

## Die traditionelle Privatrechtsgesellschaft im offenen Staat: volatiles Kapital als Stärkung oder Bedrohung?

### I. Einführung

Die Finanzierungsstrukturen deutscher Unternehmen waren und sind einem tiefgreifenden Wandel ausgesetzt. Fremdkapitalfinanzierung durch Banken wird zunehmend durch Eigenkapitalfinanzierung auf öffentlichen Kapitalmärkten ersetzt. Als Eigenkapitalgeber treten neben Kleinaktionären, strategischen Investoren sowie „traditionellen“ institutionellen Investoren, wie z. B. Pensionsfonds, im Zuge der Globalisierung zunehmend neuartige Akteure auf: Private Equity Fonds, Hedge Fonds und Staatsfonds. In der nationalen (deutschen) öffentlichen Wahrnehmung und insbesondere auch in der rechtspolitischen Diskussion werden die Aktivitäten dieser neuen Investoren überwiegend kritisch bewertet. Über Private Equity Fonds heißt es, sie seien „Eigenkapitalräuber“ und müssten einer strengen Regulierung unterworfen werden.<sup>1</sup> Hedge Fonds, so meint die Bundesregierung, bergen Gefahren, denen mittels eines „Risikobegrenzungsgesetzes“ zu begegnen sei.<sup>2</sup> Gleiches gelte für Staatsfonds. Insoweit soll eine Novellierung des Außenwirtschaftsgesetzes/der Außenwirtschaftsverordnung erfolgen, um Investitionen, welche die „öffentliche Ordnung“ gefährden, kontrollieren zu können.<sup>3</sup>

Ziel dieses Beitrags ist es, die rechtspolitische Diskussion um die neuen Investoren zu versachlichen, insbesondere dadurch, dass sie auf eine solide empirische Grundlage gestellt wird. Auf dieser Grundlage ergeben sich folgende Einschätzungen bzw. Empfehlungen: Die Aktivitäten von Private Equity Fonds, Hedge Fonds und Staatsfonds sind grundsätzlich positiv zu bewerten und rechtspolitisch zu unterstützen. Risiken

---

\* Schriftliche und mit Nachweisen versehene Fassung eines Vortrages, den ich anlässlich der 50. Bitburger Gespräche am 10.1.2008 in Bitburg gehalten habe. Die Vortragsform wurde weitgehend beibehalten. Das Manuskript wurde am 1.7.2008 abgeschlossen.

<sup>1</sup> *Schneider* (2006) S. 577; *ders.*, FAZ v. 7.3.2007, S. 23.

<sup>2</sup> BT-Drucks. 16/7438 v. 7.12.2007, S. 1, 8. Der Bundesrat hat dem Gesetz inzwischen in seiner Sitzung v. 4.7.2008 zugestimmt, vgl. BR-Drucks. 449/08 v. 27.6.2008.

<sup>3</sup> Referentenentwurf eines Dreizehnten Gesetzes zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung (Herbst 2007). Im Herbst 2008 wird ein Regierungsentwurf erwartet. Im Unterschied zu dem Referentenentwurf soll sich die Kontrolle offenbar auf Investoren außerhalb Europas beschränken. Zudem soll die „Entscheidungszuständigkeit“ nicht beim BMWT, sondern bei der Bundesregierung insgesamt liegen (während die „Aufgreifzuständigkeit“ beim BMWT verbleibt), vgl. *Börsen-Zeitung* v. 21.6.2008, S. 1, 5.

bzw. Gefahren im Einzelfall kann mit den bestehenden Regelungen, die überwiegend auf eine *ex post*-Haftung setzen, angemessen begegnet werden. Eine *ex ante*-Kontrolle ist nur in beschränktem Umfang, und zwar vor allem im Hinblick auf den Erwerb von Rüstungsbetrieben durch Staatsfonds, angezeigt.

Nach einer thematischen und methodischen Eingrenzung (II.) widmet sich der Beitrag zunächst allgemeinen rechtspolitischen Fragen des „volatilen Kapitals“ (III.). In seinem Zentrum stehen sodann die Funktionen und Aktivitäten von Private Equity Fonds (IV.), Hedge Fonds (V.) und Staatsfonds (VI.) sowie deren rechtspolitische Bewertung. Der Beitrag schließt mit zusammenfassenden Thesen (VII.).

## II. Thematische und methodische Eingrenzung

Das mir gestellte Thema enthält drei Begriffe, die der näheren Erläuterung bedürfen: „traditionelle Privatrechtsgesellschaft“, „offener Staat“ sowie „volatiles Kapital“. Diese Erläuterung kann gleichzeitig dazu dienen, die Themenstellung inhaltlich zu präzisieren und methodische Eingrenzungen vorzunehmen.

Der Begriff der „traditionellen Privatrechtsgesellschaft“ entstammt dem Ordoliberalismus.<sup>4</sup> Er bezeichnet eine Gesellschaft, in der das Privatrecht überkommenermaßen einen hohen Stellenwert besitzt und die in diesem Sinne vom Privatrecht geprägt wird. Das gilt in besonderem Maße für grundlegende privatrechtliche Institutionen wie etwa Vertragsfreiheit, Privateigentum oder aber Ehe und Familie. Diese Institutionen sind nach ordoliberaler Vorstellung als solche schutzwürdig und -bedürftig, also gewissermaßen abstrakt-generell und unabhängig von ihrer sozialen Nützlichkeit im Einzelfall.

Als normative Grundlage zur Bewertung der Aktivitäten von Private Equity Fonds, Hedge Fonds und Staatsfonds wird der Ordoliberalismus der „traditionellen Privatrechtsgesellschaft“ im Folgenden jedenfalls nicht primär herangezogen. Als solche Grundlage besser geeignet ist der Maßstab der (wohlfahrts-)ökonomischen Effizienz.<sup>5</sup> Dafür sprechen vor allem zwei Gründe. Zum einen vermag der Ordoliberalismus der „traditionellen Privatrechtsgesellschaft“ keine überzeugende Antwort auf die Frage zu geben, *warum* wesentliche privatrechtliche Institutionen schutzwürdig und -bedürftig sind. Der Versuch, sie konsenstheoretisch zu rechtfertigen („konstitutionelle Ökonomik“<sup>6</sup>), kommt ohne wohlfahrtsökonomische Überlegungen nicht aus: Die Zustimmungsfähigkeit dieser Institutionen wird regelmäßig daraus abgeleitet, dass sie für alle vorteilhaft sind. Das vertragstheoretische bzw. konstitutionelle Argument kollabiert also in ein wohlfahrtsökonomisches. Zum anderen ist der Ordoliberalismus wenig tauglich für die normative Beurteilung juristischer Einzelfragen. Dass etwa die Ver-

<sup>4</sup> Vgl. vor allem Böhm (1966) sowie neuerdings Stürmer (2007), dessen Kritik „neoliberaler Marktideologie“ nicht unmaßgeblich vom Ordoliberalismus inspiriert ist.

<sup>5</sup> Zu den diversen ökonomischen Effizienzkriterien vgl. ausführlich Eidenmüller (2005) S. 47 ff.

<sup>6</sup> Vgl. etwa Vanberg (2000) S. 251, 252 ff.

tragsfreiheit ein wesentliches Element einer freiheitlichen Gesellschafts- und Rechtsordnung ist, steht außer Frage. Praktisch bedeutsam ist, unter welchen Voraussetzungen Vertragsfreiheit gewährt werden sollte, was ihre Funktionsbedingungen sind und wie sie im Konfliktfall mit anderen Prinzipien bzw. Grundsätzen abzuwägen ist. Zur Beurteilung solcher Einzelfragen liefert die Wohlfahrtsökonomik einen trennschärferen Bewertungsmaßstab. Diese erleichtert und plausibilisiert in diesem Sinne die konkretisierende Anwendung wesentlicher juristischer Bewertungsgrundlagen im Einzelfall.

Der zweite erläuterungsbedürftige Begriff ist derjenige des „offenen Staates“. Damit sollen Phänomene wie diejenigen der Denationalisierung sowie der Entgrenzung der Staatlichkeit zum Ausdruck gebracht werden (Globalisierung).<sup>7</sup> Nicht intendiert ist demgegenüber eine Anlehnung an den von *Karl Popper* geprägten Begriff der „offenen Gesellschaft“.<sup>8</sup> Die „offene Gesellschaft“ bildet den Gegenpol zu allen Formen totalitärer bzw. totalitärer Staatlichkeit. Man mag die Privatrechtsgesellschaft des Ordoliberalismus als Erscheinungsform oder sogar als Voraussetzung einer „offenen Gesellschaft“ charakterisieren. Mit dem „offenen Staat“ ist jedoch ein anderes Phänomen angesprochen.

