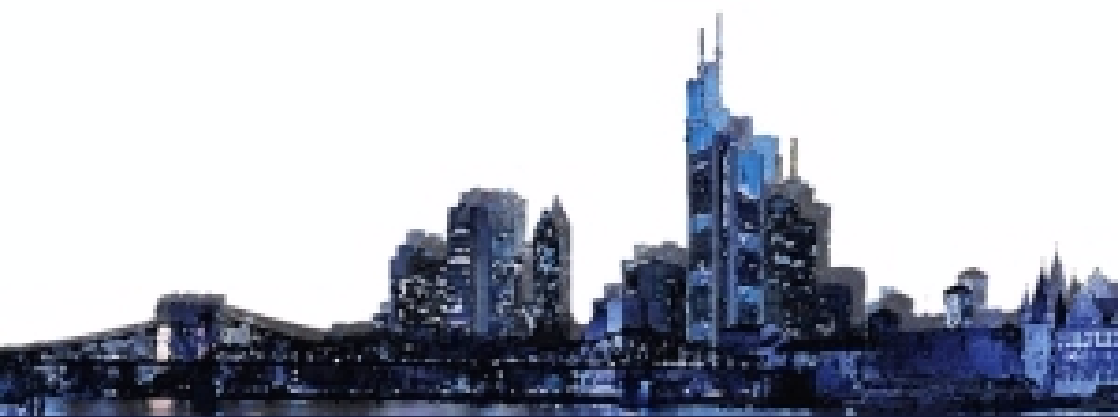


Stefan Brass

Hedgefonds als aktive Investoren

Rechtliche Schranken
und rechtspolitische Vorschläge



93

Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien

PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

Einführung und Gang der Untersuchung

Hedgefonds als aktive Investoren stehen hierzulande spätestens seit den Geschehnissen um die *Deutsche Börse AG* im Jahr 2004/05 im Mittelpunkt des rechtspolitischen Interesses.¹ Sie beeinflussen die strategischen und operativen Entscheidungen ihrer Portfoliogesellschaften, statt ihre Beteiligungen lediglich passiv zu verwalten.² Nach der Auflösung der „Deutschland AG“ und einer zunehmenden Streuung des Anteilsbesitzes nähert sich die deutsche Aktionärskultur damit zusehends der angelsächsischen an.³ Zumindest im angelsächsischen Raum hat sich das Machtverhältnis der Entscheidungsfindung in Gesellschaften zwischen Vorstand und Anteilseignern insbesondere durch das Auftreten aktivistischer Hedgefonds (*hedge fund activism*)⁴ in Richtung der Aktionäre verschoben.⁵

Kernpunkt der Debatte um den Aktivismus von Hedgefonds ist, ob dies ein neues Rollenmodell darstellt, an dem sich institutionelle Investoren in der *Corporate Governance* von Unternehmen zukünftig orientieren werden.⁶ Als „aktivistisch“ lässt sich dabei jedes rechtliche oder faktische Verhalten eines Investors bezeichnen, das darauf abzielt, Veränderungen im Unternehmen hervorzurufen. Letztlich trifft im internationalisierten Kapitalmarkt die angelsächsische, insbesondere die US-amerikanische Aktionärskultur auf die deut-

¹ Vgl. *Hippe*, Anforderungen an Kapitalmarktkommunikation nehmen zu, in: *Börsenzeitung* vom 19.05.2007, S. B1; *O.V.*, Deutsche Börse greift TCI mit scharfen Worten an, in: *FAZ* vom 19.04.2005, S. 1; *Pottboff/Schönaner*, Seifert am Rande des Abgrunds, in: *Handelsblatt* vom 27.04.2005, S. 24; *O.V.*, Schlagabtausch zwischen Börse und TCI, in: *Börsenzeitung* vom 19.04.2005, S. 4; *O.V.*, TCI betreibt Ablösung Breuers, in: *FAZ* vom 15.04.2005, S. 11; *O.V.*, TCI bringt Werner Seifert zu Fall, in: *Börsenzeitung* vom 10.05.2005, S. 5; *O.V.*, Fonds siegen bei Deutscher Börse, Seifert und Breuer müssen gehen, in: *Handelsblatt* vom 10.05.2005, S. 1, 18; *O.V.*, Börsen-Chef Seifert tritt zurück, in: *FAZ* vom 10.05.2005, S. 15, 45; *O.V.*, Seifert und Breuer werfen das Handtuch, in: *Börsenzeitung* vom 10.05.2005, S. 1.

² Vgl. *Fieseler/Meckel*, Der Feind in meinem Board, in: *FAZ* vom 04.02.2008, S. 20.

