



Mesut Serdar Çekin

Offenlegungs- und  
Mitteilungspflichten  
nach § 67 AktG



PETER LANG

# § 1 Einleitung

## A. Problemaufriss

### I. Öffentliche Debatte über Finanzinvestoren

Die zunehmende Internationalisierung und die damit einhergehende Öffnung des deutschen Finanzplatzes haben erhebliche Folgen für die Wirtschaftsteilnehmer. Dabei stehen insbesondere die Tätigkeiten der Finanzinvestoren im öffentlichen Rampenlicht. Vor der im Jahre 2007 ansetzenden Finanzkrise haben die Finanzinvestoren in Deutschland durch Übernahmen wie Celanese, Premiere, Chrysler und Boss großes Aufsehen erregt. Das Geschäftsmodell ist aber zugleich von kritischen Stimmen begleitet worden<sup>1</sup>. So wurden Finanzinvestoren insbesondere in Form von Private Equity Gesellschaften aus rechtswissenschaftlicher Perspektive als „Eigenkapitalräuber“<sup>2</sup> bezeichnet, gegen die der Gesetzgeber tätig werden solle. Besonderes Aufsehen in der öffentlichen Diskussion erregte das Beispiel von Permira und Goldman Sachs in Zusammenhang mit Cognis. Die beiden Finanzinvestoren hatten nach relativ kurzer Zeit über kreditfinanzierte Sonderausschüttungen ihr bei der Übernahme eingesetztes Kapital verdoppelt und die Schulden dem noch vor einigen Jahren relativ soliden Unternehmen aufgedrückt<sup>3</sup>. Die prägende Bezeichnung erhielt die Diskussion dann mit dem Begriff der „Heuschrecke“. So äußerte sich *Franz Müntefering*, damaliger SPD-Vorsitzender, zunächst in einer Rede vor seinen Parteigenossen, später dann in einem Zeitungsinterview über die Finanzinvestoren mit folgenden Worten:

„Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter. Gegen diese Form von Kapitalismus kämpfen wir“<sup>4</sup>.

---

1 Vgl. Der Spiegel, 51/2006 mit dem Titel: „Die Gier des großen Geldes – Finanzinvestoren greifen nach deutschen Unternehmen“ mit den beiden ausführlichen Artikeln „Der große Schlussverkauf“ und „Chronik einer Plünderung“.

2 Uwe H. Schneider, Der Spiegel 38/2006, S. 100 f.; ders., AG 2006, 577.

3 Der Spiegel, 51/2006, „Chronik einer Plünderung“.

4 Bild am Sonntag vom 17. April 2005, S. 4.

Auch die Rede des Gewerkschaftsführers *Jennings* auf dem Davos Economic Forum 2006 war in ähnlich scharfem Ton gegen die Finanzinvestoren gerichtet: Die Geschäftsmethode der Private Equity Fonds sei mit den Worten „Buy it, strip it, then flip it“ zu beschreiben. Diesen ginge es nur noch darum, nach dem Erwerb der Zielgesellschaft unter exzessivem Einsatz von Fremdkapital Substanz aus den Zielgesellschaften zu holen. Alles, was sie interessiere, sei die Rendite<sup>5</sup>.

Betrachtet man die Entwicklung der Unternehmen, an denen Finanzinvestoren beteiligt sind, in den letzten fünf Jahren, sind einige dieser Unternehmen tatsächlich unter der Schuldenlast zusammengebrochen, die ihre Finanzinvestoren ihnen zugemutet hatten<sup>6</sup>. Es gibt aber auch Unternehmen, die nach der Übernahme durch Privatinvestoren erfolgreich fortgeführt werden konnten<sup>7</sup>.

Eine abschließende Beurteilung der Frage, ob Finanzinvestoren tatsächlich schädliche Auswirkungen auf die Volkswirtschaft haben, bleibt wirtschaftswissenschaftlichen Diskussionen vorbehalten, auf die hier nur verwiesen werden kann<sup>8</sup>. An dieser Stelle soll lediglich festgehalten werden, dass die volkswirtschaftlichen Einflüsse der Finanzinvestoren nicht endgültig geklärt sind. Erlaubt sei aber die Feststellung, dass die Kritik erfreulicherweise einer sachlicheren Diskussion gewichen ist<sup>9</sup>.

