

Prof. Dr. Roman Inderst

Lehrstuhl für Finanzen und Ökonomie, Goethe Universität Frankfurt

Prof. Dr. Jan Pieter Krahen

Professor für Kreditwirtschaft und Finanzierung, Goethe Universität Frankfurt

**Stellungnahme zum Referentenentwurf „Risikobegrenzungsgesetz“
(Final Draft; 11 Februar 2008)**

Vorbemerkung

Die Auswirkungen der Aktivitäten von Finanzinvestoren müssen vor dem Hintergrund der verschiedenen und oft konfliktären Interessen unterschiedlicher „stakeholder“ in einem Unternehmen analysiert werden, zu denen neben den Anteilseignern auch das Management und die Kreditgeber gehören. Auch muss berücksichtigt werden, dass die Interessen von Finanzinvestoren nicht notwendigerweise mit denen anderer Anteilseigner übereinstimmen.

Ausgehend von dieser Perspektive teilen wir in vielen Punkten die Problemanalyse, die dem Gesetzesentwurf zu Grunde liegt. Allerdings sehen wir auch, dass die im Gesetzesentwurf vorgesehenen Maßnahmen die möglichen Interessenskonflikte zwischen Management und Anteilseignern tatsächlich verschärfen können. Unser Diskussionsbeitrag konzentriert sich deshalb auf zwei Anliegen, die Abwägung dieser Interessenskonflikte für deutsche Aktiengesellschaften im Lichte des Referentenentwurfes, sowie das Aufzeigen alternativer Instrumente zur Moderation von Interessenkonflikten.

Zentrales Anliegen des Risikobegrenzungsgesetzes

Durch das aktuell diskutierte Risikobegrenzungsgesetz (RBG) soll mittels erhöhter Transparenz über tatsächliche Beteiligungsverhältnisse und über die Motivation von Aktionären die Risiken eingedämmt werden, die von Finanzinvestoren ausgehen können.

Die Kernstücke des Maßnahmenbündels sind unter anderem (i) eine Verschärfung der Meldepflicht, die unter anderem durch eine Zusammenrechnung von Aktienpositionen und den bislang gesondert zu meldenden Positionen in anderen Finanzinstrumenten, bewirkt wird; (ii) die Möglichkeit zur verpflichtenden Offenlegung der Identität eines Aktionärs sowie seiner strategischen Beteiligungsintentionen; und (iii) eine signifikante Erweiterung des Anwendungsbereiches des „Acting in Concert“.

Bisherige Diskussion des RBG in der Öffentlichkeit greift zu kurz

Die bisherigen Stellungnahmen zum RBG in der Presse äußern sich ganz überwiegend sehr kritisch zu den geplanten Maßnahmen: Insbesondere wird dem Entwurf vorgehalten, dass er den Einfluss von „Insidern“ (Management und Großaktionäre) zu Lasten von „Ousidern“, wie vor allem Minderheitsaktionären weiter stärkt.

Unstrittig ist, dass die geplanten Maßnahmen dem Management und dem mit ihm verbündeten Großaktionären mehr Möglichkeiten einräumen, sich gegen eine feindliche Übernahme oder auch nur den konzertierten Versuch einer Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik zur Wehr zu setzen. Dennoch greift eine einseitige Ablehnung des gesamten Maßnahmenpaketes unseres Erachtens zu kurz.

Die Maßnahmen zielen insgesamt auf eine Erhöhung der Transparenz *für* das Management. Es soll in die Lage versetzt werden, bereits früher und detaillierter Auskunft über den Anteilserwerb und die Absichten aktiver Investoren zu erhalten.

Legt man das Bild einer Aktiengesellschaft zugrunde, in der das Management ohne ausreichende Kontrolle agieren kann und deshalb nur durch eine drohende Übernahme oder zumindest den drohenden Wechsel einer für die Kontrolle nötigen Mehrheit diszipliniert wird, so ist die erhöhte Transparenz, die das RBG mit sich brächte, in der Tat fatal. Dies ergibt sich insbesondere aus folgender Argumentation, die ein Kernstück der ökonomischen Debatte zur „Corporate Governance“ darstellt und zugleich ein Kernargument der RGB-Kritiker enthält. Demnach läuft ein Anteilseigner, der durch den Einsatz seiner privaten Ressourcen den Wert eines Unternehmens steigern will, immer Gefahr, das Opfer von Trittbrettfahrerei durch die anderen Anteilseigner zu werden. Sobald bekannt wird, dass ein (möglicherweise neuer) Aktionär im Begriff ist, die nötigen Anteile aufzukaufen, um dann im Sinne einer nachhaltigen Wertsteigerung auf das Unternehmen einwirken zu können, wird der Aktienkurs ansteigen, da jeder der bisherigen Anteilseigner versucht ist, nun an seinen Aktien festzuhalten und von der erhofften Wertsteigerung zu profitieren. Die Bereitschaft zu einem „Angriff“ aktiver Investoren auf ein schlecht geführtes Unternehmen steht und fällt daher mit der Möglichkeit, gewissermaßen einen Fuß in der Tür zu haben, bevor die Wertsteigerungen im Aktienkurs vorweggenommen sind. Dieser „Fuß in der Tür“ ist der Aktienbesitz unterhalb der untersten Meldeschwelle, also 3% lt. RGB.