Schließlich bedarf der Begriff des „volatilen Kapitals“ der Erläuterung. *Prima facie* ist damit flüchtiges bzw. bewegliches Geldkapital gemeint, und dieses wird auch im Zentrum der folgenden Überlegungen stehen. Dabei sollte allerdings nicht vergessen werden, dass nicht nur Geldkapital zunehmend beweglich ist, sondern dass dasselbe in immer stärkerem Maße auch für Menschen (Humankapital) gilt: Deren internationale Mobilität ist in den letzten Jahren enorm gestiegen,<sup>9</sup> und diese Entwicklung wird anhalten. Gleichzeitig bestehen zwischen Geld- und Humankapital wesentliche Wechselwirkungen: Ersteres dient der Finanzierung von Ausbildung und Studium ebenso wie derjenigen von innovativen Ideen und Unternehmen, die ihrerseits wiederum den Geldkapitalstock vergrößern (können).

„Das“ volatile Geldkapital gibt es (natürlich) nicht. Es sind vielmehr unterschiedliche Formen und Funktionen zu unterscheiden. Drei davon werden im Folgenden im Zentrum der Betrachtung stehen: Private Equity Fonds, Hedge Fonds und Staatsfonds. Für 2006 wird geschätzt, dass diese drei unterschiedlichen Fondstypen über Finanzmittel in der Größenordnung von etwa 5 Bio. US-\$ verfügten.<sup>10</sup> Das ist eine gewaltige Summe und doch nur ein kleiner Teil der für dasselbe Jahr geschätzten weltweiten Finanzmittel von etwa 167 Bio. US-\$.<sup>11</sup>

### III. Volatiles Kapital und Rechtspolitik

Geldkapital besitzt eine erhebliche Bedeutung für die Gründungs-, Wachstums-, Restrukturierungs- und Krisenfinanzierung von Unternehmen. Zur Investitionsfinan-

<sup>7</sup> Vgl. *Wahl* (2003).

<sup>8</sup> *Popper* (1980) S. 228 ff., S. 233.

<sup>9</sup> Vgl. *OECD*, International Migration Data 2007, <http://stats.oecd.org/wbos/default.aspx?datasetcode=MIG>.

<sup>10</sup> *Farrell/Lund/Gerleemann/Seeburger* (2007) S. 10 f.; *Deutsche Bank Research* (2007) S. 4.

<sup>11</sup> *Farrell/Lund/Gerleemann/Seeburger* (2007) S. 10 f.; *Deutsche Bank Research* (2007) S. 4.

zierung ist insbesondere Risikokapital (Eigenkapital) erforderlich. In Deutschland überwiegt allerdings nach wie vor die Bankfinanzierung (Fremdfinanzierung) von Unternehmen. Aufgrund der Dominanz des umlagefinanzierten Rentensystems besitzen Pensionsfonds nicht annähernd die Stärke wie etwa in den USA. Dies trägt zu der hinlänglich bekannten Schwäche der heimischen (deutschen) öffentlichen Eigenkapitalmärkte bei: Die Gesamtmarktkapitalisierung der öffentlich notierten Aktiengesellschaften in Prozent des Bruttosozialproduktes betrug im Jahre 2005 in Deutschland 44 im Vergleich zu 80 in Frankreich, 137 in den USA sowie 139 im Vereinigten Königreich.<sup>12</sup> Zwar gibt es auch in Deutschland einige sehr große, nicht börsennotierte, aber doch überwiegend eigenkapitalfinanzierte Unternehmen. Gleichwohl ist die Schwäche unserer öffentlichen Eigenkapitalmärkte ein Indiz dafür, dass wir nicht genügend Risikokapital „produzieren“ und dieses importieren müssen.

Aus dieser Warte ist volatiles (Eigen-)Kapital, das von (ausländischen) institutionellen Investoren wie Private Equity Fonds, Hedge Fonds sowie Staatsfonds zur Verfügung gestellt wird, im Inland grundsätzlich sehr erwünscht. Jedenfalls sollten etwaige Risiken – ebenso wie Chancen – auf der Basis von systematischen, empirischen Effekten, nicht aber im Lichte von Einzelfällen, ermittelt werden. Rationale Rechtspolitik zielt auf sinnvolle abstrakt-generelle Regelungen, und für diese kommt es auf allgemeine Phänomene bzw. Wirkungen, nicht aber auf etwaige Probleme bzw. Gefahren im einzelnen Fall an. Das Wirken von Private Equity Fonds, Hedge Fonds und Staatsfonds wird deshalb im Folgenden primär im Lichte systematischer empirischer Analysen bewertet. Ein Schwerpunkt liegt dabei auf den unternehmensbezogenen Effekten, weniger auf solchen für die Volkswirtschaft bzw. die Finanzmärkte. Bei der derzeitigen rechtspolitischen Diskussion und insbesondere den aktuellen (erwogenen) rechtspolitischen Maßnahmen stehen die unternehmensbezogenen Effekte im Vordergrund.

Eine letzte allgemeine Vorbemerkung zum Verhältnis von volatilem Kapital und Rechtspolitik betrifft das vorrangig einzusetzende Instrument der Risikokontrolle. Risikokontrolle lässt sich durch *ex ante*-Regulierung (Verbote, „Zulassungsprüfung“ etc.) oder durch *ex post*-Haftung erreichen. *Ex ante*-Regulierung ist tendenziell innovationshemmend: Sie filtert nicht nur schädliche Aktivitäten, sondern auch potentiell sozial (sehr) nützliche heraus. Je schwieriger die Unterscheidung im Einzelfall ist und je niedriger das Risiko, wenn sich eine bestimmte Aktivität *ex post* als sozialschädlich erweist, desto mehr spricht gegen eine *ex ante*-Regulierung. Als normative Leitlinie sollte deshalb gelten, dass eine Risikokontrolle durch *ex post*-Haftung erfolgt, wenn es nicht darum geht, offensichtliche und gravierende Risiken zu unterbinden.

#### IV. Private Equity Fonds

Private Equity Fonds engagieren sich im Bereich der Gründungs-, Wachstums- und Restrukturierungsfinanzierung von Unternehmen. Im Folgenden soll Letztere im Vordergrund stehen, und zwar in der Form der rechtspolitisch besonders kontrovers

<sup>12</sup> Quelle: Weltbank, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).

diskutierten so genannten „Buyouts“. Dabei handelt es sich um hochgradig fremdfinanzierte Unternehmenskäufe, bei denen der Kaufpreis für die Anteile wirtschaftlich letztlich aus dem Vermögen des übernommenen Unternehmens bezahlt wird. Eine typische Gestaltung sieht so aus, dass eine eigens gegründete Zweckgesellschaft mit überwiegend Fremdkapital die Anteile der Zielgesellschaft von deren Altgesellschaftern erwirbt. Die Kredite werden durch die Zielgesellschaft besichert. Anschließend wird diese auf die Zweckgesellschaft verschmolzen. Buyout Fonds haben im Jahre 2006 weltweit ein Volumen von etwa 700 Mrd. US-\$ an verwalteten Mitteln erreicht.<sup>13</sup> Die Kreditkrise ab August 2007 hat für einen erheblichen Abschwung im Buyout-Geschäft gesorgt, nachdem sich im ersten Halbjahr 2007 noch ein weiteres Wachstum angedeutet hatte.

## 1. Effekte von Buyouts

Die vorliegenden empirischen Daten zeigen, dass die bisherigen Unternehmensfinanciers von einem Buyout insgesamt sehr stark profitieren. Die Altaktionäre können eine Prämie von etwa 40 bis 50 % auf den Marktwert ihrer Anteile erwarten.<sup>14</sup> Gleichzeitig erleiden die Altgläubiger allenfalls minimale Verluste.<sup>15</sup> Auch die Beschäftigungsentwicklung ist positiv: Buyout-Unternehmen weisen ein stärkeres Beschäftigungswachstum als sonstige EU-Unternehmen auf.<sup>16</sup> Zu Lohneinbußen kommt es nicht.<sup>17</sup> Diese Daten deuten insgesamt darauf hin, dass Buyouts reale Wertsteigerungen (Effizienzverbesserungen) bringen: Die Gewinne für die bisherigen Unternehmensfinanciers lassen sich nicht bzw. allenfalls zu einem kleinen Teil mit Umverteilungseffekten zulasten der bisherigen Gläubiger/Arbeitnehmer erklären.

Die Wertsteigerungen, die mit Buyouts verbunden sind, dürften vor allem zwei Ursachen haben. Zum einen wird offenbar regelmäßig eine erhebliche Verbesserung der operativen Leistungsfähigkeit der betroffenen Unternehmen erreicht. Dies zeigt sich daran, dass Buyout-Unternehmen im Industrievergleich eine überdurchschnittliche Entwicklung von wesentlichen Unternehmenskennzahlen wie Gewinn und Verlust, *cash flow* und Produktivität aufweisen.<sup>18</sup> Gleichzeitig gibt es keine Hinweise, dass die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen der Unternehmen systematisch zurückgingen.<sup>19</sup> Buyouts sind also offenbar kein „Spiel“ auf Kosten der langfristigen

---

<sup>13</sup> Farrell/Lund/Gerlemann/Seeburger (2007) S. 21, 25, 127 ff.

