

Univ.-Prof. Dr. Eric Nowak, Lehrstuhl für Finanzmanagement und
Rechnungswesen an der Universität Lugano, Swiss Finance Institute und
Fellow, Center for Financial Studies, Frankfurt am Main

Stellungnahme
für die öffentliche Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestags
am 23. Januar 2008

I. Wesentliche Schlussfolgerungen der Stellungnahme

Ziel der Bundesregierung ist es, mit dem Risikobegrenzungs-gesetz „die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren erschwert oder möglicherweise sogar verhindert werden, ohne zugleich Finanz- und Unternehmenstransaktionen, die effizienz-fördernd wirken, zu beeinträchtigen. Dabei sollten die an den Finanzmärkten und in den Unternehmen tätigen Akteure grundsätzlich selbst in die Lage versetzt werden, auf die bestmöglichen Ergebnisse hinzuwirken.“ (Ges-E BReg, Begründung A. I.)

Diesem Ziel wird das Risikobegrenzungs-gesetz in seiner jetzigen Form nicht gerecht. Im Gegenteil ist zu befürchten und wahrscheinlich, dass die Umsetzung des Gesetzes zu einer Verhinderung gesamtwirtschaftlich wünschbarer und effizienzfördernder Aktivitäten von Finanz- und anderen Investoren führen wird. Die Akteure am Finanzmarkt würden insbesondere durch die geplante Neuregelung des „Acting in Concert“ daran gehindert und außer Stande gesetzt, selbst auf bestmögliche Ergebnisse hinzuwirken. Damit würden wesentliche Anreize zum Ausüben von Aktionärsrechten durch institutionelle Investoren beschnitten und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sowie die Integrität des Marktes geschädigt.

Das Risikobegrenzungs-gesetz ist zudem aus ordnungspolitischer Sicht abzulehnen. Es fehlen nicht nur ein Nachweis der Notwendigkeit einer Regulierung und eine echte ökonomische Analyse der Auswirkungen des Gesetzes („Regulatory Impact Assessment“), sondern das vom Gesetz zu begrenzende „Risiko“ ist noch nicht einmal hinreichend definiert und entspricht keinem ökonomisch sinnvollen Risikobegriff. Zudem offenbart der Gesetzentwurf ein fehlendes Verständnis für die ökonomische Funktionsweise der Finanzmärkte und für die grundlegenden Zusammenhänge von Aktionärsrechten, Anreizen von Investoren, Kapitalmarkteffizienz und dem Markt für Unternehmenskontrolle.

In seiner jetzigen Form ist das Risikobegrenzungs-gesetz meiner Ansicht nach also abzulehnen. Wesentliche Veränderungen am Gesetz sind vorzunehmen, um das Ziel des Gesetzes nicht zu konterkarieren und die Funktionsfähigkeit des deutschen Finanzmarktes zumindest nicht nachhaltig zu schädigen. Dies gilt insbesondere für die geplante Neuregelung des „Acting in Concert“.

II. Aktivitäten von Finanzinvestoren – unerwünscht oder effizienzfördernd?

Im internationalen Vergleich ist der deutsche Aktienmarkt unterentwickelt. Eine aktuelle Studie von Autoren der Harvard Universität und der Weltbank (Djankov et al. 2008) zeigt, dass der Schutz von Minderheitsaktionären in Deutschland im internationalen Vergleich noch immer unzureichend ist. In fast allen Kategorien liegt Deutschland weit unter dem Durchschnitt als eines der Schlusslichter der OECD. Die Studie zeigt, dass der deutsche Kapitalmarkt aufgrund des nicht hinreichend gewährleisteten Schutzes von Minderheitsaktionären eine nur geringe Marktkapitalisierung, zu wenig an der Börse gelistete Firmen, zu wenige Neuemissionen relativ zum BIP und eine ungesund hohe Eigentümerkonzentration aufweist. Die relativ kleine Zahl feindlicher Übernahmen, eine geringe Zahl von Managementwechseln nach schlechter Performance und spektakuläre Unternehmenskrisen (Siemens, VW) bzw. Bankenskandale (Bankgesellschaft Berlin, WestLB, IKB) sind weitere Hinweise für einen unterentwickelten Aktienmarkt und ein ineffizientes Corporate-Governance-System.

