einen Wert von eins an, wenn ein Hedgefonds dem Meldebericht mindestens einen Brief an das Unternehmensmanagement beifügt und andernfalls null. Die Variablen zu den Activism-Zielen basieren hauptsächlich auf Brav et al. (2008), siehe hierzu auch Abbildung 5. Binäre Variablen für die SIC-Divisionen werden im zweiten Modell einbezogen, um Industrieeffekte zu berücksichtigen.

Im Folgenden wird analysiert, ob die intensivierete Kommunikation von Hedgefonds die (kumulativen) abnormalen Aktienrenditen der betroffenen Unternehmen beeinflusst. Es wird hierfür zunächst untersucht, inwiefern sich die abnormale Aktienrendite unterscheidet, wenn Hedgefonds ihre Kommunikation mit einem Brief intensivieren. Anschließend wird das Regressionsmodell aus Formel (12) verwendet, um Aussagen darüber treffen zu können, ob mögliche Unterschiede auf die Briefe selbst zurückzuführen sind.

Tabelle 19 beinhaltet die durchschnittlichen kumulativen abnormalen Aktienrenditen unter Berücksichtigung (I) aller Ereignisse, (II) von ausschließlich Ereignissen mit mindestens einem dem Meldebericht Schedule 13D beigefügten Brief und (III) ausschließlich Ereignissen ohne durch Briefe intensivierter Kommunikation. Mit dem Mann-Whitney-Wilcoxon-Test wird geprüft, ob sich die durchschnittlichen kumulativen abnormalen Aktienrenditen der Gruppen (II) und (III) voneinander unterscheiden.

Die durchschnittliche abnormale Aktienrendite ist am Tag der Veröffentlichung der Meldeberichte bis hin zu elf Handelstage um die Veröffentlichung, sprich [-5:+5]-Handelstage, signifikant höher, wenn Hedgefonds einen Brief an das Unternehmensmanagement beifügen. Beispielsweise ist am Veröffentlichungstag der Meldeberichte die abnormale Aktienrendite fast zwei Prozentpunkte höher, wenn ein Brief mit veröffentlicht wird. Der deutlichste Unterschied ist für den Zeitraum [-3:+3]-Handelstage festzustellen. In diesem Zeitraum fallen die durchschnittlichen kumulativen abnormalen Aktienrenditen vier Prozentpunkte höher aus, wenn ein Brief angehängt ist. Abbildung 6 visualisiert die durchschnittliche kumulative abnormale Aktienrendite für die größte Zeitspanne mit signifikant unterschiedlichen Ergebnissen.

Abbildung 6: Kumulative abnormale Aktienrendite [-5:+5]-Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.



Anmerkung: Die Abbildung zeigt die durchschnittliche kumulative abnormale Aktienrendite, welche mit dem Vierfaktorenmodell nach Carhart (1997) abgeleitet wurde, für (I) alle Ereignisse im Datensatz, (II) Ereignisse mit mindestens einem dem Meldebericht Schedule 13D beigefügten Brief und (III) Ereignisse mit keinem beigefügten Brief. Innerhalb eines Zeitraums von elf Handelstagen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D ist im Durchschnitt eine kumulative abnormale Aktienrendite von 6,31 Prozent festzustellen, wenn mindestens ein Brief beigefügt ist. Ereignisse ohne beigefügten Brief weisen im gleichen Zeitraum im Durchschnitt eine kumulative abnormale Aktienrendite von 3,52 Prozent auf.

Aktienmärkte erhalten die Information, dass ein Activism betreibender Hedgefonds eingestiegen ist, regulär am Veröffentlichungstag des Meldeberichts, sprich in t_0 (vgl. Wong 2019: 2; Farrelly & Lhabitant 2017: 225). Investoren würden folglich die symmetrisch um die Veröffentlichung der Meldeberichte festgestellten kumulativen abnormalen Aktienrenditen nur internalisieren können, wenn sie die Aktien bereits zuvor gekauft hätten. Zudem besteht entsprechend der Analyse in Kapitel 5 die Möglichkeit, dass ein Teil der im Vorfeld der Veröffentlichung aufkommenden abnormalen Aktienrenditen durch die Hedgefonds selbst verursacht werden. Um beide Effekte zu berücksichtigen werden im Folgenden die kumulativen abnormalen Aktienrenditen vom Veröffentlichungstag der Meldeberichte bis hin zu zehn Handelstage danach ausgewertet. Die Ergebnisse bestätigen, dass Ereignisse, bei denen ein Brief an das Unternehmensmanagement beigefügt ist, eine signifikant höhere abnormale Aktienrendite aufweisen, als Ereignisse ohne Brief. Der größte

signifikante Unterschied ist für die Zeitspanne [0:+3]-Handelstage festzustellen. Ereignisse ohne Brief weisen in dieser Zeitspanne im Durchschnitt eine kumulative abnormale Aktienrendite von 2,18 Prozent auf, wohingegen bei Ereignissen mit mindestens einem Brief sich die durchschnittliche kumulative abnormale Aktienrendite auf über vier Prozent beläuft.

Tabelle 19: Kumulative abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.

	(I) Alle Ereignisse	(II) Ereignisse mit Brief(en)	(III) Ereignisse ohne Brief(e)	(II) – (III)
AR[0]	1,59 % ***	3,23 % ***	1,39 % ***	1,85 % ***
CAR[-1:+1]	2,57 % ***	4,62 % ***	2,32 % ***	2,30 % ***
CAR[-2:+2]	3,28 % ***	6,28 % ***	2,91 % ***	3,36 % ***
CAR[-3:+3]	3,56 % ***	7,28 % ***	3,11 % ***	4,17 % ***
CAR[-4:+4]	3,54 % ***	5,62 % ***	3,29 % ***	2,33 % *
CAR[-5:+5]	3,82 % ***	6,31 % ***	3,52 % ***	2,80 % *
CAR[-6:+6]	4,03 % ***	5,95 % ***	3,79 % ***	2,16 %
CAR[-7:+7]	4,57 % ***	6,23 % ***	4,37 % ***	1,86 %
CAR[-8:+8]	5,09 % ***	6,72 % ***	4,90 % ***	1,82 %
CAR[-9:+9]	5,25 % ***	7,15 % ***	5,02 % ***	2,12 %
CAR[-10:+10]	5,27 % ***	6,42 % ***	5,13 % ***	1,28 %
CAR[0:+1]	2,46 % ***	3,46 % ***	2,34 % ***	1,12 % **
CAR[0:+2]	2,46 % ***	3,86 % ***	2,29 % ***	1,57 % **
CAR[0:+3]	2,38 % ***	4,04 % ***	2,18 % ***	1,86 % **
CAR[0:+4]	2,26 % ***	3,15 % ***	2,15 % ***	1,00 % **
CAR[0:+5]	2,03 % ***	3,30 % ***	1,87 % ***	1,43 % **
CAR[0:+6]	2,04 % ***	2,82 % ***	1,94 % ***	0,88 % *
CAR[0:+7]	2,07 % ***	3,11 % ***	1,94 % ***	1,17 % *
CAR[0:+8]	1,99 % ***	2,82 % **	1,89 % ***	0,92 %
CAR[0:+9]	1,98 % ***	2,99 % ***	1,86 % ***	1,13 %
CAR[0:+10]	2,09 % ***	2,86 % ***	1,99 % ***	0,87 %

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet eine deskriptive Statistik zu den durchschnittlichen abnormalen Aktienrenditen (AR), abgeleitet mit dem Vierfaktorenmodell von Carhart (1997), am Veröffentlichungstag der Meldeberichte Schedule 13D (t_0) für (I) alle Ereignisse im Datensatz, (II) Ereignisse mit mindestens einem dem Meldebericht Schedule 13D beigefügten Brief und (III) Ereignisse mit keinem beigefügten Brief. Ferner werden die durchschnittlichen kumulativen abnormalen Aktienrenditen (CAR) um die Veröffentlichung der Meldeberichte angegeben. Die in eckigen Klammern erfasste Angabe spezifiziert die Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte. Die Ergebnisse des Einstichproben, zweiseitigen Wilcoxon-Tests werden für (I), (II) und (III) angegeben, um anzuzeigen, ob sich die Ergebnisse signifikant von null unterscheiden. In der letzten Spalte wird zudem die Renditedifferenz von (II) und (III) angegeben und ob sich die Rendite von (II) und (III) nach dem Mann-Whitney-Wilcoxon-Test signifikant voneinander unterscheidet. In allen Spalten kennzeichnen die Symbole ***, ** und * das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel.

Im Folgenden wird geprüft, ob die höhere abnormale Aktienrendite bei Ereignissen mit Briefen auf die Briefe selbst zurückzuführen ist. Dies erfolgt mittels weiterer OLS-Regressionen. Es liegen zu den OLS-Regressionen keine Probleme bezüglich Multikollinearität vor. Als erstes werden die Aktienkurse am Veröffentlichungstag der Meldeberichte Schedule 13D untersucht. Die Regressionsergebnisse können Tabelle 20 entnommen werden. Das schrittweise Vorgehen bei den Regressionen zeigt, dass die Existenz eines Briefs in einem positiven Zusammenhang mit den abnormalen

Aktienrenditen in t_0 steht. Die binäre Variable des Briefs weist jedoch nur auf einen signifikanten Zusammenhang hin, wenn die OLS-Regression die Kontrollvariablen zu den verschiedenen Activism-Zielen nicht beinhaltet. Für die abnormalen Aktienrenditen am Veröffentlichungstag der Meldeberichte sind folglich die Ziele der Hedgefonds, nicht jedoch die Briefe an sich, entscheidend.

Die kumulativen abnormalen Aktienrenditen von Ereignissen mit und ohne Briefen unterscheiden sich bei der Durchschnittsbetrachtung bis zu sieben Handelstage nach der Veröffentlichung der Meldeberichte (vgl. Tabelle 19). Die OLS-Regression wird dementsprechend auf die kumulativen abnormalen Aktienrenditen ausgeweitet (vgl. Tabelle 21). Die Regressionen umfassen alle Variablen, sprich die binäre Variable für den Brief, die Variable w^{MW} , welche beinhaltet, wie abgeschwächt Hedgefonds ihre Activism-Ziele formulieren, und binäre Variablen für die Activism-Ziele sowie SIC-Divisionen. Die Ergebnisse führen zu ähnlichen Ergebnissen wie bei der Auswertung der OLS-Regression zu abnormalen Aktienrenditen am Veröffentlichungstag der Meldeberichte. Unabhängig vom betrachteten Zeitraum nach dem Veröffentlichungstag, steht eine durch Briefe intensivierte Kommunikation in keinem robusten Zusammenhang mit der Verteilung der kumulativen abnormalen Aktienrenditen. Der Regressionskoeffizient ist in allen Modellen positiv und variiert zwischen 0,83 und 1,98. Die mindestens auf dem fünf Prozent Niveau signifikanten Variablen, die für die Activism-Ziele kontrollieren, weisen einen verhältnismäßig robusten Erklärungsgehalt auf, wenn der Betrachtungszeitraum nach dem Veröffentlichungstag erweitert wird. Activism-Ziele betreffend Eigenkapitalemissionen, der Restrukturierung von Schulden beziehungsweise der Rekapitalisierung weisen einen negativen und höchst signifikanten Zusammenhang mit den kumulativen abnormalen Aktienrenditen auf.

Die abschließende Analyse bezieht die Möglichkeit von Informationslecks im Vorfeld der Veröffentlichung der Meldeberichte ein (vgl. Coffee, Jr. & Palia 2016: 565–566; Clifford 2008: 328). Die OLS-Regressionen werden auf die kumulativen abnormalen Aktienrenditen angewendet, die Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D entstehen. Die kumulativen abnormalen Aktienrenditen der Gruppen mit und ohne Brief unterscheiden sich bis zu elf Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte. Die OLS-Regressionen werden dementsprechend auf die kumulativen abnormalen Aktienrenditen in diesen Zeitspannen angewendet.

Tabelle 22 beinhaltet die Ergebnisse. Intensivierte Kommunikation hängt positiv signifikant mit den kumulativen abnormalen Aktienrenditen $[-1:+1]$ -, $[-2:+2]$ - und $[-3:+3]$ -Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte zusammen. Der Zusammenhang ist jedoch lediglich auf dem Zehnprozentniveau signifikant. Ein positiver aber insignifikanter Zusammenhang ist bei der Untersuchung der kumulativen abnormalen Aktienrenditen in den Zeitspannen $[-4:+4]$ - und $[-5:+5]$ -Handelstage festzustellen.

Tabelle 20: OLS-Regressionen zur Wirkung von durch mit Briefen intensivierter Kommunikation auf abnormale Aktienrenditen am Veröffentlichungstag der Meldeberichte Schedule 13D.

Abhängige Variable: AR[0]	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
Achsenabschnitt	1,47 *** (5,55)	1,55 *** (5,15)	1,30 *** (3,45)	1,35 *** (3,34)	0,72 ** (2,11)	0,70 (1,51)
<i>B</i>	1,83 ** (2,28)	2,45 ** (2,25)	1,55 * (1,96)	1,99 * (1,85)	0,55 (0,47)	0,53 (0,39)
w^{MW}		-0,17 (-0,91)		-0,15 (-0,83)		0,02 (0,11)
<i>T</i>		0,00 (0,12)		0,00 (0,26)		0,00 (-0,71)
Allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value (1)					1,22 ** (2,16)	1,02 * (1,78)
Überschüssige Liquidität, zu geringer Verschuldungsgrad, Dividenden / Rückkäufe (2a)					0,00 (0,00)	0,34 (0,32)
Aktienemission, Umschuldung, Rekapitalisierung (2b)					-3,02 * (-1,69)	-3,60 ** (-2,02)
Operative Effizienz (3a)					2,15 * (1,89)	2,30 * (1,89)
Mangelnder Fokus, Geschäftsstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten (3b)					-0,35 (-0,33)	-0,14 (-0,13)
M&A: als Übernahmeobjekt (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3c)					0,13 (0,07)	-0,45 (-0,25)
Fusion (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3e)					0,02 (0,01)	1,52 (0,59)
Verfolgung von Wachstumsstrategien (3f)					-0,94 (-0,63)	-0,46 (-0,31)
Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Vermögenswerte an Dritte (4a)					0,03 (0,02)	0,26 (0,21)
Kontrollübernahme / Aufkauf / Börsenrückzug des Unternehmens (4b)					2,45 (1,00)	2,32 (0,95)
Abbau von Maßnahmen zur Vereitlung von Übernahmen (5a)					0,91 (0,45)	1,38 (0,66)
Austausch des CEO, Chairman (5b)					-0,87 (-0,56)	-0,64 (-0,41)
Board-Unabhängigkeit und angemessene Repräsentanz (5c)					1,65 ** (2,13)	1,48 * (1,92)
Weitere Offenlegung von Informationen / potenzieller Betrug (5d)					0,49 (0,30)	0,74 (0,42)
Übermäßige Vergütung des Unternehmensmanagements / leistungsorientierte Vergütung (5e)					-1,42 (-1,11)	-1,86 (-1,45)
Einbezug von SIC-Divisionen	nein	nein	ja	ja	nein	ja
Multipl. R^2	0,02	0,02	0,10	0,10	0,10	0,18
Adjustiertes R^2	0,01	0,01	0,07	0,07	0,05	0,10
N	284	284	284	284	284	284

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet die Regressionskoeffizienten und in Klammern die dazugehörigen *t*-Statistiken der linearen Regression aus Formel (12). Die abhängige Variable beinhaltet die abnormale Aktienrendite (*AR*) am Veröffentlichungstag der Meldeberichte Schedule 13D (t_0). Wenn ein Hedgefonds dem Meldebericht mindestens einen Brief an das Unternehmensmanagement beigefügt hat, nimmt die binäre Variable *B* einen Wert von eins an und andererseits null. Die Variable w^{MW} beinhaltet die mithilfe der Textanalyse ermittelten Werte. Die Variablen zu den Activism-Zielen basieren hauptsächlich auf Brav et al. (2008), siehe hierzu auch Abbildung 5. Binäre Variablen für die SIC-Divisionen werden einbezogen, um Industrieeffekte zu berücksichtigen. Die Symbole ***, **, und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel. Die VIF-Werte sind kleiner als fünf und deuten damit nicht auf Multikollinearität hin (vgl. Hair, Jr. et al. 2014: 200 und Oehler et al. 2018d: 38).

Tabelle 21: OLS-Regressionen zur Wirkung von durch mit Briefen intensivierter Kommunikation auf kumulative abnormale Aktienrenditen im Anschluss an die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D.

Abhängige Variable:	CAR[0:+1]	CAR[0:+2]	CAR[0:+3]	CAR[0:+4]
Achsenabschnitt	1,32 ** (2,48)	1,36 ** (2,11)	1,38 ** (2,02)	0,84 (1,24)
<i>B</i>	0,83 (0,54)	1,34 (0,72)	1,98 (1,00)	1,38 (0,70)
w^{MW}	0,00 (0,00)	0,02 (0,07)	0,17 (0,53)	0,18 (0,57)
<i>T</i>	0,00 (-1,32)	0,00 (-0,85)	0,00 (-1,09)	0,00 (-0,97)
Allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value (1)	2,49 *** (3,83)	2,24 *** (2,84)	2,52 *** (3,01)	3,15 *** (3,78)
Überschüssige Liquidität, zu geringer Verschuldungsgrad, Dividenden / Rückkäufe (2a)	0,09 (0,07)	-0,04 (-0,03)	0,61 (0,40)	0,34 (0,23)
Aktienemission, Umschuldung, Rekapitalisierung (2b)	-6,00 *** (-2,95)	-6,04 ** (-2,44)	-6,20 ** (-2,37)	-7,91 *** (-3,04)
Operative Effizienz (3a)	1,29 (0,93)	1,47 (0,87)	0,71 (0,40)	0,22 (0,12)
Mangelnder Fokus, Geschäftsstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten (3b)	-0,75 (-0,62)	-0,81 (-0,55)	-1,71 (-1,09)	-1,92 (-1,24)
M&A: als Übernahmeobjekt (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3c)	-0,81 (-0,40)	-1,14 (-0,46)	-1,62 (-0,62)	-1,83 (-0,70)
Fusion (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3e)	1,87 (0,64)	1,94 (0,55)	2,66 (0,71)	2,90 (0,78)
Verfolgung von Wachstumsstrategien (3f)	0,15 (0,09)	-1,12 (-0,54)	0,15 (0,07)	1,06 (0,49)
Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Vermögenswerte an Dritte (4a)	-0,66 (-0,47)	-0,81 (-0,48)	-0,51 (-0,29)	-0,72 (-0,41)
Kontrollübernahme / Aufkauf / Börsenrückzug des Unternehmens (4b)	2,77 (0,99)	3,40 (1,00)	2,91 (0,81)	2,14 (0,60)
Abbau von Maßnahmen zur Vereitlung von Übernahmen (5a)	2,89 (1,21)	3,82 (1,32)	3,47 (1,13)	3,81 (1,25)
Austausch des CEO, Chairman (5b)	2,35 (1,32)	2,84 (1,31)	1,73 (0,76)	1,22 (0,53)
Board-Unabhängigkeit und angemessene Repräsentanz (5c)	0,85 (0,96)	0,90 (0,84)	0,69 (0,61)	0,64 (0,57)
Weitere Offenlegung von Informationen / potenzieller Betrug (5d)	2,16 (1,08)	0,77 (0,32)	0,17 (0,07)	0,73 (0,28)
Übermäßige Vergütung des Unternehmensmanagements / leistungsorientierte Vergütung (5e)	-2,51 * (-1,71)	-3,13 * (-1,76)	-2,94 (-1,56)	-3,57 * (-1,91)
Einbezug von SIC-Divisionen	ja	ja	ja	ja
Multiples R^2	0,23	0,17	0,17	0,20
Adjustiertes R^2	0,16	0,09	0,09	0,12
N	284	283	283	283

Die Tabelle wird auf der nachfolgenden Seite fortgesetzt.

Fortsetzung von Tabelle 21.

Abhängige Variable:	CAR[0:+5]	CAR[0:+6]	CAR[0:+7]
Achsenabschnitt	0,23 (0,33)	0,14 (0,18)	-0,45 (-0,56)
B	0,85 (0,42)	0,85 (0,38)	0,87 (0,37)
w^{MW}	0,20 (0,61)	0,12 (0,34)	0,18 (0,49)
T	0,00 (-0,65)	0,00 (-0,75)	0,00 (-0,66)
Allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value (1)	3,59 *** (4,16)	3,71 *** (3,88)	4,53 *** (4,59)
Überschüssige Liquidität, zu geringer Verschuldungsgrad, Dividenden / Rückkäufe (2a)	0,41 (0,26)	1,12 (0,64)	0,44 (0,25)
Aktienemission, Umschuldung, Rekapitalisierung (2b)	-5,60 ** (-2,07)	-6,74 ** (-2,26)	-8,15 *** (-2,66)
Operative Effizienz (3a)	-0,49 (-0,27)	-0,72 (-0,35)	-0,76 (-0,36)
Mangelnder Fokus, Geschäftsstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten (3b)	-1,94 (-1,21)	-2,05 (-1,15)	-1,92 (-1,05)
M&A: als Übernahmeejekt (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3c)	-1,49 (-0,55)	-1,94 (-0,65)	-3,18 (-0,95)
Fusion (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3e)	3,46 (0,89)	2,02 (0,47)	1,50 (0,34)
Verfolgung von Wachstumsstrategien (3f)	1,76 (0,78)	1,47 (0,59)	1,90 (0,74)
Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Vermögenswerte an Dritte (4a)	-0,66 (-0,36)	-1,45 (-0,72)	-2,28 (-1,09)
Kontrollübernahme / Aufkauf / Börsenrückzug des Unternehmens (4b)	1,44 (0,39)	1,97 (0,48)	1,93 (0,46)
Abbau von Maßnahmen zur Vereitelung von Übernahmen (5a)	3,03 (0,96)	4,54 (1,30)	4,14 (1,16)
Austausch des CEO, Chairman (5b)	1,43 (0,61)	0,67 (0,26)	1,16 (0,43)
Board-Unabhängigkeit und angemessene Repräsentanz (5c)	0,75 (0,64)	0,95 (0,74)	1,10 (0,83)
Weitere Offenlegung von Informationen / potenzieller Betrug (5d)	1,10 (0,41)	3,07 (1,05)	3,02 (1,01)
Übermäßige Vergütung des Unternehmensmanagements / leistungsorientierte Vergütung (5e)	-4,32 ** (-2,22)	-3,22 (-1,50)	-3,35 (-1,51)
Einbezug von SIC-Divisionen	ja	ja	ja
Multiples R^2	0,19	0,19	0,23
Adjustiertes R^2	0,11	0,11	0,15
N	283	281	278

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet die Regressionskoeffizienten und in Klammern die dazugehörigen t -Statistiken der linearen Regression aus Formel (12). Die abhängige Variable beinhaltet die kumulative abnormale Aktienrendite (CAR) am Veröffentlichungstag der Meldeberichte Schedule 13D (t_0) bis zu sieben Handelstage nachfolgend. Wenn ein Hedgefonds dem Meldebericht mindestens einen Brief an das Unternehmensmanagement beigefügt hat, nimmt die binäre Variable B einen Wert von eins und andererseits null an. Die Variable w^{MW} beinhaltet die mithilfe der Textanalyse ermittelten Werte. Die Variablen zu den Activism-Zielen basieren hauptsächlich auf Brav et al. (2008), siehe hierzu auch Abbildung 5. Binäre Variablen für die SIC-Divisionen werden einbezogen, um Industrieeffekte zu berücksichtigen. Die Symbole ***, **, und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel. Die VIF-Werte sind kleiner als fünf und deuten damit nicht auf Multikollinearität hin (vgl. Hair, Jr. et al. 2014: 200 und Oehler et al. 2018d: 38).

Tabelle 22: OLS-Regressionen zur Wirkung von durch mit Briefen intensivierter Kommunikation auf kumulative abnormale Aktienrenditen unter Berücksichtigung möglicher Informationslecks.

Abhängige Variable:	CAR[-1:+1]	CAR[-2:+2]	CAR[-3:+3]	CAR[-4:+4]	CAR[-5:+5]
Achsenabschnitt	1,03 (1,63)	1,19 (1,20)	1,41 (1,36)	0,53 (0,48)	0,61 (0,49)
<i>B</i>	3,50 * (1,91)	5,30 * (1,86)	5,17 * (1,73)	3,74 (1,17)	2,47 (0,69)
w^{MW}	-0,44 (-1,50)	-0,33 (-0,73)	0,09 (0,18)	0,33 (0,66)	0,68 (1,20)
<i>T</i>	0,00 (-0,09)	0,00 (0,14)	0,00 (-0,12)	0,00 (0,05)	0,00 (-0,11)
Allgemeine Unterbewertung / Maximierung des Shareholder Value (1)	3,88 *** (4,97)	5,05 *** (4,17)	5,39 *** (4,24)	6,61 *** (4,88)	7,08 *** (4,68)
Überschüssige Liquidität, zu geringer Verschuldungsgrad, Dividenden / Rückkäufe (2a)	-0,94 (-0,66)	-1,70 (-0,76)	-1,19 (-0,51)	-2,39 (-0,96)	-2,31 (-0,83)
Aktienemission, Umschuldung, Rekapitalisierung (2b)	-2,74 (-1,13)	-3,21 (-0,85)	-5,37 (-1,35)	-5,89 (-1,39)	-3,64 (-0,77)
Operative Effizienz (3a)	-3,68 ** (-2,21)	-4,05 (-1,57)	-2,50 (-0,92)	-5,21 * (-1,80)	-5,90 * (-1,83)
Mangelnder Fokus, Geschäftsstrukturierungen und Abspaltungen von Geschäftseinheiten (3b)	0,73 (0,50)	-0,79 (-0,35)	-2,53 (-1,07)	-2,00 (-0,79)	-2,36 (-0,84)
M&A: als Übernahmeobjekt (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3c)	-2,70 (-1,10)	-4,45 (-1,17)	-6,08 (-1,53)	-6,34 (-1,49)	-6,79 (-1,43)
Fusion (gegen die Transaktion / für bessere Konditionen) (3e)	-1,94 (-0,55)	-2,48 (-0,46)	0,06 (0,01)	-1,09 (-0,18)	-1,40 (-0,21)
Verfolgung von Wachstumsstrategien (3f)	1,13 (0,55)	0,60 (0,19)	1,07 (0,32)	3,31 (0,93)	3,40 (0,86)
Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Vermögenswerte an Dritte (4a)	-0,13 (-0,08)	-0,41 (-0,16)	-0,34 (-0,13)	-0,65 (-0,23)	-0,64 (-0,20)
Kontrollübernahme / Kauf / Börsenrückzug des Unternehmens (4b)	1,72 (0,52)	0,42 (0,08)	6,30 (1,15)	6,78 (1,17)	6,53 (1,00)
Abbau von Maßnahmen zur Vereitlung von Übernahmen (5a)	0,68 (0,24)	2,74 (0,62)	3,04 (0,65)	6,65 (1,34)	6,00 (1,08)
Austausch des CEO, Chairman (5b)	2,21 (1,04)	0,88 (0,27)	-0,79 (-0,23)	-5,71 (-1,55)	-3,96 (-0,96)
Board-Unabhängigkeit und angemessene Repräsentanz (5c)	1,44 (1,37)	0,24 (0,15)	-0,38 (-0,22)	-0,73 (-0,40)	0,06 (0,03)
Weitere Offenlegung von Informationen / potenzieller Betrug (5d)	3,65 (1,53)	1,53 (0,41)	2,95 (0,76)	4,00 (0,96)	3,74 (0,81)
Übermäßige Vergütung des Unternehmensmanagements / leistungsorientierte Vergütung (5e)	-1,25 (-0,71)	-0,35 (-0,13)	-0,99 (-0,35)	-0,92 (-0,30)	-1,76 (-0,52)
Einbezug von SIC-Divisionen	ja	ja	ja	ja	ja
Multipl. R^2	0,22	0,15	0,17	0,18	0,16
Adjustiertes R^2	0,14	0,06	0,08	0,10	0,08
N	284	283	283	283	283

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet die Regressionskoeffizienten und in Klammern die dazugehörigen *t*-Statistiken der linearen Regression aus Formel (12). Die abhängige Variable beinhaltet die kumulative abnormale Aktienrendite (*CAR*) Handelstage um den Veröffentlichungstag (t_0) der Meldeberichte Schedule 13D. Wenn ein Hedgefonds dem Meldebericht mindestens einen Brief an das Unternehmensmanagement beigefügt hat, nimmt die binäre Variable *B* einen Wert von eins und andererseits null an. Die Variable w^{MW} beinhaltet die mithilfe der Textanalyse ermittelten Werte. Die Variablen zu den Activism-Zielen basieren hauptsächlich auf Brav et al. (2008), siehe hierzu auch Abbildung 5. Binäre Variablen für die SIC-Divisionen werden einbezogen, um Industrieeffekte zu berücksichtigen. Die Symbole ***, **, und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel. Die VIF-Werte sind kleiner als fünf und deuten damit nicht auf Multikollinearität hin (vgl. Hair, Jr. et al. 2014: 200 und Oehler et al. 2018d: 38).

6.3 Diskussion

Kapitel 6 beantwortet die Frage, ob Activism bezogene Kommunikation von Hedgefonds eine Wirkung auf abnormale Aktienrenditen hat. Im Mittelpunkt der Analyse steht, wenn Hedgefonds durch ihre Ausdrucksweise abgeschwächt kommunizieren und wenn Hedgefonds ihre Kommunikation mit Briefen an das Unternehmensmanagement intensivieren. In diesem Kontext wird auch der von Hedgefonds dargelegte Activism-Inhalt untersucht.