<sup>14</sup> Vgl. Palepu (1990) S. 248; Renneboog/Simons (2005) S. 18; Wright/Renneboog/Simons/Scholes (2006) S. 45 ff.; Cumming/Siegel/Wright (2007) S. 440 ff. Die Ankündigung der Akquisition eines Aktienpaketes an einem in Deutschland börsennotierten Unternehmen durch einen Private Equity Investor führt zu einem Preissprung von 5,66 %, vgl. Achleitner/Andres/Betzer/Weir (2008) S. 14 ff.

<sup>15</sup> Vgl. Palepu (1990) S. 254 f.; Renneboog/Simons (2005) S. 11 f., 20.

<sup>16</sup> Vgl. European Commission (2006) S. 14; Kaserer et al. (2007) S. 167 ff., 175. Achleitner/Andres/Betzer/Weir (2008) S. 23 ff. finden jedenfalls keine statistisch signifikanten negativen Beschäftigungseffekte.

<sup>17</sup> Achleitner/Andres/Betzer/Weir (2008) S. 25.

<sup>18</sup> Vgl. Palepu (1990) S. 249 ff.; Berg/Gottschalg (2005) S. 16 ff., 31 ff.; Renneboog/Simons (2005) S. 22 ff.; Cumming/Siegel/Wright (2007) S. 444 f.

<sup>19</sup> Vgl. Berg/Gottschalg (2005) S. 18; Cumming/Siegel/Wright (2007) S. 447.

Unternehmenszukunft.<sup>20</sup> Zum anderen dürften die Wertsteigerungen bei Buyouts eine Folge der verbesserten Anreizstruktur sein, die diese Transaktionsform aufweist. Die Geschäftsleitung wird durch den hohen Schuldenstand „diszipliniert“, kann also nicht (mehr) in unsinnige Projekte investieren.<sup>21</sup> Gleichzeitig sorgt eine nicht unerhebliche Eigenkapitalbeteiligung des Managements dafür, dass dieses geschäftliche Rückschläge in der eigenen Tasche spürt.

## 2. Risiken für Unternehmen

Dass Buyouts regelmäßig Wertsteigerungen für die betroffenen Unternehmen bewirken, bedeutet nicht, dass sie im Einzelfall nicht auch mit Risiken verbunden sind bzw. sein können. Zwar trifft der bereits zitierte Vorwurf des „Eigenkapitalraubes“ bzw. des – mit den Worten eines englischen Gewerkschaftsführers – „leveraged legal lootings“<sup>22</sup> im Allgemeinen nicht zu. Indes erhöht die extreme Verschuldung von Buyout-Unternehmen natürlich die Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit auch die erwarteten Insolvenzkosten und im Einzelfall mag eine übermäßige Verschuldung auch kausal einen Zusammenbruch des übernommenen Unternehmens bewirken. In diesem Sinne besteht ein Risiko einer exzessiven, übermäßigen Verschuldung von Buyout-Unternehmen mit Insolvenzfolge im Einzelfall.<sup>23</sup> Dieses Risiko ist allerdings mit den geltenden gesellschafts- und vor allem insolvenzrechtlichen Haftungsregeln bekämpf- und kontrollierbar. So kann der existenzvernichtende Entzug wesentlicher Bestandteile des Unternehmensvermögens nach der Rechtsprechung des II. Zivilsenates des BGH zu einer persönlichen Gesellschafterhaftung gemäß § 826 BGB führen.<sup>24</sup> Vor allem aber steht mit dem insolvenzrechtlichen Instrument der Vorsatzanfechtung (§ 133 InsO) ein Mittel zur Verfügung, um missbräuchliche Kapitalisierungen bzw. Besicherungen von Buyouts im Einzelfall auszusteuern.<sup>25</sup> Die Wirksamkeit des zuletzt genannten Instruments setzt allerdings voraus, dass im Insolvenzfall tatsächlich ein Insolvenzverfahren in Deutschland eröffnet wird. Dies ist aufgrund gewisser Möglichkeiten zum *forum shopping* ins Ausland und der vergleichsweise geringen Attraktivität Deutschlands als Restrukturierungsstandort keineswegs sicher. Gesetzgeberischer Handlungsbedarf besteht daher nicht im Hinblick auf neuartige Instrumente zur Bekämpfung von Risiken für Buyout-Unternehmen. Er besteht jedoch im Hinblick auf die Erhöhung der Qualität und die Verbesserung der Attraktivität des deutschen Restrukturierungsrechts.<sup>26</sup>

<sup>20</sup> Auch die Haltezeiten der Fonds bei Buyouts sind länger als vielfach angenommen. Sie liegen im Schnitt bei vier bis fünf Jahren und „übertreffen“ damit diejenigen durchschnittlicher Investoren von Aktiengesellschaften, vgl. *Gottschalg* (2007) S. 20 ff.

<sup>21</sup> *Jensen* (1986) S. 323 ff.; *Eidenmüller* (2007a) S. 658.

<sup>22</sup> *Jennings*, UNI Global Union Challenges Private Equity at World Economic Forum, <http://www.union-network.org/uniflashes.nsf/40d8481f779124d4c12568db00372009/f8b280d736e74db3c125727a00524bd3?OpenDocument>.

<sup>23</sup> Vgl. *Eidenmüller* (2007a) S. 656 ff., 659 ff.

<sup>24</sup> Vgl. vor allem BGH, Urt. v. 16.7.2007, ZIP 2007, 1552.

<sup>25</sup> Vgl. *Eidenmüller* (2007a) S. 669 ff., 673 ff.

<sup>26</sup> Vgl. dazu *Eidenmüller* (2007b) S. 1731 ff.

### 3. Risiken für die Finanzmärkte/Investoren

Für die Finanzmärkte bringen Buyouts durch Private Equity Fonds keine Risiken mit sich. Dazu sind die insgesamt bewegten Volumina relativ zu dem weltweiten Gesamtvolumen an Finanzmitteln zu klein. Wohl aber sind potentielle Risiken für Investoren zu konstatieren. Eine neuere Studie hat gezeigt, dass die Nettoerrenditen für Investoren unter denjenigen von Indexfonds liegen.<sup>27</sup> Ursächlich dafür sind die sehr hohen, erfolgsunabhängigen Gebühren (*management fees*), die von Private Equity Fonds erhoben werden. Typischerweise betragen diese 2 % des dem Fonds versprochenen Kapitals (*committed capital*). Da über die Gesamtlaufzeit eines Fonds regelmäßig durchschnittlich nur immer ca. 50 % dieses Kapitals abgerufen und investiert sind, fallen Gebühren von etwa 4 % des versprochenen Kapitals an. Indes ist ein Regulierungsbedarf auch insoweit kaum zu erkennen. In Private Equity Fonds investieren institutionelle Kapitalgeber wie etwa Pensionsfonds sowie vermögende Privatleute. Bei diesem Investorentyp kann man davon ausgehen, dass die Beteiligten „wissen, was sie tun“. Sie haben, insbesondere aufgrund der investierten Summen, einen genügenden Kontrollanreiz, um auf eine ausgewogene Vertragsgestaltung – einschließlich der Gebühren – hinzuwirken.

## V. Hedge Fonds

Das im Jahre 2006 in Hedge Fonds weltweit insgesamt investierte Vermögen betrug ca. 1,5 Bio. US-\$.<sup>28</sup> Entsprechend dem Wortsinn des Begriffes *hedging* geht es bei Hedge Fonds (auch) um die Absicherung gegen Kursrisiken. Diese erfolgt durch spekulative Gegengeschäfte. Typischerweise übernimmt ein Hedge Fonds beispielsweise durch Kaufoptionen auf Einzeltitel oder ähnliche Transaktionen das spezifische Risiko bzgl. des betreffenden Einzeltitels und gleichzeitig das Marktrisiko einer negativen Entwicklung. Gegen dieses Marktrisiko sichert sich der Fonds etwa durch Leerverkäufe von Indizes. Ziel dieser Aktivität ist es, abnormale Renditen im Hinblick auf Einzeltitel zu entdecken und zu heben.<sup>29</sup> Manche Hedge Fonds – keineswegs alle – versuchen nicht nur, unterbewertete (oder überbewertete) Titel zu identifizieren und so finanzielle Gewinne zu erzielen. Sie nehmen vielmehr auch aktiv Einfluss auf die Unternehmenspolitik und streben insoweit danach – ähnlich wie Private Equity Fonds –, *reale* Wertsteigerungen in den betroffenen Unternehmen zu schaffen.