Daraus ergibt sich, dass es in Deutschland nicht zu viele sondern immer noch zu wenige Finanz- oder Unternehmenstransaktionen, die effizienzfördernd wirken, gibt. Aktivitäten von Finanz- oder strategischen Investoren sind gesamtwirtschaftlich wünschenswert, eben weil sie die effiziente Allokation des an den Finanzmärkten gehandelten Kapitals erhöhen. Insbesondere ausländische institutionelle Finanzinvestoren wie Hedge Fonds, Private Equity Fonds, Pensionsfonds, Publikumsfonds, und andere „Activist Investors“ nehmen somit eine wichtige Funktion zur Verbesserung der Allokationseffizienz am Kapitalmarkt wahr.

Vielen deutschen Vorständen und Verwaltungen sind diese „aktivistischen“ Investoren lästig, weil sie lieber frei agieren wollen und Angst davor haben, ihre hoch dotierten Posten zu verlieren. Das mag aus ihrer Sicht zwar verständlich sein, rechtfertigt aber keinen Eingriff des Gesetzgebers. Mehrere aktuelle empirische Studien belegen, dass Hedgefonds und andere aktivistische Aktionäre – wie etwa der britische Pensionsfonds Hermes - trotz häufig als rüde empfundener Vorgehensweisen zur langfristigen Wertsteigerung beitragen und damit auch das Geld der Kleinaktionäre mehren (Brav et al. 2008, m.w.N.).

Nebenbei bemerkt, geht diese (nicht kurzfristige sondern langfristige) Wertsteigerung oft einher mit einer Verringerung der Vorstandvergütungen in den Zielunternehmen, wie etwa die empirische Studie von Klein und Zur (2007) gefunden hat. Sinkende Managergehälter bei gleichzeitig steigenden Aktienkursen, hervorgerufen durch an den Finanzmärkten tätige effizienzfördernde „Akteure“ sollte doch eigentlich genau das sein, was der Gesetzgeber mit „bestmöglichen Ergebnissen“ im Sinn hatte.

Grundsätzlich muss sich der Gesetzgeber entscheiden, ob er die aktive Rolle von institutionellen Finanzinvestoren bei der Kontrolle der Verwaltungen deutscher Publikumsaktiengesellschaften fördern will, oder ob andere Akteure – z.B. (klagende) Kleinaktionäre – bzw. der Staat selbst diese notwendige Kontrollfunktion übernehmen sollen. Die ökonomische Evidenz spricht dafür, dass institutionelle Finanzinvestoren diese Funktion sehr gut und oft sehr viel besser wahrnehmen können als atomistische Kleinaktionäre oder der Staat selbst (durch die BaFin oder andere Instanzen). Dies sollte bei der Abwehr „unerwünschter Nebenwirkungen“, deren primäres Ziel das Risikobegrenzungs-gesetz ist, berücksichtigt werden.

III. Der Risikobegriff im Risikobegrenzungs-gesetz

Im Gesetzentwurf der Bundesregierung ist die Rede von „Risiken für die Stabilität des Finanzsystems“ - also systemischen Risiken - sowie von „Risiken für die Zielunternehmen“ - also idiosynkratischen Risiken. Ein Risiko für die Stabilität des deutschen Finanzsystems stellen Aktivitäten von Finanzinvestoren nicht dar und können es aller Wahrscheinlichkeit auch nicht darstellen. Systemische Risiken setzen Ansteckungseffekte („Contagion“) mit gleichzeitigen oder kurz nacheinander gelagerten Auswirkungen auf alle Akteure am Finanzmarkt (Unternehmen, Investoren) voraus. Bei den Finanz- oder Unternehmenstransaktionen, von denen im Gesetzentwurf die Rede ist, handelt es sich schon von der Natur der Sache her um Einzeltransaktionen, also um Aktivitäten einzelner oder einiger Finanzinvestoren bei einzelnen Unternehmen. Es ist ökonomisch nicht plausibel nachvollziehbar, wie daraus systemische Risiken für den deutschen Finanzmarkt resultieren sollten und es gibt auch keine empirische Evidenz, die diese Vermutung stützen würde.

