

Prof. Dr. Sigrid Müller
Institut für Finanzierung
Humboldt-Universität zu Berlin
Tel.: (030) 2093-5781
email: finanz@wiwi.hu-berlin.de
<http://www.wiwi.hu-berlin.de/finanz>

17.1.2008

Stellungnahme

zur Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz)“-Drucksache 16/7438 am 23. Januar 2008

von Sigrid Müller

1. Einleitung

Mit acht Maßnahmen sollen

„gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren erschwert werden oder möglicherweise sogar verhindert werden, ohne zugleich Finanz- und Unternehmenstransaktionen, die effizienzfördernd wirken, zu beeinträchtigen. Dabei sollen die an den Finanzmärkten und in den Unternehmen tätigen Akteure grundsätzlich selbst in die Lage versetzt werden, auf die bestmöglichen Ergebnisse hinzuwirken. Eine wichtige Grundvoraussetzung ist dafür die Herstellung von Transparenz“. (Gesetzentwurf, S.9)

Für die geplanten Mitteilungspflichten können Erfahrungen aus den USA herangezogen werden, insbesondere diejenigen nach Schedule 13D. Übersteigt der Stimmrechtsanteil 5%, muss das Formular 13D ausgefüllt werden und innerhalb von 10 Tagen an die Aufsichtsbehörde SEC gesendet werden. Es enthält die Bestandteile: Emittent und Wertpapiere, Identität und Hintergrund des Meldepflichtigen, Herkunft der Finanzmittel, Zweck der Transaktion, Stimmrechtsanteil, Vereinbarungen zwischen Emittenten und Meldepflichtigen, veröffentlichte Dokumente. Diese Daten liefern die Grundlage für drei empirische Studien (Brav/Jiang/Partnoy/Thomas (2006), Klein/Zur (2006), Boyson/Mooradian (2007)) über das Verhalten von Hedgefonds als Aktionäre amerikanischer Unternehmen für die Zeiträume 2004 bis 2005, 2003 bis 2005 bzw 1994 bis 2005, auf die im folgenden Bezug genommen wird.

2. Finanzwirtschaftliche Auswirkungen

Generell gilt, dass die geplanten Mitteilungen und ihre Veröffentlichung von finanzwirtschaftlicher Bedeutung sind. Zu erwarten sind Aktienkursreaktionen auf die Bekanntgabe des Einstiegs von Finanzinvestoren. Diese Reaktionen können differenziert ausfallen in Hinblick auf die verfolgte Strategie. Durch die Bekanntgabe der Ziele des finanziellen Engagements können Wachstumsstrategien und wertschöpfende Maßnahmen identifiziert werden.

Für die USA und die dort gegebenen Meldepflichten gelten folgende Erkenntnisse: Der Kapitalmarkt reagiert positiv auf den Einstieg von Hedgefonds. Aktienkurse steigen nach der Ankündigung eines Kaufs von mehr als fünf Prozent, der Meldeschwelle für Investoren. In einem Zeitfenster von 20 Tagen sind abnormale Renditen zwischen 5 und 7 Prozent zu beobachten. Investoren bewerten den Einstieg von Hedgefonds als ein wertsteigerndes Ereignis.

2.1 Wachstumsstrategien werden belohnt

Die gegebene Transparenz hinsichtlich der Ziele der Hedgefonds spiegelt sich im US Markt in unterschiedlichen Bewertungen wider. Vor allem potentielle Wachstumsstrategien werden vom Markt positiv bewertet, sie lohnen sich auch für Hedgefonds. Neue Investitionsvorhaben, der Verkauf von Unternehmensteilen und Restrukturierungsmaßnahmen sind nach Brav/Jiang/Partnoy/Thomas mit positiven abnormalen Renditen verbunden. Sie sind unternehmenswertsteigernd und werden auch so vom Markt wahrgenommen. Die von der Öffentlichkeit stark beachteten Änderungen der Kapitalstruktur, der Entlohnungsstruktur und der personellen Zusammensetzung des Managements und der Ausschichtsgremien erzielen nach Brav/Jiang/Partnoy/Thomas diese Effekte nicht.

2.2 Wertschöpfende Unternehmensentscheidungen

Unternehmen, die zum Ziel von Hedgefonds werden, sind in der Regel profitabel und verfügen über hohe Barmittel. Über die Verwendung der Barmittel herrschen unterschiedliche Auffassungen zwischen Management und Hedgefonds, die auf Seiten des Hedgefonds äußerst aggressiv vertreten werden. Das Halten eines hohen Barmittelbestandes stellt keine wertsteigernde Unternehmensstrategie dar. Damit ist das Risiko eines sorglosen Umgangs mit Geld verbunden. Dazu gehören die Auswahl unvorteilhafter Investitionsvorhaben, starke Vergütungserhöhungen und luxuriöse Geschäftsreisen. Dies sind bekannte Beispiele für Agencykosten. Vor diesem Hintergrund stellen ein Strategiewechsel und die Reduzierung von

Barmitteln der Unternehmung wertsteigernde Alternativen dar. Durch diese Maßnahmen erhöht sich das Wachstum und durch geringere Barmittel werden Agencykosten verringert.