---

5 Zit. nach *Holzner*, S. 32; vgl. auch *Habersack* in FS K. Schmidt, 2009, S. 523.

6 Vgl. insbesondere die Übergabe des Kiekert durch Permira oder Bavaria Yachtbau durch Bain an Hedgefonds; Insolvenz des Zulieferers Edscha und auch die finanziellen Schwierigkeiten von Pro Sieben Sat 1, Hugo Boss und ATU, die Bundesdruckerei, die im Jahr 2000 an Apax veräußert wurde, die das Eigenkapital zurückzog, die Druckerei an einen Treuhänder übergab, welcher 2009 das hochverschuldete Unternehmen an den Staat zurückgab und schließlich die Musikfirma EMI, die unter dem Schuldenberg, den ihm Terra Firma aufgedrückt hat, immer noch mit einer drohenden Pleite kämpft.

7 Als eine Erfolgsgeschichte wird das Beispiel von Wincor Nixdorf erwähnt, das nach dem Verkauf an KKR und Goldman Sachs der Aufstieg zum europäischen Marktführer gelang.

8 Entgegen der oben geäußerten Kritik aus der Politik und den Gewerkschaften stellen bspw. *Shai Bernstein* (Harvard University), *Josh Lerner* (Harvard University and National Bureau of Economic Research (NBER)), *Morten Sørensen* (Columbia University, NBER, Stockholm Institute for Financial Research (SIFR)) und *Per Strömberg* (Stockholm School of Economics, SIFR, NBER und Centre for Economic Policy Research (CEPR)) in ihrer Studie „Private Equity and Industry Performance“ (abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1524829> [Stand Oktober 2010]), in der sie die Auswirkungen der Private Equity Gesellschaften in mehreren Ländern und Industriesektoren auf die Wirtschaftsleistung untersuchen, fest, dass in Sektoren, in denen Private Equity Gesellschaften investiert haben, hinsichtlich der Produktivität und Beschäftigung höhere Wachstumsrate zu verzeichnen waren. Es sei schwierig zu belegen, dass Industriesektoren mit Private-Equity-Beteiligung bei gesamtwirtschaftlichen Abschwüngen anfälliger seien als andere, wobei diese Ergebnisse nicht nur für die „common law Staaten“, sondern auch für kontinentaleuropäische Staaten gelten würden.

9 Zu den Vorhaben auf europäischer Ebene vgl. FAZ vom 18.05.2010: „Hedge-Fonds müssen Anlagestrategie offen legen“.

Die öffentliche Diskussion um die Geschäftspraktiken der Finanzinvestoren hat den deutschen Gesetzgeber zum Tätigwerden veranlasst. Nach langen Diskussionen über die geeigneten legislatorischen Maßnahmen kam es zum Entwurf eines Risikobegrenzungsgesetzes, mit dem unter anderem die Steigerung der Transparenz bezüglich der Beteiligungsstruktur an Aktiengesellschaften bezweckt wurde.

Um zu verstehen, wie es zu den zum Teil heftigen öffentlichen Diskussionen kommen konnte, ist es hilfreich, zunächst in gebotener Kürze auf die Bedeutung der Finanzinvestoren in der Wirtschaft einzugehen, um anschließend den wirtschaftspolitischen Hintergrund und die Reaktion des Gesetzgebers darzustellen.

## II. Zur Bedeutung von Finanzinvestoren

Insbesondere vor der im Jahr 2007 einsetzenden Finanzkrise waren die zum Teil mit mehreren Milliarden ausgestatteten Finanzinvestoren (vor allem in Form von Private Equity Gesellschaften und Hedge Fonds) sehr aktiv. Besonders eindrucksvoll lässt sich die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Branche dadurch belegen, dass im Jahre 2006 das Transaktionsvolumen von erfolgten Übernahmen durch Private Equity Gesellschaften erstmals größer war als der öffentliche Kapitalmarkt<sup>10</sup>. Die Ende 2007 einsetzende Finanzkrise hatte jedoch erhebliche Auswirkungen auf das Geschäftsmodell der Finanzinvestoren. Insbesondere die entstandene Kreditklemme wirkte sich sehr negativ aus<sup>11</sup>. Während die Übernahmen durch Finanzinvestoren im Jahr 2007 einen Umfang von beinahe 800 Milliarden Dollar hatten, betrug der Umfang der Übernahmen 2009 nur noch 128 Milliarden Dollar. Noch zu Beginn des Jahres 2010 hieß es, dass es um die Finanzinvestoren „still geworden“ sei<sup>12</sup>. Bereits neue Übernahmegerüchte belegen allerdings, dass Finanzinvestoren weiterhin aktiv sind<sup>13</sup>. Auf lange Sicht wird sogar tendenziell eine Erholung erwartet, welche sich auch in den Übernahmen bestätigt<sup>14</sup>. Dies