Formulierungen können auf Informationen hindeuten, die Aktienkurse beeinflussen. Folglich kann die Auswertung von Formulierungen dazu beitragen, Aktienkurse besser nachvollziehen zu können (vgl. Loughran & McDonald 2011: 62; Ferris et al. 2013: 1023). Im Fokus der Auswertung stand die Frage, ob eine abschwächende Ausdrucksweise von Hedgefonds eine Wirkung auf abnormale Aktienrenditen hat. Die Ergebnisse weisen auf einen negativen jedoch insignifikanten Zusammenhang hin. Die Robustheitsüberprüfungen untermauern, dass es keine robuste Beziehung gibt.

Eine abschwächende Ausdrucksweise von Activism-Zielen seitens Hedgefonds führt nicht zu negativen abnormalen Aktienrenditen. Marktteilnehmende schätzen demnach den erwarteten Activism-Wert aufgrund der Formulierungen nicht geringer ein (vgl. Becht et al. 2017: 2935; Brav et al. 2009: 216). Abschwächende Ausdrücke scheinen Hedgefonds nicht zu helfen, Intentionen zu verschleiern. Da Activism eine für die Ziele der Hedgefonds negative Reaktanz des Unternehmensmanagements auslösen kann (vgl. Westphal 1998: 513; siehe zudem David et al. 2007: 92), wurde in Kapitel 1.1 vermutet, dass abschwächende Ausdrucksweisen diese eventuell mildern können (vgl. Quick & Stephenson 2008: 448; Bessarabova et al. 2013: 357–358). Auch wenn die Reaktanz des Unternehmensmanagements nicht gemessen wurde (vgl. Brehm & Brehm 1981: 37; Rains 2013: 69), deuten die Ergebnisse nicht darauf hin, dass von abschwächenden Ausdrucksweisen ein derartiger positiver Effekt ausgeht.

Zu den Ergebnissen ist einschränkend anzumerken, dass sich die Analyse auf die abnormalen Aktienrenditen bis zu zehn Handelstage nach der Veröffentlichung der Meldeberichte bezieht. In Studien zu Hedgefonds Activism ist es durchaus üblich, Effekte in der kurzen Frist zu erforschen (vgl. beispielsweise Krishnan et al. 2016: 307–308; Tang 2020: 345). Eine geringfügig verzögerte Informationsverarbeitung der Aktienmarktteilnehmenden, wie von Tetlock et al. (2008: 1465) konstatiert, ist von der Analyse abgedeckt. Es ist jedoch nicht komplett ausgeschlossen, dass sich ein

Wirkungszusammenhang erst langfristig in den Aktienkursen widerspiegeln könnte (vgl. Cohen et al. 2020: 43).

Hedgefonds sprechen wesentlich häufiger an, dass das Unternehmen grundsätzlich unterbewertet sei, wenn sie ihre Kommunikation per Brief intensivieren. Die Wahrscheinlichkeit, dass sie ihre Kommunikation per Brief verstärken, steigt dadurch jedoch nicht. Die ausgeprägte Häufigkeit dieser Kategorie stimmt mit bisherigen Ergebnissen überein, dass Hedgefonds in unterbewertete Unternehmen investieren (vgl. Greenwood & Schor 2009: 374). Dass die Kategorie trotz der häufigeren Adressierung nicht die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass Hedgefonds ihre Kommunikation intensivieren, könnte daran liegen, dass man von einer Unterbewertung des Unternehmens auch ohne erweiterte Kommunikation profitieren kann. Bei alleiniger Verfolgung dieses Ziels könnte selbst der Meldebericht Schedule 13D durch den Meldebericht Schedule 13G ersetzt werden (vgl. Edmans et al. 2013: 1444).

Die Forderung nach höheren Dividenden und Aktienrückkäufen wird in Anbetracht aller Ereignisse ähnlich häufig formuliert wie bei Brav et al. (2008: 1742). Wenn Hedgefonds einen Brief an das Unternehmensmanagement richten, fordern sie weit häufiger höhere Dividenden und Aktienrückkäufe. Die Verfolgung dieses Ziels stimmt mit dem bisherigen Ergebnis überein, dass Hedgefonds Agenturkosten adressieren (vgl. Klein & Zur 2009: 225) und Dividenden das Potenzial haben, diese zu senken (vgl. Achleitner et al. 2010: 810; siehe zudem La Porta et al. 2000). Es mag auf den ersten Blick überraschen, dass die Forderung nach höheren Dividenden und Aktienrückkäufen nicht die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass Hedgefonds ihre Kommunikation mit Briefen intensivieren. Da Unternehmen jedoch laut Klein & Zur (2009: 226) im Durchschnitt dazu tendieren, ihre Ausschüttungen nach dem Einstieg eines Hedgefonds zu verdoppeln, mag dieses Ziel alleine keine erweiterte Kommunikation bedürfen. Ganz anders sieht es aus, wenn gefordert wird, die operative Effizienz zu steigern. Dieses Ziel wird nicht nur häufiger in Briefen adressiert als in Meldeberichten ohne Brief; es führt auch dazu, dass Hedgefonds eher einen Brief an das Unternehmensmanagement richten. Es könnte daher geschlossen werden, dass die Kommunikation mit dem Unternehmensmanagement gerade dann intensiviert wird, wenn die operative Performanz unzureichend erscheint.

Ein Drittel der Briefe adressieren den Verkauf wesentlicher Aktiva oder des gesamten Unternehmens. In jedem zehnten Fall wird der Abbau von Verteidigungsmaßnahmen zu Übernahmen gefordert. Hedgefonds intensivieren zudem eher ihre Kommunikation, wenn das Unternehmen übernommen werden soll. Die Ergebnisse stimmen mit früheren Befunden überein, dass Unternehmen, die von Activism betroffen sind, eine höhere Wahrscheinlichkeit aufweisen, ein Übernahmeangebot zu erhalten als Unternehmen, bei denen dieselben Hedgefonds passiv Anteile halten (vgl. Boyson et al. 2017: 71; siehe zudem Greenwood & Schor 2009: 374).

Kapitel 6.2 weist auf, dass Hedgefonds häufiger einen Austausch im Unternehmensmanagement fordern, wenn sie ihre Kommunikation per Brief intensivieren. Dies ist eventuell darauf zurückzuführen, dass es eine durchdachte Argumentation mit einer erweiterten Kommunikation bedarf, um andere Aktionäre von ihren Plänen zu überzeugen. Die Kosten einen CEO auszutauschen können nämlich höher ausfallen als diesen im Amt zu belassen, insbesondere wenn der nachfolgende CEO die Erwartungen der Aktionäre ebenso nicht erfüllt (vgl. Hemsley & Morais 2017: 38–39).

Wirkt eine durch Briefe intensivierte Kommunikation seitens Hedgefonds auf die abnormalen Aktienrenditen der von Activism betroffenen Unternehmen? Kapitel 6.2 präsentiert hierzu interessante Ergebnisse. Während bei Ereignissen mit Briefen eine höhere abnormale Aktienrendite gemessen wurde, ist diese nicht auf den Brief an sich zurückzuführen. Öffentliche, an das Unternehmensmanagement gerichtete Briefe scheinen die Unsicherheit der anderen Marktteilnehmenden bezüglich des erwarteten Activism-Erfolgs nicht zu senken. Ein Brief an sich ist folglich kein positives (aber auch kein negatives) Signal für die anderen Marktteilnehmenden.

Die Analyse, ob intensivierte Kommunikation die abnormalen Aktienrenditen beeinflusst, weist stellenweise auf dem Zehnprozentniveau signifikante Ergebnisse auf. Dies betrifft die Regressionen, bei denen abnormale Aktienrenditen vor der Veröffentlichung der Meldeberichte einbezogen werden. Diese Ergebnisse sind nicht nur aufgrund der äußerst geringen Signifikanz vorsichtig zu bewerten. Da sich die Ergebnisse ausschließlich auf Zeitspannen beziehen, bei denen Informationslecks im Vorfeld der Veröffentlichung der Meldeberichte in Betracht gezogen werden, besteht auch die Möglichkeit eines umgekehrten Zusammenhangs. Das mit dem angestrebten Activism verbundene Potenzial könnte Hedgefonds dazu bewegen, ihre

Kommunikation zu verstärken. Hedgefonds könnten eventuell gerade dann mit Briefen kommunizieren, wenn sie von ihren Activism-Zielen einen höheren Wert erwarten. Bei gleichem Vorhaben (beispielsweise die Optimierung der Kapitalstruktur), würde ein Hedgefonds fallweise einen höheren Wert aus der Umsetzung erwarten. Hierfür spricht auch das Ergebnis aus Kapitel 5, wonach die abnormalen Aktienrenditen im Vorfeld der Meldeberichte zumindest teilweise durch die Handelsaktivitäten der Hedgefonds selbst verursacht sein können.

Hedgefonds sind als rationale Investoren bekannt (vgl. Brunnermeier & Nagel 2004: 2014 & 2037; Cao et al. 2018: 78 & 112). Es konnte in dieser Dissertation ein robuster Zusammenhang von intensivierter Kommunikation auf abnormale Aktienrenditen ausgeschlossen werden. Die Frage bleibt jedoch, warum Hedgefonds zusätzlich per Brief kommunizieren. Ein Erklärungsansatz könnte sein, dass Hedgefonds Briefe senden, um die Aufmerksamkeit von beispielsweise Journalisten zu bekommen. Diese Vermutung würde mit Farrelly & Lhabitant (2017: 225) übereinstimmen, die darlegen, dass Hedgefonds Briefe an das Unternehmensmanagement breitflächig verteilen. Ebenso könnten die Briefe ein Signal an die Anleger der Hedgefonds sein, dass diese keine Mühen scheuen, Activism zu betreiben. Hedgefonds würden folglich von ihren öffentlichen Activism-Briefen profitieren, wenn sie andere Stakeholder beeindrucken. Diese Hypothese könnte zukünftig von Forschenden analysiert werden, die Zugang zu Personen haben, die ihre finanziellen Mittel (teilweise) in Hedgefonds investieren.

7 Hat die Bekanntgabe eines Anteilsverkaufs von Activism betreibenden Hedgefonds eine Wirkung auf abnormale Renditen des betroffenen Unternehmens?³¹

7.1 Methodischer Ansatz

Im Datensatz befinden sich 566 Meldeberichte des Typs Schedule 13D/A, die netto einen Aktienverkauf kennzeichnen. Um zu analysieren, wie sich bereits die erste Verkaufsmeldung auf die abnormale Aktienrendite auswirkt, werden die Meldeberichte zunächst aufgeteilt. Die erste Gruppe besteht aus Meldeberichten, die einen Aktienverkauf von Hedgefonds an einem Unternehmen kennzeichnen, dem kein Aktienverkauf in einer bestimmten Zeit vorausgegangen ist. Sie werden im Folgenden als erste verkaufsbezogene Meldeberichte betitelt. Die zweite Gruppe besteht aus Meldeberichten, die die Unterschreitung der fünf Prozent Meldeschwelle kennzeichnen (vgl. Zwickel & Harrison 2019: 6), unabhängig davon, ob zuvor ein anderer Meldebericht veröffentlicht wurde. Meldeberichte der zweiten Gruppe werden im Folgenden als abschließende Meldeberichte bezeichnet.

Der Zeitrahmen zur ersten Gruppe wird zur Robustheitsüberprüfung verschieden lang gewählt. Ein verkaufsbezogener Meldebericht Schedule 13D/A wird als erste Verkaufsmeldung klassifiziert, wenn diesem kein verkaufsbezogener Meldebericht des Hedgefonds 30, 60, oder 90 Kalendertage vorausgeht. Die erste Gruppe umfasst 412, 366 beziehungsweise 323 erste verkaufsbezogene Meldeberichte. Hiervon sind 129 (31 Prozent), 117 (32 Prozent) beziehungsweise 108 (33 Prozent) der Ereignisse ebenso abschließende Meldeberichte.

Die abnormalen Aktienrenditen um die Veröffentlichung der verkaufsbezogenen Meldeberichte werden mit dem Drei-, Vier- und Fünffaktorenmodell nach Fama & French (1993), Carhart (1997) beziehungsweise Fama & French (2015) ermittelt. Das Prozedere ist analog zur Ermittlung der abnormalen Aktienrenditen beim Einstieg von Hedgefonds aufgebaut (siehe Kapitel 5.1). Es wird deswegen im Folgenden konzentriert dargestellt. Die Aktienkurse werden CRSP als Total-Return-Daten

³¹ Kapitel 7 stammt im Wesentlichen aus Schmitz (2019).

entnommen. Die Daten zu den Faktorenmodellen stammen aus der Kenneth R. French Datenbibliothek.

Um die täglichen abnormalen Aktienrenditen $[-10:+10]$ -Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte zu berechnen, werden zunächst die Koeffizienten mit dem jeweiligen Faktorenmodell $[-110:-10]$ -Handelstage vor der Veröffentlichung der Meldeberichte ermittelt. Die erwartete tägliche Aktienrendite wird anschließend mittels dieser Koeffizienten für die 21 Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte geschätzt (vgl. Kapitel 5.1). Die tägliche abnormale Aktienrendite des Unternehmens zu einem Meldebericht Schedule 13D/A wird ermittelt, indem die vom Modell geschätzte Aktienrendite von der tatsächlichen Aktienrendite subtrahiert wird (vgl. Armitage 1995: 25; Al-Shattarat & Al-Shattarat 2017: 361).

Für manche Investoren mag die Anwendung der Faktorenmodelle zu komplex und die sich daraus ableitenden risikoadjustierten Aktienrenditen nur eingeschränkt nachvollziehbar sein (vgl. Batten 2000: 63). Es wird deshalb zusätzlich eine leichter verständliche, jedoch weniger akkurate Methode angewendet, abnormale Aktienrenditen zu bestimmen. Die tägliche Aktienrendite r des Unternehmens wird ausschließlich durch die tägliche Gesamtrendite des S&P 500 Index $r_{S\&P500}$ adjustiert (siehe zudem Oehler et al. 2017a: 75):

$$r_{i,t}^{S\&P500\ adj.} = r_{i,t} - r_{S\&P500,t}. \quad (13)$$

Der Russell 1000 Value Index wird zur Robustheitsüberprüfung anstelle des S&P 500 Index verwendet. Dieser Index beinhaltet Aktien, die Value-Charakteristika aufweisen (vgl. Tan 2013: 40). Der Index wurde gewählt, da von Hedgefonds Activism betroffene Unternehmen vorzugsweise Value-Unternehmen sind (vgl. Brav et al. 2008: 1730, 2009: 188) und Investoren die Rendite grundsätzlich über einen Exchange Traded Fund (ETF) im Portfolio abbilden können (vgl. Tan 2013: 40). Die Gesamtrendite des Russell 1000 Value Index wird durch den iShares Russell 1000 Value ETF approximiert. Die Gesamtrendite des ETF stellt „Compustat“ zur Verfügung. Beide Indizes – der S&P 500 Index und der Russell 1000 Value Index – wahren den Grundgedanken, einen Renditevergleich zu ermöglichen, der die Empfehlung an Haushalte berücksichtigt, in breitstreuende, diversifizierte ETFs anzulegen (vgl.

Bhattacharya et al. 2017: 1248; Statman 2004: 46–47; Oehler & Wanger 2020: 9; siehe zudem Oehler et al. 2016b: 515; Horn & Oehler 2020: 490; Oehler et al. 2017c: 59).

Beim Einstieg eines Hedgefonds können weniger versierte Investoren aufgrund der schnellen Einpreisung des erwarteten Activism-Werts (vgl. Kapitel 5) und ihrer Handelsgebühren (vgl. Barber & Odean 2001: 270–271; Oehler & Wanger 2020: 5) kaum durch aktives Handeln profitieren. Die Methode einer weniger akkuraten Risikoadjustierung drängt sich folglich bei der Untersuchung des Einstiegs nicht auf. Vor dem Ausstieg eines Hedgefonds ist sein Handeln (im Gegensatz zu seinen Aktivitäten vor dem Einstieg) grundsätzlich beobachtbar. Der Ausstieg eines Activism betreibenden Hedgefonds ist folglich ein mögliches Szenario, dass sich bestehende Aktionäre bewusst sein sollten. Im Sinne eines „pump-and-dump“-Musters könnten negative Aktienrenditen aufkommen, nachdem ein Hedgefonds ausgestiegen ist (vgl. Bebchuk et al. 2015: 1131–1132). Der Ausstieg ist daher möglicherweise mit wesentlichen Risiken verbunden sein, die auch die Entscheidungen von einfachen buy-and-hold-Aktionären beeinflussen.

Der Großteil der Meldeberichte Schedule 13D/A enthält Informationen über den Verkaufskanal der Aktien (siehe zudem Brav et al. 2008: 1747–1749). Hedgefonds verkauften in über 85 Prozent der im Datensatz befindlichen Ereignisse ihre Aktien in Offenmarkttransaktionen. Die Auswertungen unterscheiden sich nicht wesentlich, wenn ausschließlich diese Ereignisse berücksichtigt werden.

Der Shapiro-Wilk-Test zeigt, dass die abnormalen Aktienrenditen nicht normalverteilt sind. Es wird daher kein t -test verwendet, um zu prüfen, ob die durchschnittlichen abnormalen Aktienrenditen sich signifikant von null unterscheiden. Stattdessen wird der Einstichproben, zweiseitige Wilcoxon-Test durchgeführt (vgl. Chandra & Rohrbach 1990: 124–125; Saxena & Singh 2016: 61), auch wenn dieser streng genommen Mediane betrachtet (vgl. Novotná 2013: 97).

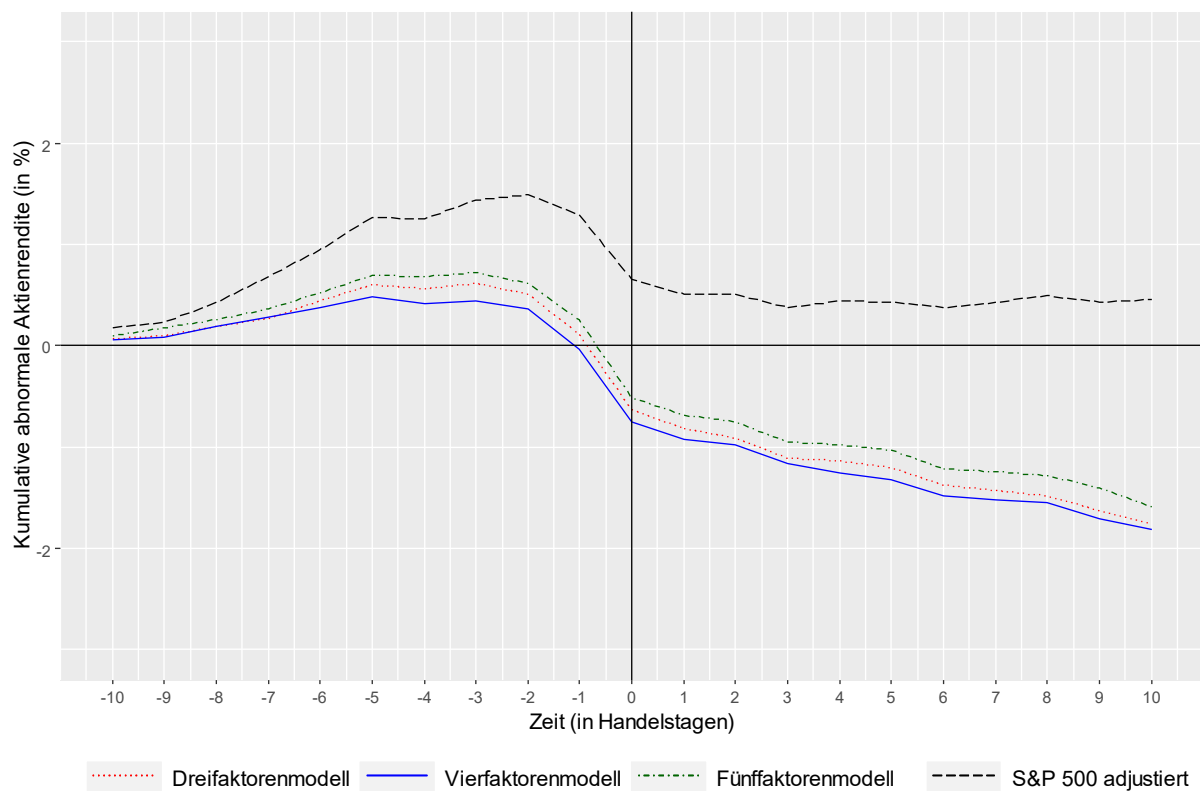
7.2 Ergebnisse

Der erste verkaufsbezogene Meldebericht Schedule 13D/A eines Hedgefonds ist am Veröffentlichungstag im Durchschnitt von einer abnormalen Aktienrendite von ungefähr $-0,6$ Prozent begleitet. Durchschnittliche abnormale Aktienrenditen sind ebenfalls am vorhergehenden Handelstag negativ, jedoch in einem geringeren Umfang mit ungefähr $-0,4$ Prozent. Der Wilcoxon-Test zeigt, dass sich die Mediane der abnormalen Aktienrenditen am Veröffentlichungstag sowie am Handelstag zuvor signifikant von null unterscheiden. Die Mediane der abnormalen Aktienrenditen vor diesen Handelstagen sind statistisch kaum von null zu differenzieren. Die kumulative abnormale Aktienrendite sinkt im Durchschnitt über mehrere Handelstage konstant nach der Veröffentlichung erster verkaufsbezogener Meldeberichte. Eine kumulative abnormale Aktienrendite von -1 Prozent ist im Durchschnitt zu konstatieren, wenn $[-10:+3]$ -Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte betrachtet werden. Eine durchschnittliche kumulative abnormale Rendite von $-1,7$ Prozent ist festzustellen, wenn der betrachtete Zeitraum auf $[-10:+10]$ -Handelstage erweitert wird.

Es werden verschiedene Modelle angewendet, um die abnormalen Aktienrenditen zu bestimmen. Die durchschnittliche abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung der ersten verkaufsbezogenen Meldeberichte Schedule 13D ist in Abbildung 7 abgebildet. Für die Abbildung wurde die konservativste Definition von einer ersten Verkaufsmeldung angewendet. Der Hedgefonds hat folglich 90 Kalendertage zuvor keinen verkaufsbezogenen Meldebericht Schedule 13D/A zu dem Unternehmen veröffentlicht.

Die visualisierten abnormalen Aktienrenditen, welche mit dem Drei-, Vier- und Fünffaktorenmodell bestimmt wurden, unterscheiden sich kaum. Die Mittelwerte der Koeffizienten zu den Faktorenmodellen, welche in der Schätzperiode ermittelt wurden, sind in Tabelle 23 angegeben. Die durchschnittlichen Koeffizienten zu den Faktoren *UMD*, *RMW* und *CMW* fallen verhältnismäßig klein aus. Der Erklärungsgehalt der Regressionen, gemessen am durchschnittlichen adjustierten R^2 , erhöht sich kaum, wenn zum Dreifaktorenmodell weitere Faktoren hinzugenommen werden. Die weiteren Auswertungen berücksichtigen daher im Einklang mit der bestehenden Literatur zu Hedgefonds Activism (vgl. Bebchuk et al. 2015: 1124; Cao et al. 2018: 100; Becht et al. 2017: 2961) die mit dem Vierfaktorenmodell bestimmten abnormalen Aktienrenditen.

Abbildung 7: Abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung erster verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A von Hedgefonds.



Anmerkung: Die Abbildung visualisiert die durchschnittliche kumulative abnormale Aktienrendite, welche mit dem Drei-, Vier- und Fünffaktorenmodell von Fama & French (1993), Carhart (1997) beziehungsweise Fama & French (2015) bestimmt wurde. Zusätzlich visualisiert sie die durchschnittliche kumulative Aktienrendite, welche um die Gesamrendite des S&P 500 Index adjustiert wurde. Die Zeitachse ist in Handelstagen notiert, Handelstag t_0 kennzeichnet den Veröffentlichungstag des jeweiligen Meldeberichts Schedule 13D/A. Es sind ausschließlich die Meldeberichte berücksichtigt, bei denen der Hedgefonds keinen vorherigen verkaufsbezogenen Meldebericht Schedule 13D/A für das entsprechende Unternehmen innerhalb 90 Kalendertagen veröffentlicht hat.

Tabelle 23: Deskriptive Statistik zu den mit den Faktorenmodellen ermittelten Koeffizienten bei der Untersuchung der Ausstiege von Activism betreibenden Hedgefonds.

Koeffizient (Faktor)	Dreifaktorenmodell	Vierfaktorenmodell	Fünffaktorenmodell
a	-0,0002	-0,0002	-0,0002
$b (r_M - r_f)$	0,0099	0,0101	0,0100
$s (SMB)$	0,0064	0,0062	0,0065
$h (HML)$	0,0012	0,0010	-0,0003
$u (UMD)$	-/-	-0,0005	-/-
$w (RMW)$	-/-	-/-	0,0008
$c (CMA)$	-/-	-/-	0,0024
Adjustiertes R^2	0,2802	0,2883	0,2906
N	537	537	537

Anmerkung: Die Tabelle gibt die Durchschnitte der mit den Faktorenmodellen im Schätzzeitraum ermittelten Koeffizienten an sowie den Durchschnitt der adjustierten R^2 bei der Ermittlung der Koeffizienten. Die Werte wurden auf die vierte Nachkommastelle gerundet.

Bei abschließenden Meldeberichten sind für den Veröffentlichungstag sowie den vorherigen Handelstag ähnliche durchschnittliche abnormale Aktienrenditen festzustellen wie bei ersten verkaufsbezogenen Meldeberichten. Die durchschnittliche kumulative abnormale Aktienrendite 21 Handelstage um die Veröffentlichung der Meldeberichte fällt negativer aus, wenn nur die abschließenden Meldeberichte betrachtet werden. Eine kumulative abnormale Aktienrendite von $-2,88$ Prozent ist festzustellen, wenn Hedgefonds mit dem abschließenden Meldebericht vom Radar verschwinden. Im Gegensatz hierzu ist bei ersten verkaufsbezogenen Meldeberichten in der gleichen Zeitspanne eine kumulative abnormale Aktienrendite von ungefähr $-1,7$ Prozent im Durchschnitt festzustellen (vgl. Tabelle 24).

In der weiteren Untersuchung wird bei den ersten verkaufsbezogenen Meldeberichten zwischen erfolgreichen und nicht erfolgreichen Activism-Ereignissen unterschieden. Die nicht erfolgreichen Activism-Ereignisse bei Brav et al. (2008: 1765) sind in der Durchschnittsbetrachtung durch negative abnormale Aktienrenditen vor dem Veröffentlichungstag der abschließenden Meldeberichte gekennzeichnet. Die bisherigen Ergebnisse der Dissertation haben gezeigt, dass die abnormalen Aktienrenditen sich am Veröffentlichungstag sowie am vorherigen Handelstag von null unterscheiden. Der Datensatz wird daher wie folgt in erfolgreiche und nicht erfolgreiche Activism-Ereignisse unterteilt. Sofern die kumulative abnormale Aktienrendite $[-10:-2]$ -Handelstage vorab positiv (negativ) ist, wird das Activism-Ereignis als erfolgreich (nicht erfolgreich) klassifiziert. Beide Gruppen sind ungefähr gleich groß.

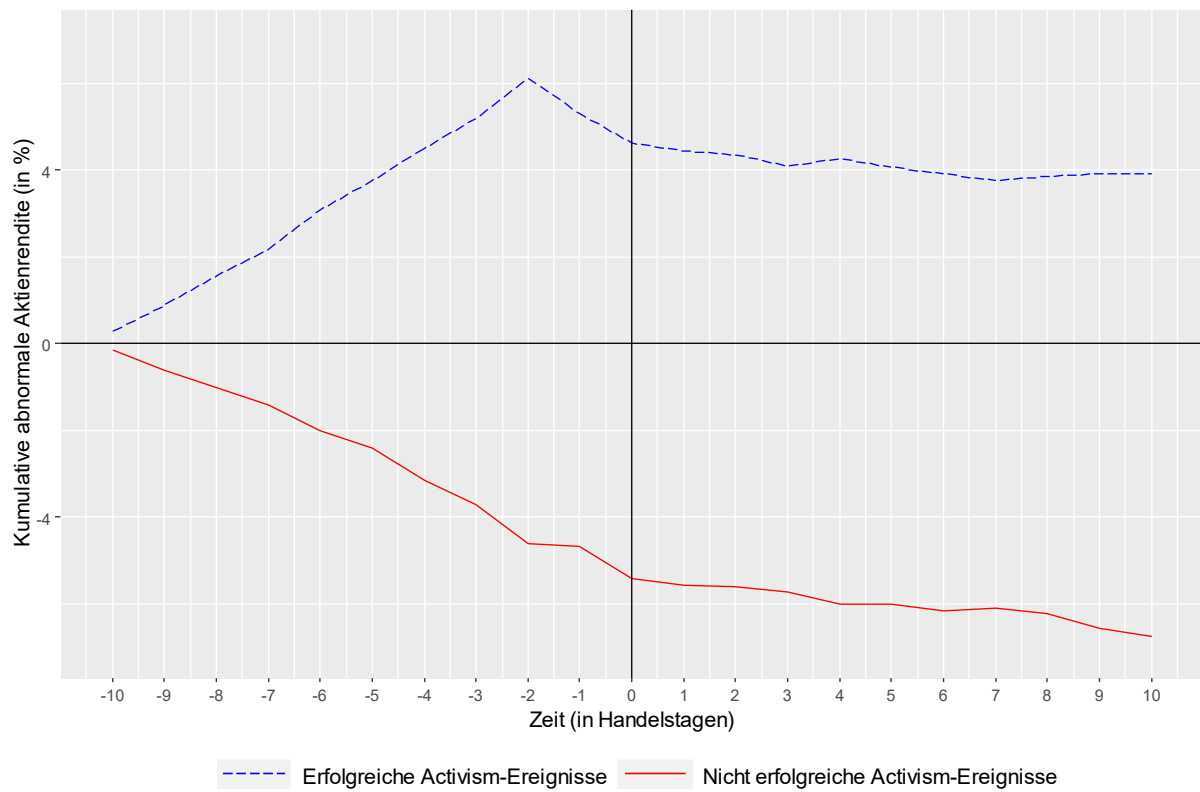
Der erste verkaufsbezogene Meldebericht führt im Fall von erfolgreichem Hedgefonds Activism weder zu positiven noch negativen abnormalen Aktienrenditen. Die Aktien von Unternehmen aus der Gruppe nicht erfolgreicher Activism-Ereignisse weisen nicht nur vor der Meldung des (teilweisen) Ausstiegs eine negative abnormale Aktienrendite aus, sondern auch anschließend (vgl. Abbildung 8).