Die ebenfalls genannten „Risiken für die Zielunternehmen“ sind ebenso wenig definiert und auch ökonomisch nicht plausibel. Die empirische Evidenz zeigt vielmehr, dass bei Akquisitionen durch institutionelle Investoren im Durchschnitt auch langfristige Wertsteigerungen zu erwarten sind. Dies ergibt sich allein schon aufgrund der effizienteren Ressourcenallokation nach der Transaktion, zur Erreichung derer ein Finanzinvestor maximalen Anreiz hat. Für das Zielunternehmen oder dessen Aktionäre ergeben sich also in erster Linie Chancen auf zukünftige Wertsteigerungen (auch wenn diese immer mit Risiken einhergehen, wie bei jeder Investitions- oder Vermögensentscheidung). Allenfalls könnten sich Risiken für die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft ergeben, wobei aber langfristig meist Arbeitsplätze erhalten bleiben, wenn die Aktivitäten des neuen Investors effizienzfördernd wirken. Zu Beantwortung dieser Frage gibt es jedoch noch keine hinreichende empirische Evidenz.

Das größte „Risiko“ tragen die - in der Regel hoch bezahlten - Vorstände des börsennotierten Zielunternehmens, insbesondere wenn sie zuvor eine schlechte Performance abgeliefert haben und im Sinne der Effizienzförderung durch bessere Manager ersetzt werden sollten.

Dieses „Risiko des Arbeitsplatzverlustes von Topmanagern“ ist auch das einzige Risiko, welches bei Umsetzung des Gesetzes wirklich begrenzt werden würde, weil die feindliche Übernahme eines schlecht geführten Unternehmens stark erschwert wenn nicht verunmöglicht werden würde. Die eigentlichen Gewinner des Risikobegrenzungs-gesetzes wären also die Vorstände deutscher Publikumsaktiengesellschaften. Deren „Risiko“ eines Arbeitsplatzverlustes ist aber ohnehin schon abgesichert, denn sie haben in ihren Vorstandsverträgen zumeist hohe Abfindungszahlungen in ihren „Change-of-Control“-Klauseln vorgesehen. So soll der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Börse nach seinem Abgang etwa 10 Millionen Euro erhalten haben.

Es gibt beim besten Willen kein sinnvolles ökonomisches Argument dafür, warum der Gesetzgeber den sinnvollen, durch institutionelle Investoren forcierten Wechsel von Vorständen noch zusätzlich erschweren sollte.

IV. Herstellung von „Transparenz“ - Insbesondere beim „Acting in Concert“

Die Gesetzesbegründung nennt „Herstellung von Transparenz, mit der eine ausreichende Informationsbasis für alle Akteure hergestellt wird“ als eines der Ziele des Risikobegrenzungsgesetzes. Insbesondere soll die wechselseitige Zurechnung von Stimmrechten bei „abgestimmtem Verhalten von Investoren“ überarbeitet und konkretisiert werden.

Herstellung von Transparenz und gleicher Informationsbasis für alle Akteure am Finanzmarkt ist sicherlich ein sinnvolles Ziel. Leider wird der Gesetzesentwurf in der jetzigen Form diesem Ziel nicht gerecht. Die Definition von „Acting in Concert“ und die Änderung des § 22 WpHG und des § 30 WpÜG im Gesetzesentwurf würde dem gegenüber ein erhebliches Maß an Rechtsunsicherheit bewirken. Es ist für institutionelle Investoren sowie für andere Aktionärsgruppen auch – etwa Kleinaktionäre – unabdingbar, dass sie sich vor einer Hauptversammlung über ihr Abstimmungsverhalten zu einzelnen Tagesordnungspunkten koordinieren können. Nur so können sie ihre Aktionärsrechte aktiv wahrnehmen und der Verwaltung gegenüber eine effektive Kontrolle ausüben.