---

<sup>27</sup> Vgl. *Phalippou/Gottschalg* (2007) S. 17 ff., 30.

<sup>28</sup> *Farrell/Lund/Gerlemann/Seeburger* (2007) S. 14, 24, 95 ff.; *International Financial Services*, Hedge Funds, April 2007, S. 1; *Deutsche Bank Research* (2007) S. 8.

<sup>29</sup> Zu den diversen Investitionsstrategien von Hedge Fonds vgl. *International Financial Services*, Hedge Funds, April 2007, S. 4 ff. (*market neutral, event-driven, directional, multi-strategy*).

## 1. Effekte von Hedge Fonds

Indem Hedge Fonds Marktineffizienzen (über- oder unterbewertete Einzeltitel) zu ihren Gunsten auszunutzen versuchen, leisten sie gleichzeitig einen Beitrag zur Verbesserung der Effizienz der Kapitalmärkte sowie zu deren Liquidität. Dies hat geholfen, die Auswirkungen der Kreditkrise ab Sommer 2007 zu lindern.<sup>30</sup> Im Hinblick auf den erwähnten Hedge Fonds-Aktivismus sind erhebliche Kursgewinne für die Aktionäre festzustellen.<sup>31</sup> Diese Kursgewinne sind offensichtlich nicht auf Umverteilungseffekte zu Lasten anderer *stakeholder* zurückzuführen. Beeinflusste Unternehmen weisen auch dauerhaft relativ zu Vergleichsfirmen eine verbesserte Eigen- und Gesamtkapitalrendite<sup>32</sup> sowie niedrigere Agenturkosten auf.<sup>33</sup> Der vergleichsweise kurzfristige Anlagehorizont vieler Hedge Fonds<sup>34</sup> impliziert also nicht, dass auch die Kapitalmärkte „kurzsichtig“ wären. Dafür gibt es empirisch jedenfalls keine eindeutige Evidenz.<sup>35</sup>

Diese Fakten und Zusammenhänge werden durch das Risikobegrenzungsgesetz grundsätzlich verkannt. Die Begründung des Gesetzes wird von einem diffusen Misstrauen gegenüber Aktionärsaktivismus geprägt. Es wird auf Gefahren bzw. Risiken verwiesen, die mit diesem Aktivismus verbunden seien, ohne dass diese Gefahren bzw. Risiken spezifiziert würden.<sup>36</sup> Empirische Belege für die angebliche Schädlichkeit bzw. Gefährlichkeit des Hedge Fonds-Aktivismus werden nicht beigebracht, die vorhandenen empirischen Belege, aus denen sich das Gegenteil ableiten lässt, nicht zur Kenntnis genommen.

## 2. Risiken für Unternehmen

Dass Hedge Fonds-Aktivismus grundsätzlich positiv zu bewerten ist, bedeutet nicht, dass es im Einzelfall keine Risiken für die betroffenen Unternehmen gibt bzw. geben kann. Solche Risiken können vor allem die Konsequenz von Interessenkonflikten sein, in die sich ein Hedge Fonds mit bestimmten Investitionsstrategien möglicherweise hineinmanövriert. Beispielhaft sei an dieser Stelle etwa auf das bekannte Phänomen des sogenannten *empty voting* verwiesen.<sup>37</sup> Man denke etwa an den Fall, dass ein Hedge Fonds an dem Unternehmen A beteiligt ist, das eine Übernahme des Unternehmens B, an dem er ebenfalls beteiligt ist, plant. Der Fonds habe sich gegen

<sup>30</sup> Vgl. *Sachverständigenrat* (2007) S. 132.

<sup>31</sup> Vgl. *Brav/Jiang/Thomas/Partnoy* (2006) S. 26 ff.; *Becht/Franks/Mayer/Rossi* (2006) S. 16 ff., 24 f.; *Klein/Zur* (2006) S. 24 ff.

<sup>32</sup> Vgl. *Brav/Jiang/Thomas/Partnoy* (2006) S. 34 ff.

<sup>33</sup> Vgl. *Klein/Zur* (2006) S. 33 f.

<sup>34</sup> Die meisten aktivistischen Hedge Fonds engagieren sich allerdings für mehrere Monate oder sogar Jahre, vgl. *Bratton* (2007) S. 36 ff.

<sup>35</sup> Vgl. die umfassenden Nachweise diverser Studien bei *Engert* (2008) Kap. 6 C. IV. (S. 248 ff.).

<sup>36</sup> BT-Drucks. 16/7438 v. 7.12.2007, S. 1, 8.

<sup>37</sup> Vgl. insoweit etwa *Kahan/Rock* (2007) S. 1075 ff.; *Hu/Black* (2007) S. 348 ff.; *Briggs* (2007) S. 701 ff.

Kursverluste bei A durch Gegengeschäfte gesichert. Mit seinen Anteilen an A stimmt er deshalb möglicherweise auch dann für eine Übernahme von B, wenn dies den Wert der A-Anteile stärker senkt, als es den Wert der B-Anteile erhöht.

Um solche oder ähnliche Fälle von Interessenkonflikten in den Griff zu bekommen, sind zwingende gesetzliche Regeln erforderlich. Selbstregulierungsmechanismen wie die eines Hedge Fonds-Dachverbandes in England<sup>38</sup> oder Börsenregeln wie die der *Dubai Financial Services Authority*<sup>39</sup> reichen nicht aus. Das geltende deutsche Zivil- bzw. Kapitalgesellschaftsrecht bietet mit dem Schädigungsverbot des § 117 Abs. 1 AktG, der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht sowie einer möglichen Haftung aus § 826 BGB aber auch genügend Instrumente, um im Einzelfall missbräuchliche, unternehmensschädigende Verhaltensweisen von Hedge Fonds zu bekämpfen.<sup>40</sup> Eine Verschärfung kapitalmarktrechtlicher *ex ante*-Meldepflichten ist insoweit nicht erforderlich. Sie wäre auch schwierig zu normieren. Beschränkte man sich etwa auf bestimmte Fälle von Interessenkonflikten (beispielsweise solcher aufgrund von Leerverkäufen), so würden nicht alle Fälle erfasst. Andererseits wäre aber auch eine Meldepflicht generell für Interessenkonflikte aufgrund der damit verbundenen Rechtsunsicherheit nicht sinnvoll.

Das Risikobegrenzungsgesetz verfolgt demgegenüber einen gänzlich anderen, wesentlich restriktiveren Regulierungsansatz. Wie bereits erwähnt, wird der Gesetzentwurf von einem diffusen Misstrauen gegen Aktionärsaktivismus geprägt. Dieses Misstrauen kommt in einer Vielzahl neuer Regeln zum Ausdruck, welche die Transparenz von Hedge Fonds (Mittelherkunft, verfolgte Ziele) erhöhen sollen.<sup>41</sup> Dazu treten Regeln, die es Hedge Fonds erschweren sollen, auch mit geringen Beteiligungen Einfluss auf die Unternehmenspolitik zu nehmen. Zu nennen ist an dieser Stelle insbesondere die Neufassung der Vorschriften zum *acting in concert*.<sup>42</sup> Diese und andere neue Vorschriften erzeugen ein großes Maß an Rechtsunsicherheit.<sup>43</sup> Zusammengenommen werden frühere Transparenz und erhöhte Rechtsunsicherheit Aktionärsaktivismus verteuern, die Verwaltungen von potentiellen Zielunternehmen stärken und damit nach den Gesetzen von Angebot und Nachfrage auch wertschöpfende Transaktionen erschweren bzw. in Einzelfällen sogar verhindern.<sup>44</sup> In diesem regulatorischen Ansatz des Risikobegrenzungsgesetzes liegt eine rechtspolitische Inkonsistenz erster Klasse: Das Gesetz wird diejenigen stärken, die in letzter Zeit vielfach – und teilweise zu Recht – in das Zentrum der rechtspolitischen Kritik geraten sind: die Vorstände börsennotierter Unternehmen.<sup>45</sup> Hedge Fonds-Aktivismus leistet einen Beitrag zur Verringerung von Agenturkosten und sollte deshalb zumindest aus dieser Warte gefördert

---

<sup>38</sup> *The Alternative Investment Management Association Limited (AIMA)*, Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers, 2007.

<sup>39</sup> *Dubai Financial Services Authority (DFS)*, Hedge Fund Code of Practice (2008).

<sup>40</sup> Vgl. Eidenmüller (2007c) S. 2120.

<sup>41</sup> § 27 Abs. 2 WpHG-neu; § 67 AktG-neu; § 106 Abs. 3 Nr. 9a BetrVG-neu; § 109a BetrVG-neu.

<sup>42</sup> § 22 Abs. 2 WpHG-neu, § 30 Abs. 2 WpÜG-neu.

<sup>43</sup> Vgl. Eidenmüller (2007c) S. 2119 f.

<sup>44</sup> Vgl. Eidenmüller (2007c) S. 2119 f.