Tabelle 24: Abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung erster und abschließender verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A.

Handelstag	Erster verkaufsbezogener Meldebericht Schedule 13D/A innerhalb ...				Abschließender Meldebericht Schedule 13D/A
	... 30 Tagen	... 30 Tagen†	... 60 Tagen	... 90 Tagen	
N (insg. 537)	412	360	366	323	172
-----Durchschnittliche abnormale Aktienrendite-----					
-10	0,03	0,04	0,05	0,05	0,00
-9	0,03	-0,01	0,01	0,03	0,02
-8	0,08	0,13	0,12	0,11	-0,08
-7	0,00	-0,01	0,07	0,09	-0,05
-6	0,09	0,04	0,09	0,09	0,00
-5	0,17	0,19	0,15	0,11	-0,01 **
-4	-0,05	-0,05	-0,02	-0,07	-0,19
-3	0,00	0,07	0,00	0,02	-0,16
-2	-0,05 **	-0,12 ***	-0,12 ***	-0,08 **	0,09
-1	-0,40 ***	-0,41 ***	-0,43 ***	-0,39 ***	-0,45 ***
0	-0,57 ***	-0,58 ***	-0,62 ***	-0,73 ***	-0,79 ***
1	-0,11	-0,12	-0,15 *	-0,17 *	-0,13
2	-0,07	-0,13 **	-0,04	-0,05 *	-0,02
3	-0,18 **	-0,14 **	-0,14 **	-0,19 **	-0,21 **
4	-0,11	-0,10	-0,14	-0,10	-0,19 *
5	-0,15 **	-0,14 *	-0,15 **	-0,07	-0,16
6	-0,16 ***	-0,11 **	-0,15 ***	-0,16 ***	-0,14
7	-0,03	0,06	0,01	-0,04	0,00
8	-0,01 **	0,02	0,01	0,03	-0,04
9	-0,20 *	-0,20 *	-0,17 *	-0,16 *	-0,27 *
10	-0,06	-0,06	-0,07	-0,11	-0,14
-----Durchschnittliche kumulative abnormale Aktienrendite-----					
-10	0,03	0,04	0,05	0,05	0,00
-9	0,06	0,03	0,06	0,08	0,02
-8	0,14	0,16	0,18	0,20	-0,06
-7	0,14	0,15	0,25	0,29	-0,11
-6	0,24	0,20	0,34	0,38	-0,11
-5	0,41	0,39	0,50	0,49	-0,11
-4	0,36	0,34	0,47	0,42	-0,30
-3	0,36	0,41	0,48	0,44	-0,46
-2	0,31	0,29	0,36	0,36	-0,38
-1	-0,08	-0,12	-0,07	-0,03	-0,82
0	-0,65 *	-0,70	-0,69	-0,76	-1,61 *
1	-0,76 **	-0,83 *	-0,84 *	-0,92 *	-1,74 **
2	-0,83 **	-0,95 **	-0,88 **	-0,98 *	-1,76 **
3	-1,01 **	-1,09 **	-1,01 **	-1,16 *	-1,97 **
4	-1,12 **	-1,19 **	-1,15 **	-1,26 **	-2,15 **
5	-1,26 **	-1,33 **	-1,29 **	-1,33 **	-2,31 **
6	-1,42 ***	-1,44 **	-1,44 ***	-1,48 **	-2,45 **
7	-1,46 ***	-1,38 **	-1,43 ***	-1,52 **	-2,45 **
8	-1,47 ***	-1,36 **	-1,43 ***	-1,55 **	-2,49 **
9	-1,67 ***	-1,56 ***	-1,59 ***	-1,71 ***	-2,75 ***
10	-1,73 ***	-1,62 ***	-1,66 ***	-1,82 ***	-2,88 ***

Anmerkung: Diese Tabelle beinhaltet die durchschnittliche (kumulative) abnormale Aktienrendite, welche mit dem Vierfaktorenmodell nach Carhart (1997) ermittelt wurde, [-10:+10]-Handelstage um die Veröffentlichung der verkaufsbezogenen Meldeberichte Schedule 13D/A. Es wird differenziert, ob der Meldebericht der erste verkaufsbezogene Meldebericht des entsprechenden Hedgefonds innerhalb von 30, 60 beziehungsweise 90 Kalendertagen war. Beispielweise steht die Veröffentlichung eines innerhalb 30 Kalendertagen des betreffenden Hedgefonds ersten verkaufsbezogenen Meldeberichts Schedule 13D/A in Verbindung mit einer durchschnittlichen abnormalen Aktienrendite von -0,57 Prozent am Veröffentlichungstag und einer kumulativen abnormalen Aktienrendite von -1,73 Prozent [-10:+10]-Handelstage um die Veröffentlichung. Das Kreuz (†) zeigt den Ausschluss von Ereignissen an, bei denen die entsprechenden Hedgefonds mindestens einen weiteren verkaufsbezogenen Meldebericht Schedule 13D/A innerhalb von 14 Kalendertagen veröffentlicht haben. Zudem gibt die Tabelle die durchschnittlichen (kumulativen) abnormalen Aktienrenditen um abschließende verkaufsbezogene Meldeberichte Schedule 13D/A an. Diese zeigen an, dass der Investor nicht mehr Eigentümer von mehr als fünf Prozent des Unternehmens ist. Die Ergebnisse des Einstichproben, zweiseitigen Wilcoxon-Tests werden durch die folgenden Symbole dargestellt: ***, ** und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel.

Abbildung 8: Abnormale Aktienrendite um die Veröffentlichung erster verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A unterteilt nach erfolgreichen und nicht erfolgreichen Ereignissen.



Anmerkung: Die Abbildung visualisiert die durchschnittliche kumulative abnormale Aktienrendite, ermittelt mit dem Vierfaktorenmodell von Carhart (1997), für erste verkaufsbezogene Meldeberichte Schedule 13D/A von Hedgefonds. Ein Meldebericht ist nur dann berücksichtigt, wenn der Hedgefonds zuvor keinen verkaufsbezogenen Meldebericht Schedule 13D/A bezüglich des Unternehmens innerhalb von 90 Kalendertagen veröffentlichte. Die Activism-Ereignisse sind danach untergliedert, ob der Hedgefonds vor dem Ausstieg erfolgreich ($CAR[-10: -2] \geq 0$, $N = 154$) beziehungsweise nicht erfolgreich ($CAR[-10: -2] < 0$, $N = 169$) war. Die Zeit ist in Handelstagen angegeben, t_0 gibt den Veröffentlichungstag der Meldeberichte an.

Das durchschnittliche abnormale Handelsvolumen um die Veröffentlichung der Meldeberichte Schedule 13D/A ist in Tabelle 25 dargestellt. Das abnormale Handelsvolumen wird untersucht, da Handelsliquidität essentiell für die Informationseffizienz von Aktienkursen ist (vgl. Oehler 2006c: 76; Boehmer & Kelley 2009: 3564). Die Ergebnisse sind hinsichtlich der verschiedenen strengen Definitionen zu ersten verkaufsbezogenen Meldeberichten robust. Ebenso führt der Ausschluss von Ereignissen, bei denen anschließend eine weitere Verkaufsmeldung erfolgt, zu kaum anderen Ergebnissen. Das durchschnittliche Handelsvolumen ist um die Veröffentlichung hoch. Ein wesentlicher Anstieg des durchschnittlichen Handelsvolumens ist unmittelbar zum Veröffentlichungszeitpunkt von ersten verkaufsbezogenen Meldeberichten zu konstatieren. Das durchschnittliche Handelsvolumen erreicht für alle Definitionen von ersten verkaufsbezogenen

Meldeberichten am vorherigen Handelstag seinen Höhepunkt. Am Vorveröffentlichungstag ist es dreimal so hoch wie im Schätzzeitraum. Bei abschließenden verkaufsbezogenen Meldeberichten ist das tägliche abnormale Handelsvolumen viermal höher als im Schätzzeitraum.

Tabelle 25: Abnormales Handelsvolumen um die Veröffentlichung der verkaufsbezogenen Meldeberichte Schedule 13D/A.

Handelstag	Erster verkaufsbezogener Meldebericht Schedule 13D/A innerhalb ...				Abschließender Meldebericht Schedule 13D/A
	... 30 Tagen	... 30 Tagen†	... 60 Tagen	... 90 Tagen	
N (insg. 537)	412	360	366	323	172
-10	2,64 ***	1,80 ***	2,05 ***	3,48 **	9,59
-9	3,00 ***	1,79 ***	2,46 ***	4,31 ***	15,18
-8	19,97	21,15	21,69	25,29	18,04
-7	18,43	18,24	21,83	26,37	21,73
-6	23,61	22,00	25,89	28,96	27,84
-5	24,63	24,93	25,76	20,32 *	16,18
-4	42,16	46,55	43,97	47,57 *	42,04 *
-3	67,83 ***	68,66 ***	70,65 ***	78,02 ***	63,23 **
-2	142,91 ***	151,01 ***	155,28 ***	167,73 ***	250,97 ***
-1	183,15 ***	195,10 ***	200,18 ***	223,94 ***	339,26 ***
0	70,81 ***	73,65 ***	77,69 ***	86,96 ***	120,27 ***
1	50,74 ***	47,07 ***	55,60 ***	61,78 ***	65,03 ***
2	40,63 ***	37,54 ***	43,50 ***	47,27 ***	49,53 ***
3	33,61 ***	28,57 **	37,54 ***	39,37 ***	36,90
4	27,01 ***	24,65 *	28,11 ***	28,41 ***	35,75 **
5	30,07 ***	26,32 *	33,68 ***	35,10 ***	28,76 **
6	22,70 ***	18,02	23,61 ***	23,76 ***	28,01 **
7	15,41	10,78	15,09	15,93	17,49
8	16,83	11,46	17,41	19,48	24,09
9	18,48	12,82 **	17,43	20,78	15,28
10	18,10	9,52 *	18,41	20,68	12,28

Anmerkung: Die Tabelle gibt das durchschnittliche abnormale Handelsvolumen um die Veröffentlichung verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A an. Es wird differenziert, ob der Meldebericht der erste verkaufsbezogene Meldebericht des entsprechenden Hedgefonds innerhalb von 30, 60 beziehungsweise 90 Kalendertagen war. Das Kreuz (†) zeigt den Ausschluss von Ereignissen an, bei denen die entsprechenden Hedgefonds mindestens einen weiteren verkaufsbezogenen Meldebericht Schedule 13D/A innerhalb von 14 Kalendertagen veröffentlicht haben. Zudem gibt die Tabelle das durchschnittliche (kumulative) abnormale Handelsvolumen um abschließende verkaufsbezogene Meldeberichte Schedule 13D/A an. Diese zeigen an, dass der Investor nicht mehr Eigentümer von mehr als fünf Prozent des Unternehmens ist. Wenn man beispielsweise ausschließlich Meldeberichte betrachtet, die eine erste Verkaufsbekanntgabe innerhalb von 30 Kalendertagen kennzeichnen, ist am Veröffentlichungstag der Meldeberichte das Handelsvolumen im Durchschnitt 70,81 Prozent höher als [-110:-10]-Handelstage zuvor. Die Ergebnisse des Einstichproben, zweiseitigen Wilcoxon-Tests werden durch die folgenden Symbole dargestellt: ***, ** und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel.

Abnormale Aktienrenditen, welche mit dem Vierfaktorenmodell geschätzt werden, berücksichtigen verschiedene Risikofaktoren (vgl. Mateus et al. 2019: 22). Die zuvor festgestellte im Durchschnitt negative abnormale Aktienrendite muss daher nicht zwangsläufig eine negative Aktienrendite für die Investoren bedeuten. Die Aktienrendite kann jedoch auch negativer sein als sie risikoadjustiert ist. Die Nachvollziehbarkeit der Ergebnisse mag daher für fachlich nicht bewanderte Investoren eingeschränkt sein (vgl. Batten 2000: 63). Da sich die kumulative

abnormale Aktienrendite nach der Veröffentlichung der Meldeberichte im Durchschnitt negativ ausprägt (vgl. Tabelle 24), ist es für einfache buy-and-hold-Aktionäre der Unternehmen von Relevanz, die Auswirkungen zu verstehen. Für solche Investoren werden deswegen im Folgenden die Ergebnisse aus einer leichter begreifbaren, jedoch weniger akkuraten Adjustierung der Aktienrenditen präsentiert.

Personen, die vorzugsweise in US-Aktien investieren, tendieren dazu, ihre Rendite mit der des S&P 500 Index zu vergleichen (vgl. Mateus et al. 2019: 17; siehe zudem Lease et al. 1974: 424; Lhabitant 2006: 11; Barber & Odean 2000: 23). Tabelle 26 beinhaltet infolgedessen abnormale Aktienrenditen, welche als Differenz aus der Gesamrendite der Aktie des Unternehmens und der Gesamrendite des S&P 500 Index bestimmt werden. Da Hedgefonds vorzugsweise bei Value-Unternehmen Activism ausüben (vgl. Brav et al. 2008: 1730, 2009: 188), wurde zudem der Russell 1000 Value Index verwendet. Die Renditen, die mit den Indizes adjustiert wurden, fallen zueinander ähnlich aus (vgl. Tabelle 27).

Die S&P 500 adjustierten Aktienrenditen sind bei ersten verkaufsbezogenen Meldeberichten am Veröffentlichungstag (ungefähr $-0,5$ Prozent) sowie am vorherigen Handelstag (ungefähr $-0,2$ Prozent) im Durchschnitt signifikant negativ. Die Ergebnisse fallen ähnlich aus, wenn Hedgefonds ausgeschlossen werden, die anschließend weitere Verkäufe tätigen. Ebenso unterscheidet sich die durchschnittliche S&P 500 adjustierte Aktienrendite nicht wesentlich, wenn abschließende Meldeberichte untersucht werden.

Die täglichen S&P 500 adjustierten Aktienrenditen sind vor und nach diesen zwei Handelstagen im Durchschnitt nicht signifikant von null zu unterscheiden. Dies gilt sowohl für erste als auch abschließende verkaufsbezogene Meldeberichte. Um die Veröffentlichung der Meldeberichte sind die durchschnittlichen kumulativen S&P 500 adjustierten Aktienrenditen signifikant positiv, wenn erste verkaufsbezogene Meldeberichte untersucht werden, jedoch kaum festzustellen, wenn abschließende Meldeberichte analysiert werden.

Tabelle 26: S&P 500 adjustierte Aktienrenditen um die Veröffentlichung verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A.

Handelstag	Erster verkaufsbezogener Meldebericht Schedule 13D/A innerhalb ...				Abschließender Meldebericht Schedule 13D/A
	... 30 Tagen	... 30 Tagen†	... 60 Tagen	... 90 Tagen	
N (insg. 537)	412	360	366	323	172
-----Durchschnittliche S&P 500 adjustierte Aktienrendite-----					
-10	0,16 *	0,14	0,17	0,18 *	0,16
-9	0,06	-0,02	0,03	0,05	-0,07
-8	0,15		0,20 **	0,21 *	-0,03
-7	0,14	0,10	0,21	0,25	0,14
-6	0,25 *	0,18 *	0,25	0,27	0,06
-5	0,32	0,33	0,34	0,31	0,20
-4	0,04	0,02	0,04	-0,01	-0,13
-3	0,14	0,19	0,14	0,18	0,00
-2	0,12	0,05	0,04	0,06	0,28
-1	-0,23 ***	-0,26 ***	-0,25 ***	-0,20 **	-0,29 **
0	-0,47 ***	-0,50 ***	-0,51 ***	-0,62 ***	-0,70 **
1	-0,08	-0,13	-0,12	-0,15	-0,14
2	-0,03	-0,10	0,00	-0,01	-0,06
3	-0,10	-0,07	-0,07	-0,12	-0,22 *
4	0,02	0,05	0,03	0,06	0,00
5	-0,09	-0,09	-0,09	-0,01	-0,06
6	-0,05	-0,02	-0,03	-0,05	-0,19
7	0,06	0,14	0,11	0,05	0,02
8	0,09	0,13	0,10	0,07	0,06
9	-0,10	-0,11	-0,08	-0,07	-0,17
10	0,08	0,04	0,08	0,03	-0,08
-----Durchschnittliche kumulative S&P 500 adjustierte Aktienrendite-----					
-10	0,16 *	0,14	0,17	0,18 *	0,16
-9	0,21	0,12	0,21	0,23	0,09
-8	0,36 **	0,28 *	0,41 **	0,43 **	0,06
-7	0,51 ***	0,38 **	0,62 ***	0,68 ***	0,20
-6	0,76 ***	0,56 **	0,87 ***	0,95 ***	0,27
-5	1,09 ***	0,89 ***	1,21 ***	1,27 ***	0,46
-4	1,13 ***	0,91 ***	1,26 ***	1,25 ***	0,33
-3	1,27 ***	1,10 ***	1,40 ***	1,44 ***	0,33
-2	1,40 ***	1,14 ***	1,44 ***	1,50 ***	0,61 **
-1	1,16 ***	0,88 ***	1,19 ***	1,29 ***	0,33
0	0,69 ***	0,38 **	0,67 ***	0,66 ***	-0,38
1	0,60 **	0,25 *	0,54 **	0,51 **	-0,51
2	0,58 **	0,14	0,54 **	0,50 **	-0,57
3	0,48 **	0,07	0,47 **	0,38 **	-0,79
4	0,50 **	0,12	0,50 **	0,44 **	-0,79
5	0,41 **	0,03	0,41 **	0,43 **	-0,85
6	0,36 **	0,01	0,38 **	0,38 *	-1,03
7	0,42 **	0,15	0,49 **	0,42 **	-1,01
8	0,51 **	0,28	0,58 **	0,49 **	-0,95
9	0,41 **	0,17 *	0,50 **	0,42 **	-1,12
10	0,49 ***	0,21 **	0,58 ***	0,45 **	-1,20

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet die durchschnittlichen (kumulativen) abnormalen Aktienrenditen [-10:+10]-Handelstage um die Veröffentlichung verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A. Die abnormalen Aktienrenditen sind als Differenz der täglichen Aktienrendite des betroffenen Unternehmens und der täglichen Gesamrendite des S&P 500 Index kalkuliert. Es wird differenziert, ob der Meldebericht der erste verkaufsbezogene Meldebericht des entsprechenden Hedgefonds innerhalb von 30, 60 beziehungsweise 90 Kalendertagen war. Beispielweise steht die Veröffentlichung eines innerhalb 30 Kalendertagen des betreffenden Hedgefonds ersten verkaufsbezogenen Meldeberichts Schedule 13D/A in Verbindung mit einer durchschnittlichen S&P 500 adjustierten Aktienrendite von -0,47 Prozent am Veröffentlichungstag und einer kumulativen S&P 500 adjustierten Aktienrendite von 0,49 Prozent [-10:+10]-Handelstage um die Veröffentlichung. Das Kreuz (†) zeigt den Ausschluss von Ereignissen an, bei denen die entsprechenden Hedgefonds mindestens einen weiteren verkaufsbezogenen Meldebericht Schedule 13D/A innerhalb von 14 Kalendertagen veröffentlicht haben. Zudem gibt die Tabelle die durchschnittlichen (kumulativen) S&P 500 adjustierten Aktienrenditen um abschließende verkaufsbezogene Meldeberichte Schedule 13D/A an. Diese zeigen an, dass der Investor nicht mehr Eigentümer von mehr als fünf Prozent des Unternehmens ist. Die Ergebnisse des Einstichproben, zweiseitigen Wilcoxon-Tests werden durch die folgenden Symbole dargestellt: ***, ** und * kennzeichnen das statistische Signifikanzniveau auf dem Ein-, Fünf- beziehungsweise Zehnprozentlevel.

Tabelle 27: Deskriptive Statistik zu den (kumulativen) abnormalen Aktienrenditen um die Veröffentlichung verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A.

		Minimum	1. Quartil	Median	Mittelwert	3. Quartil	Maximum
-----Erster verkaufsbezogener Meldebericht Schedule 13D/A innerhalb 90 Tagen-----							
Abnormale Aktienrendite (4FM)	AR[0]	-32,98	-1,23	-0,36	-0,73	0,51	10,39
	CAR[-1:+1]	-51,02	-2,96	-0,91	-1,27	0,79	40,13
	CAR[-2:+2]	-53,25	-3,57	-1,10	-1,41	1,09	43,88
	CAR[-3:+3]	-55,38	-4,18	-1,43	-1,57	1,43	45,61
	CAR[0:+1]	-32,33	-1,93	-0,63	-0,89	0,72	11,17
	CAR[0:+2]	-28,00	-2,31	-0,84	-0,94	1,06	13,14
CAR[0:+3]	-29,80	-2,88	-0,95	-1,13	1,04	24,83	
S&P 500 Index adjustierte Aktienrendite	AR [0]	-34,12	-1,18	-0,24	-0,62	0,48	9,70
	CAR[-1:+1]	-51,62	-2,35	-0,59	-0,97	0,98	39,09
	CAR[-2:+2]	-56,02	-3,13	-0,66	-0,92	1,61	40,24
	CAR[-3:+3]	-60,01	-2,94	-0,71	-0,86	1,90	39,42
	CAR[0:+1]	-32,18	-1,71	-0,25	-0,77	0,80	13,11
	CAR[0:+2]	-28,04	-1,91	-0,52	-0,78	0,94	12,71
CAR[0:+3]	-29,69	-2,33	-0,53	-0,90	1,24	27,35	
Russell 1000 Value Index adj. Aktienrendite	AR [0]	-34,11	-1,18	-0,21	-0,62	0,53	9,81
	CAR[-1:+1]	-51,75	-2,33	-0,45	-0,94	0,94	38,85
	CAR[-2:+2]	-56,03	-3,06	-0,50	-0,89	1,53	40,12
	CAR[-3:+3]	-59,98	-3,10	-0,65	-0,82	2,06	40,03
	CAR[0:+1]	-32,26	-1,74	-0,24	-0,76	0,87	12,82
	CAR[0:+2]	-28,20	-1,95	-0,52	-0,76	0,96	12,70
CAR[0:+3]	-29,88	-2,29	-0,47	-0,87	1,18	27,48	
-----Abschließender Meldebericht Schedule 13D/A-----							
Abnormale Aktienrendite (4FM)	AR [0]	-20,76	-1,17	-0,28	-0,79	0,61	5,01
	CAR[-1:+1]	-51,02	-2,60	-0,57	-1,36	0,70	40,13
	CAR[-2:+2]	-53,25	-3,40	-0,91	-1,30	1,25	43,88
	CAR[-3:+3]	-55,38	-4,39	-1,07	-1,67	1,60	45,61
	CAR[0:+1]	-22,61	-1,96	-0,54	-0,92	0,76	10,73
	CAR[0:+2]	-18,47	-2,19	-0,62	-0,94	1,12	8,28
CAR[0:+3]	-20,73	-2,75	-0,61	-1,15	1,21	10,13	
S&P 500 Index adjustierte Aktienrendite	AR[0]	-18,52	-1,09	-0,22	-0,70	0,67	8,40
	CAR[-1:+1]	-51,62	-1,89	-0,51	-1,12	0,94	39,09
	CAR[-2:+2]	-56,02	-2,76	-0,55	-0,90	1,45	40,24
	CAR[-3:+3]	-60,01	-2,75	-0,52	-1,11	2,36	39,42
	CAR[0:+1]	-18,00	-1,58	-0,31	-0,84	0,85	13,11
	CAR[0:+2]	-20,39	-1,84	-0,45	-0,89	0,82	12,54
CAR[0:+3]	-29,08	-2,32	-0,31	-1,11	0,89	7,17	
Russell 1000 Value Index adj. Aktienrendite	AR[0]	-18,69	-1,04	-0,24	-0,71	0,68	8,22
	CAR[-1:+1]	-51,75	-1,92	-0,43	-1,12	0,96	38,85
	CAR[-2:+2]	-56,03	-3,05	-0,43	-0,88	1,45	40,12
	CAR[-3:+3]	-59,98	-3,02	-0,53	-1,08	2,33	40,03
	CAR[0:+1]	-18,18	-1,62	-0,35	-0,85	0,87	12,82
	CAR[0:+2]	-20,46	-1,80	-0,46	-0,89	0,90	12,15
CAR[0:+3]	-29,05	-2,33	-0,31	-1,09	1,10	7,48	

Anmerkung: Die Tabelle beinhaltet deskriptive Statistiken zur (kumulativen) abnormalen Aktienrendite um die Veröffentlichung verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A. Die Risikoadjustierung der Aktienrenditen erfolgt mit dem Vierfaktorenmodell (4FM) nach Carhart (1997), dem S&P 500 Index und dem Russell 1000 Value Index. Die Auswertung erfolgt für die Meldeberichte Schedule 13D/A, die einen ersten verkaufsbezogenen Meldebericht des entsprechenden Hedgefonds innerhalb 90 Kalendertagen darstellen. Die Fokussierung auf 90 Kalendertage erfolgt, um Ergebnisse zur strengsten Definition erster verkaufsbezogener Meldeberichte zu präsentieren. Beispielsweise steht die Veröffentlichung eines innerhalb von 30 Kalendertagen des betreffenden Hedgefonds ersten verkaufsbezogenen Meldeberichts Schedule 13D/A in Verbindung mit einer abnormalen Aktienrendite von maximal 10,39 Prozent am Veröffentlichungstag. Darüber hinaus werden die deskriptiven Statistiken zu den abnormalen Aktienrenditen um die Veröffentlichung abschließender verkaufsbezogener Meldeberichte Schedule 13D/A angegeben. Diese zeigen an, wenn ein Investor nicht mehr Eigentümer von mehr als fünf Prozent des Unternehmens ist.

7.3 Diskussion

In Kapitel 7 werden Aktienrenditen von Activism betroffenen Unternehmen zum Zeitpunkt untersucht, wenn Hedgefonds eine Reduzierung ihrer am Unternehmen gehaltenen Anteile durch die Veröffentlichung des Meldeberichts Schedule 13D/A bekanntgeben. Die in Kapitel 1.1 aufgestellte These, dass die Veröffentlichung des ersten verkaufsbezogenen Meldeberichts zu negativen abnormalen Aktienrenditen des betroffenen Unternehmens führt, wird demzufolge in diesem Kapitel beantwortet. Die Analyse ergänzt die bisherige Literatur zur Wirkung des Ausstiegs von Activism betreibenden Hedgefonds auf Aktienrenditen in zweierlei Hinsicht. Erstens werden Daten nach der Finanzkrise 2008 berücksichtigt. Zweitens kann der erste wesentliche Aktienverkauf eines Hedgefonds auf den Beginn des kompletten Ausstiegs hindeuten. Der Ausstieg könnte folglich beim ersten wesentlichen Aktienverkauf eingepreist werden und somit die Ergebnisse von Brav et al. (2008: 1765) erklären. Diese zeigen auf, dass der Ausstieg eines Hedgefonds, gekennzeichnet durch den abschließenden Meldebericht Schedule 13D/A, insgesamt keinen positiven oder negativen Einfluss auf den Aktienkurs hat.

Erste Meldungen von signifikanten Anteilsverkäufen von Hedgefonds via dem Meldebericht Schedule 13D/A führen im Durchschnitt zu negativen abnormalen Aktienrenditen. Dieses Ergebnis gilt sowohl wenn die abnormalen Aktienrenditen mit dem Vierfaktorenmodell geschätzt werden als auch wenn diese durch eine Adjustierung der Aktienrendite durch die Gesamrendite des S&P 500 Index ermittelt werden. Die abnormalen Aktienrenditen sind am Veröffentlichungstag und am vorherigen Handelstag deutlich ausgeprägt. Unter Berücksichtigung, dass der Meldebericht Schedule 13D/A umgehend auszufüllen und zu veröffentlichen ist (vgl. §240.13d-2 in CFR 2018: 167; siehe zudem Li 1997: 854–855), kann davon ausgegangen werden, dass die Handelsaktivitäten der Hedgefonds selbst einen Einfluss auf die Aktienrenditen an den beiden Handelstagen haben. Abnormale Aktienrenditen, welche mit dem Vierfaktorenmodell bestimmt werden, weisen nach der Meldung des (teilweisen) Ausstiegs einen negativen Trend auf. Dies ist auch der Fall, wenn Ereignisse ausgeschlossen werden, bei denen Hedgefonds in Folge weitere meldepflichtige wesentliche Anteilsverkäufe vornehmen. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass der Ausstieg eines Hedgefonds im Durchschnitt zu Risiken führt, die die Aktienkurse in Folge reflektieren.