³ Vgl. *Hank/Meck*, Angriff der gierigen Aktionäre, in: *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung* vom 07.09.2008, S. 35; *FAZ* vom 07.03.2006, S. 23 „Investoren setzen Vorstände stärker unter Druck“; *Fieseler/Meckel*, Der Feind in meinem Board, in: *FAZ* vom 04.02.2008, S. 20.

⁴ Vgl. *Klein/Zur*, Hedge Fund Activism, S. 1; *Kahan/Rock*, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control; *Brav/Jiang/Partnoy/Thomas*, Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance; *Thompson*, The Limits of Hedge Fund Activism; *Briggs*, Corporate Governance and the new Hedge Fund Activism: An empirical Analysis.

⁵ Vgl. *Anabtani/Stout*, Fiduciary Duties for Activist Shareholders, S. 51.

⁶ Vgl. *Klein/Zur*, Hedge Fund Activism, S. 1; *Richter*, Eine Zäsur für die Corporate Governance, in: *FAZ* vom 19.05.2005, S. 27.

sche Aktiengesellschaft, deren Organisationsverfassung möglicherweise nicht auf aktives Investorenverhalten ausgerichtet ist. Diese Konfrontation stellt sowohl Leitungsorgane als auch das deutsche Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht auf die Probe.

Im Ansatz ist diese Debatte nicht neu: Das Verhältnis von Aktionär, Hauptversammlung und Verwaltung beherrscht die rechtspolitische Diskussion seit den ersten aktienrechtlichen Gesetzgebungen. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle, die spätestens seit den klassischen Arbeiten von *Berle* und *Means*⁷ bekannt ist, führt immer wieder zu der Frage, wie der Einfluss der Aktionäre und die Kontrolle der Verwaltung sinnvoll geregelt und verbessert werden kann.⁸

Zugleich haben diese Entwicklungen zu einer verstärkten Auseinandersetzung mit den Gefahren von Hedgefonds geführt. Während die Risiken von Hedgefonds um die Jahrtausendwende auf Grund der Vorgänge bei *Long Term Capital Management*⁹ und angesichts der Finanzkrise 2007/2008¹⁰ vorwiegend wegen ihres befürchteten Einflusses auf die Finanzmarktstabilität diskutiert wurden, rücken in der öffentlichen Diskussion daneben nun die von ihrem Aktivismus ausgehenden Risiken für Portfoliogesellschaften und deren Aktionäre in den Vordergrund. Ob Hedgefonds dabei unmoralisch, hochaggressiv, rücksichtslos oder gierig vorgehen,¹¹ ist an dieser Stelle nicht zu erörtern. Ob das Verhalten aktiver Hedgefonds hingegen nach geltendem Recht auch un-

⁷ *Berle/Means*, The modern Corporation and private Property, 1933, passim. Siehe zuvor dazu bereits *Rathenau*, Vom Aktienwesen, 1918 (freilich mit anderer rechtspolitischer Tendenz).

⁸ *Spindler*, Stimmrecht und Teilnahme an der Hauptversammlung, S. 35.

⁹ Siehe exemplarisch *President's Working Group on Financial Markets*, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long Term Capital Management, S. 10 f.; *Edwards*, The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection, in: *Baums/Cahn*, Hedge Funds: Risks and Regulation, S. 30 f.; *Johanning/Werner*, Risikomanagement für Hedge Funds, in: *Dichtl/Kleeberg/Schlenger*, Handbuch Hedge Funds, S. 381, 382; *Bessler/Drobbetz/Henn*, Hedge Funds: Die Königsdisziplin der Kapitalanlage, in: *Dichtl/Kleeberg/Schlenger*, Handbuch Hedge Funds, S. 6; *Luttermann/Backmann*, ZIP 2002, 1017, 1020; *Weber*, Hedge Funds, S. 28, 60 f.; *Clashinrichs*, Hedge Funds, S. 24.

¹⁰ Die Subprime-Krise im Sommer 2007 begann mit Liquiditätsproblemen der beiden von *Bear Stearns* aufgelegten Hedgefonds „High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund“ und „High Grade Structured Credit Strategies Fund“. Siehe *Bednarz*, RIW 2007, 34; *Wilhelmi*, WM 2008, 861.