<sup>45</sup> Eine ähnliche Kritik formuliert der *Sachverständigenrat* (2007) S. 427 f.

und nicht behindert werden. Dass das Risikobegrenzungsgesetz die tatsächlichen Risiken, die mit Hedge Fonds-Aktivismus im Einzelfall für die betroffenen Zielunternehmen verbunden sein können, nicht erkennt (und demzufolge auch nicht adressiert), vervollständigt das Bild eines verfehlten Gesetzes.

### 3. Risiken für Finanzmärkte

Nur am Rande erwähnt seien schließlich die Risiken für die Finanzmarktstabilität, welche mit den Aktivitäten von Hedge Fonds verbunden sein können.<sup>46</sup> Zu denken ist hier vor allem an großvolumige, simultane Zahlungsverpflichtungen mehrerer Fonds, die durch die im Markt vorhandene Liquidität nicht (mehr) aufgefangen werden können. Belastbare empirische Evidenz für die Signifikanz eines entsprechenden Risikos gibt es jedoch offenbar nicht.<sup>47</sup> In jedem Fall müssten etwaige Regulierungsstrategien insoweit europaweit bzw. international ansetzen – ein legislatorischer Alleingang eines einzelnen Staates wäre sicher wirkungslos und nicht sinnvoll.

## VI. Staatsfonds

Im Jahre 2006 waren weltweit ca. 3 Bio. US-\$ in Staatsfonds investiert.<sup>48</sup> Die Gelder stammen zum einen vor allem aus Zentralbankreserven, zum anderen aus Petrodollars. Staatsfonds wachsen rasant, und sie besitzen bereits heute einen beträchtlichen Einfluss auf die Finanzmärkte. So befanden sich 2006 bereits etwa 37 % der *US Treasury Securities* in der Hand von ausländischen offiziellen Institutionen.<sup>49</sup>

### 1. Wirken von Staatsfonds

Anders als bei Private Equity Fonds und Hedge Fonds gibt es – soweit ersichtlich – bisher keine systematischen empirischen Erkenntnisse über das Wirken von Staatsfonds. Historisch haben sie vor allem großvolumige,<sup>50</sup> langfristige, konservative, passive und renditeorientierte Anlagen getätigt. Auf solche Investitionen ist Deutschland in besonderem Maße angewiesen: Hinter den USA, Kanada, dem Vereinigten Königreich, Frankreich und Belgien-Luxemburg stehen wir an sechster Stelle der OECD-Länder bzgl. des Empfanges von Direktinvestitionen und ebenfalls an sechster Stelle

<sup>46</sup> *Sachverständigenrat* (2007) S. 137 ff.

<sup>47</sup> Vgl. *Sachverständigenrat* (2007) S. 131 f.

<sup>48</sup> *Deutsche Bank Research* (2007) S. 8.

<sup>49</sup> *Farrell/Lund/Gerlemann/Seeburger* (2007) S. 84.

<sup>50</sup> Nach einer neuen Studie der Unternehmensberatungsgesellschaft Monitor wurden in etwa der Hälfte von 420 öffentlich bekannten Staatsfonds-Transaktionen seit dem Jahre 2000 (Gesamtvolumen dieser Transaktionen: ca. US-\$ 114 Mrd.) durch die Fonds *Mehrheitsbeteiligungen* erworben, *The Wall Street Journal* v. 6.–8.6.2008, *Money & Investing*, S. 15.

der „Geberstaaten“.<sup>51</sup> Deutschland benötigt also nicht nur ausländisches Kapital, es ist auch auf offene ausländische (Kapital-)Märkte angewiesen.

Die positiven Effekte des Wirkens von Staatsfonds haben sich in letzter Zeit gerade im Zusammenhang mit der Kredit- und Bankenkrise gezeigt. Die Schief lagen oder zumindest die erheblichen (Kapital-)Verluste einer Vielzahl von Geschäftsbanken haben Fonds dazu genutzt, maßgebliche Beteiligungen an diesen Banken zu erwerben.<sup>52</sup> Eine stabilisierende Wirkung für das internationale Finanzsystem wird man dem kaum absprechen können.

Anders als etwa Private Equity Fonds und Hedge Fonds haben Staatsfonds keine periodischen Auszahlungsverpflichtungen gegenüber ihren Investoren. Sie können sich deshalb nicht nur langfristige, sondern auch vergleichsweise risikoreichere Engagements leisten. Berücksichtigt man, dass die in Staatsfonds gesammelten Kapitalvolumina weiter stark ansteigen (werden), so kann man für die Zukunft einen Trend zu – im Vergleich mit der Investitionshistorie – noch riskanteren Anlagen prognostizieren. Das erwähnte Engagement im krisengeschüttelten Bankenbereich lässt sich als ein Indiz für diesen Trend interpretieren.

## 2. Risiken von Staatsfonds und derzeitiges Regulierungsregime

Trotz der beschriebenen positiven Effekte des Wirkens von Staatsfonds stehen diese nicht in bestem Ruf. Befürchtet wird, dass ihre Investitionstätigkeit die nationale Sicherheit gefährden könnte, insbesondere dann, wenn sie in militärisch sensitiven Bereichen, wie z. B. der Rüstungsindustrie, erfolgt. Befürchtet werden aber auch politische Motive dieser Investitionstätigkeit jenseits von Sicherheitsfragen sowie politische Abhängigkeiten, die sich aus (beherrschenden) Kapitalbeteiligungen ergeben können. Man denke etwa an den Bereich der öffentlichen Infrastruktur im weiteren Sinne und hier insbesondere an die Energieversorgung. Schließlich steht der Vorwurf der Technologieausbeutung im Raum, also die Annahme, dass Staatsfonds durch Beteiligung an Industrieunternehmen Einblick in und Zugriff auf Schlüsseltechnologien zu gewinnen versuchen.

Das bisherige Regulierungsregime Deutschlands im Hinblick auf ausländische Direktinvestitionen kann als vergleichsweise liberal charakterisiert werden. Beschränkungsmöglichkeiten gibt es gemäß § 7 AWG hinsichtlich des Erwerbs gebietsansässiger Unternehmen, die Kriegswaffen, andere Rüstungsgüter oder Kryptosysteme herstellen. Kontrolliert wird also nur der Erwerb von Unternehmen im oder mit Bezug zum militärischen Sektor. Die Kontrollmöglichkeiten in anderen Staaten gehen teilweise deutlich darüber hinaus.<sup>53</sup>

<sup>51</sup> OECD in Figures, 2007 Edition, erhältlich über [www.oecd.org/infigures](http://www.oecd.org/infigures).

<sup>52</sup> Vgl. etwa FAZ v. 11.1.2008, S. 15, FAZ v. 19.1.2008, S. 9, FAZ v. 2.2.2008, S. 13 und jüngst zur Beteiligung der Qatar Investment Authority, der China Development Bank und von Temasek bei Barclays, FAZ v. 17.6.2008, S. 14, FAZ v. 26.6.2008, S. 15.

<sup>53</sup> Überblicke etwa bei United States Government Accountability Office (2008); *Tietje/Kluttig* (2008).

Das gilt zunächst für die USA. Eine Kontrollmöglichkeit wurde hier 1988 durch das sogenannte *Exon-Florio-Amendment*<sup>54</sup> im *Defense Production Act*<sup>55</sup> eingeführt. Maßgebliches Kriterium ist danach eine Gefährdung der nationalen Sicherheit. Novellierungen dieser Vorschrift haben 1992 (sogenanntes *Byrd-Amendment*<sup>56</sup>) und 2007 durch den *Foreign Investment and National Security Act*<sup>57</sup> das Prüfungsmandat des *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS) formalisiert, das Verfahren (weiter) ausgestaltet und vor allem die Eingriffsmöglichkeiten ausgeweitet: Ob eine Gefährdung der nationalen Sicherheit vorliegt, ist nunmehr unter Berücksichtigung eines deutlich erweiterten – nicht abschließenden – Katalogs von Gesichtspunkten zu bestimmen, der unter anderem auch kritische Infrastruktureinrichtungen, Energie- und andere kritische Ressourcen sowie ausländische regierungskontrollierte Erwerber umfasst.<sup>58</sup> In Frankreich bestehen Eingriffs- und Kontrollmöglichkeiten bei Investitionen im Bereich der Rüstungsindustrie, der Informationstechnologie, aber auch im Hinblick auf Spielcasinos.<sup>59</sup> Auch im Vereinigten Königreich können ausländische Direktinvestitionen durch die Regierung bei der Gefährdung nationaler Interessen beschränkt werden.<sup>60</sup> In der Praxis wird von dieser Ermächtigung jedoch offenbar nahezu kein Gebrauch gemacht.