Auf Basis dieser Ergebnisse lässt sich nicht schlussfolgern, dass eine Wirkung auf die Aktienkurse beim ersten Verkauf eingepreist wird und somit Brav et al. (2008: 1765) bei der Untersuchung von Ereignissen, die die Unterschreitung der Meldeschwelle kennzeichnen, keine negativen Effekte konstatieren. Zur tiefergehenden Analyse wurden deswegen ebenso die Aktienrenditen um abschließende Meldeberichte untersucht. Diese wiesen auf, dass die abschließende Mitteilung zum Ausstieg im Durchschnitt ebenso mit negativen abnormalen Aktienrenditen verbunden ist. Das Ergebnis steht im Gegensatz zu Brav et al. (2008: 1765). Neben der Berücksichtigung aktuellerer Daten in dieser Auswertung, könnte der Unterschied auf die Methode zurückzuführen sein, abnormale Aktienrenditen zu ermitteln. Brav et al. (2008: 1765) bestimmen abnormale Renditen als Differenz der buy-and-hold-Rendite zum wertgewichteten Markt. Für diese Auswertungen wurden die beschriebenen Faktorenmodelle angewendet, bei denen die Schätzperiode Daten berücksichtigt, bei denen der Hedgefonds eventuell noch Activism betreibt. Die reine Überschussbetrachtung von Brav et al. (2008: 1765) mag für manche Investoren leichter zu interpretieren sein, die Faktorenmodelle berücksichtigen hingegen verschiedene Risikofaktoren und führen daher zu genaueren Ergebnissen.

Die Ergebnisse unterscheiden sich in der Durchschnittsbetrachtung substantiell zu denen von Brav et al. (2008: 1765). Infolge wurden die ersten verkaufsbezogenen Meldungen in erfolgreiche und nicht erfolgreiche Activism-Ereignisse aufgeteilt. Diese Ergebnisse bestätigten die Evidenz von Brav et al. (2008: 1765). Die durchschnittlichen abnormalen Aktienrenditen bei erfolgreichen Activism-Ereignissen stagnieren nach dem (teilweisen) Ausstieg, wohingegen die durchschnittlichen abnormalen Aktienrenditen bei nicht erfolgreichen Activism-Ereignissen negativ sind.

Wenn man Aktien, bei denen ein Hedgefonds aussteigt, weiter im Portfolio hält, internalisiert man bei dieser Portfolioposition im Durchschnitt zunächst negative abnormale Aktienrenditen. Wenn man lediglich an den Aktien festhält, die kurz vor dem (teilweisen) Ausstieg eines Hedgefonds positive abnormale Renditen aufweisen, stagnieren die anschließenden abnormalen Aktienrenditen im Durchschnitt. Die unmittelbare, differenzierte Kursreaktion könnte ein Indiz dafür sein, warum Bebchuk et al. (2015: 1134 & 1155) langfristig nach dem Ausstieg eines Hedgefonds keine negativen abnormalen Aktienrenditen feststellen. Der Vergleich mit der Gesamtrendite des S&P 500 Index zeigt, dass es zum Zeitpunkt der ersten Verkaufsmeldung keinen

grundsätzlichen Renditevorteil gibt, sein Investment in einen diversifizierten Indexfonds umzuschichten. Im Anschluss an den Ausstieg eines Activism betreibenden Hedgefonds erzielt die Aktie des vormals betroffenen Unternehmens im Durchschnitt keine andere Rendite als die eines günstigen, diversifizierten Indexfonds. Die Bekanntgabe eines (teilweisen) Ausstiegs eines Hedgefonds dürfte grundsätzlich zu handhabbaren Konsequenzen für die bestehenden Aktionäre des Unternehmens führen. Der (teilweise) Ausstieg sollte jedoch für die bestehenden Aktionäre des Unternehmens Anlass sein, zu überprüfen, ob die entsprechende Aktie weiterhin für ihr Portfolio die beste Wahl ist.

8 Diskussion der Ergebnisse, kritische Würdigung und Implikationen

Die in dieser Dissertation vorgenommenen Analysen tragen zum Verständnis der Wirkung von Hedgefonds Activism auf Aktienkurse betroffener Unternehmen bei. Die Untersuchung erfolgte in drei Abschnitten: Es wurde die Wirkung von Activism betreibenden Hedgefonds beim Einstieg, der Einfluss ihrer Kommunikation und die Wirkung beim Ausstieg analysiert. Die Untersuchungen bauen auf den Erkenntnissen der neoklassischen Finanzmarkttheorie, der damit verbundenen Markteffizienzhypothese von Fama (1970, 1991), der Neuen Institutionenökonomik insbesondere in Form der Prinzipal-Agent-Theorie und der Theorie der Verfügungsrechte, der Behavioral Finance mit dem Konzept der „bounded rationality“, der Stakeholder-Saliency-Theorie, der Reaktanztheorie und der Marktmikrostrukturtheorie auf.

Die Datensätze zum Ein- und Ausstieg von Activism betreibenden Hedgefonds decken die Ereignisse von Unternehmen ab, die im S&P 1500 Index gelistet sind. Dieser Index umfasst ungefähr 90 Prozent der US-Marktkapitalisierung und dient als repräsentative Auswahl für den US-Aktienmarkt (vgl. S&P Dow Jones Indices LLC 2019). Damit einhergehende mögliche Einflüsse auf die Ergebnisse wurden in Kapitel 5.3 diskutiert. Bei der Erhebung der Datensätze wurden die Investoren aufgrund einer mangelnden regulatorischen Definition von Hedgefonds (vgl. Bebchuk et al. 2013: 30; Klein & Zur 2009: 195) auf Basis der von Bloomberg bereitgestellten Informationen als Hedgefonds klassifiziert. Im Vergleich zu anderen Studien (siehe beispielsweise Klein & Zur 2009: 195, 2011: 1739) wurden keine weiteren Quellen herangezogen, um eine möglichst breite Zustimmung zur Klassifizierung zu ermöglichen. Damit einher geht jedoch eine möglicherweise geringere Anzahl an Ereignissen, die Hedgefonds zuordenbar sind. Beide eventuellen Schwächen des Datensatzes sind jedoch grundsätzlich hinnehmbar, da die Analyse im Rahmen der ersten Forschungsfrage ähnliche Ergebnisse aufwies wie in frühere Studien zu Hedgefonds Activism konstatiert (vgl. Kapitel 5.3).

Die erste Forschungsfrage bezog sich auf die Wirkung des Einstiegs eines Hedgefonds mit Activism-Intentionen auf die abnormale Aktienrendite des betroffenen Unternehmens. Die Untersuchung der Aktienkursreaktionen bei Bekanntgabe des Einstiegs über den Meldebericht Schedule 13D war zu bisherigen Studien

konfirmatorisch, gleichwohl jedoch relevant, um für die anschließenden Analysen zu wissen, wie die abnormalen Aktienrenditen bei dem vorliegenden, im Vergleich zu einigen vorherigen Studien (vgl. beispielsweise Carrothers 2017a: 44–45; Bebchuk et al. 2015: 1090; Tang 2020: 338) aktuelleren Datensatz ausfallen. Der Datensatz zum Einstieg von Activism betreibenden Hedgefonds umfasste Ereignisse in den Jahren 2010 bis 2016.

Die Ergebnisse zur ersten Forschungsfrage zeigten auf, dass Hedgefonds Activism im Durchschnitt mit positiven abnormalen Aktienrenditen von fünf bis sechs Prozent einhergeht. Die festgestellten abnormalen Aktienrenditen sind vergleichbar mit bisherigen Befunden (vgl. Bebchuk et al. 2015: 1122; Carrothers 2017a: 57; Tang 2020: 345). Bei der Untersuchung des Verlaufs der abnormalen Aktienrenditen war festzustellen, dass sich die abnormale Aktienrendite im Durchschnitt nur bis einen Handelstag nach der Veröffentlichung der Meldeberichte auf dem Einprozentniveau signifikant von null unterscheidet. Dies deutet darauf hin, dass der vom Hedgefonds Activism erwartete Wert bei Bekanntgabe weitgehend effizient eingepreist wird. Unter Berücksichtigung von Handelsgebühren und Zeit für die Informationsverarbeitung von insbesondere privaten Marktteilnehmenden dürfte es nur schwer möglich sein, nach der Bekanntgabe einen Teil der mit Hedgefonds Activism im Durchschnitt einhergehenden abnormalen Aktienrendite zu internalisieren, wenn die entsprechende Aktie nicht bereits im Depot enthalten ist.

Anomalien, wie beispielsweise der Value-Effekt, sind nach deren Entdeckung zumeist im geringeren Maße aufzufinden (vgl. Fama & French 2020b: 13; Marquering et al. 2006: 300). Bei Hedgefonds Activism handelt es sich nicht um eine Anomalie. Die Feststellung, dass Investoren bezüglich eines Effekts sensibilisiert sind, wenn hierzu wissenschaftliche Erkenntnisse publiziert werden (vgl. McLean & Pontiff 2016: 7–8; Marquering et al. 2006: 300), dürfte jedoch übertragbar sein. In 2008 stellten Brav et al. fest, dass selbst grundlegende Fragen zu Hedgefonds Activism bislang nicht untersucht wurden (vgl. Brav et al. 2008: 1729–1730). Dies hat sich seitdem geändert (vgl. Gantchev et al. 2019: 1032; Goranova & Ryan 2014: 1241 und die dort jeweils zitierte Literatur) und spricht somit ebenso für das Ergebnis, dass US-Aktienmärkte bezüglich der Bewertung von Hedgefonds Activism weitgehend effizient sind.

Bezüglich der Untersuchung der abnormalen Aktienrenditen bei Bekanntgabe, dass ein Activism betreibender Hedgefonds bei einem Unternehmen eingestiegen ist, zeigte

sich neben positiven abnormalen Aktienrenditen am Veröffentlichungstag und am nachfolgenden Handelstag der Meldeberichte Schedule 13D, dass im Durchschnitt ebenfalls positive abnormale Aktienrenditen vor der Veröffentlichung festzustellen sind. Im Zeitraum [-10:-1]-Handelstage betrug die kumulative abnormale Aktienrendite über drei Prozent. Der im Vorfeld der Bekanntgabe entstehende Teil der abnormalen Aktienrendite ist vermutlich auf den Handel der Hedgefonds selbst und vorab informierte Investoren zurückzuführen (vgl. Kapitel 5.3). Mit der Überschreitung der Meldeschwelle sind Investoren verpflichtet, für Transparenz bezüglich ihrer Vorhaben zu sorgen. Die Meldeschwelle ermöglicht den Hedgefonds zunächst Profite mit ihrer Strategie generieren zu können. Dieser Anreiz ist wichtig, damit Informationen erhoben werden (vgl. Macey & Netter 1987: 131 & 139 und die dort zitierte Literatur; Bebchuk et al. 2013: 18; Jensen 1988: 45). Fraglich ist jedoch, warum formal nicht erfasste Investoren von der Informationsasymmetrie profitieren dürfen, die vor der Veröffentlichung des Meldeberichts von den Hedgefonds informiert werden (vgl. Coffee, Jr. & Palia 2016: 566 & 597; Wong 2019: 2 & 20).

Inwiefern verbündete Investoren handeln und wie das abnormale Handelsvolumen in Gänze zustande kommt, ist unklar (vgl. Brav et al. 2008: 1757; Wong 2019: 20). Um zunächst das Ausmaß festzustellen, könnte es helfen, wenn Aktien zukünftig über Distributed-Ledger-Technologien gehandelt werden. Die Transaktionsdaten müssten zur Wahrung der Vertraulichkeit so erfasst werden, dass nicht jeder die Transaktionsdaten einsehen kann (vgl. Deutsche Bundesbank 2017: 42). Für eine staatliche Institution müssten alle Transaktionen inklusive der Daten der Investoren unmittelbar einsehbar sein, um das Ausmaß (analog zur Aufdeckung von illegalem Insiderhandel) effizient abschätzen zu können (vgl. Deutsche Bundesbank 2017: 42; Esen et al. 2019: 61 & 67 und die dort zitierte Literatur).

Der zweite Untersuchungsbereich in dieser Dissertation bezog sich auf die Kommunikation von Activism betreibenden Hedgefonds. Hierbei wurden Textanalysen durchgeführt – eine Methodik, die bisher bei anderen Forschungsfragen in der Finanzwirtschaft angewendet wurde (siehe beispielsweise Tetlock et al. 2008: 1439; Picault & Renault 2017: 149; Loughran & McDonald 2013: 324). Mit den Textanalysen wurde untersucht, ob abschwächende Ausdrucksweisen seitens Hedgefonds einen Einfluss auf abnormale Aktienrenditen der von Activism betroffenen Unternehmen haben. Darüber hinaus wurde die durch Briefe intensivierete Kommunikation analysiert.

Briefe von Hedgefonds sind bisher in der Literatur angeführt worden (siehe beispielsweise Farrelly & Lhabitant 2017: 225), die explizite Wirkung auf Aktienkurse wurde jedoch nicht erforscht.

Die Ergebnisse zur zweiten Forschungsfrage haben gezeigt, dass eine abschwächende Ausdrucksweise von Activism betreibenden Hedgefonds keinen signifikanten Einfluss auf die abnormalen Aktienrenditen der betroffenen Unternehmen hat. Aktienmarktteilnehmende ziehen die Activism-Vorhaben in die Bewertung des Unternehmens ein – zu diesen wurden stellenweise signifikante Einflüsse festgestellt – jedoch nicht die Ausdrucksweise. Bei Untersuchungen mit Textanalysen ist es elementar, dass die Quantifizierung von schwer zu quantifizierbaren Aspekten (vgl. Tetlock et al. 2008: 1464; Loughran & McDonald 2019c: 27) mit einer angemessenen Methode erfolgt (vgl. Loughran & McDonald 2015: 9–10; Ferris et al. 2013: 998 & 1020; Chisholm & Kolda 1999: 15). Die Textanalyse in dieser Dissertation wurde unter Anwendung weitgehend standardisierter Verfahren durchgeführt, die eine möglichst große Transparenz gewährleisten und im finanzwirtschaftlichen Kontext bereits angewendet wurden (vgl. Kapitel 4.3 und 6.1). Ferner wurde durch die Verwendung zweier verschiedener Thesauri eine Robustheitsüberprüfung für den Fall durchgeführt, dass die Textanalyse mit dem ersten Thesaurus nicht den vorgesehenen Zweck messen sollte. Da abschwächende Formulierungen ebenso beim Ausdruck von Möglichkeiten verwendet werden können (vgl. Loughran & McDonald 2011: 37), wurde zur Kontrolle geprüft, ob Ausdrücke der Unsicherheit einen Einfluss haben. Die Robustheitsüberprüfung fundierte die Ergebnisse zum Einfluss von abschwächenden Ausdrucksweisen.

Hedgefonds scheinen keinen taktischen Vorteil in Bezug auf die abnormale Aktienrendite zu generieren, indem sie ihre Vorhaben abgeschwächt formulieren (vgl. Kapitel 6.2). Für Aktienmarktteilnehmende kann geschlussfolgert werden, dass es auf die Bewertung von Hedgefonds Activism keinen signifikanten Einfluss hat, wenn diese ihre Vorhaben abgeschwächt formulieren. Sie müssen diesen Aspekt im individuellen Bewertungsprozess von Hedgefonds Activism folglich nicht berücksichtigen (vgl. Kapitel 6.3). Für das eigene Verfassen von Meldeberichten dürfte das Ergebnis jedoch nicht ohne Weiteres übertragbar sein, da in der vorliegenden Dissertation exklusiv die Wirkung der Kommunikation von Hedgefonds untersucht wurde. Akteure, die

grundsätzlich als rational und potent gelten (vgl. Brunnermeier & Nagel 2004: 2014 & 2037; Cao et al. 2018: 78 & 112; Bebchuk et al. 2017: 105 & 109).

Mit der dritten und vierten Forschungsfrage wurde untersucht, bei welchen Activism-Zielen Hedgefonds ihre Kommunikation mit Briefen intensivieren und welchen Einfluss die Kommunikationsform auf die abnormalen Aktienrenditen des betroffenen Unternehmens hat. Die Analyse, ob mit Briefen intensivierte Kommunikation eine Wirkung hat, war relevant, da die Briefe zeitgleich mit Bekanntgabe des Einstiegs publik werden. Es zeigte sich, dass Hedgefonds in Fällen, in denen sie ihre Kommunikation intensivieren, mehr Activism-Ziele verfolgen. Bei Forderungen, die die operative Effizienz des Unternehmens betreffen, tendieren sie am ehesten dazu, ihre Anliegen zusätzlich per Brief zu übermitteln. Die Kommunikationsform des Briefs selbst hat keinen signifikanten Einfluss auf die abnormalen Aktienrenditen. Briefe an das Unternehmensmanagement steigern folglich nicht die Erwartungen der anderen Aktienmarktteilnehmenden bezüglich des Activism-Erfolgs – im Sinne der neoklassischen Finanzmarkttheorie bewerten sie den Activism-Inhalt.

Für Investoren ist es wesentlich, den Inhalt der Briefe, jedoch nicht den Kommunikationskanal an sich, in ihre Bewertung der Activism-Vorhaben einzubeziehen. Es kann vermutet werden, dass durch die Kommunikationsform eines öffentlichen Briefs keine für den Shareholder Value gesteigerte Aufmerksamkeit des Unternehmensmanagements hervorgeht (vgl. David et al. 2007: 93). Die Form, sich mit einem öffentlichen Brief an das Unternehmensmanagement zu wenden, scheint für die Bewertung der Activism-Vorhaben lediglich ein Störgeräusch beziehungsweise, direkt formuliert, irrelevant. Ob solche Briefe eine Wirkung auf die Anleger der Hedgefonds oder die Aufmerksamkeit von Journalisten haben, könnten Forschende zukünftig klären.

Nachdem der Einstieg und die Wirkung der Kommunikation von Hedgefonds in den ersten beiden Abschnitten untersucht wurde, bezog sich der dritte Teil der Analyse auf die Wirkung des Ausstiegs von Activism betreibenden Hedgefonds. Da der erste Anteilsverkauf eines Hedgefonds bereits auf den kompletten Ausstieg hindeuten kann, wurde hingegen zu Brav et al. (2008: 1765), nicht nur die abnormale Aktienrendite um den abschließenden verkaufsbezogenen Meldebericht, sondern auch die um den ersten verkaufsbezogenen Meldebericht untersucht. Die Analyse umfasste Ereignisse in den Jahren 2010 bis 2018.

Die Ergebnisse zur fünften Forschungsfrage zeigten, dass sich bereits die erste Meldung eines Verkaufs negativ auf die abnormale Aktienrendite auswirkt. Ein im Durchschnitt negativer Effekt war insbesondere am Veröffentlichungstag der Meldeberichte sowie am vorausgegangenen Handelstag festzustellen. Aufgeteilt nach erfolgreichen und nicht erfolgreichen Activism-Ereignissen, wurde deutlich, dass nach der Meldung des (teilweisen) Ausstiegs die durchschnittlichen abnormalen Aktienrenditen bei erfolgreichen Ereignissen stagnieren und bei nicht erfolgreichen Fällen negativ ausfallen. Die Ergebnisse zu den aufgeteilten Ereignissen waren mit den Ergebnissen von Brav et al. (2008: 1765) zu Ereignissen, die die Unterschreitung der Meldeschwelle vor der Finanzkrise 2008 kennzeichneten, vergleichbar. Hingegen zu Brav et al. (2008: 1765) wurde jedoch auch für Meldeberichte, die die Unterschreitung der Meldeschwelle kennzeichnen, eine im Durchschnitt negative abnormale Aktienrendite festgestellt. Aufgrund der Konzentration der negativen abnormalen Aktienrenditen auf den Veröffentlichungstag der Meldeberichte und den vorherigen Handelstag dürften die abnormalen Aktienrenditen teilweise durch das Handeln der Hedgefonds selbst verursacht sein.

Der Einstieg eines Hedgefonds wird nach der Bekanntgabe schnell eingepreist (vgl. Kapitel 5). Vor der Bekanntgabe ist das Agieren der Hedgefonds nicht öffentlich beobachtbar (vgl. Wong 2019: 2; Carrothers 2017b: 19). Weniger versierte Investoren können daher nicht systematisch durch aktives Handeln von den im Durchschnitt positiven abnormalen Aktienrenditen profitieren. Nach der Überschreitung der Meldeschwelle unterliegen Hedgefonds Veröffentlichungspflichten bezüglich ihrer (weiteren) Handelsaktivitäten und Vorhaben (vgl. Kapitel 3.4). Im Gegensatz zu den Handelstagen vor dem Einstieg, ist eine gewisse Beobachtbarkeit der Hedgefonds vor einem möglichen Ausstieg gegeben. Wenn ein Hedgefonds seinen (teilweisen) Ausstieg bekannt gibt, ist dies mit negativen abnormalen Aktienrenditen verbunden. Die durchschnittliche kumulative abnormale Aktienrendite prägt sich nach der Veröffentlichung der verkaufsbezogenen Meldeberichte zudem negativ aus. Dass ein Hedgefonds grundsätzlich auch wieder aussteigen kann, sollte allen Aktionären des betroffenen Unternehmens grundsätzlich klar sein. Für die Aktionäre, die fachlich nicht tiefgehend mit der Interpretation risikoadjustierter Renditen bewandert sind, ist es daher ebenso wichtig, die mit dem Ausstieg eines Hedgefonds verbundene Wirkung auf die Aktienrendite beurteilen zu können. Es wurde deswegen zusätzlich eine weniger akkurate, jedoch leichter verständliche Risikoadjustierung der Aktienrenditen

vorgenommen. Die Renditen wurden nur durch die des S&P 500 Index und zur weiteren Prüfung durch die des Russell 1000 Value Index adjustiert. Am Tag der Veröffentlichung der Meldeberichte sowie am vorherigen Handelstag sind die durchschnittlichen S&P 500 adjustierten Aktienrenditen negativ. Dies könnte teilweise auf die Handelsaktivität der Hedgefonds zurückgehen. Anschließend ist die Aktienrendite der Unternehmen ähnlich zu der des S&P 500 Index, sowohl bei der Analyse von ersten als auch abschließenden verkaufsbezogenen Meldeberichten. Wenn Activism betreibende Hedgefonds (teilweise) aussteigen, scheint dies keine allzu großen Verwerfungen hervorzurufen. Die Wirkung des Ausstiegs stellt sich negativer dar, wenn abnormale Aktienrenditen mit den Faktorenmodellen gemessen werden, als wenn die Aktienrenditen (weniger akkurat) lediglich durch die Gesamrendite des S&P 500 Index adjustiert werden. Die bestehenden Aktionäre eines Unternehmens sind jedoch gut beraten, nach dem (teilweisen) Ausstieg eines Hedgefonds zu prüfen, ob die Aktie noch die beste Wahl für ihr eigenes Portfolio darstellt.

9 Literatur

- Abrol, Samir, Benjamin Chesir & Nikhil Mehta (2016). High frequency trading and US stock market microstructure: A study of interactions between complexities, risks and strategies residing in U.S. equity market microstructure. *Financial Markets, Institutions & Instruments* 25 (2): 107–165.
- Achleitner, Ann-Kristin, André Betzer & Jasmin Gider (2010). Do corporate governance motives drive hedge fund and private equity fund activities? *European Financial Management* 16 (5): 805–828.
- Ackert, Lucy F. (2014). Traditional and behavioral finance. In *Investor behavior: The psychology of financial planning and investing*, H. K. Baker & Victor Ricciardi (Hgg.), 25–41. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Admati, Anat R. & Paul Pfleiderer (2009). The "wall street walk" and shareholder activism: Exit as a form of voice. *Review of Financial Studies* 22 (7): 2645–2685.
- Admati, Anat R., Paul Pfleiderer & Josef Zechner (1994). Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy* 102 (6): 1097–1130.
- Agapova, Anna & Nikanor Volkov (2019). Guidance on strategic information: Investor-management disagreement and firm intrinsic value. *Journal of Banking & Finance* 108: 105632.
- Agarwal, Monty (2009). *The future of hedge fund investing: A regulatory and structural solution for a fallen industry*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Agle, Bradley R., Ronald K. Mitchell & Jeffrey A. Sonnenfeld (1999). Who matters to CEOs? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance, and CEO values. *Academy of Management Journal* 42 (5): 507–525.
- Agrawal, Anup & Kishore Tandon (1994). Anomalies or illusions? Evidence from stock markets in eighteen countries. *Journal of International Money and Finance* 13 (1): 83–106.
- Agrawal, Ashwini K. (2012). Corporate governance objectives of labor union shareholders: Evidence from proxy voting. *Review of Financial Studies* 25 (1): 187–226.
- Akerlof, George A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488–500.
- Alan, Nazli S., Recep Bildik & Robert A. Schwartz (2013). Microstructure of equity markets. In *Market microstructure in emerging and developed markets: Price*

- discovery, information flows, and transaction costs*, H. K. Baker & Halil Kiyamaz (Hgg.), 17–38. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Albrecht, Christiane (2008). *Das Übernahmerecht des U.S.-amerikanischen Williams Act. Nomos Universitätsschriften Recht. Band 576*. Baden-Baden: Nomos.
- Alchian, Armen A. & Harold Demsetz (1973). The property right paradigm. *Journal of Economic History* 33 (1): 16–27.
- Alessi, Louis de (1983). Property rights, transaction costs, and X-efficiency: An essay in economic theory. *American Economic Review* 73 (1): 64–81.
- Allen, Franklin & Anthony M. Santomero (1998). The theory of financial intermediation. *Journal of Banking & Finance* 21 (11–12): 1461–1485.
- Allen, Franklin & Anthony M. Santomero (2001). What do financial intermediaries do? *Journal of Banking & Finance* 25 (2): 271–294.
- Al-Shattarat, Wasim K. & Basiem K. Al-Shattarat (2017). The relationship between cumulative abnormal returns and earnings: Evidence from emerging markets. *Journal of Developing Areas* 51 (2): 357–368.
- Antweiler, Werner & Murray Z. Frank (2004). Is all that talk just noise? The information content of internet stock message boards. *Journal of Finance* 59 (3): 1259–1294.
- Appel, Ian R., Todd A. Gormley & Donald B. Keim (2019). Standing on the shoulders of giants: The effect of passive investors on activism. *Review of Financial Studies* 32 (7): 2720–2774.
- Aragon, George O. (2007). Share restrictions and asset pricing: Evidence from the hedge fund industry. *Journal of Financial Economics* 83 (1): 33–58.
- Armitage, Seth (1995). Event study methods and evidence on their performance. *Journal of Economic Surveys* 8 (4): 25–52.
- Arrow, Kenneth J. & F. H. Hahn (1971). *General competitive analysis*. San Francisco, California: Holden-Day.
- Ashraf, Rasha, Narayanan Jayaraman & Harley E. Ryan, Jr. (2012). Do pension-related business ties influence mutual fund proxy voting? Evidence from shareholder proposals on executive compensation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47 (3): 567–588.
- Asness, Clifford S., Tobias J. Moskowitz & Lasse H. Pedersen (2013). Value and momentum everywhere. *Journal of Finance* 68 (3): 929–985.
- Aumann, Robert J. (1964). Markets with a continuum of traders. *Econometrica* 32 (1/2): 39–50.

- Avramov, Doron & Tarun Chordia (2006). Asset pricing models and financial market anomalies. *Review of Financial Studies* 19 (3): 1001–1040.
- Back, Kerry, Pierre Collin-Dufresne, Vyacheslav Fos, Tao Li & Alexander Ljungqvist (2018). Activism, strategic trading, and liquidity. *Econometrica* 86 (4): 1431–1463.
- Baker, H. K. & Greg Filbeck (2017a). Discussion questions and answers. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 585–621. New York: Oxford University Press.
- Baker, H. K. & Greg Filbeck (2017b). Hedge fund fundamentals. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 3–21. New York: Oxford University Press.
- Banz, Rolf W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics* 9 (1): 3–18.
- Barber, Brad M. & Terrance Odean (2000). Too many cooks spoil the profits: Investment club performance. *Financial Analysts Journal* 56 (1): 17–25.
- Barber, Brad M. & Terrance Odean (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics* 116 (1): 261–292.
- Barclay, Michael J. & Clifford G. Holderness (1991). Negotiated block trades and corporate control. *Journal of Finance* 46 (3): 861–878.
- Barillas, Francisco & Jay Shanken (2017). Which alpha? *Review of Financial Studies* 30 (4): 1316–1338.
- Barnes, Christopher J., Ehsan Nikbakht & Andrew C. Spieler (2017). Global derivatives hedge fund strategies. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 228–241. New York: Oxford University Press.
- Bartov, Eli, Lucile Faurel & Partha S. Mohanram (2018). Can Twitter help predict firm-level earnings and stock returns? *Accounting Review* 93 (3): 25–57.
- Batten, David G. (2000). You can't eat risk-adjusted returns. *Financial Planning* 30 (10): 63–66.
- Bausch, Andreas, Michael Hunoldt & Lars Matysiak (2009). Superior performance through value-based management. In *Handbook utility management*, Andreas Bausch & Burkhard Schwenker (Hgg.), 15–36. Berlin, Heidelberg: Springer.
- Beatty, David R. (2017). Shareholder activism: This changes everything! *Rotman Management* Winter: 6–12.
- Bebchuk, Lucian, Alma Cohen & Allen Ferrell (2009). What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies* 22 (2): 783–827.

