

Bericht über die Diskussion

von

Wiss. Ang. Dr. KLAUS ULRICH SCHMOLKE, LL.M. (NYU), Bonn

Die von *Harm Peter Westermann* geleitete Diskussion über die Referate der Abteilung I: Unternehmensfinanzierung erfolgte in zwei Abschnitten. In einem ersten Block wurde über die Referate von *Bernd Rudolph* und *Holger Fleischer* diskutiert. Im zweiten Block war das Referat von *Bodo Riegger* Gegenstand der Debatte, bevor die Diskussion in allgemeinere Bemerkungen zum Generalthema der Unternehmensfinanzierung durch Finanzinvestoren mündete. Der nachfolgende Bericht fasst beide Diskussionsblöcke zusammen.

I.

Die Diskussion des Referates von *Rudolph* beschäftigte sich zunächst mit Fragen zu den ökonomischen Auswirkungen von *private equity*-Transaktionen und den Ursachen für das vom Referenten beschriebene *excessive leveraging*-Phänomen. So wollte ein Teilnehmer vom Referenten wissen, ob und gegebenenfalls welchen ökonomischen Nutzen *private equity* insbesondere in realwirtschaftlicher Hinsicht habe. Der hohe *leverage* der vorgenommenen Transaktionen lasse schließlich auf eine positive Einschätzung durch die Finanzmärkte schließen. In seiner Antwort verwies *Rudolph* auf Studien, die positive realwirtschaftliche Effekte des *private equity*-Marktes belegen. *Private equity* sei kein „Abzockermarkt“, wie sich etwa am Beispiel der *Grohe AG* illustrieren lasse.

Im Hinblick auf das Problem des *excessive leveraging* war die Teilnehmerrunde uneins, ob es lediglich Ausdruck eines temporären Marktversagens sei oder ob es sich um ein persistierendes Phänomen handle. Auch wurde Unverständnis darüber geäußert, dass professionelle und informierte Anleger wie Banken in Transaktionen mit exzessivem *leverage* investieren würden. Ferner seien die Motive zur Investition in *private equity*-Fonds unklar, wenn man sich die Ergebnisse einiger Studien vergegenwärtige, wonach die Durchschnittsrendite des *private equity*-Marktes unter der Durchschnittsrendite des Aktienmarktes liege. In seiner Antwort bot *Rudolph* eine Spekulationsblase als mögliche Erklärung für die Investition in exzessiv gehebelte *buyouts* an. Eine solche Blase setze die Marktteilnehmer unter Investitionsdruck. Die Investoren setzten auf diesen Trend und hofften, ihr Investment wieder abge-

stoßen zu haben, wenn die Blase kollabiere. Was die Ursachen für das Wachstum im *private equity*-Markt betreffe, seien die Gründe wohl in der seit Beginn des Jahrtausends zu beobachtenden, allgemeinen Entwicklung zur Investition in alternative Anlageformen zu suchen, die sich wiederum auf eine enttäuschende Indexentwicklung zurückführen lasse. Zudem gewähre ein *private equity*-Investment eine konstante Rendite ohne starke Schwankungen. Schließlich müsse man zwischen den verschiedenen *private equity*-Investments unterscheiden. Ein Teil des *private equity*-Marktes liefere zuverlässig eine Rendite über der des Aktienmarktes.

Auf die Frage nach einem Regulierungsbedarf aus ökonomischer Sicht sah *Rudolph* in Übereinstimmung mit *Fleischer* einen geeigneten Ansatzpunkt bei den Primebrokern. Basel II und andere Instrumente könnten helfen, mehr Rationalität in den Markt zu bringen. Über einen angemesseneren Zinssatz für ihr Kreditengagement trügen die Fremdkapitalgeber wiederum zu einer Disziplinierung der *private equity*-Gesellschaften bei. Im Hinblick auf die Vergütungsstrukturen in der *private equity*-Branche sah *Rudolph* hingegen auf Nachfrage keinen regulatorischen Handlungsbedarf. Die beteiligten Parteien seien allesamt informiert und könnten daher andere Strukturen aushandeln.

