



Freundeskreise

Von Hans-Jochen Otto

Bei der Beurteilung des Stellenwertes, den deutsche Publikumsaktiengesellschaften ihren Aktionären beimessen, hat es einen Paradigmenwechsel gegeben: Der „dumme“ Aktionär im Sinne des bekannten Fürstenbergschen Bonmots ist durch den „unfreundlichen“ Aktionär abgelöst worden. Letzterer zeichnet sich weniger durch mangelnde Intelligenz als vielmehr durch ein kapitalistisches Renditestreben aus, was ihn aus Sicht mancher Unternehmensleitungen um so unbequemer macht.

Wie selbstverständlich verlangt er vom Management, daß es seine Investitionsentscheidungen allein daran ausrichtet, den Unternehmenswert zu steigern und damit Shareholder Value zu schaffen. Er macht geltend, daß Diversifikationen in artfremde Branchen nicht Sache der Unternehmensleitung sind, weil er solche Anlageentscheidungen selbst treffen will. Wenn das Management seinen Ansprüchen nicht genügt, dann droht er, seiner Kritik mittels Aus-

übung seiner Aktionärsrechte Nachdruck zu verleihen und sich zu diesem Zwecke mit Gleichgesinnten zu verbünden. Wenn alles nichts hilft, kommt es sogar vor, daß er aktive Beihilfe zur Übernahme des Unternehmens durch einen anderen leistet, der mehr damit anfangen zu können glaubt und ihm daher einen ordentlichen Preis für seine Aktien zahlt. Das ist dann der Gipfel der Unfreundlichkeit.

Angesichts so viel unfreundlichen Verhaltens verwundert es nicht, wenn heute in Geschäftsberichten und Pressemeldungen vielfach zu hören ist, daß Unternehmensleitungen sich zwecks „Stabilisierung“ einer scheinbar ihrer Kontrolle entglittenen Aktionärsschaft nach „befreundeten“ Investoren, die zur Übernahme stabilisierender Aktienpakete „eingeladen“ werden.

Die partielle Komik der Anwendung des aus dem Bereich zwischenmenschlicher Beziehungen stammenden, subjektiven Vokabulars auf die Verhältnisse juristischer Personen verhüllt nur allzu leicht die objektiv zugrunde liegenden Interessenkonflikte, welche die verquere Terminologie erst hervorgebracht haben. Die zunehmend festzustellende Bereitschaft gerade auch ausländischer institutioneller Anleger, ihre Aktionärsrechte (pflichtgemäß) zwecks Wahrung der ihnen anvertrauten Anlageinteressen im Sinne einer Kontrolle der Unternehmensleitungen zur Geltung zu bringen, kann bei Publikumsaktiengesellschaften mit breitgestreutem Aktionärskreis zu Konfliktlagen führen, da sich hier das Management — bedingt durch eine infolge Zersplitterung der Mitgliedschaftsrechte faktisch entmachtete Kapitaleignerseite — an die Inanspruchnahme weitestgehender Unabhängigkeit gewöhnt hat.

Erst recht treten Interessenkonflikte zwischen einer auf Autonomie pochenden Unternehmensleitung und den auf Maximierung ihres Beteiligungswertes bedachten Aktionären angesichts der heute gar nicht mehr so un-

Anwalt Otto: „Der Vorstand hat nicht das Recht, die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu beeinflussen“



JÖRG-PETER MAUCHER



wahrscheinlichen Möglichkeiten von nicht mit dem Management der Unternehmen abgestimmten Übernahmen auf.

Bemerkenswert an den aufbrechenden Interessenkonflikten zwischen Unternehmensleitungen und Aktionären ist, daß sie durch etwas ausgelöst werden, was das Aktienrecht als selbstverständlich unterstellt: nämlich, daß die Aktionäre von den vielfältigen, ihnen im Gesetz aus gutem Grund eingeräumten Rechten unter Wahrnehmung aller ihnen zur Verfügung stehenden Informationsmöglichkeiten auch tatsächlich eigenverantwortlich Gebrauch machen. Dies gilt nicht zuletzt für den Bereich grundlegender Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen.

Den Begriff der „unfreundlichen“ Übernahme kennt das Aktiengesetz schon gar nicht. Wenn aufgrund gewandelter Verhältnisse heute verstärkt der professionelle Anleger in Erscheinung tritt, der das vom Aktienrecht ausdrücklich vorgesehene System innergesellschaftlicher Checks and Balances auch tatsächlich auszufüllen bereit und in der Lage ist, so mag dies zwar von mancher Unternehmensleitung wie der Bruch von Wohnheitsrecht empfunden werden. Angesichts der aktienrechtlich systemwidrigen Abstinenz, die von der Aktionärsseite in der Vergangenheit geübt wurde und die durch das Bankendepotstimmrecht nur unvollkommen überbrückt werden kann, ist eine solche Entwicklung jedoch zweifellos ein Gewinn.