Diese Argumentation ist zwar stichhaltig und auch praktisch relevant, sie greift aber in folgender Hinsicht zu kurz. Es wird bei dieser Argumentation nämlich stillschweigend unterstellt, dass die Aktionäre eine gemeinsame Front gegen das Management bilden, also identische Interessen haben. Nur im Falle einer solchen Interessenidentität müsste in der Tat alles daran gesetzt werden, mehr Aktionismus auf Seiten der Aktionäre zu fördern und insbesondere das Drohpotential von Übernahmen so potent wie möglich zu gestalten.

Tatsächlich besteht aber die Gefahr, dass bei erhöhter Intransparenz ein ungebremsster Aktionismus von Investoren mit oftmals kurzzeitiger Perspektive eine auf nachhaltige Wertsteigerung zielende Unternehmensführung erschwert und eine Vermögensumverteilung bewirkt. Diese Aspekte sollen nun näher ausgeführt werden.

Interessenskonflikte auf Seiten der Anteilseigner

Die Sichtweise, dass alle Aktionäre in einem Boot säßen und es deshalb nur darum ginge, Koordinierungs- und Trittbrettfahrerprobleme unter ihnen zu reduzieren, greift oft zu kurz. So haben Investoren, die zu den Unternehmensgründern gehören oder die zugleich Anteile an wirtschaftlich eng verbundenen Unternehmen besitzen, mitunter Präferenzen, die von denen der „einfachen“ Aktionäre abweichen. (Dies erklärt beispielsweise erhebliche Kontrollprämien, die beim Erwerb eines größeren Aktienpaketes regelmäßig beobachtet werden.)

Eine solche Konstellation kann auch dann gegeben sein, wenn Hedge Funds die Investorenrolle übernehmen, wobei wir hierunter zunächst Investoren verstehen, die weder auf reine Differenzgeschäfte aus sind („Arbitrage“), noch aber planen ein Unternehmen vollständig zu erwerben („Private Equity“). Interessenskonflikte zwischen einem aktiven („Hedge Fund“) Investor und anderen Anteilseignern können sich beispielsweise aus der besonderen Vergütungsstruktur des Hedge Fund Managements ergeben. Es ist bekannt, dass manche dieser aktiven „Hedge Funds“ ihrem Management weitaus steilere Anreize geben als etwa eher passive Investmentfonds. Da die Entlohnung damit zwar ein extrem hohes „upside“ Potential hat,

allerdings die (persönlichen) Verluste am unteren Ende stark eingeschränkt sind, kann sich hieraus eine Bereitschaft zur Übernahme hoher Risiken ergeben. Eine hohe Fremdkapitalfinanzierung verstärkt diese Tendenz und kann, soweit es sich hier insbesondere um kurzfristige Verbindlichkeiten handelt, auch eine übermäßige Präferenz für kurzfristige Liquidität erzeugen.

Die starken Anreize sowie die Finanzierung durch kurzfristiges Fremdkapital können einerseits sinnvoll sein, um Ineffizienzen und Anreizprobleme auf Seiten des aktiven Investors zu reduzieren. Sie können andererseits aber dazu führen, dass Unternehmensstrategien bei den Beteiligungsunternehmen verfolgt werden, die nicht unbedingt im Interesse aller übrigen Aktionäre sind. Forderungen nach hohen Sonderausschüttungen oder einem zügigen Verkauf ganzer Geschäftssparten können hier als Beispiel dienen.