II.

Die Ausführungen von *Fleischer* zu Grundfragen der Regulierung von Finanzinvestoren wurden im Wesentlichen unter zwei Aspekten diskutiert. Zum einen wurde dem Befund widersprochen, das Risikobegrenzungs-gesetz beruhe auf bloßer Pseudo-Diagnostik, da ihm eine hinreichende Tatsachengrundlage fehle. Das Referat von *Rudolph* habe vielmehr die empirischen Belege für die ins Auge gefassten Risiken geliefert. Dem hielt *Fleischer* entgegen, dass sich die von *Rudolph* vorgestellten Studien auf *private equity*-Transaktionen konzentrierten, während die Auswirkungen aktivistischer Hedgefonds auf börsennotierte Aktiengesellschaften vor allem in Deutschland noch kaum erforscht seien. Zudem gebe es Stimmen, die den Höhepunkt der von dem Gesetzesvorhaben adressierten Entwicklung mit den Fällen *TCI* und *ABN Amro* bereits für erreicht hielten. Mit einem gewissen zeitlichen Abstand erscheine das Phänomen des Hedgefonds-Aktivismus vielleicht in einem freundlicheren Licht. Man wisse einfach noch zu wenig, um Hedgefonds sinnvoll regulieren zu können.

Das von *Fleischer* propagierte Kernstück einer Gesetzesfolgenabschätzung im Finanzmarktrecht, die Kosten-Nutzen-Analyse, stieß bei einigen Diskussionsteilnehmern auf Vorbehalte. So wurde die sinnvolle Durchführbarkeit einer solchen Analyse bezweifelt. Die möglichen Folgen eines Gesetzes seien präzise kaum vorherzusehen, geschweige denn zu berechnen. Auch besteh-

die Gefahr, dass das Instrument der Kosten-Nutzen-Analyse dazu verwendet werde, die politische Verantwortung für ein Gesetzesvorhaben zu verlagern. Eine solche Vorgehensweise sei etwa auf europäischer Ebene zu beobachten. Ein Diskussionsteilnehmer vertrat daher die Ansicht, dass der Gesetzgeber bei aller gebotenen Zurückhaltung durchaus einen „Schuss wagen“ dürfe, um dann eventuell später nachzuregulieren. *Fleischer* verwies daraufhin auf den Umstand, dass die Kosten-Nutzen-Analyse als Teil der Gesetzesfolgenabschätzung seit langem anerkannt sei. Allein auf dem Gebiet der Finanzmarktregulierung träten hierbei deutliche Defizite zutage. Ferner stellte er klar, dass man sich die von ihm ins Auge gefasste Kosten-Nutzen-Analyse nicht als eine rein mathematische Operation vorstellen dürfe. Aber auch eine qualitative Annäherung an die Kosten eines Gesetzesvorhabens könne den Blick auf unerwünschte Nebenfolgen lenken und so zu einer Rationalitätssteigerung beitragen. Eine solche Evaluierung habe zweckmäßigerweise durch eine separate Stelle zu erfolgen (Stichwort: *planner's paradox*). Die knappen Ressourcen der Ministerien seien freilich ein Problem für die praktische Umsetzung seines Petitums.

III.

Einen weiteren Schwerpunkt der Debatte bildeten die geplante Neuregelung des abgestimmten Verhaltens (*acting in concert*) sowie die beabsichtigte Verschärfung der Mitteilungspflichten in einem neuen § 27 Abs. 2 WpHG durch das Risikobegrenzungs-gesetz. So fand die Ansicht von *Fleischer*, dass § 22 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG entgegen der Entwurfsbegründung unterschiedlich auszulegen seien, vielfache Zustimmung. Dies müsse nicht zuletzt mit Rücksicht auf die unterschiedlichen Rechtsfolgen der Regelung gelten. Gerade die Rechtsfolge des Stimmrechtsausschlusses wurde von den Diskussionsteilnehmern überwiegend kritisch bewertet. Dieser provoziere strategisches Verhalten, etwa in Form von Anfechtungsklagen. Von anderer Seite wurde auf eine mögliche Zunahme von Verfahren im einstweiligen Rechtsschutz über die Frage der Abstimmungsberechtigung hingewiesen. Ein Vertreter aus der Wissenschaft schlug daher vor, die Rechtsfolge des § 22 Abs. 2 WpHG auf einen bloßen Dividendenausschluss zu beschränken.