Um so fragwürdiger erscheinen Bestrebungen, die für die Unternehmensleitungen zwar angenehmere, aber systemwidrig-einseitige Verschiebung des innergesellschaftlichen Kompetenzgefüges zu ihren Gunsten dadurch zu bewahren, daß versucht wird, auf die Zusammensetzung und damit die Willensbildung der Hauptversammlung als zentrales Vertretungsorgan der Aktionäre Einfluß zu nehmen. Die ominösen „befeundeten“ Unternehmen werden hofiert und umworben, um ihnen den Erwerb von Aktienpaketen schmackhaft zu machen. Es

werden hierzu Vorschaltgesellschaften in Form von Schachtelholdings gegründet, die den Interessenten mit geringerem finanziellen Aufwand als normalerweise erforderlich die Inanspruchnahme steuerlicher Vorteile ermöglichen sollen. Erkauft wird dies von den geworbenen Investoren mit dem Verlust der Fungibilität ihres vormaligen Aktienbesitzes, der sich in eine nur unter Beachtung gegenseitiger An- und Vorkaufsrechte veräußerbare GmbH-Beteiligung verwandelt. Das von der Schachtel-GmbH selbst gehaltene, in der Regel zehnpromtente Aktienpaket wird weitestgehend dem Kapi-

von seiten der bei derartigen Anlässen abseits stehenden ausländischen Fondsmanager wird auf solche Strukturen mit großem Mißtrauen reagiert. Denn was kann die „befeundeten“ Aktionäre veranlassen, dem Werben der Vorstände um Übernahme von Aktienpaketen nachzugeben und dabei Wohlverhaltensobliegenheiten bis hin zum Verzicht auf die freie Veräußerbarkeit ihrer Aktien einzugehen?

So drängt sich denn manchem professionellen Investor der Verdacht auf, daß die „Freundeskreise“ als Gegenleistung für ihre freiwillige Selbstbeschränkung in den Genauß

„Die ominösen ‚befeundeten‘ Unternehmen werden hofiert und umworben, um ihnen Aktienpakete schmackhaft zu machen. Hierzu werden Vorschaltgesellschaften gegründet.“

talmarkt entzogen, zumal seine Veräußerung mindestens einer 75-Prozent-Mehrheit der „befeundeten“ Schachtel-Gesellschafter bedürfte. Damit ist aus Sicht der Unternehmensleitung der gewünschte Stabilisierungseffekt erreicht und verhindert, daß die Aktien frei am Kapitalmarkt „herumvagabundieren“.

Das Aktienrecht billigt all diese „Stabilisierungsbemühungen“ nicht. Nach aktienrechtlichen Grundsätzen hat der Vorstand weder das Recht noch gar die Pflicht, auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises Einfluß zu nehmen. Die Freiheit der Willensbildung der Hauptversammlung von Einflußnahmen der Unternehmensverwaltung wird vom Aktiengesetz zur Aufrechterhaltung des sorgfältig ausgewogenen Systems der gegenseitigen Checks and Balances ausdrücklich geschützt.

Jenseits aller aktienrechtlichen Bedenken gegen eine solche gezielte Einschleusung fester „Freundeskreise“ in die ansonsten den Gesetzen des Kapitalmarktes unterliegenden Aktionärsstrukturen werfen die in diesem Zusammenhang zwischen den Unternehmensleitungen und den „Freunden“ getroffenen Abreden weitere Fragen auf. Gerade

anderweitiger, aus ihrer Aktionärsstellung nicht ableitbarer Vorteile kommen. Vorstellungen von einer Art deutscher Variante des japanischen Keiretsu, von dem Erkaufen fester Aktionärsstrukturen durch Einräumung von Gegenleistungen im Bereich der zu den befreundeten Aktionären bestehenden Geschäftsbeziehungen oder durch Verschaffung sonstiger Sondervorteile, werden zwangsläufig provoziert.

Gleich, ob solche Beurteilungen im Einzelfall zutreffen: Das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes auf der Grundlage fairer Gleichbehandlung der Anleger wird durch die Schaffung privilegierter Aktionärs-Freundeskreise nicht gefördert.

In einer Zeit, in der die internationalen Finanzmärkte in einen immer schärferen Wettbewerb um Anlagekapital treten, ist die Suche nach dem freundlichen, seine Anlageentscheidung nicht vorwiegend an den Gesetzen des Kapitalmarktes ausrichtenden Aktionär ein ausgesprochen unkapitalistischer Irrweg.

Dr. Hans-Jochen Otto ist Partner der Stuttgarter Anwaltssozietät Thümmel, Schütze & Partner und unter anderem in der Beratung ausländischer Investoren tätig.