Verschärfung der Interessenskonflikte durch Finanzinnovationen

In diesem Zusammenhang muss ferner mit berücksichtigt werden, dass mithilfe von Finanzderivaten Investoren zusätzliche Finanzpositionen aufbauen können, die ihr Interesse an einer Änderung der Unternehmensstrategie maßgeblich beeinflussen – und die sich von ihren Interessen als Aktionäre erheblich unterscheiden können. Dies betrifft beispielsweise die Nutzung von Verkaufsoptionen oder Credit Default Swaps, die erst seit wenigen Jahren auch in Deutschland in großem Stil gehandelt werden. Auch das „Share Lending (Aktienleihe)“ und damit auch die Möglichkeit von Leerverkäufen („Shortening“) hat erheblich zugenommen.

Ein Beispiel hierfür ist die vereitelte Übernahme der London Stock Exchange (LSE) durch die Deutsche Börse in 2005, bei welcher es zu einem signifikanten Anstieg von Leerverkäufen der Aktien der LSE gekommen sein soll. Die beiden aktiven Investoren, der Children's Investment Fund und Atticus Capital, hielten zusammen circa 8% der Deutschen Börse. Je höher der zusätzliche Anteil der beiden Hedge Funds an diesen Leerverkäufen gewesen wäre, umso größer fielen auch die Gewinne aus, die sich bei dem Scheitern der Übernahme realisieren liessen.

Die Professoren Henry Hu und Bernhard Black sprechen in diesem Zusammenhang von einer zunehmenden Tendenz zum „Decoupling“: Durch gezielte Finanztransaktionen spiegeln die Stimmrechte nicht mehr das finanzielle Interesse der entsprechenden Investoren am Unternehmen wider. Sie halten es deshalb für dringend angebracht, dass sich das Aktienrecht sowie die geltende Rechtsprechung auf diese veränderte Situation einstellen. Ein auch von anderen US Rechtsgelehrten unterstützter Vorschlag ist der, dass Aktiengesellschaften durch Änderung ihrer Satzung die Stimmrechtsvergabe von solchen „Encumbered Shares“ einschränken können.

Interessenskonflikte mit anderen Stakeholder-Gruppen

Zur Umsetzung einer langfristig profitablen Unternehmensstrategie ist es für ein Unternehmen unabdingbar auch die Interessen anderer Stakeholder-Gruppen zu wahren. Im Folgenden wollen wir hierbei allerdings nur auf die Gruppe der Kreditgeber abstellen.

Kreditgeber sind in der Regel nicht vollständig gegen eine Aushöhlung des Wertes ihrer Ansprüche geschützt, falls ein Unternehmen eine riskantere Strategie wählt, Betriebsvermögen verkauft oder ganze Sparten schließt, höhere Dividenden zahlt und generell das Liquiditätspolster abbaut oder aber zusätzliche Schulden aufnimmt, die aufgrund geringerer Fristigkeit *de facto* eine höhere Priorität besitzen.

Sofern es Finanzinvestoren gelingt, hieraus Profit zu schlagen, erreichen sie im Prinzip eine Umverteilung von alten Kreditgebern zu Anteilseignern und insbesondere zu denen, die aufgrund ihres eigenen Entlohnungsmodells bereit sind hohe Risiken einzugehen. Darüber hinaus kann die Reputation des Unternehmens beschädigt werden, und damit auch dessen zukünftige Finanzierungsmöglichkeiten.

Allerdings darf nicht übersehen werden, dass Unternehmen bereits heute eine Vielzahl von Möglichkeiten, ihre jetzigen Kreditgeber gegen ein solches opportunistisches Verhalten abzusichern. So können Schuldverträge im Rahmen der Covenants eine Vielzahl von Pflichten („positive Covenants“) und Verboten („negative Covenants“) festschreiben und diese auch an verschuldungssensitiven „Triggers“ festmachen, um so die Aushöhlung der Ansprüche der jetzigen Kreditgeber glaubwürdig zu unterbinden. Sollte deshalb das Problem zukünftiger Stakeholder-Konflikte mit Kreditgebern in Deutschland akut sein, so würden wir erwarten, dass Schuldverträgen verstärkt bereits existierende Instrumente nutzen. Eine Verschärfung bzw. Erweiterung der bestehenden gesetzlichen Regelungen kann deshalb insgesamt nur dann befürwortet werden, sofern davon auszugehen ist, dass die bestehenden (vertraglichen) Möglichkeiten bereits hinreichend ausgeschöpft wurden bzw. auch bei deren Ausschöpfung noch hinreichende Lücken bestehen.