---

10 Vgl. Ernst&Young, Private Equity Markt in Deutschland 2006, S. 3.

11 Vgl. Feldhaus in Feldhaus/Veith, Frankfurter Kommentar zu Private Equity, Kap. 1 Rn. 46.

12 Die Süddeutsche Zeitung bezeichnet in einer Zwischenbilanz die „Heuschrecken“ als „Gezähmte Vielfraße“, vgl. Süddeutsche vom 31. März 2010, S. 30.

13 Vgl. Financial Times Deutschland vom 11.02.2010, „Finanzinvestoren haben wieder richtig Hunger“ und vom 06.08.2010, „Die Heuschrecken sind zurück“; Kapitalmarkt-Report, AG 2010, R435 f.; vgl. auch Ernst&Young, Private Equity Survey 2009, S. 8.

14 Vgl. Boerse.Express, „Finanzinvestoren wagen wieder mehr große Übernahmen“, in der unter anderem über den Kauf von Tomkins durch ein Konsortium um die kanadische Beteiligungsgesellschaft Onex in Höhe von 3,51 Mrd. Euro und vom Kauf des Schweizer Telekommunikationskonzerns Sunrise durch CVC für 2,56 Mrd. Euro berichtet wird (abrufbar unter <http://www.boerse-express.com/pages/914696> [Stand Oktober 2010]); weitere deutliche Anzeichen für eine Erholung der Branche kommen insbesondere aus den USA mit dem Börsengang der Private

wiederum belegt, dass das Thema keinesfalls an Brisanz verloren hat, sondern die schwer angeschlagene Branche der Finanzinvestoren weiterhin aktiv ist<sup>15</sup>.

### III. Wirtschaftspolitischer Hintergrund

Das Geschäftsmodell der Finanzinvestoren hatte auch Auswirkungen auf das Verhältnis zwischen den Gesellschaften und ihren Aktionären. Zur besseren Verdeutlichung der Lage, die letztendlich den Gesetzgeber zum Tätigwerden veranlasste, ist es hilfreich, auf diese Veränderungen und den dadurch ausgelösten Strukturwandel des Gesellschafts-Aktionär-Verhältnisses näher einzugehen. Dadurch ist es auch möglich, die Ziele, die der Gesetzgeber mit dem Risikobegrenzungs-gesetz in Bezug auf Finanzinvestoren bezweckt hat, besser zu verstehen. Auf die damit gewonnenen Erkenntnisse wird dann im weiteren Verlauf der Untersuchung Bezug genommen.

#### 1. Das Modell „Deutschland AG“

Wirft man einen kurzen Blick in die Geschichte der deutschen Wirtschaftsstruktur, so fällt auf, dass sie von Kartellbildungen und Unternehmenskooperationen geprägt war<sup>16</sup>. Nach dem Zweiten Weltkrieg stellte sich ein Konzept des „organisierten Kapitalismus“ heraus<sup>17</sup>. Typisch für dieses Konzept waren gegenseitige

---

Equity Gesellschaft Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR), aber auch durch Milliarden-deals wie die Übernahme des US-Gesundheitsdienstleisters Multiplan für 3,1 Mrd. Dollar durch BC Partners mit dem US-Investor Silver Lake, die Übernahme von NBTY, einem Hersteller von Nahrungsergänzungsmitteln, durch Carlyle und der Erwerb des australischen Krankenhausbetreibers Healthscope für 1,8 Mrd. Euro gemeinsam mit dem US-Investor TPG und schließlich die Übernahme des belgischen Windelherstellers Oxtex durch TPG und Goldman Sachs für 1,2 Mrd. Euro.

- 15 Vgl. jüngst den Versuch des Hedge-Fonds Elliott Advisors, den Schweizer Konzern Actelion zu übernehmen, Financial Times Deutschland, 24.03.2011, Agenda: „Wie ein Troublemaker über einen Biotechkonzern herfällt“. Darin wird die typische Konfliktsituation zwischen langfristiger Unternehmensstrategie und kurzfristigem Profitdenken folgendermaßen beschrieben:

„[...] Bei Actelion prallen zwei Welten aufeinander: auf der einen Seite Clozel und seine Forscher, die langfristig denken. "Apple hätte 20-mal verkauft werden können. Dann hätten die Aktionäre aber auf gehörig Upside verzichtet", sagt der Firmenchef.