### 3. Zukünftiges deutsches Regulierungsregime

Trotz des Fehlens einer (klaren) Indikation für die Notwendigkeit einer Verschärfung der gesetzlichen Regelungen zum Schutz vor ausländischen Staatsfonds plant die Bundesregierung eine solche Verschärfung, möglicherweise unter dem Eindruck der Novellierung in den USA. Durch eine Neuregelung der einschlägigen Vorschriften des AWG sowie der AWVO soll ein umfassendes Prüf- und Protektionsrecht zum Schutz heimischer Unternehmen geschaffen werden. Das Verfahren ist zweistufig ausgestaltet. Danach besitzt das BMWT beim Erwerb von mindestens 25 % eines gebietsansässigen Unternehmens durch einen Gebietsfremden (mindestens 25 % „Fremdbeteiligung“)<sup>61</sup> ein dreimonatiges Prüfungsrecht im Hinblick auf mögliche Beeinträchtigungen der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit.<sup>62</sup> Während dieses Zeitraumes ist der Erwerb schwebend unwirksam. Das BMWT besitzt das Recht, die vollständigen Er-

<sup>54</sup> PL 100-418 (HR 4848), Title V, § 5021, 102 Stat. 1425 (Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988).

<sup>55</sup> 50 App. U.S.C.A. § 2170.

<sup>56</sup> PL 102-484 (HR 5006), Div. A, Title VIII, § 837(a) to (c), (e), 106 Stat. 2463 to 2465 (National Defense Authorization Act for Fiscal Year 1993).

<sup>57</sup> PL 110-49 (HR 556), §§ 2 to 7(b), 8 to 10, 121 Stat. 246, 259.

<sup>58</sup> 50 App. U.S.C.A. § 2170(f).

<sup>59</sup> Art. L151-2 ss. und Art. R153-1 ss. Code monétaire et financier.

<sup>60</sup> S. 11 et seq. Industry Act 1975. Daneben sieht S. 42 Enterprise Act 2002 eine Interventionsmöglichkeit des *Secretary of State* im Kartellverfahren aus „public interest considerations“ vor.

<sup>61</sup> Anders als der Referentenentwurf wird sich der für den Herbst erwartete Regierungsentwurf möglicherweise auf Nicht-EU-Erwerber beschränken, vgl. Börsen-Zeitung v. 21.6.2008, S. 5.

<sup>62</sup> § 7 Abs. 1 Nr. 4, Abs. 2 Nr. 6 AWG-RefE, § 31 Abs. 3 AWG-RefE, § 53 AWW-RefE. Für die Gebietsansässigkeit kommt es nach § 4 Abs. 1 Nr. 5 AWG alternativ auf den Satzungssitz oder den Ort der Leitung im Inland an.

werbsunterlagen anzufordern. Nach deren Eingang beginnt die zweite Phase. Binnen eines Monats hat das BMWT<sup>63</sup> die Möglichkeit, Anordnungen zu treffen, soweit diese erforderlich sind, „um die öffentliche Ordnung oder Sicherheit der BRD zu gewährleisten“.<sup>64</sup> Von dieser Ermächtigung ist auch eine Untersagung des Erwerbs gedeckt. Bis zur Entscheidung des BMWT ist dieser weiterhin schwebend unwirksam. Im Ergebnis bedeutet dies nichts anderes als eine monatelange schwebende Unwirksamkeit *jedes* Unternehmenskaufs durch Gebietsfremde. *Jeder* solche Kauf kann aus Gründen der öffentlichen Ordnung beschränkt bzw. untersagt werden.

Für ein so umfassendes Prüf- und Protektionsrecht, das Deutschland international an die Spitze der „Abwehrbemühungen“ gegen Staatsfonds katapultieren würde, gibt es keine materielle Legitimation.<sup>65</sup> Eine Regulierung der Investitionstätigkeit von Staatsfonds ist nur bei allgemeinen, gravierenden Sicherheitsrisiken – wie etwa im Zusammenhang mit Akquisitionen im Bereich der Rüstungsindustrie – gerechtfertigt. Im Übrigen bieten die Vorschriften des allgemeinen (öffentlichen) Wirtschaftsrechts, insbesondere diejenigen des Kartellrechts und des Lauterkeitsrechts sowie des Gesellschaftsrechts, die Finanzaufsicht und die sektorspezifische Regulierung durch öffentliche Behörden (Bundesnetzagentur etc.) genügenden Schutz. Dass auch andere Länder wie insbesondere die USA in letzter Zeit ihre Kontrollmöglichkeiten verschärft haben, ist ein schwaches Argument für stärkere Regulierung: Unser nationales Interesse an Kapitalzufluss besteht unabhängig von unserem ebenfalls gegebenen Interesse an offenen Märkten im Ausland.

Nicht überzeugend ist aber auch die Erwägung, gegen den Erwerb heimischer Unternehmen durch ausländische Staatsfonds sprächen dieselben ordnungspolitischen Gründe wie gegen eine etwaige Verstaatlichung dieser Unternehmen.<sup>66</sup> Damit wird verkannt, dass sich ausländische Staatsfonds nicht wie dirigistische Wirtschaftslenker verhalten. Jedenfalls haben sie das bisher nicht getan. Ihr Investitionsverhalten zeigt vielmehr eine klare Renditeorientierung und damit dieselbe Zielfunktion wie diejenige privater Investoren. Nur so können sie auch ihren Hauptzweck, den Aufbau eines Kapitalstocks für künftige Generationen, erfüllen. Anhaltspunkte für eine grundsätzliche Trendumkehr gibt es nicht.

Dem geplanten Prüf- und Protektionsrecht fehlt aber nicht nur eine materielle Legitimation. Es ist auch europarechts- und verfassungswidrig. Die Niederlassungsfreiheit des EG-Vertrages schützt Niederlassungsvorgänge von EU-Gesellschaften (Art. 48 Abs. 1 EGV) und damit auch nicht-europäische Staatsfonds, soweit sie einen Erwerb etwa über eine europäische Tochtergesellschaft<sup>67</sup> oder einen in Europa domizilierten

---

<sup>63</sup> Nach dem Regierungsentwurf soll die Entscheidungszuständigkeit – anders als nach dem Referentenentwurf – wohl bei der Bundesregierung liegen, vgl. *Börsen-Zeitung* v. 21.6.2008, S. 1, 5.

<sup>64</sup> § 53 Abs. 4 AWV-RefE.

<sup>65</sup> So mit Recht im Ergebnis auch der *Sachverständigenrat* (2007) S. 429.

<sup>66</sup> So aber *Bofinger* in seiner „anderen Meinung“ zu dem Gutachten des *Sachverständigenrates* (2007) S. 435 ff. Ähnlich *Haucap* (2007) S. 12; *Radon/Thaler*, *FAZ* v. 2.2.2008, S. 13.

<sup>67</sup> Das gilt uneingeschränkt jedenfalls dann, wenn es sich um ein Investitionsvehikel handelt, das diesem (Erwerbs-)Zweck dauerhaft dient. Bei *ad hoc* etablierten Erwerbsgesellschaften, die nur für eine konkrete Transaktion eingesetzt werden, mag unter dem Gesichtspunkt des Missbrauchs oder der „Erschleichung“ des Grundfreiheitschutzes etwas anderes gelten.

Treuhänder abwickeln. Für die Kapitalverkehrsfreiheit ist ein solcher „Zwischenschritt“ gar nicht erforderlich: Sie schützt nicht nur den freien Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedstaaten, sondern auch denjenigen zwischen den Mitgliedstaaten und Drittländern (Art. 56 Abs. 1 EGV).<sup>68</sup> Welche Grundfreiheit tatbestandlich einschlägig ist, hängt nach der Rechtsprechung des EuGH davon ab, ob eine bestimmte nationale Regelung sich ihrer Art nach *nur* gegen Kontrollbeteiligungen mit sicherem Einfluss auf die Unternehmenstätigkeit richtet (dann *nur* Niederlassungsfreiheit) oder ob sie neben solchen Beteiligungen auch Portfolio-Investitionen oder Beteiligungen mit keinem entsprechend sicheren Einfluss auf die Unternehmenstätigkeit zum Gegenstand hat (dann *auch* Kapitalverkehrsfreiheit).<sup>69</sup> Bei der geplanten Neuregelung des AWG ist Letzteres der Fall, da eine 25 %-Beteiligung abstrakt-generell keinen sicheren Einfluss auf die Entscheidungen der betroffenen Gesellschaft ermöglicht.<sup>70</sup>