Es ist nicht klar was eine Eignung zur „dauerhaften oder erheblichen Beeinflussung der unternehmerischen Ausrichtung“ im Sinne von § 22 (2) WpHG-E und § 30 WpHG-E darstellen soll. Daher sind die im Gesetzesentwurf vorgeschlagenen Formulierungen abzulehnen und unbedingt durch konkretisierte Formulierungen zu ersetzen. Ansonsten droht eine Fülle von Rechtsstreitigkeiten.

In diesem Zusammenhang möchte ich mit Nachdruck darauf hinweisen, dass das deutsche Kapitalmarktrecht bereits an einer Vielzahl nicht hinreichend konkretisierter unbestimmter Rechtsbegriffe (z.B. die „Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung des § 15 WpHG) krankt, sodass man diese nicht ohne Not ausweiten sollte.

Im Übrigen sind die Meldepflichten des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes durchaus schon heute international konkurrenzfähig, insbesondere da schon ab einer Beteiligungsschwelle von 3% eine Meldepflicht eintritt. Dies stellt durchaus einen Vorteil gegenüber der US-amerikanischen „13 D“-Regelung dar, welche ohnehin nicht einfach so mit dem deutschen System vergleichbar ist. Sinnvoller als eine Ausweitung und Verschärfung der Meldepflichten erscheinen mir eine bessere Kontrolle und ein besseres Enforcement bei der Verletzung von Meldepflichten. Beides lässt sich aber nicht durch das Risikobegrenzungsgesetz erreichen, sondern durch eine bessere Ausstattung der Mitarbeiter der Marktanalyse bei der BaFin.

In Bezug auf die bessere Information über die Ziele und Herkunft wesentlicher Beteiligungen kann ich aufgrund eigener empirischer Forschungsarbeiten bemerken, dass die freiwilligen und öffentlich zugänglichen Informationen - insbesondere zu kontroversen Unternehmenstransaktionen - in der Regel bereits gut dokumentiert und für alle Anleger zugänglich sind, sodass die Notwendigkeit einer Veränderung des § 27 WpHG zumindest zuvor systematisch empirisch validiert werden sollte.

Ein sinnvoller Vorschlag ist jedoch die geplante Zusammenlegung der Meldepflichten von Stimmrechten aus Aktien und vergleichbaren Positionen aus anderen Finanzinstrumenten.

Literatur

Brav et al. (2008): Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance. Journal of Finance, forthcoming.

Croci, E./E. Nowak: Shareholder Activism – The International Evidence, Mimeo.

Djankov et al. (2008): The Law and Economics of Self-Dealing, Journal of Financial Economics, forthcoming.

Klein/Zur (2007): Hedge Fund Activism, Working Paper, New York University.

Nowak, E.: Der Schutz von Minderheitsaktionären in Deutschland ist im internationalen Vergleich nicht wettbewerbsfähig, Die Aktiengesellschaft (AG-Report), Vol. 51, 16/2006, R378-380.

Nowak, E.: Investor protection and capital market regulation in Germany, in: Krahen, Jan P. and Reinhard H. Schmidt (Eds.): The German Financial System, Oxford/New York: Oxford University Press, 2004, 425-449.

Nowak, E.: Grenzüberschreitung in der Politikberatung - Lobbying und das Outsourcing von Gesetzgebungsarbeiten als Hemmnis wider besseren Anlegerschutz (mit H. Petersen), in: Jens, Uwe and Hajo Romahn (Eds.): Glanz und Elend der Politikberatung, Marburg: Metropolis-Verlag, 2005, 107-125.