2.3 Erfolgsquoten und aggressiver Aktionärsaktivismus

Da die Ziele von Hedgefonds bekannt gegeben werden, lässt sich die Zielerreichung messen. Nach Brav/Jiang/Partnoy/ Thomas liegen die Erfolgsquoten bei mehr als 60 Prozent. Diese sind häufig mit aggressivem Verhalten gegenüber dem Management verbunden. In der Mehrzahl aller feindlichen Fälle erreichen Hedgefonds ihr Ziel, eine beeindruckende Bilanz. Die höchste Erfolgsquote wird erzielt bei Forderungen nach personellen Veränderungen. Die Verfechter eines aggressiven Aktionärsaktivismus verweisen darauf, dass sie wertschöpfende Unternehmensentscheidungen verfolgen. Der Druck auf das Management erfolge, um zusätzliches Wachstum zu erzielen. Die Investition in Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Wertentwicklung an den Kapitalmärkten diene exakt diesem Zweck. Ein unterbewertetes Unternehmen würde fit gemacht für den Wettbewerb. Es habe ein höheres Wachstumspotential mit positiven Auswirkungen auf die Beschäftigung. Dabei gilt: feindliches Verhalten führt zu den höchsten abnormalen Renditen.

3. Folgerungen für den Entwurf des Risikobegrenzungsgesetzes

Bisher finden sich Angaben zum Einstieg von Finanzinvestoren bei Unternehmen in den unterschiedlichsten Quellen. Die für die Kapitalmärkte äußerst relevante Information zu den Zielen des Engagements, wie Angaben zu geplanten Akquisitionen und Verkäufen von Unternehmensteilen, Änderungen der Eigen- und Fremdkapitalaufnahme, Aktienrückkäufe und Änderungen der Dividendenpolitik lassen sich zum Teil der Finanzpresse entnehmen. Relevant ist auch das Halten derivativer Positionen.

Für den Kapitalmarkt wäre eine verbesserte Informationslage vorteilhaft. Die unterschiedlichen Ziele von Finanzinvestoren wären einer Bewertung durch den Kapitalmarkt unterworfen. Entscheidend ist hierbei eine zeitnahe Veröffentlichung dieser Angaben.

Zu den Maßnahmen im einzelnen:

3.1 Abgestimmtes Verhalten von Investoren - acting in concert

Die vorgesehenen Kriterien sind zu unbestimmt und greifen sehr stark in die Kommunikation zwischen den Aktionären ein. Bei Forderungen nach einem Wechsel der Geschäftspolitik und personellen Veränderungen im Vorstand und Aufsichtsrat handelt es sich um die legitime Wahrnehmung von Aktionärsrechten. Das von Finanzinvestoren gewählte feindliche

Verhalten zur Durchsetzung der angekündigten Ziele ist vielfältiger Natur (Drohkulissen, Veröffentlichung von Briefen an das Management usw.), vor allem jedoch medienwirksam und auf die Öffentlichkeit gerichtet. Die Zielerreichungsquoten von mehr als 60 Prozent in USA gründen auf diesem Vorgehen, weniger auf acting in concert.

3.2 Aussagefähigere wertpapierhandelsrechtliche Meldungen

Die Berücksichtigung derivativer Positionen erhöht die Information der Marktteilnehmer und ist somit positiv einzuordnen.

3.3 Bessere Informationen über Inhaber wesentlicher Beteiligungen

a) Die Meldepflicht kann nicht ins Belieben der Gesellschaft und des Managements gestellt werden. Da die betreffenden Informationen aktienkursrelevant sind, könnte dies zu strategischem Verhalten des Managements im Interessenkonflikt mit den Anteilseignern führen.

b) Die Angaben über den möglichen Erwerb weiterer Anteile in den nächsten 12 Monaten sind ökonomisch im günstigsten Falle ohne Wert, solange keine sanktionierbare Selbstverpflichtung vorliegt. In wie weit Angaben zur Herkunft der Mittel von Finanzinvestoren kapitalmarktrelevant sind, bleibt offen. Beide Angaben sollten daher nicht erhoben werden.

3.5 Verbesserte Transparenz bei Verkäufen von Kreditforderungen

Ungeachtet der Verwerfungen im Rahmen der Subprime Krise sollte der Forderungsverkauf als Mittel zur Weiterreichung von Risiken aufgrund seiner Allokationswirkung unangetastet bleiben. Der Finanzplatz Deutschland kann dabei nicht isoliert betrachtet werden. Banken stehen in einem internationalen Wettbewerb. Alles, was den Verkauf von Krediten insgesamt erschwert, schädigt letztendlich langfristig auch Kreditnehmer. Das Angebot an Krediten wird möglicherweise nachhaltig geschwächt. Ein Zwangsangebot eines nicht abtretbaren Darlehensvertrags ist daher abzulehnen, abgesehen vom Problem eines stark erhöhten Zinssatzes. Die Übertragbarkeit kann auch durch Ausgestaltungsmerkmale nachhaltig beschädigt werden. Dies gilt vor allem für ein Sonderkündigungsrecht für Darlehensnehmer.

Eine Marktlösung ist daher stets vorzuziehen. So besteht heute bereits im Bereich der Unternehmenskredite die Möglichkeit, den Weiterverkauf auszuschließen, wenngleich zu verteuerten Konditionen.