Im Ergebnis kommt es darauf aber nicht an. Denn Eingriffe in die beiden Grundfreiheiten sind nur nach im Wesentlichen gleichen Maßstäben zulässig. So kann die Kapitalverkehrsfreiheit zwar aus Gründen der öffentlichen Sicherheit und Ordnung beschränkt werden (Art. 58 Abs. 1 lit. b) EGV). Entsprechende Beschränkungen setzen jedoch eine tatsächliche und hinreichend schwere Gefährdung eines gesellschaftlichen Grundinteresses – rein wirtschaftliche Ziele genügen insoweit nicht – voraus und müssen zur Abwehr dieser Gefährdung geeignet und erforderlich sein.<sup>71</sup> Zudem sind konkrete Umstände zu normieren, unter denen eine solche Gefährdung angenommen werden kann.<sup>72</sup> Auch Eingriffe in die Niederlassungsfreiheit sind nach dem „4-Konditionen-Test“ des EuGH nur unter entsprechend einschränkenden Voraussetzungen zulässig (Diskriminierungsfreiheit, Schutz eines zwingenden Allgemeininteresses [nicht: allgemeine wirtschaftliche Interessen], Geeignetheit, Erforderlichkeit).<sup>73</sup>

Das bedeutet, dass nicht jede beliebige Störung der öffentlichen Ordnung umfassende Prüf- und Protektionsrechte zu legitimieren vermag. Das wäre unverhältnismäßig. Die Verhältnismäßigkeit der Beschränkung verlangt vielmehr die Normierung konkreter, gravierender Risiken für bedeutsame nationale Ordnungs- oder Sicherheitsinteressen als transparente Aufgreif- (Prüf-) und Entscheidungskriterien. Es muss also klar sein, dass es zu einer Erwerbsprüfung und ggf. -untersagung oder -beschrän-

<sup>68</sup> Allerdings neigt der Europäische Gerichtshof dazu, die Schutzreichweite insoweit etwas enger zu ziehen bzw. bei Beschränkungen etwas „großzügiger“ zu sein als im Verhältnis zu Mitgliedstaaten, vgl. EuGH, Ur. v. 18.12.2007, C-101/05 (Skatteverket /A), Tz. 36 f., 60 ff.

<sup>69</sup> Vgl. EuGH, Ur. v. 23.10.2007, C-112/05 (Kommission/Bundesrepublik Deutschland), Tz. 13; EuGH, Ur. v. 24.5.2007, C-157/05 (Holböck), Tz. 22 ff.; EuGH, Beschl. v. 10.5.2007, C-492/04 (Lasertec), Tz. 19 f.; EuGH, Ur. v. 13.3.2007, C-524/04 (Thin Cap Group Litigation), Tz. 26 f.; EuGH, Ur. v. 28.9.2006, C-282/04 und C-283/04 (Kommission/Niederlande), Tz. 19; EuGH, Ur. v. 12.9.2006, C-196/04 (Cadbury Schweppes), Tz. 31.

<sup>70</sup> Ebenso Weller (2008) S. 862 f.; anders Bayer/Ohler (2008) S. 28.

<sup>71</sup> EuGH, Ur. v. 14.3.2000, C-54/99 (Scientology), Tz. 17 f.

<sup>72</sup> EuGH, Ur. v. 14.3.2000, C-54/99 (Scientology), Tz. 21 f.

<sup>73</sup> EuGH, Ur. v. 17.1.2008, C-152/05 (Kommission/Deutschland), Tz. 26; EuGH, Ur. v. 18.1.2007, C-104/06 (Kommission/Schweden), Tz. 25; EuGH, Ur. v. 26.10.2006, C-345/05 (Kommission/Portugal), Tz. 24; EuGH, Ur. v. 7.9.2006, C-470/04 (N), Tz. 40; EuGH, Ur. v. 11.3.2004, C-9/02 (Hughes de Lasteyrie du Saillant), Tz. 49.

kung nur kommt, wenn eine gravierende Beeinträchtigung solcher Interessen zu befürchten (Prüfrecht) bzw. festgestellt ist (Untersagung, Beschränkung). Zudem hat ein Mitgliedstaat, der eine Beschränkung erwägt, Beweise – etwa eine empirische Untersuchung – zur Verhältnismäßigkeit der beabsichtigten Maßnahmen vorzulegen sowie genauere Angaben zur Stützung seines Vorbringens zu machen.<sup>74</sup>

Diesen Anforderungen hält das Vorbringen in der Begründung des Referentenentwurfes nicht stand.<sup>75</sup> Die Verhältnismäßigkeit der geplanten Regelung sei gegeben, so heißt es dort, da eine Prüfung nur im Einzelfall erfolge, keine vorherige Genehmigung erforderlich sei, die Fristen kurz seien und auch eine gerichtliche Kontrollmöglichkeit bestehe.<sup>76</sup> Diese Begründung trägt nicht. Denn sie ändert nichts daran, dass, wie bereits ausgeführt, *jeder* Unternehmenskauf durch einen Gebietsfremden monatelang schwebend unwirksam ist und *jeder* solche Kauf aus Gründen der öffentlichen Ordnung beschränkt oder gar untersagt werden *kann*. Eine Normierung von einschränkenden Prüf- bzw. Untersagungskriterien, die eine gravierende Gefahr für ein bedeutendes nationales Ordnungs- oder Sicherheitsinteresse indizieren würden, erfolgt nicht.

Darin liegt nicht nur ein Verstoß gegen die europarechtliche Niederlassungs- bzw. Kapitalverkehrsfreiheit, sondern auch ein Verstoß gegen nationale Grundrechtspositionen, namentlich die Eigentumsfreiheit (Art. 14 GG) und die Vertragsfreiheit (Art. 2 Abs. 1 GG). Auf diese können sich jedenfalls die veräußernden inländischen natürlichen oder juristischen (Art. 19 Abs. 3 GG) Personen ohne weiteres berufen, unabhängig von der schwierig zu beurteilenden Grundrechtsposition der erwerbenden ausländischen Person.<sup>77</sup> Nicht zweifelhaft ist, dass die mit einer monatelangen schwebenden Unwirksamkeit verbundene Rechtsunsicherheit bzgl. jedes Unternehmensverkaufs an einen Gebietsfremden sowie die potentielle Untersagung bei (geringfügigen) Beeinträchtigungen der öffentlichen Ordnung massive Eingriffe in die Eigentums- und Vertragsfreiheit darstellen. Solche Eingriffe wären allenfalls unter entsprechend einschränkenden, gesetzlich normierten Voraussetzungen verhältnismäßig (und, das sei hinzugefügt, effizient im Sinne einer Kosten/Nutzen-Betrachtung): Es müssten konkrete, gravierende Risiken für bedeutsame nationale Ordnungs- oder Sicherheitsinteressen als transparente Aufgreif- (Prüf-) und Entscheidungskriterien gesetzlich normiert werden. Eine Erwerbsuntersagung dürfte nur dann erfolgen, wenn solche

---

<sup>74</sup> EuGH, Urt. v. 10.4.2008, C-265/06 (Kommission/Portugal), Tz. 39, und Schlussanträge der Generalanwältin v. 13.12.2007, Tz. 59 f.; EuGH, Urt. v. 20.9.2007, C-297/05 (Kommission/Niederlande), Tz. 76 (beide Urteile betreffen die Warenverkehrsfreiheit – der Gedanke lässt sich jedoch auf andere Grundfreiheiten übertragen).

<sup>75</sup> Im Ergebnis ebenso *Bayer/Ohler* (2008) S. 26 ff.; *Weller* (2008) S. 861 ff.

<sup>76</sup> Begründung zum Referentenentwurf eines Dreizehnten Gesetzes zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung, S. 2 f.

<sup>77</sup> Ablehnend für Drittstaaten-Personen zuletzt BVerfG, Beschl. v. 27.12.2007, 1 BvR 853/06, NVwZ 2008, 670 f. Die Entscheidung ist wegen ihres Gegenstandes (Verbot einer extremistischen islamistischen Organisation) aber wohl nicht als Regel verallgemeinerbar. Demgegenüber zurückhaltender, wenngleich offenlassend die frühere Rechtsprechung; vgl. BVerfG, Beschl. v. 2.4.2004, 1 BvR 1620/03, NJW 2004, 3031 (betreffend eine Binnenmarktkonstellation); BVerfG, Beschl. v. 12.4.1983, 2 BvR 678/81, 2 BvR 679/81, 2 BvR 680/81, 2 BvR 681/81, 2 BvR 683/81, BVerfGE 64, 1, 11 (National Iranian Oil Company). Grundlegend und umfassend zur der Problematik *Bungert* (1994) S. 243 ff.

Risiken tatsächlich festgestellt werden. Diesen Anforderungen genügt der vorliegende Referentenentwurf nicht.