- Bebchuk, Lucian A., Alon Brav, Robert J. Jackson, Jr. & Wei Jiang (2013). Pre-disclosure accumulations by activist investors: Evidence and policy. *Journal of Corporation Law* 39 (1): 1–34.
- Bebchuk, Lucian A., Alon Brav & Wei Jiang (2015). The long-term effects of hedge fund activism. *Columbia Law Review* 115 (5): 1085–1155.
- Bebchuk, Lucian A., Alon Brav, Wei Jiang & Thomas Keusch (2020). Dancing with activists. *Journal of Financial Economics* 137 (1): 1–41.
- Bebchuk, Lucian A., John C. Coates, IV & Guhan Subramanian (2002). The powerful antitakeover force of staggered boards: Theory, evidence, and policy. *Stanford Law Review* 54 (5): 887–951.
- Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen & Scott Hirst (2017). The agency problems of institutional investors. *Journal of Economic Perspectives* 31 (3): 89–112.
- Becht, Marco, Julian Franks, Jeremy Grant & Hannes Wagner (2019). The early returns to international hedge fund activism: 2000–2010. *Journal of Applied Corporate Finance* 31 (1): 62–80.
- Becht, Marco, Julian Franks, Jeremy Grant & Hannes F. Wagner (2017). Returns to hedge fund activism: An international study. *Review of Financial Studies* 30 (9): 2933–2971.
- Becht, Marco, Julian Franks, Colin Mayer & Stefano Rossi (2009). Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund. *Review of Financial Studies* 22 (8): 3093–3129.
- Becker, Gary S. (1976). *The economic approach to human behavior*. Chicago and London: University of Chicago Press.
- Becker, Gary S. (1996). *Accounting for tastes*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Benston, George J. & Clifford W. Smith, Jr. (1976). A transactions cost approach to the theory of financial intermediation. *Journal of Finance* 31 (2): 215–231.
- Bergh, Donald D., Richard A. Johnson & Rocki-Lee Dewitt (2008). Restructuring through spin-off or sell-off: Transforming information asymmetries into financial gain. *Strategic Management Journal* 29 (2): 133–148.
- Berle, Adolf A. & Gardiner C. Means (1967). *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, Brace & World, Revised Edition.
- Bertling, Christoph (2019). Mediale Strategien im Sportmediensektor: Ein Überblick zu Veränderungen von Macht- und Einflussfaktoren bezüglich des medial vermittelten

- Sports. Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung der Neuen Institutionenökonomik. In *Teamsport Management: Eine umfassende und interdisziplinäre Betrachtung*, Stefan Walzel & Verena Römisch (Hgg.), 341–360. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Bessarabova, Elena, Edward L. Fink & Monique Turner (2013). Reactance, restoration, and cognitive structure: Comparative statics. *Human Communication Research* 39 (3): 339–364.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz & Jacqueline Henn (2005). Hedge Funds: Die „Königsdisziplin“ der Kapitalanlage. In *Handbuch Hedge Funds: Chancen, Risiken und Einsatz in der Asset Allocation*, Hubert Dichtl, Jochen M. Kleeberg & Christian Schlenger (Hgg.), 3–53. Bad Soden /Ts.: Uhlenbruch Verlag.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz & Julian Holler (2015). The returns to hedge fund activism in Germany. *European Financial Management* 21 (1): 106–147.
- Bharath, Sreedhar T., Sudarshan Jayaraman & Venky Nagar (2013). Exit as governance: An empirical analysis. *Journal of Finance* 68 (6): 2515–2547.
- Bhattacharya, Sudipto & Anjan V. Thakor (1993). Contemporary banking theory. *Journal of Financial Intermediation* 3 (1): 2–50.
- Bhattacharya, Utpal, Benjamin Loos, Steffen Meyer & Andreas Hackethal (2017). Abusing ETFs. *Review of Finance* 21 (3): 1217–1250.
- Billio, Monica, Mila G. Sherman & Lorian Pelizzon (2017). Financial crises and evaporating diversification benefits of hedge funds. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 439–459. New York: Oxford University Press.
- Bittner, John R. (1988). *Fundamentals of communication*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, 2.
- Bitz, Michael & Gunnar Stark (2015). *Finanzdienstleistungen*. Berlin/München/Boston: De Gruyter Oldenbourg, 9.
- Black, Bernard S. (1990). Shareholder passivity reexamined. *Michigan Law Review* 89 (3): 520–608.
- Boehmer, Ekkehart & Eric K. Kelley (2009). Institutional investors and the informational efficiency of prices. *Review of Financial Studies* 22 (9): 3563–3594.
- Bondt, Werner de, Gulnur Muradoglu, Hersh Shefrin & Sotiris K. Staikouras (2008). Behavioral finance: Quo vadis? *Journal of Applied Finance* 18 (2): 7–21.

- Bontschev, Georgi & Martin Eling (2013). Factors that affect the performance of distressed securities hedge funds. *Journal of Derivatives & Hedge Funds* 19 (3): 159–180.
- Boubaker, Sabri, Naceur Essaddam, Duc K. Nguyen & Samir Saadi (2017). On the robustness of week-day effect to error distributional assumption: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 47: 114–130.
- Bowman, Edward H., Harbir Singh, Michael Useem & Raja Bhadury (1999). When does restructuring improve economic performance? *California Management Review* 41 (2): 33–54.
- Boyson, Nicole M., Nickolay Gantchev & Anil Shivdasani (2017). Activism mergers. *Journal of Financial Economics* 126 (1): 54–73.
- Boyson, Nicole M. & Robert M. Mooradian (2011). Corporate governance and hedge fund activism. *Review of Derivatives Research* 14 (2): 169–204.
- Bratton, William W. (2007). Hedge funds and governance targets. *Georgetown Law Journal* 95: 1375–1433.
- Brav, Alon, Wei Jiang & Hyunseob Kim (2009). Hedge fund activism: A review. *Foundations and Trends in Finance* 4 (3): 185–246.
- Brav, Alon, Wei Jiang & Hyunseob Kim (2015). The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes. *Review of Financial Studies* 28 (10): 2723–2769.
- Brav, Alon, Wei Jiang, Song Ma & Xuan Tian (2018). How does hedge fund activism reshape corporate innovation? *Journal of Financial Economics* 130 (2): 237–264.
- Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy & Randall Thomas (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance* 63 (4): 1729–1775.
- Brehm, Jack W. (1966). *A theory of psychological reactance*. New York: Academic Press Inc.
- Brehm, Jack W. (1989). Psychological reactance: Theory and applications. *Advances in Consumer Research* 16 (1): 72–75.
- Brehm, Jack W., Lloyd K. Stires, John Sensenig & Janet Shaban (1966). The attractiveness of an eliminated choice alternative. *Journal of Experimental Social Psychology* 2 (3): 301–313.
- Brehm, Sharon S. & Jack W. Brehm (1981). *Psychological reactance: A theory of freedom and control*. New York: Academic Press Inc.

- Briggs, Thomas W. (2007). Corporate governance and the new hedge fund activism: An empirical analysis. *Journal of Corporation Law* 32 (4): 681–737.
- Brochet, Francois, Fabrizio Ferri & Gregory S. Miller (2018). *Investors' perceptions of activism via voting: Evidence from contentious shareholder meetings*. Posted: November 8, 2018. <https://ssrn.com/abstract=3281010> (19.10.2020).
- Brogaard, Jonathan & Corey Garriott (2019). High-frequency trading competition. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 54 (4): 1469–1497.
- Brogaard, Jonathan, Terrence Hendershott & Ryan Riordan (2014). High-frequency trading and price discovery. *Review of Financial Studies* 27 (8): 2267–2306.
- Brown, Stephen J. & Jerold B. Warner (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics* 8 (3): 205–258.
- Brožová, Dagmar (2018). The minimum wage in the neoclassical and the behavioural labour market theory. *Acta Oeconomica Pragensia* 26 (4): 30–41.
- Brunnermeier, Markus K. & Stefan Nagel (2004). Hedge funds and the technology bubble. *Journal of Finance* 59 (5): 2013–2040.
- Burkart, Mike, Denis Gromb & Fausto Panunzi (2000). Agency conflicts in public and negotiated transfers of corporate control. *Journal of Finance* 55 (2): 647–677.
- Calenda, Tony, Christopher Milliken & Andrew C. Spielger (2017). Activist hedge funds. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 107–124. New York: Oxford University Press.
- Cao, Charles, Bing Liang, Andrew W. Lo & Lubomir Petrusek (2018). Hedge fund holdings and stock market efficiency. *Review of Asset Pricing Studies* 8 (1): 77–116.
- Carhart, Mark M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance* 52 (1): 57–82.
- Carlson, Mathieu J. (1997). Mirowski's thesis and the "integrability problem" in neoclassical economics. *Journal of Economic Issues* 31 (3): 741–760.
- Carrothers, Andrew (2017a). Friends or foes? Activist hedge funds and other institutional investors. *Economics and Business Review* 3 (1): 38–72.
- Carrothers, Andrew (2017b). The impact of hedge fund activism on target firm performance, executive compensation and executive wealth. *Journal of Governance and Regulation* 6 (3): 14–28.
- CFR (2018). *Code of Federal Regulations. Title 17 Commodity and Securities Exchanges*. Parts 240 to End. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2018-title17-vol4/pdf/CFR-2018-title17-vol4.pdf> (17.06.2019).

- Chadha, Bankim & Anne Jansen (1998). The hedge fund industry: Structure, size, and performance. In *Hedge funds and financial market dynamics*, Barry Eichengreen, Donald Mathieson, Bankim Chadha, Anne Jansen, Laura Kodres & Sunil Sharma (Hgg.), 27–41. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Chandler, Theodore A. (1990). Why discipline strategies are bound to fail. *The Clearing House* 64 (2): 124–126.
- Chandra, Ramesh & Kermit Rohrbach (1990). A methodological note on detecting a location shift in the distribution of abnormal returns: A nonparametric approach. *Contemporary Accounting Research* 7 (1): 123–141.
- Chattopadhyaya, Soumyadri (2011). The effectiveness of being invisible: Hedge funds, hidden ownership and corporate governance. *European Company and Financial Law Review* 8 (3): 305–333.
- Cheffins, Brian R. & John Armour (2011). The past, present, and future of shareholder activism by hedge funds. *Journal of Corporation Law* 37 (1): 51–103.
- Chemmanur, Thomas J., Imants Paeglis & Karen Simonyan (2009). Management quality, financial and investment policies, and asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (5): 1045–1079.
- Chen, Nai-fu & Feng Zhang (1998). Risk and return of value stocks. *Journal of Business* 71 (4): 501–535.
- Chen, Yehning, J. F. Weston & Edward I. Altman (1995). Financial distress and restructuring models. *Financial Management* 24 (2): 57–75.
- Chisholm, Erica & Tamara G. Kolda (1999). *New term weighting formulas for the vector space method in information retrieval*. www.sandia.gov/~tgkolda/pubs/pubfiles/ornl-tm-13756.pdf (13.06.2017).
- Chordia, Tarun, Richard Roll & Avanidhar Subrahmanyam (2008). Liquidity and market efficiency. *Journal of Financial Economics* 87 (2): 249–268.
- Christie, Anna L. (2019). The new hedge fund activism: Activist directors and the market for corporate quasi-control. *Journal of Corporate Law Studies* 19 (1): 1–41.
- Clifford, Christopher P. (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance* 14 (4): 323–336.
- Clifford, Christopher P. & Laura Lindsey (2016). Blockholder heterogeneity, CEO compensation, and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 51 (5): 1491–1520.
- Coase, Ronald H. (1937). The nature of the firm. *Economica* 4 (16): 386–405.

- Coase, Ronald H. (1984). The new institutional economics. *Journal of Institutional and Theoretical Economics / Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 140 (1): 229–231.
- Coffee, John C., Jr. (1991). Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review* 91 (6): 1277–1368.
- Coffee, John C., Jr. & Darius Palia (2016). The wolf at the door: The impact of hedge fund activism on corporate governance. *Journal of Corporation Law* 41 (3): 545–607.
- Cohen, Lauren, Christopher Malloy & Quoc Nguyen (2020). Lazy prices. *Journal of Finance*: 1–45 (online version of record before inclusion in an issue).
- Comment, Robert & Gregg A. Jarrell (1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics* 37 (1): 67–87.
- Conlisk, John (1996). Why bounded rationality? *Journal of Economic Literature* 34 (2): 669–700.
- Conyon, Martin J. (2014). Executive compensation and board governance in US firms. *Economic Journal* 124 (574): F60-F89.
- Core, John E., Robert W. Holthausen & David F. Larcker (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51 (3): 371–406.
- Corrado, Charles J. (1989). A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies. *Journal of Financial Economics* 23 (2): 385–395.
- Cremers, K. J. M., Lubomir P. Litov & Simone M. Sepe (2017). Staggered boards and long-term firm value, revisited. *Journal of Financial Economics* 126 (2): 422–444.
- Cumming, Douglas, Na Dai & Sofia Johan (2017). Hedge fund organization. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 75–92. New York: Oxford University Press.
- Cumming, Douglas, Na Dai & Sofia A. Johan (2013). *Hedge fund structure, regulation, and performance around the world*. New York: Oxford University Press.
- Daniel, Kent, David Hirshleifer & Avanidhar Subrahmanyam (1998). Investor psychology and security market under- and overreactions. *Journal of Finance* 53 (6): 1839–1885.
- Dasgupta, Amil, Andrea Prat & Michela Verardo (2011). Institutional trade persistence and long-term equity returns. *Journal of Finance* 66 (2): 635–653.

- David, Parthiban, Matt Bloom & Amy J. Hillman (2007). Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance. *Strategic Management Journal* 28 (1): 91–100.
- Davis, Lance E. & Douglass C. North (1971). *Institutional change and American economic growth*. Cambridge: Cambridge University Press, digitally printed version 2008.
- DeAngelo, Linda E. (1988). Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics* 10 (1): 3–36.
- Defusco, Richard A., George M. McCabe & Ken C. Yook (1993). Day of the week effects: A test of the information timing hypothesis. *Journal of Business Finance & Accounting* 20 (6): 835–842.
- Del Guercio, Diane, Laura Seery & Tracie Woidtke (2008). Do boards pay attention when institutional investor activists "just vote no"? *Journal of Financial Economics* 90 (1): 84–103.
- Del Guercio, Diane & Tracie Woidtke (2019). Can strong corporate governance selectively mitigate the negative influence of "special interest" shareholder activists? Evidence from the labor market for directors. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 54 (4): 1573–1614.
- Demsetz, Harold (1964). The exchange and enforcement of property rights. *Journal of Law & Economics* 7: 11–26.
- Demsetz, Harold (1968). The cost of transacting. *Quarterly Journal of Economics* 82 (1): 33–53.
- Dequech, David (2001). Bounded rationality, institutions, and uncertainty. *Journal of Economic Issues* 35 (4): 911–929.
- Deutsche Bundesbank (2017). Distributed-Ledger-Technologien im Zahlungsverkehr und in der Wertpapierabwicklung: Potenziale und Risiken. *Monatsbericht* September: 35–50.
- Diamond, Douglas W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies* 51 (3): 393–414.
- Dikanarov, George, Joseph McBridge & Andrew C. Spieler (2017). Relative value hedge fund strategies. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 242–258. New York: Oxford University Press.

- Dimson, Elroy & Massoud Mussavian (1998). A brief history of market efficiency. *European Financial Management* 4 (1): 91–103.
- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics* 88 (3): 430–465.
- Donnell, Alison J., Adrian Thomas & Walter C. Buboltz, Jr. (2001). Psychological reactance: Factor structure and internal consistency of the questionnaire for the measurement of psychological reactance. *Journal of Social Psychology* 141 (5): 679–687.
- Dou, Yiwei, Ole-Kristian Hope, Wayne B. Thomas & Youli Zou (2018). Blockholder exit threats and financial reporting quality. *Contemporary Accounting Research* 35 (2): 1004–1028.
- Dow, James & Rohit Rahi (2003). Informed trading, investment, and welfare. *Journal of Business* 76 (3): 439–454.
- Doyle, John R. & Catherine H. Chen (2009). The wandering weekday effect in major stock markets. *Journal of Banking & Finance* 33 (8): 1388–1399.
- Dugger, William M. (1979). Methodological differences between institutional and neoclassical economics. *Journal of Economic Issues* 13 (4): 899–909.
- Duong, Huu N., Petko S. Kalev & Yang Sun (2014). Pre-trade transparency and the information content of the limit order book. In *Market microstructure and nonlinear dynamics: Keeping financial crisis in context*, Gilles Dufrénot, Fredj Jawadi & Waël Louhichi (Hgg.), 25–50. Cham: Springer International Publishing.
- Dutta, Shantanu, Arup Ganguly & Lin Ge (2017). The economics of hedge funds. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 22–37. New York: Oxford University Press.
- Easley, David, Marcos M. López de Prado & Maureen O'Hara (2011). The microstructure of the "flash crash": Flow toxicity, liquidity crashes, and the probability of informed trading. *Journal of Portfolio Management* 37 (2): 118–128.
- Easley, David & Maureen O'Hara (2009). Ambiguity and nonparticipation: The role of regulation. *Review of Financial Studies* 22 (5): 1817–1843.
- Easley, David & Maureen O'Hara (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance* 59 (4): 1553–1583.
- Easley, David & Maureen O'Hara (2010). Microstructure and ambiguity. *Journal of Finance* 65 (5): 1817–1846.

- Easley, David, Maureen O'Hara & Gideon Saar (2001). How stock splits affect trading: A microstructure approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36 (1): 25–51.
- Easterbrook, Frank H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74 (4): 650–659.
- Edmans, Alex (2009). Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *Journal of Finance* 64 (6): 2481–2513.
- Edmans, Alex, Vivian W. Fang & Emanuel Zur (2013). The effect of liquidity on governance. *Review of Financial Studies* 26 (6): 1443–1482.
- Edmans, Alex & Gustavo Manso (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies* 24 (7): 2395–2428.
- Eling, Martin (2006). *Hedgefonds-Strategien und ihre Performance. Finanzierung, Kapitalmarkt und Banken. Band 45*. Köln: Josef Eul Verlag, 1.
- Elton, Edwin & Martin Gruber (1968). The effect of share repurchase on the value of the firm. *Journal of Finance* 23 (1): 135–149.
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber & Christopher R. Blake (1996). Survivor bias and mutual fund performance. *Review of Financial Studies* 9 (4): 1097–1120.
- Erhemjamts, Otgontsetseg & Kartik Raman (2011). Financial restructuring. In *The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions. The Robert W. Kolb Series in Finance*, H. K. Baker & Halil Kiyamaz (Hgg.), 401–418. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Erlei, Mathias, Martin Leschke & Dirk Sauerland (2007). *Neue Institutionenökonomik*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2.
- Esen, M. F., Emrah Bilgic & Ulkem Basdas (2019). How to detect illegal corporate insider trading? A data mining approach for detecting suspicious insider transactions. *Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management* 26 (2): 60–70.
- Faber, Malte, Thomas Petersen & Johannes Schiller (2002). Homo oeconomicus and homo politicus in ecological economics. *Ecological Economics* 40 (3): 323–333.
- Fama, Eugene F. (1965). The behavior of stock-market prices. *Journal of Business* 38 (1): 34–105.
- Fama, Eugene F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25 (2): 383–417.

- Fama, Eugene F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88 (2): 288–307.
- Fama, Eugene F. (1991). Efficient capital markets: II. *Journal of Finance* 46 (5): 1575–1617.
- Fama, Eugene F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics* 49 (3): 283–306.
- Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen & Richard Roll (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review* 10 (1): 1–21.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47 (2): 427–465.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33 (1): 3–56.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *Journal of Finance* 50 (1): 131–155.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (1996a). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *Journal of Finance* 51 (1): 55–84.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (1996b). The CAPM is wanted, dead or alive. *Journal of Finance* 51 (5): 1947–1958.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (1998). Value versus growth: The international evidence. *Journal of Finance* 53 (6): 1975–1999.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2006). Profitability, investment and average returns. *Journal of Financial Economics* 82 (3): 491–518.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2007). Migration. *Financial Analysts Journal* 63 (3): 48–58.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2008). Dissecting anomalies. *Journal of Finance* 63 (4): 1653–1678.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2010). Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. *Journal of Finance* 65 (5): 1915–1947.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics* 116 (1): 1–22.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2016). Dissecting anomalies with a five-factor model. *Review of Financial Studies* 29 (1): 69–103.

- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2017). International tests of a five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics* 123 (3): 441–463.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2018a). Choosing factors. *Journal of Financial Economics* 128 (2): 234–252.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2018b). Volatility lessons. *Financial Analysts Journal* 74 (3): 42–53.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2020a). Comparing cross-section and time-series factor models. *Review of Financial Studies* 33 (5): 1891–1926.
- Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (2020b). *The value premium*. Posted: January 27, 2020; Revised: January 30, 2020. <http://ssrn.com/abstract=3525096> (04.03.2020).
- Fama, Eugene F. & Michael C. Jensen (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics* 26 (2): 301–325.
- Farrelly, Caroline & François-Serge Lhabitant (2017). Event-driven hedge fund strategies. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 207–227. New York: Oxford University Press.
- Feder, Gershon & David Feeny (1991). Land tenure and property rights: Theory and implications for development policy. *World Bank Economic Review* 5 (1): 135–153.
- Feinerer, Ingo (2018a). *Introduction to the tm package*. *Text mining in R*. <https://cran.r-project.org/web/packages/tm/vignettes/tm.pdf> (21.06.2018).
- Feinerer, Ingo (2018b). *Package 'tm'*. <https://cran.r-project.org/web/packages/tm/tm.pdf> (25.06.2018).
- Feinerer, Ingo, Kurt Hornik & David Meyer (2008). Text mining infrastructure in R. *Journal of Statistical Software* 25 (5): 1–54.
- Ferris, Stephen P., Qing Hao & Min-Yu Liao (2013). The effect of issuer conservatism on IPO pricing and performance. *Review of Finance* 17 (3): 993–1027.
- Feuerriegel, Stefan & Julius Gordon (2018). Long-term stock index forecasting based on text mining of regulatory disclosures. *Decision Support Systems* 112: 88–97.
- Feuerriegel, Stefan & Dirk Neumann (2015). Evaluation of news-based trading strategies. In *Enterprise applications and services in the finance industry. 7th international workshop, FinanceCom 2014, revised papers. Lecture Notes in Business Information Processing. Band 217*, Artur Lugmayr (Hg.), 13–28. Switzerland: Springer International Publishing.

- Fidrmuc, Jana & Swati Kanoria (2018). Hedge fund activism and CEO compensation, FMA European Conference, University of Agder, Kristiansand, Norway, June 13–15, 2018.
- Fletcher, Laurence (2018). *Hedge fund lansdowne feels the fee squeeze: Some of the best-known hedge funds feel cuts to management fees as passive investing increasingly becomes the default*. Wall Street Journal (18.04.2018). <https://www.wsj.com/articles/hedge-fund-lansdowne-feels-the-fee-squeeze-1524040757?shareToken=st2c81f32b907247438d7fe96e4b1ff2d8> (20.10.2019).
- Flugum, Ryan & John S. Howe (2020). Hedge fund activism and analyst uncertainty. *International Review of Economics and Finance* 66: 206–227.
- French, Kenneth R. (2008). Presidential address: The cost of active investing. *Journal of Finance* 63 (4): 1537–1573.
- Fung, William & David A. Hsieh (2000). Performance characteristics of hedge funds and commodity funds: Natural vs. spurious biases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35 (3): 291–307.
- Furubotn, Eirik G. & Svetozar Pejovich (1972). Property rights and economic theory: A survey of recent literature. *Journal of Economic Literature* 10 (4): 1137–1162.
- Furubotn, Eirik G. & Rudolf Richter (2005). *Institutions & economic theory: The contribution of the new institutional economics*. Ann Arbor: University of Michigan Press, 2.
- Gantchev, Nickolay (2013). The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model. *Journal of Financial Economics* 107 (3): 610–631.
- Gantchev, Nickolay, Oleg R. Gredil & Chotibhak Jotikasthira (2019). Governance under the gun: Spillover effects of hedge fund activism. *Review of Finance* 23 (6): 1031–1068.
- Gantchev, Nickolay & Chotibhak Jotikasthira (2018). Institutional trading and hedge fund activism. *Management Science* 64 (6): 2930–2950.
- Garz, Hendrik (2000). *Prognostizierbarkeit von Aktienrenditen: Die Ursache von Bewertungsanomalien am deutschen Aktienmarkt. Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Wolfgang Gerke*. Wiesbaden: Gabler / Deutscher Universitäts-Verlag.
- Gifford, E. J. M. (2010). Effective shareholder engagement: The factors that contribute to shareholder salience. *Journal of Business Ethics* 92: 79–97.
- Giglia, Kristin (2016). A little letter, a big difference: An empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13G/13D filings. *Columbia Law Review* 116 (1): 105–145.

- Gillan, Stuart L. & Laura T. Starks (2007). The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance* 19 (1): 55–73.
- Gilson, Stuart C., Kose John & Larry H. P. Lang (1990). Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics* 27 (2): 315–353.
- Göbel, Elisabeth (2002). *Neue Institutionenökonomik: Konzeption und betriebswirtschaftliche Anwendungen*. Stuttgart: Lucius und Lucius.
- Goetzmann, William N., Jonathan E. Ingersoll, Jr. & Stephen A. Ross (2003). High-water marks and hedge fund management contracts. *Journal of Finance* 58 (4): 1685–1717.
- Gombola, Michael & Feng-Ying Liu (2009). Special dividends. In *Dividends and dividend policy. The Robert W. Kolb Series in Finance*, H. K. Baker (Hg.), 309–323. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Goranova, Maria, Rahi Abouk, Paul C. Nystrom & Ehsan S. Soofi (2017). Corporate governance antecedents to shareholder activism: A zero-inflated process. *Strategic Management Journal* 38 (2): 415–435.
- Goranova, Maria & Lori V. Ryan (2014). Shareholder activism: A multidisciplinary review. *Journal of Management* 40 (5): 1230–1268.
- Gorton, Gary & Lixin Huang (2004). Liquidity, efficiency, and bank bailouts. *American Economic Review* 94 (3): 455–483.
- Grandpre, Joseph, Eusebio M. Alvaro, Michael Burgoon, Claude H. Miller & John R. Hall (2003). Adolescent reactance and anti-smoking campaigns: A theoretical approach. *Health communication* 15 (3): 349–366.
- Greene, William H. (2012). *Econometric analysis*. International Edition. Boston: Pearson, 7.
- Greenwood, Robin & Michael Schor (2009). Investor activism and takeovers. *Journal of Financial Economics* 92 (3): 362–375.
- Greupner, Erik J. (2003). Hedge funds are headed down-market: A call for increased regulation? *San Diego Law Review* 40 (4): 1555–1596.
- Grossman, Sanford J. & Oliver D. Hart (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11 (1): 42–64.
- Grossman, Sanford J. & Oliver D. Hart (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy* 94 (4): 691–719.

- Grullon, Gustavo & David L. Ikenberry (2000). What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance* 13 (1): 31–51.
- Guo, Jie, Krishna Paudyal, Vinay Utham & Xiaofei Xing (2020). Investors' activism and the gains from takeover deals. *European Journal of Finance* 26 (1): 64–83.
- Guo, Li, Feng Shi & Jun Tu (2016). Textual analysis and machine learning: Crack unstructured data in finance and accounting. *Journal of Finance and Data Science* 2 (3): 153–170.
- Guo, Re-Jin, Timothy A. Kruse & Tom Nohel (2008). Undoing the powerful anti-takeover force of staggered boards. *Journal of Corporate Finance* 14 (3): 274–288.
- Hagenau, Michael, Michael Liebmann & Dirk Neumann (2013). Automated news reading: Stock price prediction based on financial news using context-capturing features. *Decision Support Systems* 55 (3): 685–697.
- Hair, Joseph F., Jr., William C. Black, Barry J. Babin & Rolph E. Anderson (2014). *Multivariate data analysis. Pearson new international edition*. Harlow, London: Pearson Education Limited, 7.
- Hanley, Kathleen W. & Gerard Hoberg (2010). The information content of IPO prospectuses. *Review of Financial Studies* 23 (7): 2821–2864.
- Hanna, John (1934). The Securities Exchange Act of 1934. *California Law Review* 23 (1): 1–29.
- Hartmann-Wendels, Thomas, Andreas Pfingsten & Martin Weber (2019). *Bankbetriebslehre*. Berlin: Springer, 7.
- Hemsley, Pedro & Rafael Morais (2017). Tradeoff analysis of ousting the CEO. *Business Management Dynamics* 7 (6): 34–39.
- Herberger, Tim A. (2013). *Finanzierungsstrategien für die eigene Aus- und Weiterbildung: Eine ökonomische Analyse für ein Hochschulstudium in Deutschland. Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Andreas Oehler*. Dissertation Otto-Friedrich-Universität Bamberg. *Sozialpolitische Schriften. Band 90*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Herberger, Tim A., Matthias Horn & Andreas Oehler (2020). Are intraday reversal and momentum trading strategies feasible? An analysis for German blue chip stocks. *Financial Markets and Portfolio Management* (Published online 19 May 2020): 1–19.
- Herberger, Tim A. & Andreas Oehler (2011). IPOs als Exit-Strategie von Finanzinvestoren im deutschen IPO-Markt. *Corporate Finance biz* 2 (1): 52–60.