Aus der beratenden Praxis wurde die Sorge geäußert, dass die avisierte Neuregelung des *acting in concert* neue Unsicherheiten schaffe, nachdem der BGH gerade erst in seiner WMF-Entscheidung für Rechtssicherheit gesorgt habe. Auch sei zu bedenken, dass die Meldung selbst nicht selten mit Schwierigkeiten behaftet sei. Die diesbezügliche Abstimmung mit der BaFin sei bisweilen nicht einfach. Es wurde daher von Seiten der Praxis angeregt, nicht nur die Rechtsfolgenseite des *acting in concert* abzumildern, sondern auch – entgegen der Stoßrichtung des Entwurfs eines Risikobegrenzungs-gesetzes –

den Tatbestand des § 22 Abs. 2 WpHG dahingehend zu verengen, dass nur noch Verhaltensweisen erfasst werden, die „geeignet sind, den Kapitalmarkt irrezuführen“. Aus der Wissenschaft wurde die beabsichtigte Ausdehnung des *acting in concert* vor allem aus Gründen der Corporate Governance kritisiert. Seit langem werde ein stärkerer Aktionärsaktivismus gefordert. Kaum sei mit den Hedgefonds endlich ein geeigneter Aktionärstypus auf den Plan getreten, der diesen Forderungen gerecht werden könne, schicke sich der Gesetzgeber an, dessen Aktionskreis zu beschneiden. Wiederholt wurde daher von Diskussionsteilnehmern gefordert, die Regelungen zum abgestimmten Verhalten von Investoren dahingehend anzupassen, dass der erwünschte Aktionärsaktivismus nicht behindert werde. Zur Abschichtung dieses sinnvollen Aktivismus von unerwünschten Verhaltensweisen wurde von verschiedener Seite die Einführung von *safe harbor*-Regeln angemahnt.

Die Einführung der Mitteilungspflichten in § 27 Abs. 2 WpHG-E wurde von den meisten Diskutanten weniger kritisch bewertet, als dies in dem Referat von *Fleischer* angeklungen war. Gegen das Verdikt der Symbolgesetzgebung wehrte sich ein Vertreter des Bundesjustizministeriums mit der Einlassung, man verfolge mit der sanktionslosen Regelung des § 27 Abs. 2 WpHG-E das Ziel, in möglichst schonender Weise einen Anstoß zu einer verbesserten Kommunikationskultur zu geben. Auch von anderer Seite wurde dafür plädiert, die Wirkung des sanktionslosen § 27 Abs. 2 WpHG-E erst einmal abzuwarten. Wieder andere hielten einen Insiderverstoß bei Verletzung der betreffenden Mitteilungspflichten für möglich oder verwiesen auf die Rolle der Absichtsmitteilung für die ebenfalls im Risikobegrenzungs-gesetz geplanten Änderungen des BetrVG. Ein Teilnehmer aus der Praxis war schließlich der Ansicht, dass auch die U.S.-amerikanische Regelung in *sec. 13(d) Securities Exchange Act* und *Schedule 13D Item 4* nicht so schlecht funktioniere wie von *Fleischer* dargestellt. In seiner Erwiderung auf die Diskussionsbeiträge stellte *Fleischer* klar, dass es ohne eine spezielle Sanktion in § 27 Abs. 2 WpHG-E bei der von der Rechtsprechung entwickelten allgemeinen Kapitalmarktinformationshaftung nach § 826 BGB verbleibe. Auch bei einem Verständnis der Regelung als „sozialer Norm“ zur Verbesserung der Kommunikationskultur bleibe fraglich, ob und inwieweit sich rationale Marktteilnehmer an eine solche soziale Norm halten würden.