Auswirkungen auf eine nachhaltige Unternehmensstrategie

Falls einzelne Aktionäre oder Gruppen von Aktionären größere Finanzinteressen und Stimmrechtsanteile relativ verdeckt aufbauen können, so kann sich dies auch negativ auf die langfristige Unternehmensplanung ausüben. Ungeachtet der Tatsache, dass eine Kontrolle durch Aktionäre und den Finanzmarkt wichtig ist, um eine funktionierende *Corporate Governance* sicherzustellen, kann ständiger und vor allem unberechenbarer Druck, der von einer zunächst verdeckten Aktion bestimmter Anteilseigner ausgeht, auch den langfristigen Unternehmensinteressen zuwider laufen. Manche langfristig ausgelegte Unternehmensstrategie mag nur profitabel sein, sofern sie auch konsequent und mit hinreichend Finanzierung umgesetzt wird. Sollten sich die kurzfristigen Ergebnisse als schlecht und insbesondere als schlechter als der Branchendurchschnitt erweisen, so besteht die Gefahr, dass das Unternehmen vom Aktienmarkt abgestraft wird, insbesondere sofern es nicht hinreichend gut gelingt, dem Markt die langfristige Perspektive und die entsprechenden Erfolgsaussichten der verfolgten Strategie zu vermitteln. Ein Management, das dann der Gefahr ausgesetzt wäre, kurzfristig und unvorbereitet auf die Anforderungen einer Gruppe von neuen Investoren zu reagieren zu müssen, würde eine solche riskante aber langfristig vielleicht profitablere Strategie eher vermeiden – es sei denn, es wäre hinreichend durch lukrative Abfindungsverträge („goldener Fallschirm“) abgesichert.

Gewichtung einer möglichen Schwächung der „Corporate Governance“

Die Frage nach mehr oder weniger Transparenz über die Aktivitäten der Anteilseigner, insbesondere was den Zuwachs an Stimmrechten oder den Erwerb anderer finanzieller Interessen (z.B. durch Optionsgeschäfte) angeht, ist damit nicht einfach zu beantworten. Eine geringere Transparenz kann, wie bereits ausgeführt, der Ausübung von Kontrolle durch den Markt und durch aktive Investoren förderlich sein. Andererseits werden dadurch mögliche Interessensdivergenzen zwischen Investoren verschleiert, wodurch insbesondere Minderheitsaktionäre geschädigt werden könnten. Ein gestärktes Management kann letztlich die neu gewonnene Unabhängigkeit sowohl zur Verfolgung eigener Interessen ausnutzen („*Entrenchment*“), oder aber zur Umsetzung langfristiger Strategien positiv nutzen.

Falls die Kontrollmechanismen durch den Aktienmarkt wenig ausgeprägt sind und falls das Management bereits sehr unabhängig agieren kann, so müsste eine Stärkung der „Corporate Governance“ durch aktive Investoren größeres Gewicht bekommen. Empirisch könnte dies beispielsweise an der Häufigkeit von (feindlichen) Übernahmeaktivitäten festgemacht werden oder aber auch daran, ob Manager bei schlechter Performance ausgetauscht werden und ob sie insgesamt leistungsorientiert entlohnt werden. Wir glauben, dass eine Abwägung der Rolle der verschiedenen Interessenskonflikte zwingend nötig ist, um die Kosten und Nutzen des Gesetzesentwurfs einschätzen zu können.

Für eine solche Abwägung wäre auch noch eine Vielzahl anderer Faktoren zu berücksichtigen. Im Folgenden soll hierbei allerdings nur noch auf einen dieser Faktoren eingegangen werden: der Rolle von Börsengängen. Zahlreiche Studien, die allerdings zumeist die USA betreffen, weisen darauf hin, dass Firmen bei ihrem Börsengang eine Vielzahl von Maßnahmen treffen, die eher für eine geschwächte „Corporate Governance“ sprechen, indem sie unter anderem feindliche Übernahmen vereiteln sollen. Dies mag beispielsweise für einen Gründer wichtig sein, der die Kontrolle über das Unternehmen bewahren und damit auch in Zukunft die Möglichkeit behalten möchte, eine bestimmte langfristige Strategie zu verfolgen, die vom Markt so nicht immer getragen werden würde. Würden für diese Unternehmen die nötigen Schutzmechanismen nicht bestehen, so wäre zu fürchten, dass sie stattdessen auf eine Kapitalerhöhung gänzlich verzichten und deshalb weniger investieren. Falls dies auch einen Gang an die Börse ausschließt, so würde dadurch zudem auch eine effizientere Risikostreuung verhindert werden.