- Hershbarger, Robert A. (1975). Are the loss and expense ratios of insurance companies normally distributed? *Journal of Risk and Insurance* 42 (3): 522–528.
- Hicks, John R. (1935). Wages and interest: The dynamic problem. *Economic Journal* 45 (179): 456–468.
- Hirshleifer, David (2015). Behavioral finance. *Annual Review of Financial Economics* 7 (1): 133–159.
- Hoffmann, Thomas (2009). *Anreizorientierte Aufsicht über Wertpapierdienstleister: Eine Analyse des Beziehungsgeflechts zwischen Finanzintermediären und ihren Kunden. Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Henry Schäfer*. Dissertation Universität Stuttgart. Wiesbaden: Gabler.
- Holden, Craig W. & Avanidhar Subrahmanyam (1992). Long-lived private information and imperfect competition. *Journal of Finance* 47 (1): 247–270.
- Holthausen, Robert W., Richard W. Leftwich & David Mayers (1987). The effect of large block transactions on security prices: A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics* 19 (2): 237–267.
- Homölle, Susanne (2003). From the theory of financial intermediation to segment reporting: The case of German banks. *Accounting Forum* 27 (1): 60–83.
- Horn, Matthias (2018). *Investment strategies of German households in a multi-layer portfolio framework. Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Andreas Oehler*. Dissertation Otto-Friedrich-Universität Bamberg. Bamberg: OPUS.
- Horn, Matthias & Andreas Oehler (2020). Automated portfolio rebalancing: Automatic erosion of investment performance? *Journal of Asset Management* 21: 489–505.
- Hosseini, Hamid (1990). The archaic, the obsolete and the mythical in neoclassical economics: Problems with the rationality and optimizing assumptions of the Jevons-Marshallian system. *American Journal of Economics and Sociology* 49 (1): 81–92.
- Humphrey, Jacquelyn E. & Michael A. O'Brien (2010). Persistence and the four-factor model in the Australian funds market: A note. *Accounting and Finance* 50 (1): 103–119.
- ICA (2019). *Investment Company Act of 1940. Chapter 686 of the 76th Congress. As Amended Through P.L. 115–174, Enacted May 24, 2018.* <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf> (28.05.2020).
- Ineichen, Alexander M. (2003). *Absolute returns. The risk and opportunities of hedge fund investing*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

- Ismail, Ahmad & Andreas Krause (2010). Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. *Quarterly Review of Economics and Finance* 50 (4): 471–484.
- Jaeger, Lars (2002). *Managing risk in alternative investment strategies: Successful investing in hedge funds and managed futures*. Harlow, London: Prentice Hall Financial Times.
- Jegadeesh, Narasimhan & Sheridan Titman (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance* 48 (1): 65–91.
- Jensen, Michael C. (1968). Problems in selection of security portfolios: The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *Journal of Finance* 23 (2): 389–416.
- Jensen, Michael C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323–329.
- Jensen, Michael C. (1988). Takeovers: Their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives* 2 (1): 21–48.
- Jensen, Michael C. & William H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–360.
- Jevons, William S. (1970). *The theory of political economy*. Edited with an introduction by R. D. Collison Black. Harmondsworth: Penguin Books.
- Jhunjhunwala, Shital (2018). Control conflict, costs and activism. *IUP Journal of Corporate Governance* 17 (4): 26–35.
- Jiang, Wei, Kai Li & Wei Wang (2012). Hedge funds and chapter 11. *Journal of Finance* 67 (2): 513–560.
- Jiang, Wei, Tao Li & Danqing Mei (2018). Influencing control: Jawboning in risk arbitrage. *Journal of Finance* 73 (6): 2635–2675.
- Johnson, Simon, John McMillan & Christopher Woodruff (2002). Property rights and finance. *American Economic Review* 92 (5): 1335–1356.
- Kahan, Marcel & Edward B. Rock (2007). Hedge funds in corporate governance and corporate control. *University of Pennsylvania Law Review* 155 (5): 1021–1093.
- Kahneman, Daniel & Amos Tversky (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica* 47 (2): 263.

- Kaiser, Dieter G. (2009). *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlagekategorie*. Wiesbaden: Gabler, 2.
- Kane, Edward J. & Stephen A. Buser (1979). Portfolio diversification at commercial banks. *Journal of Finance* 34 (1): 19–34.
- Katz, David A. (2015). *SEC charges Schedule 13D filers for untimely disclosure*. <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/03/23/sec-charges-schedule-13d-filers-for-untimely-disclosure/> (12.06.2020).
- Katz, Sherri J., Sahara Byrne & Alyssa I. Kent (2017). Mitigating the perception of threat to freedom through abstraction and distance. *Communication Research* 44 (7): 1046–1069.
- Kenett, Ron S., Shelemyahu Zacks & Daniele Amberti (2014). *Modern industrial statistics: With applications in R, Minitab and JMP*. Chichester: John Wiley & Sons, 2.
- Kennard, Alan L. (2003). The hedge fund versus the mutual fund. *Tax Lawyer* 57 (1): 133–161.
- Keynes, J. M. (1937). The general theory of employment. *Quarterly Journal of Economics* 51 (2): 209–223.
- Kiefer, Marie L. (2005). *Medienökonomik: Einführung in eine ökonomische Theorie der Medien*. München / Wien: Oldenbourg Wissenschaftsverlag, 2.
- Kim, Sehoon (2017). Hedge fund activism and internal capital markets, FMA Annual Meeting, Boston, Massachusetts, October 11–14, 2017.
- King, Leslie & Elisabeth Gish (2015). Marketizing social change: Social shareholder activism and responsible investing. *Sociological Perspectives* 58 (4): 711–730.
- Klein, April & Emanuel Zur (2009). Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors. *Journal of Finance* 64 (1): 187–229.
- Klein, April & Emanuel Zur (2011). The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders. *Review of Financial Studies* 24 (5): 1735–1771.
- Knight, Frank H. (1971). *Risk, uncertainty and profit*. With a foreword by George J. Stigler. Chicago and London: University of Chicago Press (Originally published in 1921 by Houghton Mifflin Company).
- Kodres, Laura (1998). Hedge fund investment strategies. In *Hedge funds and financial market dynamics*, Barry Eichengreen, Donald Mathieson, Bankim Chadha, Anne Jansen, Laura Kodres & Sunil Sharma (Hgg.), 42–54. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

- Koh, Francis, David K. C. Lee & Phoon K. Fai (2002). An evaluation of hedge funds: Risk, return and pitfalls. *Singapore Economic Review* 47 (1): 153–171.
- Kohlert, Daniel, Andreas Oehler & Stefan Wendt (2009). The agency dilemma of investment fund management. *Corporate Ownership and Control* 6 (3–2): 283–292.
- Kornberg, Allan, Darwyn Linder & Joel Cooper (1970). Understanding political behavior: The relevance of reactance theory. *Midwest Journal of Political Science* 14 (1): 131–138.
- Kraus, Alan & Hans R. Stoll (1972). Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange. *Journal of Finance* 27 (3): 569–588.
- Krause, Ryan, Kimberly A. Whitley & Matthew Semadeni (2014). Power to the principals! An experimental look at shareholder say-on-pay voting. *Academy of Management Journal* 57 (1): 94–115.
- Krishnan, C. N. V., Frank Partnoy & Randall S. Thomas (2016). The second wave of hedge fund activism: The importance of reputation, clout, and expertise. *Journal of Corporate Finance* 40: 296–314.
- Kruska, Christian P. W. (2015). *Rahmenbedingungen für transparente Wertpapiererwerbe und öffentliche Übernahmeangebote nach deutschem und US-amerikanischem Recht: Eine funktionale Rechtsvergleichung. Schriftenreihe zum internationalen Einheitsrecht und zur Rechtsvergleichung. Band 50.* Hamburg: Dr. Kovač.
- Kuncheva, Ludmila I. (2014). *Combining pattern classifiers: Methods and algorithms.* Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2.
- Kyle, Albert S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica* 53 (6): 1315–1335.
- Kyle, Albert S. (1989). Informed speculation with imperfect competition. *Review of Economic Studies* 56 (3): 317–355.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1155.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55 (1): 1–33.
- Lähdesmäki, Merja, Marjo Siltaoja & Laura J. Spence (2019). Stakeholder salience for small businesses: A social proximity perspective. *Journal of Business Ethics* 158 (2): 373–385.

- Lang, Larry H. P. & René M. Stulz (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy* 102 (6): 1248–1280.
- Larcker, David F. & Anastasia A. Zakolyukina (2012). Detecting deceptive discussions in conference calls. *Journal of Accounting Research* 50 (2): 495–540.
- Lease, Ronald C., Wilbur G. Lewellen & Gary G. Schlarbaum (1974). The individual investor: Attributes and attitudes. *Journal of Finance* 29 (2): 413–433.
- Lehmann, Erik E. & Dominik Wilhelm (2018). Digitalisierung, Disruption und Corporate Entrepreneurship. In *Disruption und Transformation Management. Digital Leadership - Digitales Mindset - Digitale Strategie*, Frank Keuper, Marc Schomann, Linda I. Sikora & Rimon Wassef (Hgg.), 239–266. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Leland, Hayne E. & David H. Pyle (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance* 32 (2): 371–387.
- Lewis, David D., Yiming Yang, Tony G. Rose & Fan Li (2004). RCV1: A new benchmark collection for text categorization research. *Journal of Machine Learning Research* 5: 361–397.
- Lewis, Thomas G. (1994). *Steigerung des Unternehmenswertes: Total Value Management*. Landsberg am Lech: Verlag Moderne Industrie.
- Lhabitant, François-Serge (2002). *Hedge funds: Myths and limits*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Lhabitant, François-Serge (2006). *Handbook of hedge funds*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Li, Albert J. (1997). The meaning of item four of Schedule 13D of the Securities Exchange Act of 1934: A new framework and analysis. *The Business Lawyer* 52 (3): 851–884.
- Li, Feng (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings—A naïve bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research* 48 (5): 1049–1102.
- Li, Jian, Zhenjing Xu, Lean Yu & Ling Tang (2016). Forecasting oil price trends with sentiment of online news articles. *Procedia Computer Science* 91: 1081–1087.
- Lintner, John (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics* 47 (1): 13–37.
- Lipman, Barton L. (1995). Information processing and bounded rationality: A survey. *Canadian Journal of Economics* 28 (1): 42–67.

- Logsdon, Jeanne M. & Harry J. van Buren, III (2008). Justice and large corporations: What do activist shareholders want? *Business & Society* 47 (4): 523–548.
- Loughran, Tim & Bill McDonald (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance* 66 (1): 35–65.
- Loughran, Tim & Bill McDonald (2013). IPO first-day returns, offer price revisions, volatility, and form S-1 language. *Journal of Financial Economics* 109 (2): 307–326.
- Loughran, Tim & Bill McDonald (2015). The use of word lists in textual analysis. *Journal of Behavioral Finance* 16 (1): 1–11.
- Loughran, Tim & Bill McDonald (2016). Textual analysis in accounting and finance: A survey. *Journal of Accounting Research* 54 (4): 1187–1230.
- Loughran, Tim & Bill McDonald (2017). The use of EDGAR filings by investors. *Journal of Behavioral Finance* 18 (2): 231–248.
- Loughran, Tim & Bill McDonald (2019a). *Data finance word list "modal weak"*. https://www3.nd.edu/~mcdonald/Data/Finance_Word_Lists/LoughranMcDonald_ModalWeak.csv (24.05.2017, zuletzt geprüft am 09.10.2019).
- Loughran, Tim & Bill McDonald (2019b). *Data finance word list "uncertainty"*. https://www3.nd.edu/~mcdonald/Data/Finance_Word_Lists/LoughranMcDonald_Uncertainty.csv (24.05.2017, zuletzt geprüft am 09.10.2019).
- Loughran, Tim & Bill McDonald (2019c). *Textual analysis in finance*. Date Written: October 15, 2019; Posted: October 24, 2019. <https://ssrn.com/abstract=3470272> (11.12.2019).
- Loughran, Tim, Bill McDonald & Ioannis Pragidis (2019). Assimilation of oil news into prices. *International Review of Financial Analysis* 63: 105–118.
- Loughran, Tim, Bill McDonald & Hayong Yun (2009). A wolf in sheep's clothing: The use of ethics-related terms in 10-K reports. *Journal of Business Ethics* 89 (S1): 39–49.
- Loughran, Tim & Jay R. Ritter (2000). Uniformly least powerful tests of market efficiency. *Journal of Financial Economics* 55 (3): 361–389.
- Low, Chee K. (2004). A road map for corporate governance in East Asia. *Northwestern Journal of International Law & Business* 25 (1): 165–203.
- Macey, Jonathan R. & Jeffrey M. Netter (1987). Regulation 13D and the regulatory process. *Washington University Law Review* 65 (1): 131–161.
- MacKenzie, Donald (2018). Material signals: A historical sociology of high-frequency trading. *American Journal of Sociology* 123 (6): 1635–1683.

- Malkiel, Burton G. (2003). Passive investment strategies and efficient markets. *European Financial Management* 9 (1): 1–10.
- Mann, Millard F. & Thomas Hill (1984). Persuasive communications and the boomerang effect: Some limiting conditions to the effectiveness of positive influence attempts. *Advances in Consumer Research* 11 (1): 66–70.
- Marquering, Wessel, Johan Nisser & Toni Valla (2006). Disappearing anomalies: A dynamic analysis of the persistence of anomalies. *Applied Financial Economics* 16 (4): 291–302.
- Masse, Isidore, Joseph Kushner & Robert Hanrahan (1990). The effect of the method of payment on stock returns in canadian tender offers and merger proposals for both target and bidding firms. *Quarterly Journal of Business and Economics* 29 (4): 102–124.
- Mateus, Irina B., Cesario Mateus & Natasa Todorovic (2019). Benchmark-adjusted performance of US equity mutual funds and the issue of prospectus benchmarks. *Journal of Asset Management* 20 (1): 15–30.
- Mayer, Wolfgang (2007). Risikomanagement von Hedge Fonds im Rahmen einer Kapitalanlagegesellschaft. In *Risikomanagement für Investmentfonds und Hedge Funds – Status quo vadis? Diskussionsreihe Bank & Börse. Band 40*, Andreas Oehler (Hg.), 225–264. Wien: Springer-Verlag / Bankverlag.
- McCahery, Joseph A., Zacharias Sautner & Laura T. Starks (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *Journal of Finance* 71 (6): 2905–2932.
- McLean, R. D. & Jeffrey Pontiff (2016). Does academic research destroy stock return predictability? *Journal of Finance* 71 (1): 5–32.
- Ménard, Claude & Mary M. Shirley (2008). Introduction. In *Handbook of new institutional economics*, Claude Ménard & Mary M. Shirley (Hgg.), 1–18. Berlin, Heidelberg: Springer.
- Mihov, Atanas (2016). Predisclosure accumulations by activist investors and price impact of trading. *Review of Finance* 20 (1): 231–263.
- Mikkelson, Wayne H. & M. M. Partch (1985). Stock price effects and costs of secondary distributions. *Journal of Financial Economics* 14 (2): 165–194.
- Miller, Claude H., Bobi Ivanov, Jeanetta Sims, Josh Compton, Kylie J. Harrison, Kimberly A. Parker, James L. Parker & Joshua M. Averbeck (2013). Boosting the

- potency of resistance: Combining the motivational forces of inoculation and psychological reactance. *Human Communication Research* 39 (1): 127–155.
- Miller, Claude H., Lindsay T. Lane, Leslie M. Deatruck, Alice M. Young & Kimberly A. Potts (2007). Psychological reactance and promotional health messages: The effects of controlling language, lexical concreteness, and the restoration of freedom. *Human Communication Research* 33 (2): 219–240.
- Miller, Edward M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *Journal of Finance* 32 (4): 1151–1168.
- Miskolczi, Panna (2017). Note on simple and logarithmic return. *Applied Studies in Agribusiness and Commerce* 11 (1–2): 127–136.
- Mitchell, Ronald K., Bradley R. Agle, James J. Chrisman & Laura J. Spence (2011). Toward a theory of stakeholder salience in family firms. *Business Ethics Quarterly* 21 (2): 235–255.
- Mitchell, Ronald K., Bradley R. Agle & Donna J. Wood (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review* 22 (4): 853–886.
- Moatti, Valérie, Charlotte R. Ren, Jaideep Anand & Pierre Dussauge (2015). Disentangling the performance effects of efficiency and bargaining power in horizontal growth strategies: An empirical investigation in the global retail industry. *Strategic Management Journal* 36 (5): 745–757.
- Mossin, Jan (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica* 34 (4): 768–783.
- Muck, Matthias, Dominik Staniewski & Stefan Weisheit (2016). Optimale Fristentransformation von international agierenden Banken. In *Internationales Management und die Grundlagen des globalisierten Kapitalismus*, Stefan Eckert & Georg Trautnitz (Hgg.), 199–218. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Murphy, John W. (1992). Reason, bounded rationality, and the lebenswelt: Socially sensitive decision making. *American Journal of Economics and Sociology* 51 (3): 293–304.
- Murrell, Peter (1991). Can neoclassical economics underpin the reform of centrally planned economies? *Journal of Economic Perspectives* 5 (4): 59–76.
- Murthy, K. V. B. & Manisha Choudhary (2019). Market microstructure: An analysis of Indian life insurance. *BimaQuest: The Journal of Insurance & Management* 19 (2): 47–72.

- Nesterkin, Dmitriy A. (2013). Organizational change and psychological reactance. *Journal of Organizational Change Management* 26 (3): 573–594.
- Neubaum, Donald O. & Shaker A. Zahra (2006). Institutional ownership and corporate social performance: The moderating effects of investment horizon, activism, and coordination. *Journal of Management* 32 (1): 108–131.
- Norli, Øyvind, Charlotte Ostergaard & Ibolya Schindele (2015). Liquidity and shareholder activism. *Review of Financial Studies* 28 (2): 486–520.
- North, Douglass C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Novotná, Martina (2013). An event study approach to assessing the effect of the financial crisis on European companies. *ECON - Journal of Economics, Management & Business* 23 (2): 91–106.
- Novy-Marx, Robert (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics* 108 (1): 1–28.
- Oded, Jacob (2011). Stock repurchases: How firms choose between a self tender offer and an open-market program. *Journal of Banking & Finance* 35 (12): 3174–3187.
- Oehler, Andreas (1991). »Anomalien« im Anlegerverhalten. *Die Bank: Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis* 11: 600–607.
- Oehler, Andreas (1992). „Anomalien“, „Irrationalitäten“ oder „Biases“ Relevanz für Finanzmärkte. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 4 (2): 97–124.
- Oehler, Andreas (1994). Verhaltensmuster individueller Anleger – eine experimentelle Studie. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (ZfbF)* 46: 939–958.
- Oehler, Andreas (1995). *Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger. Theoretischer Ansatz und empirische Analysen*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Oehler, Andreas (1999). Private investor behavior in Germany: An empirical survey and experimental results. In *Empirical research on the German capital market*, Wolfgang Bühler, Herbert Hax & Reinhart Schmidt (Hgg.), 55–77. Heidelberg: Physica-Verlag.
- Oehler, Andreas (2000a). Behavioral finance: Mode oder mehr? *Die Bank: Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis* 10: 718–724.
- Oehler, Andreas (2000b). Behavioral Finance: Theoretische, empirische und experimentelle Befunde unter Marktrelevanz. *BankArchiv* 48: 978–989.

- Oehler, Andreas (2001). XETRA. In *Management-Lexikon*, Rolf Bühner (Hg.), 889–890. München / Wien: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.
- Oehler, Andreas (2002). Behavioral Finance, verhaltenswissenschaftliche Finanzmarktforschung und Portfoliomanagement. In *Handbuch Portfoliomanagement. Strukturierte Ansätze für ein modernes Wertpapiermanagement*, Jochen M. Kleeberg & Heinz Rehkugler (Hgg.), 843–870. Bad Soden /Ts.: Uhlenbruch Verlag, 2.
- Oehler, Andreas (2003). Zur Makrostruktur von Finanzmärkten: Börsen als Finanzintermediäre im Wettbewerb. Provided in Cooperation with University of Bamberg, Chair of Finance. *Diskussionsbeiträge - Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung (BAFIFO)* 22: 1–19.
- Oehler, Andreas (2004a). Anlegerschutz in einem markt- und intermediärbasierten System: Eine Analyse im Lichte der Neuen Institutionenökonomik, der Theorie der Finanzintermediation und der Behavioral Economics & Finance. *Diskussionsbeiträge - Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung (BAFIFO)* 28: 1–37.
- Oehler, Andreas (2004b). Retail Banking: Status quo und Entwicklungsperspektiven. Provided in Cooperation with University of Bamberg, Chair of Finance. *Diskussionsbeiträge - Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung (BAFIFO)* 27: 1–53.
- Oehler, Andreas (2005a). Die Wahrnehmung und Gestaltung von Handlungsoptionen in öffentlich-rechtlichen Alterssicherungssystemen aus Sicht der Nachfrager. In *Europa nach der Osterweiterung: Europaforschung an der Universität Bamberg*, Martin Heidenreich, Hans-W. Micklitz, Andreas Oehler, Hans Rattinger & Johannes Schwarze (Hgg.), 195–211. Berlin: Kulturverlag Kadmos.
- Oehler, Andreas (2005b). Funktion von Banken und anderer Finanzintermediäre bei zunehmender internationaler Finanzmarktintegration unter der Perspektive ihrer gesellschaftlichen und nationalstaatlichen Bedeutung. Corporate Governance & Control in markt- und intermediärbasierten Finanzsystemen im Kontext von Personal- und Kapitalverflechtungen. In *Europa nach der Osterweiterung: Europaforschung an der Universität Bamberg*, Martin Heidenreich, Hans-W. Micklitz, Andreas Oehler, Hans Rattinger & Johannes Schwarze (Hgg.), 212–223. Berlin: Kulturverlag Kadmos.

- Oehler, Andreas (2005c). Risikomanagement, insbesondere Kreditrisikomanagement in Banken, Versicherungen und anderen Finanzintermediären – KonTraG, Basel II, Solvency II und ... In *Europa nach der Osterweiterung: Europaforschung an der Universität Bamberg*, Martin Heidenreich, Hans-W. Micklitz, Andreas Oehler, Hans Rattinger & Johannes Schwarze (Hgg.), 154–159. Berlin: Kulturverlag Kadmos.
- Oehler, Andreas (2005d). Verbraucherinformation als Motor für einen Qualitätswettbewerb. In *Wirtschaftsfaktor Verbraucherinformation: Die Bedeutung von Information für funktionierende Märkte. Schriftenreihe des Verbraucherzentrale Bundesverbandes zur Verbraucherpolitik. Band 4*, Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (vzbv) (Hg.), 28–50. Berlin: Berliner Wissenschafts-Verlag (BWV).
- Oehler, Andreas (2006a). Bankenrating und externes Rating der Unternehmensnachfolge – Nur ein weiterer Ratingansatz in der Praxis der Finanzwirtschaft? In *Nachfolgerating: Rating als Chance für die Unternehmensnachfolge*, Ann-Kristin Achleitner, Oliver Everling & Stefan Klemm (Hgg.), 297–312. Wiesbaden: Gabler, 1.
- Oehler, Andreas (2006b). Zur ganzheitlichen Konzeption des Verbraucherschutzes – eine ökonomische Perspektive. *Verbraucher und Recht* 8: 294–300.
- Oehler, Andreas (2006c). Zur Makrostruktur von Finanzmärkten – Börsen als Finanzintermediäre im Wettbewerb. In *Kapitalmarkt, Unternehmensfinanzierung und rationale Entscheidungen. Festschrift für Jochen Wilhelm*, Wolfgang Kürsten & Bernhard Nietert (Hgg.), 76–91. Berlin, Heidelberg: Springer, 1.
- Oehler, Andreas (2013). Neue alte Verbraucherleitbilder: Basis für die Verbraucherbildung? *Haushalt in Bildung & Forschung (HiBiFo)* 2: 44–60.
- Oehler, Andreas, Klaus Heilmann & Volker Läger (2000). Do insiders contribute to market efficiency? Informational efficiency and liquidity of experimental call markets with and without insiders. Provided in Cooperation with University of Bamberg, Chair of Finance. *Diskussionsbeiträge - Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung (BAFIFO)* 11: 1–22.
- Oehler, Andreas, Klaus Heilmann & Volker Läger (2001). Discovering the best: Informational efficiency and liquidity of alternative trading mechanisms in experimental asset markets. Provided in Cooperation with University of Bamberg, Chair of Finance. *Diskussionsbeiträge - Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung (BAFIFO)* 18: 1–29.

- Oehler, Andreas, Tim Herberger, Stefan Wendt & Andreas Höfer (2015a). Risk assessment and risk management in economics. In *Risk and EU law*, Hans-W. Micklitz & Takis Tridimas (Hgg.), 33–48. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Oehler, Andreas, Tim A. Herberger, Matthias Horn & Henrik Schalkowski (2017a). IPOs, the level of private equity engagement and stock performance matters: Empirical evidence from Germany. *Corporate Ownership and Control* 15 (1): 72–82.
- Oehler, Andreas, Andreas Höfer, Matthias Horn & Stefan Wendt (2018a). Do mutual fund ratings provide valuable information for retail investors? *Studies in Economics and Finance* 35 (1): 137–152.
- Oehler, Andreas & Matthias Horn (2020). Behavioural portfolio theory revisited: Lessons learned from the field. *Accounting & Finance* (Online version of record before inclusion in an issue, first published 22 May 2020): 1–32.
- Oehler, Andreas, Matthias Horn & Florian Wedlich (2018b). Young adults' subjective and objective risk attitude in financial decision making: Evidence from the lab and the field. *Review of Behavioral Finance* 10 (3): 274–294.
- Oehler, Andreas, Matthias Horn & Stefan Wendt (2016a). Benefits from social trading? Empirical evidence for certificates on wikifolios. *International Review of Financial Analysis* 46: 202–210.
- Oehler, Andreas, Matthias Horn & Stefan Wendt (2017b). Brexit: Short-term stock price effects and the impact of firm-level internationalization. *Finance Research Letters* 22: 175–181.
- Oehler, Andreas, Matthias Horn & Stefan Wendt (2018c). Neue Geschäftsmodelle durch Digitalisierung? Eine Analyse aktueller Entwicklungen bei Finanzdienstleistungen. In *Disruption und Transformation Management. Digital Leadership - Digitales Mindset - Digitale Strategie*, Frank Keuper, Marc Schomann, Linda I. Sikora & Rimon Wassef (Hgg.), 325–341. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Oehler, Andreas & Lucia A. Reisch (2008). *Behavioral Economics – eine neue Grundlage für Verbraucherpolitik? Eine Studie im Auftrag des Verbraucherzentrale Bundesverbandes*.
https://www.vzbv.de/sites/default/files/downloads/studie_behavioral_economics_12_2008.pdf (15.11.2019).
- Oehler, Andreas & Henrik Schalkowski (2013). Private-Equity-Beteiligungen und Stewardship-Theorie – Eine prozessorientierte Analyse des Beziehungsgeflechts

- zwischen Private-Equity-Gesellschaften und Beteiligungsunternehmen. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP)* 65 (5): 534-544.
- Oehler, Andreas, Henrik Schalkowski & Florian Wedlich (2015b). Der Pre-M&A-Prozess: Kann die Ausgestaltung der Corporate Governance zu einer wirksamen Einschränkung von Overconfidence beitragen? In *Forum Mergers & Acquisitions 2014. Beiträge aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht*, Jutta Wollersheim & Isabell Welpé (Hgg.), 403–420. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Oehler, Andreas, Henrik Schalkowski & Stefan Wendt (2013a). Ist die Trennung von Eigen- und Fremdfinanzierung für die Corporate Governance obsolet? Mitwirkungs- und Kontrollrechte im Vergleich. *Zeitschrift für Corporate Governance* 2: 56–62.
- Oehler, Andreas, Henrik Schalkowski & Stefan Wendt (2013b). Persönliche und automatisierte Kommunikation in KMU: Ein Ansatz zum Management gesteigerter Komplexität von Kommunikationsprozessen. In *Kommunikation kleiner und mittlerer Unternehmen: Jahrbuch der KMU-Forschung und -Praxis 2013 in der Edition „Kleine und mittlere Unternehmen“*, Jörn-Axel Meyer (Hg.), 105–121. Köln: Josef Eul Verlag, 1.
- Oehler, Andreas & Dirk Schiefer (2007). Hedge Fund Collateralized Fund Obligations: Eine Analyse aus Sicht der Investoren. In *Risikomanagement für Investmentfonds und Hedge Funds – Status quo vadis? Diskussionsreihe Bank & Börse. Band 40*, Andreas Oehler (Hg.), 265–292. Wien: Springer-Verlag / Bankverlag.
- Oehler, Andreas, Dirk Schiefer & Oliver Schwindler (2007). Value-at-Risk-Optimierung von Funds of Hedge Funds unter Berücksichtigung höherer Momente. *Finanz Betrieb* 4: 240–246.
- Oehler, Andreas & Jonas T. Schmitz (2019). Does intensified communication of hedge funds with letters affect abnormal returns?, Mutual Funds, Hedge Funds and Factor Investing Conference, Lancaster University Management School, UK, June 3–4, 2019.
- Oehler, Andreas & Oliver Schwindler (2007). Schätzung des Value-at-Risk von Hedge Fund Portfolios: Ein Vergleich alternativer Ansätze. In *Risikomanagement für Investmentfonds und Hedge Funds – Status quo vadis? Diskussionsreihe Bank & Börse. Band 40*, Andreas Oehler (Hg.), 293–314. Wien: Springer-Verlag / Bankverlag.
- Oehler, Andreas & Matthias Unser (2002). *Finanzwirtschaftliches Risikomanagement*. Berlin, Heidelberg: Springer, 2.

- Oehler, Andreas & Hans P. Wanger (2020). Household portfolio optimization with XTFs? An empirical study using the SHS-base. *Research in International Business and Finance* 51: 101103.
- Oehler, Andreas & Florian Wedlich (2018). The relationship of extraversion and neuroticism with risk attitude, risk perception, and return expectations. *Journal of Neuroscience, Psychology, and Economics* 11 (2): 63–92.
- Oehler, Andreas, Florian Wedlich, Stefan Wendt & Matthias Horn (2020). Does personality drive price bubbles? Working Paper Version (Forthcoming in the Studies in Economics and Finance), Bamberg.
- Oehler, Andreas & Stefan Wendt (2007). Governance-Struktur und -Mechanismen von Investmentfonds. In *Risikomanagement für Investmentfonds und Hedge Funds – Status quo vadis? Diskussionsreihe Bank & Börse. Band 40*, Andreas Oehler (Hg.), 120–161. Wien: Springer-Verlag / Bankverlag.
- Oehler, Andreas & Stefan Wendt (2008). Herdenverhalten in der Fonds-Industrie? In *Finanzierung, Investition und Entscheidung: Einzelwirtschaftliche Analysen zur Bank- und Finanzwirtschaft*. Festschrift für Michael Bitz, Andreas Oehler & Udo Terstege (Hgg.), 64–83: Springer Wien New York und Bank Verlag Wien.
- Oehler, Andreas & Stefan Wendt (2017). Good consumer information: The information paradigm at its (dead) end? *Journal of Consumer Policy* 40 (2): 179–191.
- Oehler, Andreas, Stefan Wendt & Matthias Horn (2016b). Internationalization of blue-chip versus mid-cap stock indices: An empirical analysis for France, Germany, and the UK. *Atlantic Economic Journal* 44 (4): 501–518.
- Oehler, Andreas, Stefan Wendt & Matthias Horn (2017c). Are investors really home-biased when investing at home? *Research in International Business and Finance* 40: 52–60.
- Oehler, Andreas, Stefan Wendt, Florian Wedlich & Matthias Horn (2018d). Investors' personality influences investment decisions: Experimental evidence on extraversion and neuroticism. *Journal of Behavioral Finance* 19 (1): 30–48.
- Oehler, Andreas & Christina Werner (2008). Saving for retirement—A case for financial education in Germany and UK? An economic perspective. *Journal of Consumer Policy* 31 (3): 253–283.
- O'Hara, Maureen (1995a). Derivatives: What's needed to protect the financial markets? *Economic Affairs* 15 (2): 24–27.