IV.

Schließlich mündete die Debatte zu den Referaten von *Rudolph* und *Fleischer* in einer grundsätzlichen Kritik am Entwurf des Risikobegrenzungs-gesetzes. So apostrophierten mehrere Diskussionsteilnehmer das Gesetzesvorhaben aufgrund seiner den Aktionärsaktivismus hemmenden Wirkungen als „Manage-

mentschutzgesetz“. Um die Erhaltung von Arbeitsplätzen könne es jedenfalls nicht gehen – so die Einlassung eines Diskutanten –, da diese durch das Engagement von Finanzinvestoren nicht gefährdet würden. Hierfür gebe es empirische Belege. Andererseits bleibe der Gesetzgeber seltsam untätig, wenn es darum gehe, Anreize zu schaffen, damit sich die agierenden Fonds in Deutschland ansiedeln. In Anknüpfung an die Ausführungen von *Fleischer* wurde überdies auf mögliche Friktionen des Gesetzentwurfs mit der Kapitalverkehrsfreiheit hingewiesen.

V.

Die Debatte über das Referat von *Bodo Riegger* befasste sich mit dessen Thesen zur Zulässigkeit der Sicherheitengewährung der Zielgesellschaft im faktischen Konzern, im Vertragskonzern und bei der Verschmelzung mit dem Akquisitionsvehikel, bevor die Teilnehmer eine Brücke zum Generalthema schlugen und die Diskussion mit allgemeinen Erwägungen zur Unternehmensfinanzierung durch Finanzinvestoren beschlossen.

Die These von *Riegger*, dass es im faktischen Konzern als Nachteilsausgleich i.S. des § 311 AktG ausreiche, der Zielgesellschaft als Ausgleich für deren Gewährung von Sicherheiten für die Kreditverbindlichkeiten des Akquisitionsvehikels eine Avalprovision zu zahlen, wenn nach dem normalen Verlauf der Dinge eine Verwertung der Sicherheiten ausgeschlossen werden könne, stand im Zentrum der Debatte. Sie wurde von den Diskussionsteilnehmern ganz überwiegend abgelehnt. So wurde von verschiedener Seite bestritten, dass sich der Kapitalschutz nach § 57 AktG von dem des § 311 AktG materiell unterscheide. § 311 AktG gewähre lediglich einen zeitlichen Aufschub für die Rückgewährung der Leistung. Da der Anspruch gegen das Akquisitionsvehikel aber regelmäßig nicht werthaltig sei, liege nur ausnahmsweise kein Verstoß gegen § 311 AktG vor. Jedenfalls – so das Ergebnis der Diskussion – könne für die Werthaltigkeit nicht auf einen Rückgriffsanspruch des Akquisitionsvehikels gegen den Finanzinvestor abgestellt werden. Die Durchsetzung eines solchen Anspruch sei *in praxi* illusorisch, weil zwischen Finanzinvestor und Akquisitionsvehikel typischerweise mehrere Auslandsgesellschaften geschaltet würden, um einen Rückgriff zu verhindern.

Auch die Position des Referenten zum Verhältnis von § 71a AktG und § 311 AktG wurde von der Mehrheit der Diskussionsteilnehmer nicht geteilt. Die Vertreter einer Geltung des § 71a AktG auch im faktischen Konzern argumentierten teilweise mit der aktuellen Fassung des der Vorschrift zugrunde liegenden Art. 23 der Kapitalrichtlinie. Die kürzliche Änderung der Vorschrift spreche nicht für die Ansicht des Referenten. Im Gegenteil deute die