Auf der anderen Seite: die Investoren von der New Yorker Fifth Avenue. Der 1977 von Paul Singer mit einem Kapital von 1 Mio. Dollar gestartete Fonds verfügt heute über ein verwaltetes Vermögen von 17 Mrd. Dollar. Elliotts Ziel ist simpel: Actelion soll einen Verkauf der Firma an einen großen Pharmakonzern prüfen. [...]“.

- 16 Windolf, „Die neuen Eigentümer“ in Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 9 ff.

- 17 So eingehend Winkler in seinem Aufsatz „Einleitende Bemerkungen zu Hilferdings Theorie des Organisierten Kapitalismus“ aus dem Sammelband „Organisierter Kapitalismus“, S. 9 ff.

Beteiligungen von Banken, Großversicherungen und der Großindustrie. Die Kapitalbeteiligung wurde begleitet von einer personellen Verflechtung, die dadurch entstand, dass sich die Großbanken ihre Kapitalbeteiligungen an der Großindustrie durch zahlreiche Über-Kreuz-Aufsichtsratssitze „vergüten“ ließen. Zugleich nahmen sie die Ausübung von Stimmrechten aufgrund des Depotstimmrechts wahr, weil der einzelne Aktionär zum einen desinteressiert war an der Ausübung der Verwaltungsrechte und zum anderen die vorhandenen Publikumsaktien bei vielen Kleinaktionären („Volksaktien“, „Volkskapitalismus“) breit gestreut waren. Diese wirtschaftliche und personelle Verflechtung führte zwangsläufig zu engen geschäftlichen und personellen „Beziehungen“ zwischen Banken und Industrieunternehmen<sup>18</sup>. Man sprach bei diesem koalitionsähnlich verschachtelten Netzwerk von der „Deutschland AG“.

Das Modell der „Deutschland AG“ war gekennzeichnet durch die zentrale Stellung der Großbanken (und Großversicherungen) mit gegenseitigen Verflechtungen und durch die Bevorzugung der Unternehmensfinanzierung durch Hausbankkredite sowie Selbstfinanzierung anstelle von offener Kapitalbeschaffung durch Aktienkapitalerhöhungen an der Börse oder Aufnahme von Anleihen am Kapitalmarkt (Investmentgesellschaften). Man sprach insoweit von einem „Manager-Kapitalismus“<sup>19</sup>, in dem die untereinander durch Anteilsbesitz und Personalverflechtung vernetzten Mitglieder der Führungsebenen weitgehend autonom die Geschicke der Unternehmen bestimmen konnten. Die Kontrolle der Manager durch Außenstehende oder fremde Aktionäre war wegen der breiten Streuung der Aktien („Volkskapitalismus“) einerseits und des Depot-Stimmrechts der Banken andererseits sowie durch die vielfach geübte Praxis der Stimmrechtsbeschränkungen oder der Ausgabe von Vorzugsaktien oder stimmrechtslosen Aktien etc. kaum effektiv oder für die Manager „gefährlich“<sup>20</sup>.

## 2. Anglo-amerikanische Aktionärskultur

Die Kritik an Finanzinvestoren richtete sich hauptsächlich gegen jene aus dem anglo-amerikanischen Raum. Im Zusammenhang mit dem wirtschaftlichen Hintergrund ist es daher hilfreich, auf die anglo-amerikanische Aktionärskultur einzugehen.

---

18 *Himmelmann*: Wandlung des „Modells Deutschland“ zur „Shareholder-Gesellschaft“ – Die „Deutschland AG“ im Prozess der Globalisierung/Internationalisierung Ansatzpunkte einer politischen Wirtschafts- und Gesellschaftslehre, S. 19 ff., abrufbar unter: <http://www.tu-braunschweig.de/Medien-DB/isw/wandlung-des-modells-deutschland.pdf> [Stand Oktober 2010].

19 So bereits *Burnham* im Jahre 1949 in seinem Buch „Das Regime der Manager“.

20 Vgl. *Himmelmann*, aaO, S. 22 f.