- O'Hara, Maureen (1995b). *Market microstructure theory*. Cambridge/Oxford: Blackwell Publishers, Reprinted 1996.
- O'Hara, Maureen (2007). Optimal microstructures. *European Financial Management* 13 (5): 825–832.
- Opper, Sonja (2001). Der Stand der Neuen Institutionenökonomik. *Wirtschaftsdienst* 81 (10): 601–608.
- O'Rourke, Anastasia (2003). A new politics of engagement: Shareholder activism for corporate social responsibility. *Business Strategy and the Environment* 12 (4): 227–239.
- O'Sullivan, Patrick (2018). The capital asset pricing model and the efficient markets hypothesis: The compelling fairy tale of contemporary financial economics. *International Journal of Political Economy* 47 (3/4): 225–252.
- Paccès, Alessio M. (2018). Hedge fund activism in corporate governance. In *Encyclopedia of law and economics*, Alain Marciano & Giovanni B. Ramello (Hgg.), 1–9. New York: Springer.
- Panwar, Neeti (2015). Market microstructure of stock markets: A review of literature. *CLEAR International Journal of Research in Commerce & Management* 6 (7): 71–76.
- Patton, Andrew J. (2009). Are "market neutral" hedge funds really market neutral? *Review of Financial Studies* 22 (7): 2495–2530.
- Perrault, Elise & Cynthia Clark (2016). Environmental shareholder activism: Considering status and reputation in firm responsiveness. *Organization & Environment* 29 (2): 194–211.
- Pfeffer, Jeffrey (1981). *Power in organizations*. Marshfield, Massachusetts: Pitman Publishing Limited.
- Picault, Matthieu & Thomas Renault (2017). Words are not all created equal: A new measure of ECB communication. *Journal of International Money and Finance* 79: 136–156.
- Pontiff, Jeffrey (2006). Costly arbitrage and the myth of idiosyncratic risk. *Journal of Accounting and Economics* 42 (1–2): 35–52.
- Popescu, Marius & Zhaojin Xu (2018). Leading the herd: Evidence from mutual funds' buy and sell decisions. *Review of Quantitative Finance & Accounting* 50 (4): 1131–1146.

- Porter, Martin F. (2006). An algorithm for suffix stripping. *Program* 40 (3): 211–218
(This paper was first published in Program, Vol. 14 No. 3, July 1980, pp. 130–137).
- Preece, Dianna C. (2017). Current hedge fund debates and controversies. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 547–565. New York: Oxford University Press.
- Prevost, Andrew K., Ramesh P. Rao & Melissa A. Williams (2012). Labor unions as shareholder activists: Champions or detractors? *Financial Review* 47 (2): 327–349.
- Purnanandam, Amiyatosh & H. N. Seyhun (2018). Do short sellers trade on private information or false information? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 53 (3): 997–1023.
- Quick, Brian L. & Michael T. Stephenson (2008). Examining the role of trait reactance and sensation seeking on perceived threat, state reactance, and reactance restoration. *Human Communication Research* 34 (3): 448–476.
- Radner, Roy (1996). Bounded rationality, indeterminacy, and the theory of the firm. *Economic Journal* 106 (438): 1360–1373.
- Rains, Stephen A. (2013). The nature of psychological reactance revisited: A meta-analytic review. *Human Communication Research* 39 (1): 47–73.
- Rappaport, Alfred (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York: The Free Press.
- Reid, Erin M. & Michael W. Toffel (2009). Responding to public and private politics: Corporate disclosure of climate change strategies. *Strategic Management Journal* 30 (11): 1157–1178.
- Reiner, Paul & Alberto Torres (2002). Is it time to spin off? Checklist. *McKinsey Quarterly* (1): 10.
- Reinganum, Marc R. (1981). Misspecification of capital asset pricing: Empirical anomalies based on earnings' yields and market values. *Journal of Financial Economics* 9 (1): 19–46.
- Renneboog, Luc & Peter G. Szilagyi (2011). The impact of restructuring on bondholders. In *The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions. The Robert W. Kolb Series in Finance*, H. K. Baker & Halil Kiyamaz (Hgg.), 359–383. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Richter, Rudolf (2015). *Essays on new institutional economics*. Cham: Springer International Publishing.

- Ringold, Debra J. (2002). Boomerang effect: In response to public health interventions: Some unintended consequences in the alcoholic beverage market. *Journal of Consumer Policy* 25 (1): 27–63.
- Ritter, Jay R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal* 11 (4): 429–437.
- Rogers, Jonathan L., Douglas J. Skinner & Sarah L. C. Zechman (2017). Run EDGAR run: SEC dissemination in a high-frequency world. *Journal of Accounting Research* 55 (2): 459–505.
- Rose, Paul & Bernard S. Sharfman (2014). Shareholder activism as a corrective mechanism in corporate governance. *Brigham Young University Law Review* 2014 (5): 1015–1051.
- Roy, Robert H. (1952). Do wage incentives reduce costs? *Industrial and Labor Relations Review* 5 (2): 195–208.
- Rubin, Paul H. (2008). Legal systems as frameworks for market exchanges. In *Handbook of new institutional economics*, Claude Ménard & Mary M. Shirley (Hgg.), 205–228. Berlin, Heidelberg: Springer.
- Rudolph, Bernd (1994). Markttransparenz und Computerbörse. Anmerkungen zum Beitrag von W. Gerke „Computerbörse für den Finanzplatz Deutschland“. *Die Betriebswirtschaft* 54 (3): 426–430.
- Ryan, Lori V. & Marguerite Schneider (2002). The antecedents of institutional investor activism. *Academy of Management Review* 27 (4): 554–573.
- Rzakhanov, Zaur & Gaurav Jetley (2019). Competition, scale and hedge fund performance: Evidence from merger arbitrage. *Journal of Economics and Business* 105: 105841.
- S&P Dow Jones Indices LLC (2019). *S&P Composite 1500*. <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-composite-1500> (11.09.2019).
- Saltaji, Issam M. F. (2018). Corporate governance: A general review. *Internal Auditing & Risk Management* 13 (Supplement 1): 56–63.
- Salton, G., A. Wong & C. S. Yang (1975). A vector space model for automatic indexing. *Communications of the ACM* 18 (11): 613–620.
- Saussier, Stéphane (2000). Transaction costs and contractual incompleteness: The case of Électricité de France. *Journal of Economic Behavior & Organization* 42 (2): 189–206.

- Saxena, Swami & Veerangna Singh (2016). An analysis of the impact of ESG screening on financial performance of selected Indian companies. *Vishwakarma Business Review* 6 (2): 58–66.
- Schmidt, Reinhard H. & Eva Terberger (1997). *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*. Wiesbaden: Gabler, 4 (Nachdruck 2006).
- Schmies, Christian (2010). *Die Regulierung von Hedgefonds. Studien zum Bank-, Börsen- und Kapitalmarktrecht. Band 66*. Baden-Baden: Nomos, 1.
- Schmitz, Jonas T. (2019). Does the disclosure of a hedge fund stock sale influence respective stock returns?, Accepted for publication in the *Journal of Alternative Investments*. The article might be published in the Spring Issue in 2021.
- Schmitz, Jonas T. & Andreas Oehler (2020). Does mitigated verbalization of hedge funds affect abnormal stock returns?, Accepted at the Frontiers of Factor Investing Conference, Lancaster University Management School, UK, April 2–3, 2020 (the conference organizing committee postponed the meeting due to an increasing number of COVID-19 cases).
- Schoberth, Joerg & Henrik Schalkowski (2015). Contractual Governance und Private-Equity-Transaktionen – Eine prozessorientierte Analyse unter Berücksichtigung von vertraglichen Strukturen und endogenen Risiken. In *Forum Mergers & Acquisitions 2014. Beiträge aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht*, Jutta Wollersheim & Isabell Welpé (Hgg.), 139–155. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Scholes, Myron S. (1972). The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices. *Journal of Business* 45 (2): 179–211.
- Schulmeister, Stephan (2009). Profitability of technical stock trading: Has it moved from daily to intraday data? *Review of Financial Economics* 18 (4): 190–201.
- Schumaker, Robert P. & Hsinchun Chen (2009). Textual analysis of stock market prediction using breaking financial news: The AZFinText system. *ACM Transactions on Information Systems* 27 (2): 1–19.
- Schwindler, Oliver A. (2008). *Value-Added von Fund-of-Hedge-Funds-Managern: Eine empirische Analyse der Allokations- und Selektionsfähigkeiten. Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Andreas Oehler*. Dissertation Otto-Friedrich-Universität Bamberg.
- Schwindler, Oliver A. & Andreas Oehler (2006). Style analysis of funds of hedge funds: Measurement of asset allocation and style drift. In *Funds of hedge funds. Performance, assessment, diversification, and statistical properties*, Greg N. Gregoriou (Hg.), 145–169. Oxford: Elsevier Science & Technology.

- SEC (2009). *Exchange act sections 13(d) and 13(g) and regulation 13D-G beneficial ownership reporting. Questions and answers of general applicability.* <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/reg13d-interp.htm> (17.12.2019).
- SEC (2019). *Securities Exchange Act of 1934. As amended through P.L. 115-141, enacted March 23, 2018.* <https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf> (17.06.2019).
- Sembing, Ferikawita M. (2018). Three-factor and five-factor models: Implementation of Fama and French model on market overreaction conditions. *Journal of Finance and Banking Review* 3 (4): 77–83.
- Semmler, Willi (1984). On the classical theory of competition, value and prices of production. *Australian Economic Papers* 23 (42): 130–150.
- Seward, James K. (1990). Corporate financial policy and the theory of financial intermediation. *Journal of Finance* 45 (2): 351–377.
- Shapiro, S. S. & M. B. Wilk (1965). An analysis of variance test for normality (complete samples). *Biometrika* 52 (3 and 4): 591–611.
- Sharma, Anuj & Shubhamoy Dey (2012). A comparative study of feature selection and machine learning techniques for sentiment analysis. In *RACS '12: Proceedings of the 2012 ACM Research in Applied Computation Symposium*, Yookun Cho, Rex E. Gantenbein & Tei-Wei Kuo (Hgg.), 1–7. New York: Association for Computing Machinery.
- Sharma, Sunil (1998). Regulation of hedge funds. In *Hedge funds and financial market dynamics*, Barry Eichengreen, Donald Mathieson, Bankim Chadha, Anne Jansen, Laura Kodres & Sunil Sharma (Hgg.), 62–71. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance* 19 (3): 425–442.
- Shefrin, Hersh M. & Richard H. Thaler (1988). The behavioral life-cycle hypothesis. *Economic Inquiry* 26 (4): 609–643.
- Shick, Richard A. (1972). The analysis of mergers and acquisitions. *Journal of Finance* 27 (2): 495–502.
- Shiller, Robert J. (1999). Human behavior and the efficiency of the financial system. In *Handbook of Macroeconomics*, Daniel J. Taylor & Michael Woodford (Hgg.), 1305–1340, Volume 1, Part C.

- Shiller, Robert J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives* 17 (1): 83–104.
- Shim, Hoshik, Hyungjin Cho & Woo-Jong Lee (2016). The effectiveness of regulation fair disclosure: Evidence from an emerging market. *Emerging Markets Finance & Trade* 52 (6): 1496–1511.
- Shin, Taekjin & Jihae You (2017). Pay for talk: How the use of shareholder-value language affects CEO compensation. *Journal of Management Studies* 54 (1): 88–117.
- Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3): 461–488.
- Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny (1997a). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (2): 737–783.
- Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny (1997b). The limits of arbitrage. *Journal of Finance* 52 (1): 35–55.
- Sias, Richard W. (2004). Institutional herding. *Review of Financial Studies* 17 (1): 165–206.
- Signer, Andreas (2003). *Generieren Hedge Funds einen Mehrwert? Schwierigkeiten bei der Messung, Relativierung und neuer Erklärungsansatz*. Bern: Paul Haupt Verlag.
- Simon, Herbert A. (1987). Bounded rationality. In *The new palgrave: A dictionary of economics. A to D. Band 1*, John Eatwell, Murray Milgate & Peter Newman (Hgg.), 266–268. London and Basingstoke: Macmillan Press.
- Simpson, Paul B. (1949). Neoclassical economics and monetary problems. *American Economic Review* 39 (5): 861–882.
- Sjöström, Emma (2008). Shareholder activism for corporate social responsibility: What do we know? *Sustainable Development* 16 (3): 141–154.
- Smith, Clifford W. & Rene M. Stulz (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20 (4): 391–405.
- Smith, David M. (2017). Evaluating hedge fund performance. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 415–438. New York: Oxford University Press.
- Smith, Garrett C. C. & Gaurav Gupta (2017). Compensation and incentives in hedge funds. In *Hedge funds: Structure, strategies, and performance*, H. K. Baker & Greg Filbeck (Hgg.), 147–161. New York: Oxford University Press.

- Smith, Michael P. (1996). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *Journal of Finance* 51 (1): 227–252.
- Söderbaum, Peter (1992). Neoclassical and institutional approaches to development and the environment. *Ecological Economics* 5 (2): 127–144.
- Söderbaum, Peter (1999). Values, ideology and politics in ecological economics. *Ecological Economics* 28 (2): 161–170.
- Statman, Meir (1999). Behavioral finance: Past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal* 55 (6): 18–27.
- Statman, Meir (2004). The diversification puzzle. *Financial Analysts Journal* 60 (4): 44–53.
- Statman, Meir (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review* 14 (2): 65–73.
- Steiner, Ivan D. (1970). Perceived freedom. *Advances in Experimental Social Psychology* 5: 187–248.
- Stoll, Hans R. (1978). The supply of dealer services in securities markets. *Journal of Finance* 33 (4): 1133–1151.
- Stoll, Hans R. (2000). Friction. *Journal of Finance* 55 (4): 1479–1514.
- Straska, Miroslava & H. G. Waller (2014). Antitakeover provisions and shareholder wealth: A survey of the literature. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49 (4): 933–956.
- Suchman, Mark C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review* 20 (3): 571–610.
- Sullivan, Ryan, Allan Timmermann & Halbert White (2001). Dangers of data mining: The case of calendar effects in stock returns. *Journal of Econometrics* 105 (1): 249–286.
- Tan, Anjelica (2013). Focusing on big bargains. *Kiplinger's Personal Finance* 67 (3): 40.
- Tang, Tingfeng (2020). Hedge fund activism and corporate innovation. *Economic Modelling* 85: 335–348.
- Tashman, Pete & Jonathan Raelin (2013). Who and what really matters to the firm: Moving stakeholder salience beyond managerial perceptions. *Business Ethics Quarterly* 23 (4): 591–616.
- Tetlock, Paul C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *Journal of Finance* 62 (3): 1139–1168.

- Tetlock, Paul C., Maytal Saar-Tsechansky & Sofus Macskassy (2008). More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals. *Journal of Finance* 63 (3): 1437–1467.
- Thaler, Richard H. (2016). Behavioral economics: Past, present, and future. *American Economic Review* 106 (7): 1577–1600.
- Thaler, Richard H. (2018). From cashews to nudges: The evolution of behavioral economics. *American Economic Review* 108 (6): 1265–1287.
- Thamm, Christian & Dirk Schiereck (2014). Shareholder Activism in Deutschland – Eine Bestandsaufnahme. *Corporate Finance* (1): 17–27.
- Thijssens, Thomas, Laury Bollen & Harold Hassink (2015). Secondary stakeholder influence on CSR disclosure: An application of stakeholder salience theory. *Journal of Business Ethics* 132 (4): 873–891.
- Thorbjørnsen, Helge & Micael Dahlén (2011). Customer reactions to acquirer-dominant mergers and acquisitions. *International Journal of Research in Marketing* 28 (4): 332–341.
- Titman, Sheridan, K. C. J. Wei & Feixue Xie (2004). Capital investments and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39 (4): 677–700.
- Tversky, Amos & Daniel Kahneman (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science* 185 (4157): 1124–1131.
- Uriarte, Brian de (1990). On the free will of rational agents in neoclassical economics. *Journal of Post Keynesian Economics* 12 (4): 605–617.
- Waheeduzzaman, A. N. M. (2011). Competitiveness and convergence in G7 and emerging markets. *Competitiveness Review* 21 (2): 110–128.
- Wang, Ko, Yuming Li & John Erickson (1997). A new look at the Monday effect. *Journal of Finance* 52 (5): 2171–2186.
- Wedlich, Florian (2017). *Einfluss der Persönlichkeit auf das Risikoverhalten von Anlegern in Finanzmärkten: Eine experimentelle und empirische Untersuchung zum Einfluss von Extraversion und Neurotizismus auf das Risikoverhalten von Anlegern und die Preisbildung in Finanzmärkten*. Dissertation Otto-Friedrich-Universität Bamberg. Baden-Baden: Tectum.
- Wei, Jiaying (2017). Environmental, social and governance proposals and shareholder activism, FMA Annual Meeting, Boston, Massachusetts, October 11–14, 2017.
- Wendt, Stefan (2011). *Die Auswirkungen von Corporate Governance auf die Fremdfinanzierungskosten von Unternehmen: Eine empirische Analyse der Folgen*

- von Aktientransaktionen durch Insider. Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Andreas Oehler. Dissertation Otto-Friedrich-Universität Bamberg. Wiesbaden: Gabler, 1.
- Wermers, Russ (1999). Mutual fund herding and the impact on stock prices. *Journal of Finance* 54 (2): 581–622.
- Werner, Christina (2009). *Verbraucherbildung und Verbraucherberatung in der Altersvorsorge. Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Andreas Oehler.* Dissertation Otto-Friedrich-Universität Bamberg. Wiesbaden: Gabler, 1.
- Westphal, James D. (1998). Board games: How CEOs adapt to increases in structural board independence from management. *Administrative Science Quarterly* 43 (3): 511–537.
- Wicklund, Robert A. & Jack W. Brehm (1968). Attitude change as a function of felt competence and threat to attitudinal freedom. *Journal of Experimental Social Psychology* 4 (1): 64–75.
- Williamson, Claudia R. & Carrie B. Kerekes (2011). Securing private property: Formal versus informal institutions. *Journal of Law & Economics* 54 (3): 537–572.
- Williamson, Oliver E. (1971). The vertical integration of production: Market failure considerations. *American Economic Review* 61 (2): 112–123.
- Williamson, Oliver E. (1973). Markets and hierarchies: Some elementary considerations. *American Economic Review* 63 (2): 316–325.
- Williamson, Oliver E. (1975). *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications. A study in the economics of internal organization.* New York: The Free Press.
- Williamson, Oliver E. (1985a). Reflections on the new institutional economics. *Journal of Institutional and Theoretical Economics / Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 141 (1): 187–195.
- Williamson, Oliver E. (1985b). *The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting.* New York: The Free Press.
- Williamson, Oliver E. (1993). The evolving science of organization. *Journal of Institutional and Theoretical Economics / Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 149 (1): 36–63.
- Wong, Yu T. F. (2019). Wolves at the door: A closer look at hedge fund activism. *Management Science* (Published online in Articles in Advance 20 Nov 2019): 1–25.
- Worchel, Stephen (1974). The effect of three types of arbitrary thwarting on the instigation to aggression. *Journal of Personality* 42 (2): 300–318.

- Worchel, Stephen & Jack W. Brehm (1971). Direct and implied social restoration of freedom. *Journal of Personality and Social Psychology* 18 (3): 294–304.
- Yi, Junesuh & Kwanghee Cho (2015). Performance of technology sector hedge funds in emerging markets. *Emerging Markets Finance & Trade* 51 (5): 985–1000.
- Zhang, Hui, Deqing Wang, Wenjun Wu & Hongping Hu (2012). Term frequency – function of document frequency: A new term weighting scheme for enterprise information retrieval. *Enterprise Information Systems* 6 (4): 433–444.
- Zheng, Yao, Eric Osmer & Ruiyi Zhang (2018). Sentiment hedging: How hedge funds adjust their exposure to market sentiment. *Journal of Banking & Finance* 88: 147–160.
- Zwickel, Arthur L. & Alicia M. Harrison (2019). *SEC reporting obligations under Section 13 and Section 16 of the Exchange Act*. <https://www.paulhastings.com/docs/default-source/default-document-library/sec-reporting-obligations-under-section-13-and-section-16-of-the-exchange-act.pdf> (12.06.2020).

10 Anhang: Fallbeispiel zu einer mit einem Brief intensivierten Kommunikation eines Hedgefonds

Das Beispiel umfasst den vierten Abschnitt und den angehängten Brief des Hedgefonds Starboard Value zum Einstieg bei der MeadWestvaco Corporation aus dem Meldebericht Schedule 13D mit der SEC Accession No. 0001415889-14-001724.

Form SC 13D

SEC Accession No. 0001415889-14-001724

Filing Date 2014-06-02

Accepted 2014-06-02 07:25:33

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1159297/000141588914001724/0001415889-14-001724-index.htm>

Item 4. Purpose of Transaction.

The Reporting Persons purchased the Shares based on the Reporting Persons' belief that the Shares, when purchased, were undervalued and represented an attractive investment opportunity. Depending upon overall market conditions, other investment opportunities available to the Reporting Persons, and the availability of Shares at prices that would make the purchase or sale of Shares desirable, the Reporting Persons may endeavor to increase or decrease their position in the Issuer through, among other things, the purchase or sale of Shares on the open market or in private transactions or otherwise, on such terms and at such times as the Reporting Persons may deem advisable.

On June 2, 2014, Starboard Value LP and its affiliates ("Starboard") delivered a letter to the Issuer's Chairman and Chief Executive Officer, John A. Luke, Jr., and the Issuer's Board of Directors (the "Board"). In the letter, Starboard stated that based on its detailed research and analysis, the Issuer is deeply undervalued and that substantial opportunities exist to create significant value for shareholders based on actions within the control of management and the Board. Starboard further stated in the letter that it believes that the combined value of the Issuer's assets far exceeds its current share price, and that this value is being obscured by the Issuer's excessive corporate overhead and conglomerate structure. Starboard also expressed its belief that in order to unlock this value, management should take appropriate actions to improve operating margins, explore a separation of the Issuer's remaining non-core assets, and improve capital allocation.

As discussed in more detail in the letter, Starboard outlined a number of opportunities to improve the Issuer's operating margins across its five reporting segments. Starboard outlined additional opportunities to enhance value by exploring a separation of the Issuer's non-core Specialty Chemical business and by seeking to monetize the Issuer's real estate, Brazilian timberland, and overfunded pension assets. Starboard concluded the letter by expressing its desire to continue its dialogue with the Issuer on ways to create value for the benefit of all shareholders. The full text of the letter is attached hereto as Exhibit 99.1 and is incorporated herein by reference.

No Reporting Person has any present plan or proposal which would relate to or result in any of the matters set forth in subparagraphs (a) - (j) of Item 4 of Schedule 13D except as set forth herein or such as would occur upon or in connection with completion of, or following, any of the actions discussed herein. The Reporting Persons intend to review their investment in the Issuer on a continuing basis. Depending on various factors including, without limitation, the Issuer's financial position and investment strategy, the price levels of the Shares, conditions in the securities markets and general economic and industry conditions, the Reporting Persons may in the future take such actions with respect to their investment in the Issuer as they deem appropriate including, without limitation, continuing to engage in communications with management and the Board of the Issuer, engaging in discussions with shareholders of the Issuer and others about the Issuer and the Reporting Persons' investment, making recommendations or proposals to the Issuer concerning changes to the capitalization, ownership structure, board structure (including board composition) or operations of the Issuer, purchasing additional Shares, selling some or all of their Shares, engaging in short selling of or any hedging or similar transaction with respect to the Shares, or changing their intention with respect to any and all matters referred to in Item 4.



June 2, 2014

John A. Luke, Jr.
Chairman and Chief Executive Officer
MeadWestvaco Corporation
501 South 5th Street
Richmond, VA 23219

cc: Board of Directors

Dear John,

Starboard Value LP, together with its affiliates (“Starboard”), currently has an ownership interest of approximately 5.6% in MeadWestvaco Corporation (“MeadWestvaco” or the “Company”), making us one of the Company’s largest shareholders.

By way of background, Starboard is an investment management firm that seeks to invest in undervalued and underperforming public companies. Our approach to such investments is to actively engage with management teams and boards of directors in a constructive manner to identify and execute on opportunities to unlock value for the benefit of all shareholders. Our principals and investment team have extensive experience and a successful track record of enhancing value at portfolio companies through a combination of strategic refocusing, improved operational execution, more efficient capital allocation, and stronger management focus.

We believe that MeadWestvaco is deeply undervalued and that a number of opportunities exist to create significant value for shareholders based on actions within the control of management and the Board of Directors (the “Board”). The purpose of this letter is to outline our thoughts and perspectives on value creation opportunities at the Company. We look forward to continuing our dialogue with the Company and will make ourselves available to discuss the contents of this letter at your convenience.

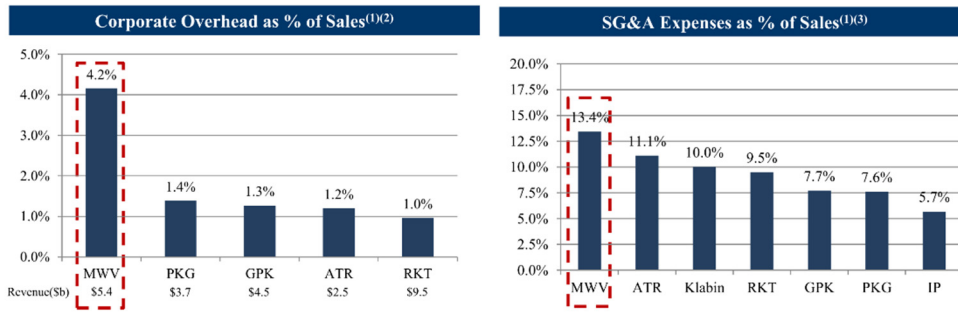
MeadWestvaco is one of the largest packaging companies in the world with an incredible collection of businesses. These businesses are organized into five different reporting segments, including: Food & Beverage, Home, Health & Beauty, Industrial, Specialty Chemical, and Community Development & Land Management. In addition to these business segments, MeadWestvaco also has a valuable \$1.5 billion pension asset on its balance sheet from its overfunded pension plan.

We believe that the combined value of MeadWestvaco’s assets far exceeds the Company’s current share price, and this value is being obscured by MeadWestvaco’s excessive corporate overhead and conglomerate structure. In order to unlock this value, we believe that management should take the appropriate actions, as outlined in more detail below, to improve operating margins, explore a separation of the Company’s remaining non-core assets, and improve capital allocation.

Opportunities to Improve Operating Margins

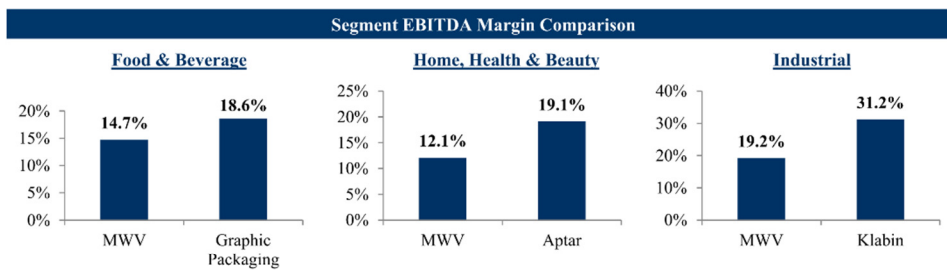
Despite having a favorable business mix and substantial pension income, MeadWestvaco's operating margins have been significantly lower than its peer group. On January 15, 2014, MeadWestvaco announced an expense reduction program targeting between \$100 million and \$125 million in annual cost savings by the end of 2015. The Company has said that approximately half of these cost savings, or between \$50 million and \$62.5 million, will come from corporate expenses while the other half will come from segment operating expenses. While this recent announcement is a good first step, we believe the opportunity to reduce costs far exceeds the current target.

We believe that MeadWestvaco's low margins are the result of excessive corporate overhead and segment operating expenses. MeadWestvaco has approximately \$227 million of unallocated corporate expense, which represents 4.2% of sales. MeadWestvaco's ratio of corporate expense to sales is over three times higher than its peer group, which spends an average of 1.2% of sales on corporate expense. We believe that there is an opportunity to reduce corporate overhead by consolidating regional headquarters, reducing duplicative administrative staff, and flattening the organization structure. Reducing the Company's corporate overhead to be in line with peers would result in \$160 million of cost savings, significantly higher than the Company's target range of between \$50 million and \$62.5 million.



(1) Corporate expenses and SG&A are as of the 2013 calendar year.
(2) Comparison of corporate expense includes only U.S. packaging companies that disclose unallocated corporate overhead expense.
(3) Excludes non-cash pension income from MWV's SG&A. Excludes pension expense from ATR's, Klabin's, RKT's, GPK's, PKG's and IP's SG&A expense.

In addition to having the industry's highest corporate expense relative to sales, MeadWestvaco also has among the lowest segment operating margins, indicating that there is an opportunity to reduce operating expenses at the segment level as well.