detaillierte Neuregelung mit ihren hohen Anforderungen an die Zulässigkeit der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs eher auf ein Spezialitätsverhältnis des § 71a AktG gegenüber § 311 AktG hin. Der weit unter diesem Standard liegende Vermögensschutz des § 311 AktG verdränge den § 71a AktG nicht. Andere waren der Ansicht, dass die Änderung des Art. 23 der Kapitalrichtlinie keinen Einfluss auf den aktuellen § 71a AktG habe. Das strikte Verbot der deutschen Regelung sei als unwiderlegliche Vermutung für die Unausgewogenheit der erfassten Geschäfte anzusehen. Die so verstandene Regelung verschaffe den kreditgebenden Banken einen Anreiz zu vertiefter Risikoanalyse. Dies sei vernünftig und spreche für die Beibehaltung des strikten Verbots *de lege ferenda*.

VI.

Die Ausführungen von *Riegger* zur Zulässigkeit der Sicherheitengewährung durch die Zielgesellschaft im Vertragskonzern fand demgegenüber insofern Zustimmung, als der Vorstand eine die Existenz der Zielgesellschaft gefährdende Weisung nicht befolgen dürfe. Dies – so die Äußerung eines Diskussionsteilnehmers – gelte auch bei einem zu hohen *leverage*. Ein Vertreter aus der Praxis wies darauf hin, dass die Fremdkapitalgeber Sicherheiten der Zielgesellschaft erst verlangten, sobald dies zulässig sei. Bestehe aber ein Vertragskonzern zwischen Akquisitionsvehikel und Zielgesellschaft, müsse es zulässig sein, eine bestehende Fazilität zugunsten des Vehikels über eine Weisung nach § 308 AktG abzulösen. Der Gläubigerschutz werde in diesem Falle durch das Konzernrecht gewährleistet. Im Anschluss an diese Äußerungen stellte *Riegger* klar, dass der Vorstand der Zielgesellschaft nach seiner Ansicht die Weisung zur Sicherheitengewährung nur dann verweigern darf, wenn er überzeugt sei, dass das Akquisitionsvehikel einen Verlustausgleichsanspruch nach § 302 AktG nicht erfüllen werde.

Die von *Riegger* propagierte Zulässigkeit sowohl der Verschmelzung des Akquisitionsvehikels auf die Zielgesellschaft (*downstream merger*) als auch der Verschmelzung der Zielgesellschaft auf das Akquisitionsvehikel (*upstream merger*) wurde von den Diskussionsteilnehmern unterschiedlich bewertet. Während ein Diskutant dem Referenten beipflichtete, hielten andere die Verschmelzung in beide Richtungen für unzulässig. Für diese Position wurde teils von der Mehrheitsansicht zur Unzulässigkeit des *downstream merger* auf die Unzulässigkeit des *upstream merger* geschlossen, teils auf den unzureichenden Gläubigerschutz nach § 22 UmwG verwiesen. Gegenüber diesen Stimmen bekräftigte *Riegger*, dass er den Gläubigerschutz des UmwG für abschließend halte. Man könne insbesondere die Anwendbarkeit des § 71a AktG nicht damit rechtfertigen, dass der Gläubigerschutz des § 22 UmwG

unzureichend sei. Wer so denke, müsse vielmehr bei § 22 UmwG selbst ansetzen und sich für eine Änderung der Vorschrift stark machen. Ein Teilnehmer aus der Praxis wies schließlich darauf hin, dass die Verschmelzungsproblematik praktisch wenig relevant sei, da der Finanzinvestor keine Interesse daran habe, seine Rendite aus der Übernahme mit den Minderheitsaktionären der Zielgesellschaft zu teilen. Eine Verschmelzung von Akquisitionsvehikel und *target* werde daher regelmäßig nur durchgeführt, wenn das Vehikel knapp unter 95 % der Aktien halte, da dann einerseits der Anteil der Minderheitsaktionäre gering, aber andererseits noch kein Squeeze-Out möglich sei.