¹¹ Vgl. etwa *Iversen*, Investoren umzingeln westfälische Balda, in: Handelsblatt vom 14.01.2007 (Online-Ausgabe) zum Engagement der Hedgefonds bei der Balda AG: „hochaggressive Hedgefonds“; *Hank/Meck*, Angriff der gierigen Aktionäre, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 07.09.2008, S. 35; *Eidenmüller*, DSrR 2007, 2116; *Seifert/Voth*, Invasion der Heuschrecken.

rechtmäßig ist oder gegebenenfalls *de lege ferenda unrechtmäßig sein sollte*, bildet freilich den Ausgangspunkt dieser Untersuchung.

Aktionäraktivismus (*shareholder activism*) zielt zwar grundsätzlich auf eine reine Verbesserung der Performance ab und erfolgt damit im Interessengleichlauf mit den übrigen Aktionären. Gefahren für Portfoliogesellschaft und Mitgesellschafter entstehen aber dann, wenn zwischen Aktivisten und übrigen Aktionären Interessenkonflikte bestehen. So stehen Hedgefonds zum einen im Verdacht, als kurzfristig orientierte Anleger den Interessen einer langfristigen Unternehmenserhaltung zuwiderzuhandeln. Zum anderen bauen Hedgefonds in manchen Fällen Positionen in anderen Unternehmen auf, deren Wert von Entscheidungen der beeinflussten Gesellschaft abhängt. In diesem Fall besteht das Risiko, dass Hedgefonds die Portfoliogesellschaft nicht im Interesse der Gesellschaft, sondern im Interesse der anderen Positionen und damit gegebenenfalls in schädlicher Weise beeinflussen.

Einflussmacht muss an Verantwortung gebunden sein.¹² Es ist zu diskutieren, ob das geltende Recht ausreichende Einflusssschranken vorsieht, inwieweit es einen angemessenen Ausgleich herstellt und ob die geltenden Regelungen den neuen Entwicklungen anzupassen sind. Ziel dieser Untersuchung ist es damit, zu klären, ob das geltende Recht die mit einer Einflussnahme von Hedgefonds hervorgerufenen Risiken ausreichend auffängt oder ob darüber hinaus Regulierungsbedarf besteht.

Daraus ergibt sich der folgende Aufbau unserer Überlegungen:

Zunächst sind Ausprägungen und wirtschaftliche Ursachen aktiven Verhaltens von Hedgefonds zu erforschen (Teil 1.). Die bei der Untersuchung dieser Wirkungszusammenhänge gewonnenen Erkenntnisse bilden sodann die Grundlage für die juristische Analyse des Hedgefonds-Aktivismus und die Formulierung entsprechender rechtlicher Kriterien. Dabei wird das herausgearbeitete Verhalten von Hedgefonds an den Vorgaben des geltenden Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts gemessen (Teil 2.). Zu ermitteln ist im Anschluss, ob die rechtlichen Schranken aktivistischer Hedgefondsstrategien vor den potentiellen Risiken einer Einflussnahme ausreichend schützen oder ob darüber hinaus Maßnahmen *de lege ferenda* erforderlich erscheinen (Teil 3.). Ei-

¹² Vgl. Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 337, 350; Wiedemann, Gesellschaftsrecht I, S. 431 f.; Timm, WM 1991, 481, 489; BGHZ 65, 15, 19

ne Zusammenfassung und eine wirtschaftspolitische Schlussbetrachtung beschließen die Untersuchung (Teil 4.).

Der Untersuchungsgegenstand ist dabei in zweifacher Hinsicht einzugrenzen: Da sich Hedgefonds nur an börsennotierten Unternehmen beteiligen, ist die Untersuchung zum einen auf die börsennotierte Aktiengesellschaft zu beschränken. Zum anderen geht es bei den folgenden Überlegungen primär um die Bewertung aktiven Aktionärverhaltens. Zwar beeinflussen Hedgefonds Gesellschaften auch als Gläubiger, indem sie günstig Forderungen gegen notleidende Unternehmen erwerben (*distressed debt*) und versuchen, deren Restrukturierung zu optimieren (*restructuring*). Regelmäßig wandeln die Fonds indes im Laufe dieses Prozesses ihre Fremdkapitalinstrumente in gewinnberechtigten Eigenkapitalanteile um (*debt equity swap*), um von einer erfolgreichen Sanierung wirtschaftlich profitieren zu können. Damit treten sie auch in *distressed debt*-Konstellationen schließlich als Verbandsmitglied gegenüber der Gesellschaft auf und beeinflussen sie wiederum aus dieser Position heraus. Dem Rechnung tragend werden in erster Linie die Auswirkungen aktiven Aktionärverhaltens untersucht. Hingegen wird die Einflussnahme von Hedgefonds als Gläubiger von Gesellschaften in entsprechender Kürze abgehandelt.