Auch wenn insoweit eine „Nachbesserung“ denkbar ist, sollte allerdings aus den bereits genannten Gründen von einer gesetzlichen Regulierung des Investitionsverhaltens von Staatsfonds besser ganz Abstand genommen werden. Sinnvoll wäre es allerdings, wenn deren Transparenz im Hinblick auf Anlagevolumen, -ziele, -strategie, Risikomanagement und Governance erhöht würde.<sup>78</sup> Manche Befürchtung, die weitgehend auf Unkenntnis im Hinblick auf die zentralen Parameter der Geschäftstätigkeit von Staatsfonds beruht, ließe sich so gegebenenfalls zerstreuen. Anzustreben wäre insoweit ein internationaler Verhaltenskodex unter dem Dach der OECD, des IWF oder der Weltbank. In diese Richtung zielen auch mit Recht die Überlegungen der EU-Kommission.<sup>79</sup> Ein unkoordiniertes Vorgehen auf der Ebene der einzelnen Mitgliedstaaten wäre demgegenüber insoweit nicht hilfreich.

## VII. Zusammenfassung

Die Aktivitäten von Finanzinvestoren wie Private Equity Fonds, Hedge Fonds und Staatsfonds sind in den letzten Monaten zunehmend öffentlich kritisch diskutiert worden. Gleichzeitig wurden bzw. werden gesetzgeberische Maßnahmen vorgeschlagen, um (vermeintliche) Gefahren, die mit diesen Aktivitäten verbunden sind, zu bekämpfen (Risikobegrenzungsgesetz, Novellierung des Außenwirtschaftsgesetzes). Der vorliegende Beitrag gelangt zu einer anderen, nämlich grundsätzlich positiven Bewertung der Tätigkeiten von Finanzinvestoren und demzufolge auch zu anderen rechtspolitischen Schlussfolgerungen. Die wichtigsten Ergebnisse des Beitrages lassen sich thesenartig wie folgt zusammenfassen:

(1) Deutschland ist aufgrund der Schwäche der eigenen öffentlichen Eigenkapitalmärkte auf den Risikokapitalimport zur Unternehmensfinanzierung angewiesen. Chancen und Risiken dieses Kapitalimports sind auf der Basis systematischer empirischer Effekte und nicht auf der Basis von Einzelfällen zu beurteilen.

(2) Eine Risikokontrolle sollte vorrangig mittels *ex post* greifender Haftungsregeln und nur bei allgemeinen, gravierenden Gefahren durch *ex ante*-Kontrollen erfolgen.

(3) „Das“ volatile Kapital gibt es nicht – es ist vielmehr zu differenzieren: (a) Buy-outs durch Private Equity Fonds sind im Regelfall wertsteigernd (effizient). Eine übermäßige Verschuldung von Zielunternehmen im Einzelfall ist mit den geltenden Haftungsregeln bekämpfbar. Notwendig sind aber Reformen zur Stärkung der Attraktivität Deutschlands als Restrukturierungsstandort. (b) Hedge Fonds-Aktivismus ist im Regelfall ebenfalls wertsteigernd (effizient). Einzelfallrisiken von Hedge Fonds-Aktivismus (insbesondere Interessenkonflikte) sind mit den geltenden Haftungsregeln bekämpfbar. Das Risikobegrenzungsgesetz ist verfehlt: Es wird wertstei-

<sup>78</sup> Vgl. Truman (2007) S. 6 ff.

<sup>79</sup> KOM (2008) 115 endg.

gernde Aktivitäten von Hedge Fonds erschweren. (c) Staatsfonds sind als langfristige, großvolumige Kapitalgeber grundsätzlich sehr willkommen. Für das geplante, umfassende Prüf- und Protektionsrecht zum Schutz heimischer Unternehmen (Novelle des Außenwirtschaftsgesetzes) gibt es keine materielle Legitimation. Die geplanten Regelungen sind europarechts- und verfassungswidrig.

## VIII. Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K./Andres, Ch./Betzer, A./Weir, Ch.* (2008), Economic Consequences of Private Equity Investments on the German Stock Market (January 2008), <http://ssrn.com/abstract=1086598>
- Bayer, W./Ohler, Ch.* (2008), Staatsfonds ante portas, ZG 23, 12-31
- Becht, M./Franks, J./Mayer, C./Rossi, S.* (2006), Returns to Shareholder Activism, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper No. 138/2006
- Berg, A./Gottschalg, O.* (2005), Understanding Value Generation in Buyouts, J. of Restr. Fin. 2, 9-37
- Böhm, F.* (1966), Privatrechtsgesellschaft und Marktwirtschaft, ORDO 17, 75-151
- Bratton, W.* (2007), Hedge Funds and Governance Targets, ECGI Law Working Paper, Working Paper No. 80/2007
- Brav, A./Jiang, W./Thomas, R. S./Partnoy, F.* (2006), Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper No. 139/2006
- Briggs, Th. W.* (2007), Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis, Iowa J. Corp. L. 32, 681-737
- Bungert, H.* (1994), Das Recht ausländischer Kapitalgesellschaften auf Gleichbehandlung im deutschen und US-amerikanischen Recht (München: C.H. Beck)
- Cumming, D./Siegel, D. S./Wright, M.* (2007), Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance, J. of Corp. Fin. 13, 439-460
- Deutsche Bank Research* (2007), Aktuelle Themen 405: Staatsfonds – Staatliche Auslandsinvestitionen im Aufwind
- Eidenmüller, H.* (2005), Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts (Tübingen: J.C.B. Mohr, 3. Auflage)
- Eidenmüller, H.* (2007a), Private Equity, Leverage und die Effizienz des Gläubigerschutzrechts, ZHR 171, 644-683
- Eidenmüller, H.* (2007b), Leveraged Buyouts und die Effizienz des deutschen Restrukturierungsrechts, ZIP 28, 1729-1737
- Eidenmüller, H.* (2007c), Regulierung von Finanzinvestoren, DStR 45, 2116-2121
- Engert, A.* (2008), Kapitalmarkteffizienz und Investmentrecht: Ökonomische und rechtliche Struktur des Publikums-Investmentfonds (München: noch unveröffentlichte Habilitationsschrift)
- European Commission* (2006), Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity
- Farrell, D./Lund, S./Gerlemann, E./Seeburger, P.* (2007), The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are Shaping Global Capital Markets
- Gottschalg, O.* (2007), Private Equity and Leveraged Buy-outs – European Parliament Study IP/A/ECON/IC/2007-25
- Haucap, J.* (2007), Völker Europas, wahrt eure heiligsten Güter? Oder: Müssen wir ausländische Staatsfonds fürchten?, ifo Schnelldienst 17/2007, 11-14

- Hu, H. T. C./Black, B.* (2007), Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, *J. of Corp. Fin.* 13, 343-367
- Jensen, M.* (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *Am. Econ. Rev.* 76, 323-329
- Kahan, M./Rock, E. B.* (2007), Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, *U. of Pennsylvania L. Rev.* 155, 1021-1093
- Kaserer, Ch. et al.* (2007), Private Equity in Deutschland: Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen (Norderstedt: Books on Demand GmbH)
- Klein, A./Zur, E.* (2006), Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper No. 140/2006
- Palepu K. G.* (1990), Consequences of Leveraged Buyouts, *J. of Fin. Econ.* 27, 247-262
- Phalippou, L./Gottschalg, O.* (2007), The Performance of Private Equity Funds (April 2007), <http://ssrn.com/abstract=473221>
- Popper, K.* (1980), Die offene Gesellschaft und ihre Feinde I: Der Zauber Platons (München: Francke, 6. Auflage)
- Renneboog, L./Simons, T.* (2005), Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper No. 94/2005
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (2007), Das Erreichte nicht verspielen: Jahresgutachten 2007/2008
- Schneider, U. H.* (2006), Alternative Geldgeber oder Eigenkapitalräuber? – Die sieben Halbwahrheiten über die “neuen Investoren”, *AG* 51, 577-580
- Stürmer, R.* (2007), Markt und Wettbewerb über alles? Gesellschaft und Recht im Fokus neoliberaler Marktideologie (München: C.H. Beck)
- Tietje, Ch./Kluttig, B.* (2008), Beschränkungen ausländischer Unternehmensbeteiligungen und -übernahmen: Zur Rechtslage in den USA, Großbritannien, Frankreich und Italien (Mai 2008)
- Truman, E. M.* (2007), Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability, Peterson Institute, Policy Brief No. PB07-6
- United States Government Accountability Office* (2008), Foreign Investment: Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries (February 2008)
- Vanberg, V.* (2000), Der konsensorientierte Ansatz der konstitutionellen Ökonomik, in: *Leipold, H./Pies, I.* (Hrsg.), *Ordnungstheorie und Ordnungspolitik – Konzeptionen und Entwicklungsperspektiven* (Stuttgart: Lucius), 252-276
- Wahl, R.* (2003), Der offene Staat und seine Rechtsgrundlagen, *JuS* 43, 1145-1151
- Weller, M.-P.* (2008), Ausländische Staatsfonds zwischen Fusionskontrolle, Außenwirtschaftsrecht und Grundfreiheiten, *ZIP* 29, 857-865
- Wright, M./Renneboog, L./Simons, T./Scholes, L.* (2006), *Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect*, *J. of Appl. Corp. Fin.* 18 (3), 38-55