Ein Diskussionsteilnehmer wies darauf hin, dass der Vorstand der Zielgesellschaft nicht nur zur Einhaltung der Kapitalschutzvorschriften verpflichtet sei, sondern sich ganz allgemein fragen müsse, ob die Sicherheitengewährung für Verbindlichkeiten des Akquisitionsvehikels im Interesse der Gesellschaft liege. Ein Handeln gegen das Gesellschaftsinteresse führe zur Haftung nach § 93 AktG. Zudem sei § 53a AktG berührt. Es stelle sich nämlich die Frage, ob und wann die Minderheitsaktionäre eine solche Sicherheitengewährung hinnehmen müssten. Von anderer Seite wurde vorgebracht, dass den Vorstand zudem die Pflicht treffe, vor einer Sicherheitengewährung eine Insolvenzprognose anzustellen. Hierbei dürfe er sich nicht auf die Prognose des erwerbenden Finanzinvestors verlassen. Allerdings sei es auch nicht ausgeschlossen, dass ein *leveraged buyout* im Interesse der Zielgesellschaft liege. Könne etwa eine bestimmte Wachstumsstrategie nur mit Hilfe des Finanzinvestors realisiert werden, gebe es auch eine Gegenleistung für die Sicherheitenbestellung. Diesen letzten Punkt strich *Riegger* noch einmal heraus und verwies für die nachgewiesenen positiven Effekte von LBO-Transaktionen auf das Referat von *Rudolph*. Liege eine solche Transaktion aber im Gesellschaftsinteresse, dann dürfe der Vorstand auch Sicherheiten für die Kreditverbindlichkeiten des Akquisitionsvehikels gewähren. Ein Verstoß gegen § 53a AktG scheidet dann ebenfalls aus.

VII.

Gegen Ende der Diskussion waren einige Teilnehmer bemüht, die Debatte von den aktienrechtlichen Kapitalvorschriften und Vorstandspflichten zu lösen und die für problematisch befundenen Verhaltensweisen von Finanzinvestoren und mögliche regulatorische Antworten hierauf im größeren Zusammenhang zu würdigen. So vertrat ein Diskutant die Ansicht, eine Prüfung der Zulässigkeit einzelner Maßnahmen werde den zugrunde liegenden Sachverhalten nicht gerecht. Es seien vielmehr zwei Geschäftsmodelle zu unterscheiden. Neben seriösen und erwünschten Transaktionen gebe es ein „zwei-

tes Geschäftsmodell“, das auf die Plünderung der Zielgesellschaft abziele. Hierfür gebe es nicht nur anekdotische Belege. Das Management der Zielgesellschaften werde über Zuwendungen zur Mitarbeit bewegt, wie etwa im Fall *Celanese* geschehen. Bei diesen Plünderungen handle es sich um ein ordnungspolitisches Problem, das über Fragen des Gläubiger- und Minderheitenschutzes hinausgehe. Der grundsätzlich begrüßenswerte Entwurf des Risikobegrenzungsgesetzes bleibe hier Antworten schuldig. Auch sei die dortige Nichtberücksichtigung der GmbH ein Versäumnis. Hier hakte ein anderer Diskussionsteilnehmer ein und verwies darauf, dass die große Mehrzahl der deutschen Gesellschaften als GmbH organisiert sei. Dem trage weder das Europarecht noch der Entwurf des Risikobegrenzungsgesetzes Rechnung. Eine rechtliche Reaktion habe bei der Ausweitung des *shadow director*-Begriffs sowie bei den Fehlanreizen für ein exzessives *leveraging* anzusetzen. Überdies sei an die Insolvenzanfechtung zu denken. Diese Äußerungen blieben jedoch nicht unwidersprochen. So wurde von Seiten der Praxis eingewandt, dass Finanzierungspraktiken, die auf das Vermögen der Zielgesellschaft zurückgreifen, zumindest insoweit zulässig sein müssten, wie eine Liquidation der Gesellschaft erlaubt sei. Auch ziele das Geschäftsmodell von *private equity*-Gesellschaften auf den lukrativen Wiederverkauf der erworbenen Gesellschaft. Eine Plünderung der Gesellschaft vertrage sich mit dieser Zielsetzung nicht.