This also indicates that the discrepancy between MeadWestvaco and its peers is not due to differences in cost allocation, but rather due to an excess of both allocated and unallocated expenses. The combination of excessive unallocated corporate overhead and higher than average segment-level operating expenses

has resulted in the highest ratio of Selling, General & Administrative (SG&A) expenses to sales in the industry. In 2013, MeadWestvaco spent \$723 million (adjusted for pension income) on SG&A expenses. This represents 13.4% of sales, which is significantly higher than the 8.6% industry average. We believe that by reducing corporate overhead by \$160 million, and improving margins in its Food & Beverage, Home, Health & Beauty and Industrial segments, MeadWestvaco can improve its SG&A ratio to be equal to, or lower than, the industry average.

Food & Beverage

MeadWestvaco's Food & Beverage segment produces paperboard packaging materials primarily for the global food, beverage, and tobacco end-markets. The majority of revenue from this segment is derived from the sale of Solid Bleached Sulfate (SBS) and Coated Natural Kraft (CNK) paperboard. SBS and CNK are the highest priced and most profitable of all the paperboard grades. SBS is more visually attractive and is used for higher-end applications such as cigarette packs, confectionery boxes, and liquid packaging. CNK has high strength and is used primarily for multi-pack beverage boxes and frozen food packaging.

MeadWestvaco maintains a leading market share in both the SBS and CNK markets. List prices for both SBS and CNK paperboard have steadily risen almost every year for the past 10 years. The majority of these paperboard volumes are sold into stable food and beverage end-markets. This insulates MeadWestvaco's core packaging business from negative macroeconomic trends and results in a highly defensible business model.

Despite the Company's strong market position and profitable business mix, MeadWestvaco's Food & Beverage segment margins have lagged its peers. In 2013, Food & Beverage segment EBITDA margins were only 14.7%, significantly lower than the 18.6% margins (adjusted for pension expense) for Graphic Packaging's consumer segment. This margin underperformance is despite having, what should be, a more profitable business mix focused on SBS and CNK paperboard.

Food & Beverage Comparison⁽¹⁾			
	2011	2012	2013
MeadWestvaco Revenue	\$3,078	\$3,105	\$3,106
% Growth	6.6%	0.9%	0.0%
Graphic Packaging Revenue	\$3,580	\$3,617	\$3,844
% Growth	2.4%	1.0%	6.3%
MeadWestvaco EBITDA	\$530	\$531	\$456
% Margin	17.2%	17.1%	14.7%
Graphic Packaging EBITDA	\$657	\$716	\$716
% Margin	18.4%	19.8%	18.6%

(1) This chart compares MWV's Food & Beverage segment to GPK's Paperboard Packaging segment, which has a comparable business model and a similar customer base. Segment EBITDA margins are adjusted for extraordinary items and pension expense (income).

Based on our analysis, we believe MeadWestvaco could expand its Food & Beverage segment margins to be in line with Graphic Packaging's Paperboard segment margins, which would result in EBITDA of \$612 million, or more, by 2015. This would imply that the Food & Beverage business is worth over \$4.6 billion, or \$29 per share⁽¹⁾, assuming an industry average 7.5x EV / EBITDA valuation multiple.

Home, Health & Beauty

The Home, Health & Beauty segment produces pumps, applicator closures, trigger sprayers, aerosol actuators, and other packaging for global personal care, fragrance, home care, lawn and garden, and healthcare end-markets.

Most of these product lines were acquired from Compagnie de Saint-Gobain in 2006. Despite paying over \$710 million, or 8.8x EBITDA, for this acquisition, the Home, Health & Beauty segment has struggled as its profitability has lagged its closest peer, AptarGroup, Inc. ("Aptar"). In 2013, segment margins were only 12.1%, while Aptar generated 19.1% margins (in its Home & Beauty and Pharmaceutical Segments). One of the reasons for this discrepancy is persistent losses in the Company's European folding carton business. While the Company has taken steps to exit this business, we believe that there are additional opportunities to exit other unprofitable product lines, as well as opportunities to reduce SG&A. Lastly, we also believe there are opportunities to shift the business mix towards more profitable end-markets, such as healthcare packaging. Currently, healthcare packaging is a relatively small portion of the Home, Health & Beauty segment yet this is the fastest growing end-market in which the Company operates and presents a compelling growth opportunity.

Home, Health & Beauty Comparison⁽¹⁾			
	2011	2012	2013
MeadWestvaco Revenue	\$766	\$770	\$743
% Growth	2.0%	0.5%	-3.5%
Aptar Revenue	\$2,086	\$2,057	\$2,211
% Growth	11.7%	-1.4%	7.4%
MeadWestvaco EBITDA	\$102	\$103	\$90
% Margin	13.3%	13.4%	12.1%
Aptar EBITDA	\$413	\$381	\$422
% Margin	19.8%	18.5%	19.1%

(1) This chart compares MWV's Home, Health & Beauty segment to ATR's Beauty & Home and Pharma segments, which have a similar business mix. Aptar's business mix is weighted more towards higher-margin healthcare packaging, which explains some of the margin difference.

Based on our analysis, we believe MeadWestvaco could improve margins by 3.5%, or one half of the amount needed to close the gap with Aptar. We believe this is conservative and reflects the scale advantage Aptar has due to its larger revenue base. At this margin level, the Company could generate \$105 million in EBITDA by 2015 (assuming a 10% revenue decline from the sale of unprofitable product lines). At a conservative 8.0x multiple (Aptar trades over 9.0x EBITDA and MeadWestvaco acquired these assets for 8.8x EBITDA), this would represent \$837 million, or \$5 per share⁽¹⁾ of value. Further margin expansion may be possible if the Company is able to shift its business mix towards more profitable end-markets.

Industrial Segment

MeadWestvaco's Industrial segment is a vertically integrated containerboard business that includes forestlands, linerboard mills, and corrugated box plants in Brazil and India. The majority of revenue in this segment is from Rigesa, a wholly-owned Brazilian containerboard company. Rigesa is the number two player in the Brazilian market with 10% share of the containerboard market and close to 9% share of the corrugated box market. In 2012, MeadWestvaco acquired Ruby Macons, an Indian corrugated packaging company, which is now a wholly-owned subsidiary within the Industrial segment. While this business accounts for approximately 10% to 20% of the Industrial segment revenue, it is currently unprofitable.

Despite its valuable collection of emerging market growth assets, MeadWestvaco's Industrial segment has had poor historical operating performance. In 2013, EBITDA margins were only 19.2%, while Klabin S.A. ("Klabin"), MeadWestvaco's largest competitor in Brazil, generated 31.2% margins. The Industrial segment margins have been weighed down by inefficient operations in Brazil resulting from years of underinvestment, and losses at the Company's Ruby Macons facility in India. The Company is attempting to address this by investing over \$500 million into an expansion of its Tres Barras mill and a consolidation of its other facilities in Brazil. We believe that with successful execution these investments will yield significant revenue growth and margin expansion over the coming years.

Industrial Comparison⁽¹⁾			
	2011	2012	2013
MeadWestvaco Revenue	\$507	\$457	\$548
<i>% Growth</i>	8.3%	-9.9%	19.9%
Klabin Revenue	\$1,481	\$1,440	\$1,362
<i>% Growth</i>	-5.6%	-2.8%	-5.4%
MeadWestvaco EBITDA	\$102	\$73	\$105
<i>% Margin</i>	20.1%	16.0%	19.2%
Klabin EBITDA	\$334	\$435	\$425
<i>% Margin</i>	22.5%	30.2%	31.2%

(1) This chart compares MWV's Industrial segment to Klabin's Paper segment, which has a similar business mix. Klabin revenue and EBITDA has been translated into U.S. dollars at an average annual rate at the end of each year. Revenue declines are due to currency fluctuations.

The Company has committed to achieving between 25% and 30% margins for Rigesa by the end of this year. We believe that by achieving margins in line with the high-end of their target range, and improving profitability at the Ruby Macon's facilities, the Industrial segment would be able to generate consolidated margins of at least 28.5% thereby producing \$185 million of EBITDA by 2015. At Klabin's multiple of 8.5x EV / EBITDA, this would imply that the industrial segment is worth approximately \$1.6 billion, or \$10 per share⁽¹⁾.

Summary of the Margin Improvement Opportunity at MeadWestvaco

In light of the significant opportunity for margin expansion outlined above, we believe that MeadWestvaco should promptly execute and expand on its previously announced restructuring program. It is important for the Company to quickly meet its \$125 million cost saving target and continue to identify additional areas for cost reduction. Best-in-class companies constantly re-evaluate their cost structure, setting vigorous margin targets, which provide investors with more visibility into future profitability.

We are confident that a more detailed evaluation of MeadWestvaco's cost structure would reveal additional opportunities to reduce corporate overhead and segment operating expenses. We believe the combined opportunity to rationalize corporate overhead and reduce segment operating expenses equates to approximately \$250 million to \$300 million of potential cost savings, which is more than twice the current target of \$125 million. The aggregate impact of this should result in MeadWestvaco achieving consolidated EBITDA margins well in excess of 20%.

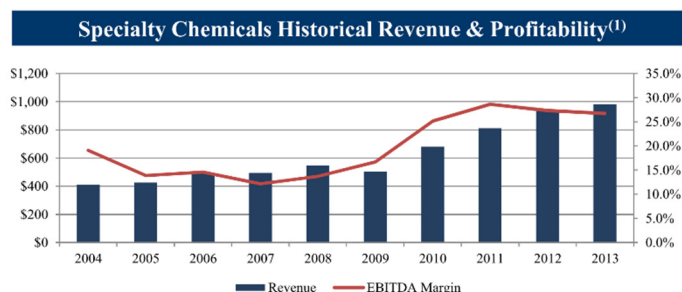
Opportunities to Explore a Separation of Non-Core Specialty Chemical Business and Monetize Real Estate, Brazilian Timberland, and Pension Assets

We believe that a large portion of MeadWestvaco's above average corporate overhead is a result of its conglomerate structure. MeadWestvaco operates disparate businesses in five distinct reporting segments

with limited synergies. We believe that this structure contributes to a general lack of operational focus and a bloated cost structure. Exploring a sale or spin-off of some of MeadWestvaco's valuable but non-core businesses could unlock significant value and allow management to better focus on right-sizing the cost structure while improving operations at its core packaging businesses. Specifically, we believe that a sale or spin-off of MeadWestvaco's Specialty Chemicals business would unlock substantial shareholder value. In addition, we believe the Company should explore alternatives to further monetize the value of its real estate assets.

Specialty Chemicals

The Specialty Chemicals segment manufactures, markets, and distributes specialty chemicals derived from sawdust and other byproducts of the papermaking process. Approximately two-thirds of the revenue is derived from pine chemicals used for a variety of applications in printing inks, asphalt paving, adhesives, and lubricants. The remaining one-third is from wood-based activated carbon used for emission control systems for automobiles, industrial processes, and food and water purification. These are both high quality businesses with attractive end-markets and high barriers to entry.



(1) Segment financials results are based on MWV's historical financial statements.

Over the past five years, the Specialty Chemicals segment has grown at a 15.4% annualized rate while EBITDA margins have expanded to 26.7%. We believe that these attractive growth rates and margins would result in a premium valuation if this business were sold or spun off. While there is no pure play comparable for MeadWestvaco's Chemicals business, similar chemical companies trade at an average multiple of more than 10x EBITDA (vs. ~7.5x for MeadWestvaco).

Specialty Chemicals Relative Valuation⁽¹⁾

Company	Market Cap	Enterprise Value	Forward Revenue	5yr Annualized Revenue Growth	EBITDA Margin	EV / LTM EBITDA	EV / Fwd EBITDA
Albemarle Corp	\$5,455	\$6,131	\$2,727	6.3%	27.7%	8.7x	9.9x
Cabot Corp	\$3,620	\$5,098	\$3,886	11.3%	13.1%	9.5x	8.0x
Calgon Carbon	\$1,164	\$1,183	\$575	6.9%	19.2%	12.0x	10.5x
Norit (sold to Cabot in 2012)	NA	\$1,100	\$396	NA	32.9%	12.1x	11.0x
Rockwood Holdings	\$5,439	\$5,426	\$1,487	-11.7%	23.3%	17.3x	15.4x
Westlake Chemical	\$10,277	\$10,264	\$4,176	12.4%	29.6%	8.9x	7.4x
Average	\$5,191	\$4,867	\$2,208	5.1%	24.3%	11.4x	10.4x
MWV Chemicals Business	NA	NA	\$1,029	15.4%	26.7%	NA	NA
<i>Difference Between MWV Chemicals Business and Peer Average</i>				10.3%	2.4%	NA	NA
<i>Difference Between Chemicals Business and MWV Consolidated Results</i>				14.9%	12.6%	NA	NA

(1) Selected peer group includes publicly traded specialty chemical companies with similar business characteristics.

We believe MeadWestvaco's chemicals business is a much higher quality business than many of the other public companies in the industry. MeadWestvaco's revenue growth and EBITDA margins are at the high end of the range for the peer group and the company benefits from many secular tailwinds that are specific to its end-markets. In its pine chemicals end-markets, MeadWestvaco benefits from strong emerging market infrastructure growth and an increase in oil and gas drilling activity. In its activated carbon end-markets, MeadWestvaco benefits from a global trend towards more environmental regulation, which fuels demand for activated carbon used for air and water purification. As a result of these favorable business characteristics, we believe that any potential sale process would result in significant interest from a variety of financial and strategic buyers. Norit NV, a specialty chemicals business focused on activated carbon for emissions, was acquired by Cabot Corporation in 2012 for 11x EBITDA. We believe that MeadWestvaco's chemicals business is a higher quality business than both Norit and the other public comparables listed above, and should be valued at a premium to these companies. At a valuation of between 11x and 13x EBITDA, a separation of the chemicals business would result in the realization of \$3.5 billion of value, or \$22 per share⁽¹⁾, at the midpoint of the multiple range.

A separation of the chemicals business could be structured as a tax-free spin-off to MeadWestvaco's existing shareholders, a tax-free Reverse Morris Trust merger transaction, or a taxable sale. A spin-off of the chemicals business would be tax-free to shareholders and unlock value as the new public stand-alone company would most likely trade at a significant premium to MeadWestvaco's current multiple. A tax-free Reverse Morris Trust transaction would involve merging the chemicals subsidiary with a smaller company, and spinning it off so that MeadWestvaco shareholders maintain over 50% ownership of the pro-forma company. This transaction structure would avoid the significant tax leakage created by an outright sale of the business. Several of the potential strategic buyers for the chemicals business are large enough to be valued merger partners, but small enough to structure a tax-free Reverse Morris Trust transaction with MeadWestvaco. A taxable sale of the chemicals business could also unlock value, but would require any potential buyer to pay a higher price to compensate for the tax leakage.

Community Development & Land Management and Brazilian Timberlands

MeadWestvaco recently sold all of its U.S. timberlands, but still owns substantial non-core real estate assets within its Community Development and Land Management segment. These real estate assets are comprised of two joint ventures with Plum Creek Timber Company that own and develop 109,000 acres of property in the Charleston, South Carolina region (the "South Carolina Real Estate"). While the implied value of MeadWestvaco's ownership stake in the South Carolina Real Estate assets is only \$378 million (based on Plum Creek's cost), we believe that the value of its stake could be far more than this amount. The Charleston area has seen a large increase in population growth in recent years resulting in a boom in both residential and commercial real estate development. Real estate values in the Charleston area have appreciated dramatically in recent years and we believe that this trend will continue.

Implied Valuation of MeadWestvaco's South Carolina Real Estate Assets

Joint Venture	Plum Creek Investment	Plum Creek Ownership	Implied Value at Plum Creek's Cost	MWV Ownership	Implied Value of MWV's Stake
Active Development Properties	\$13	5.0%	\$250	95.0%	\$238
Long-Term Development Properties	\$140	50.0%	\$280	50.0%	\$140
Total Value MWV's Ownership Stake					\$378

Within its Industrial segment, MeadWestvaco also owns 135,000 acres of timberlands in Santa Catarina, Brazil (the "Brazilian Timberlands"). The Brazilian Timberlands are non-core and could be sold without impacting its containerboard production operations in Brazil. Based on recent transactions, the Brazilian Timberlands could be worth as much as \$310 million.

Valuation of Brazilian Timberlands

Date	Seller	Acres Sold (000s)	Value (\$m)	Price/Acre
9/15/2012	Vale Do Corisco	158	\$474	\$3,010
11/1/2011	Fibria	98	\$303	\$3,108
Average				\$3,059
			Low	High
MWV Land Holdings (000s acres)			135	135
% Planted			50%	75%
Planted Acres			68	101
Average Price/Acre			\$3,059	\$3,059
Value of MWV's Brazilian Timberland Holdings (\$ in millions)			\$206	\$310

The range of estimated after-tax values of these assets is displayed below. We have conservatively valued MeadWestvaco's South Carolina Real Estate assets at \$378 million, the price implied by Plum Creek's investment. A sale at this price would result in after-tax proceeds of approximately \$315 million, or \$2.02 per share⁽¹⁾ of value. At the midpoint of the range, a sale of its Brazilian Timberlands could result in \$203 million of after-tax proceeds, or \$1.30 per share⁽¹⁾ of value. While we assume that these are taxable transactions in order to be conservative, there are several transaction structures that could result in a tax-free sale of these assets.

Summary Valuation of MeadWestvaco's South Carolina Real Estate Assets and Brazilian Timberlands

(\$ in millions)

	Low	Base Case	High
Value of MWV's Ownership Stake in South Carolina Real Estate Assets	\$378	\$378	\$378
After-Tax Value ⁽¹⁾	\$315	\$315	\$315
Value Per Share	\$2.02	\$2.02	\$2.02
Value of MWV's Brazilian Timberlands	\$206	\$258	\$310
After-Tax Value ⁽¹⁾	\$169	\$203	\$237
Value Per Share	\$1.08	\$1.30	\$1.51

(1) Assumes 35% tax rate on estimated taxable gains.

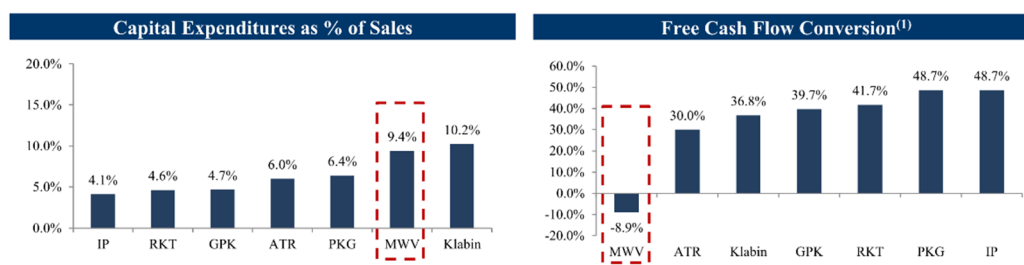
Pension Asset

In addition to all of MeadWestvaco's business segments, the Company also has a valuable pension asset on its balance sheet. In an industry where many competitors have struggled to meet their pension obligations, MeadWestvaco has maintained an overfunded pension for several decades resulting in a \$1.5 billion pension asset (which represents the amount of overfunding) and over \$120 million per year in pension income. Although realizing value from an overfunded pension plan can be challenging, one option would be to merge with or be acquired by a company with an underfunded plan. Many of MeadWestvaco's U.S. competitors have large underfunded pension plans. For example, Rock-Tenn and International Paper both have pension liabilities that exceed \$1 billion. A merger with, or outright sale to, either company could allow MeadWestvaco to realize value from its pension asset and could result in substantial operational and financial synergies.

Opportunity to Improve Capital Allocation

In addition to reducing corporate overhead, improving segment margins, and separating non-core assets, we think there is also an opportunity for MeadWestvaco to improve capital allocation. Over the past few years, MeadWestvaco's capital expenditures have been elevated due to its investments in its paperboard mill in Covington, Virginia and its containerboard facilities in Brazil. While we believe that these

investments will result in significant growth and margin expansion over the next two years, they have come at a large cost. In 2013 alone, MeadWestvaco's capital expenditures amounted to 9.4% of sales, significantly higher than most of its peers. In addition, MeadWestvaco was the only company in its peer group to have negative free cash flow during the year. We believe that MeadWestvaco's lack of free cash flow has contributed to its discounted valuation relative to the peer group.



(1) 2013 calendar year results. Free cash flow conversion is defined as (Operating Cash Flow – CapEx) / EBITDA.

MeadWestvaco's free cash flow should increase substantially in 2014 due to its planned \$125 million cost reduction program and a planned reduction in growth capex. If management is able to exceed this target and bring margins in-line with its peer group, it would result in an even more dramatic increase in free cash flow by 2015. As a result, MeadWestvaco's payout ratio would fall to an all-time low thereby creating ample room to raise the dividend.

There is also a meaningful opportunity to expand the existing share repurchase program. Given MeadWestvaco's current discount valuation, combined with the Company's depressed earnings, and the potential for substantial operational improvements, we believe that now is an opportune time to repurchase shares. We believe that MeadWestvaco shares are extremely undervalued. Repurchasing shares at the current price would result in a much higher return on capital than most other capital projects that are currently available. While we recognize the need to maintain a conservative leverage ratio, MeadWestvaco's current 1.5x Net Debt / '14E EBITDA ratio is well below its peer group average of 2.4x, despite the Company's lower cyclicality and compelling end-markets. We believe MeadWestvaco could comfortably increase its Net Debt/EBITDA ratio to at least 2.0x by borrowing an additional \$500 million while still retaining meaningful debt capacity. This would allow MeadWestvaco to execute a sizable share repurchase. Despite the recent trend towards Accelerated Share Repurchase Programs (ASRs), we believe a Dutch Auction tender offer and subsequent open market repurchase would be a more efficient way to return capital to shareholders and provides the Company with the most flexibility.

Sum of the Parts Valuation

Based on our estimates of the Company's cost saving opportunities and the value of its non-core assets, our analysis indicates that MeadWestvaco's core packaging business currently trades at 3.4x – 4.5x pro forma EBITDA (depending on the amount of value attributed to the pension asset), while most other U.S. packaging companies trade in a range of 7.0 – 9.0x EBITDA.

MeadWestvaco Pro Forma EBITDA and Enterprise Value

<u>Segment EBITDA</u>	<u>2013</u>	<u>2015</u>		<u>Adj. for</u>	<u>Excluding</u>
				<u>Pension Asset</u>	<u>Pension Asset</u>
Food & Beverage	\$456	\$612		\$40.14	\$40.14
% Margin	14.7%	18.5%	Stock Price		
Home, Health & Beauty	\$90	\$105	Basic Shares Outstanding	168	168
% Margin	12.1%	15.5%	Market Capitalization	\$6,738	\$6,738
Industrial	\$105	\$185	Less: Cash & Equivalents	-\$332	-\$332
% Margin	19.2%	28.5%	Plus: Debt	\$1,934	\$1,934
Specialty Chemical	\$262	\$290	Less: Pension Asset	-\$1,507	\$0
% Margin	26.7%	28.2%	Less: Value from Chemical Business ⁽¹⁾	-\$3,480	-\$3,480
Community Development & Land Management	-\$13	\$0	Less: After-tax Value from South Carolina Real Estate	-\$315	-\$315
% Margin	NA	NA	Less: After-tax Value from Brazilian Timberlands ⁽²⁾	-\$203	-\$203
Total Segment EBITDA	<u>\$900</u>	<u>\$1,192</u>	Adjusted Enterprise Value	\$2,835	\$4,342
(-) Corporate Expense	-\$227	-\$67	Total EBITDA (Ex-Chemical) ⁽³⁾	\$835	\$955
% of Sales	-4.2%	-1.2%	<i>EV / Pro Forma 2015E EBITDA</i>	3.4x	4.5x
(+) Pension Income	<u>\$85</u>	<u>\$120</u>			
Total MeadWestvaco EBITDA	\$758	\$1,245			
% Margin	14.1%	21.8%			
(-) Specialty Chemical EBITDA		-\$290			
(-) Pension Income		-\$120			
Total EBITDA (Ex-Chemical, Ex-Pension Income)		\$835			
% Margin		18.1%			

(1) Assumes mid-point of 11x – 13x valuation range.

(2) Assumes mid-point of after-tax valuation range for Brazilian timberlands.

(3) \$835 million excludes pension income. \$955 million includes \$120 million of pension income.

We believe that streamlining MeadWestvaco's conglomerate structure while improving its cost structure and capital allocation would unlock significant value resulting in a share price between \$52.18 and \$69.34 based on conservative growth assumptions. The mid-point of this range is \$59.67, which is a 49% premium to MeadWestvaco's current share price. Substantial additional upside is possible if growth accelerates in any of the Company's key end-markets. The sum of the parts analysis below provides a summary of our assumptions:

MeadWestvaco Sum of the Parts Analysis

	<u>2013 Margins</u>	<u>Low</u>	<u>Base Case</u>	<u>High</u>
<u>Spin-off or Tax-Free Sale of Chemical Business</u>				
Chemical Segment 2015 EBITDA		\$280	\$290	\$300
EBITDA Multiple (pre-synergies) ⁽¹⁾		11.0x	12.0x	13.0x
Chemical Segment Enterprise Value		\$3,091	\$3,480	\$3,900
<u>Improve Food & Beverage Segment Margins</u>				
Food & Beverage 2015 Revenue		\$3,200	\$3,300	\$3,400
EBITDA Margin ⁽²⁾	14.7%	18.0%	18.5%	20.0%
Food & Beverage 2015 EBITDA		\$577	\$612	\$680
EBITDA Multiple ⁽²⁾		7.3x	7.5x	7.8x
Food & Beverage Enterprise Value		\$4,185	\$4,613	\$5,270
<u>Improve Home, Health & Beauty Margins</u>				
Home, Health & Beauty 2015 Revenue		\$650	\$675	\$700
EBITDA Margin ⁽³⁾	12.1%	15.0%	15.5%	16.0%
Home, Health & Beauty 2015 EBITDA		\$98	\$105	\$112
EBITDA Multiple ⁽³⁾		7.5x	8.0x	8.5x
Home, Health & Beauty Enterprise Value		\$737	\$837	\$952
<u>Improve Industrial Segment Margins</u>				
Industrial 2015 Revenue		\$640	\$650	\$675
EBITDA Margin ⁽⁴⁾	19.2%	27.0%	28.5%	30.0%
Industrial 2015 EBITDA		\$173	\$185	\$203
EBITDA Multiple ⁽⁴⁾		8.0x	8.5x	9.0x
Industrial Enterprise Value		\$1,391	\$1,575	\$1,823
<u>Reduce Corporate Expenses</u>				
Existing Corporate Overhead Expense		\$227	\$227	\$227
(-) Cost Reductions ⁽⁵⁾		(\$155)	(\$160)	(\$165)
Pro Forma Corporate Overhead		\$72	\$67	\$62
Corporate Overhead @ 7.8x Blended Multiple		(\$562)	(\$523)	(\$484)
Pension Income @ 7.8x Blended Multiple ⁽⁶⁾		\$941	\$941	\$941
After-Tax Value of South Carolina Real Estate Assets		\$315	\$315	\$315
After-Tax Value of Brazil Timberlands		\$169	\$203	\$237
Total Enterprise Value		\$10,268	\$11,441	\$12,953
(-) Pro Forma Net Debt ⁽⁷⁾		\$2,102	\$2,102	\$2,102
Equity Value		\$8,166	\$9,339	\$10,851
Current Shares Outstanding		168	168	168
(-) Share Repurchase ⁽⁷⁾		(11)	(11)	(11)
Pro Forma Shares Outstanding		157	157	157
Share Price		\$52.18	\$59.67	\$69.34
<i>% Upside / Downside</i>		<i>30.0%</i>	<i>48.7%</i>	<i>72.7%</i>

(1) Due to its favorable business characteristics and end-markets, we believe that the specialty chemical business should receive at least an 11-13x valuation, in line with the high-end of the valuation range of its peer group.

(2) Assumes MWV can achieve EBITDA margins in line with GPK.

(3) Assumes MWV can expand margins by exiting money-losing product lines and reducing SG&A. Growth in healthcare packaging would result in higher margins. Assumes Home, Health & Beauty revenue declines in 2015 due to exit of unprofitable product lines.

(4) Assumes MWV can achieve 30% margins for its Rigesa business (high-end of company guidance) and can achieve 20% for its Ruby Macons business (in-line with other global corrugated packaging companies).

(5) Assumes corporate overhead is reduced from 4.2% of sales to 1.2% of sales (in-line with MWV's peer group).

(6) MWV estimates that pension income will be \$120 million in 2014.

(7) Assumes leverage is increased to approximately 2.0x Net Debt / Pro Forma EBITDA and \$500 million proceeds are used to repurchase shares at an average cost of \$44 per share.

As one of MeadWestvaco's largest shareholders, we have a vested interest in seeing the Company take advantage of all opportunities to create value for the benefit of shareholders. We have outlined actionable opportunities to significantly enhance the value of the Company. We are encouraged that you have already begun to take some of the actions outlined above, but continue to believe that there is far more that can be accomplished to create value for shareholders, including streamlining and improving the operations of the Company, pursuing strategic divestitures, and buying back approximately \$500 million of stock.

2014 is a critical year for MeadWestvaco as substantial changes in its organization structure are currently underway. We understand that the Board has begun the process of putting in place a CEO succession plan. Selecting a new CEO is a crucial decision that requires absolute objectivity. We believe it is imperative that the Board fully evaluate all candidates including both internal and external candidates, and choose a leader who has the requisite skill sets needed to execute on the substantial opportunities at MeadWestvaco. Consistent with the ideas discussed in this letter, specifications for any new CEO should take into account the desired future state and structure of MeadWestvaco.

We look forward to continuing our discussions on how to create value for the benefit of all shareholders.

Best Regards,



Jeffrey C. Smith
Managing Member
Starboard Value LP

(1) Per share values are based on pro forma shares outstanding of 157 million. Assumes MWV executes a \$500 million share repurchase program at an average cost of \$44 per share.