Aktiengesellschaften die Freiheit einzuräumen, durch ihre Satzung bestimmte „Insider“ vor allzu großer Einflussnahme durch den Aktienmarkt zu schützen, kann damit sehr wohl effizienzfördernd sein. Je geringer die Rolle von Börsenneulingen im Gegensatz zum Bestand der Aktienunternehmen ist, umso größer muss allerdings auch die Gefahr wiegen, dass ein fest im Sattel sitzendes Management diese Freiheit und die ihm kraft Gesetz zur Verfügung stehenden Maßnahmen auch gegen die Interessen der Anteilseigner einsetzt. Des weiteren muss diese Alternative natürlich vor dem Hintergrund der in Deutschland weit stärker eingeschränkten Flexibilität für Aktiengesellschaften gesehen werden.

Fazit

Erstens, zum Minderheitenschutz. Obwohl wir die Problemanalyse des Entwurfes zum RBG im Ansatz teilen, sehen wir die Gefahr, dass durch einige der geplanten Maßnahmen andere Interessenskonflikte eher verstärkt werden. Eine umfassendere Abwägung der Kosten und Nutzen entlang der aufgezeigten Interessenskonflikte, vor allem denen zwischen Management und Anteilseignern sowie zwischen verschiedenen Gruppen von Anteilseignern oder aber zwischen Anteilseignern und Kreditgebern, scheint daher dringend geboten. Hierbei darf auch nicht übersehen werden, dass Unternehmen bereits jetzt vielfältige Möglichkeiten haben, um Stakeholder-Gruppen gegen opportunistisches Verhalten von Finanzinvestoren, die Einfluss auf die Unternehmensstrategie nehmen könnten, abzusichern. Hierzu gehören bspw. die verstärkte Nutzung von Vereinbarungen in Schuldverträgen („Triggers“), die übermäßige Verschuldung und Ausschüttung verhindern

Zweitens, zur Aktionärstransparenz. Eine erhöhte Transparenz und die Verpflichtung von Investoren frühzeitig ihre Ziele und Finanzierungsbedingungen offenzulegen, verbessert auch die Möglichkeiten des Managements unbeeinträchtigt von außenstehenden Investoren eine angestrebte langfristige Firmenstrategie umzusetzen und dadurch den Firmenwert zu erhöhen. Die geschilderte Absicherung des Managements gegen aktive Aktionäre kann aber gerade das

Gegenteil bewirken, nämlich die ungestörte Fortsetzung einer ineffizienten Unternehmenspolitik zu Lasten des Firmenwertes. Vor dem Hintergrund der angestrebten Verschärfung sollte unseres Erachtens allerdings die Festlegung der untersten Meldeschwelle überdacht werden. Sollte in der Tat der primäre Interessenskonflikt bei einer Vielzahl deutscher Aktiengesellschaften der zwischen „Insidern“ und Minderheitsaktionären sein, so wäre eine „konsolidierte“ Schwelle von 3% möglicherweise zu niedrig angesetzt.

Drittens, zur Einbeziehung von Derivatepositionen. Vor dem Hintergrund der geschilderten Finanzinnovationen erscheint eine konsistentere und umfassendere Berücksichtigung von Derivaten bei der Beurteilung von Beteiligungen angebracht. Allerdings sind wegen der Liquidität und Komplexität der Produkte einer tatsächlichen Transparenz sehr enge Grenzen gezogen. Diese vorsichtige Einschätzung wird noch dadurch verstärkt, dass das Gesetzesvorhaben letztlich auf den deutschen Rechtsraum beschränkt bleiben wird. Flexibel agierende Finanzinvestoren mit Sitz im Ausland verfügen über vielfältige Möglichkeiten, über gestaffelte Beteiligungen die Herkunft und die Zusammensetzung der für den Erwerb von Unternehmensanteilen verwendeten Mittel zu verschleiern.

Viertens, zum „Acting in Concert“. Während es durchaus sinnvoll erscheint, „getrennt marschierenden, aber vereint agierenden“ Investoren eine konsolidierte Beteiligungsposition zuzurechnen, kann diese Absicht nicht einfach aus dem offenbarten Abstimmungsverhalten der Aktionäre abgeleitet werden. Desweiteren gelten für einen abgestimmten Aktienerwerb, der nun bereits als „Acting in Concert“ betrachtet werden kann, die gleichen Erwägungen, die wir für die Festlegung der Meldeschwelle angestellt haben. Insbesondere kann sich hier eine Meldeschwelle von 3% als zu niedrig erweisen. Zusammen mit der wohl zu befürchtenden (zumindest temporären) Rechtsunsicherheit könnte dies das aktive Engagement von Investoren im Sinne einer stärkeren „Corporate Governance“ erheblich erschweren.