

**Stellungnahme des  
Deutschen Gewerkschaftsbundes (DGB)  
zum Gesetzentwurf der  
Bundesregierung  
„Entwurf eines Gesetzes zur  
Begrenzung der mit Finanzinvestitionen  
verbundenen Risiken  
(Risikobegrenzungsgesetz)“  
Drucksache 16/7438**

**anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses  
des Deutschen Bundestages am Mittwoch, 23. Januar 2008  
Beginn: 11.30 Uhr im Reichstagsgebäude in Berlin**

**Berlin, 23. Januar 2008**



## **1. Allgemeine Bewertung**

Private-Equity-Fonds können klein- und mittelständische Unternehmen aus Liquiditätskrisen befreien. Diese Liquiditätsprobleme sind jedoch keinem allgemeinen Kapitalmangel geschuldet. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank lag die Innenfinanzierung deutscher Unternehmen 2005 bei fast 90 %. Dies war der höchste Wert seit der Deutschen Einheit. Die erwirtschafteten Mittel sind höher als die Ausgaben für Sachinvestitionen. Die Liquiditätsprobleme resultieren vielmehr aus einem spezifisch klein- und mittelständischen Unternehmen betreffenden Marktversagen. Die öffentliche und private Kreditversorgung bleibt, trotz ausreichender Mittel, für diese Unternehmen defizitär. Folglich können alternative Finanzinvestoren unter den aktuellen Bedingungen Insolvenzen verhindern. Zudem können sie mit Hilfe eines erfahrenen Managementteams das operative Geschäft des übernommenen Unternehmens verbessern. Ein höherer Fremdkapitalanteil diszipliniert das Management.

Diesen vermeintlichen Vorteilen stehen hohe Risiken gegenüber. Der hohe Renditedruck, die Kurzfristorientierung und die Verschuldungspraxis der Branche gefährden Arbeitsplätze, erhöhen den Lohndruck und verschlechtern die Arbeitsbedingungen vieler Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer. Stabile und langfristige Finanzierungsbeziehungen sind zudem ein wesentliches Element einer qualitativ hochwertigen Industrieproduktion. Diese Stabilität wird durch die Finanzierungspraktiken der Branche unterlaufen.

Das Private-Equity-Konzept sieht vor, dass Firmen nur für eine bestimmte Zeitdauer im Portfolio gehalten werden. Anschließend werden sie an andere Anlagefirmen, Industrieunternehmen oder an der Börse verkauft. Das Wachstum der Private-Equity-Branche basiert in den letzten Jahren auf einer Zunahme der Leveraged Buy Outs (LBOs). Dadurch erhöhte sich die Verschuldung. Der durchschnittliche Eigenkapitalanteil der Branche liegt gegenwärtig bei nur 7 %. Schlechte Geschäftsergebnisse führen bei hoher Schuldenlast schnell zum Bankrott. Bei 23 % aller im Portfolio gehaltenen Unternehmen entstand 2006 ein Totalverlust. Umgekehrt können bei guten Geschäftsergebnissen aufgrund des geringen Eigenkapitaleinsatzes sehr hohe Renditen erzielt werden. Dieser Unterschied zwischen dem Anlageerfolg des Fondmanagers und dem Geschäftserfolg des einzelnen Unternehmens führt zu Verwerfungen. Bei einigen gut laufenden Investitionen ist im Extremfall das Überleben vieler Firmen im Portfolio entbehrlich. Folglich ist das Risiko der Fonds diversifiziert. Das Eingehen hoher Risiken wird zur Grundlage des Geschäftserfolgs. Es gibt keine Interessensidentität zwischen den PE-Anlegern und den übernommenen Firmen. Das Investoreninteresse und volkswirtschaftliche Interessen weichen stark voneinander ab.

Diese Risiken schuldenfinanzierter Unternehmensübernahmen (LBOs) überwiegen aus gewerkschaftlicher Sicht gegenüber den ökonomischen Vorteilen der Bereitstellung von Beteiligungskapital. Besagte Risiken können aber nationalstaatlich eingegrenzt werden. Nachfolgend werden die Risikobegrenzungsvorschläge des Referentenentwurfes bewertet und um eigene Forderungen ergänzt.

## **2. Informations- und Beteiligungsrechte**

Die im Referentenentwurf vorgesehenen Informationspflichten des Unternehmens gegenüber dem Wirtschaftsausschuss bzw. dem Betriebsrat sind zu begrüßen, sie sind jedoch bei Weitem nicht ausreichend. Angesichts des attraktiven Regelungsrahmens für Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften und sonstigen Beteiligungsgesellschaften im Rahmen des beabsichtigten Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen müssen die Betriebsräte und Aufsichtsräte, in diese doch eher riskanten Beteiligungen von Anfang an mit einbezogen werden, damit sie die Interessen der Belegschaften im Prozess der Unternehmensübernahme angemessen vertreten können. Im Falle einer Unternehmensübernahme ist es für die Beschäftigten wichtig, dass alle Vorgänge transparent gestaltet werden. Nur so werden Ängste vermieden und es können sachgerechte Entscheidungen getroffen werden. Deshalb ist Transparenz ein gewerkschaftliches Ziel bei Unternehmensübernahmen; Betriebsrat und Aufsichtsrat müssen über ausreichende Informations- und Beratungsrechte verfügen, um sach- und interessengerechte Entscheidungen treffen zu können. Dazu gehört einerseits auch die Verpflichtung der Unternehmen die Investorerklärung (§ 27 WpÜG-Entwurf) an den Betriebsrat und Aufsichtsrat unverzüglich nach Erhalt weiterzuleiten, sowie andererseits das Recht des Betriebsrats und Aufsichtsrats das Unternehmen aufzufordern eine solche Erklärung einzuholen.

Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), das für börsennotierte Unternehmen gilt, enthält eine Reihe von Informations- und Stellungnahmerechten der Betriebsräte und Aufsichtsräte, die im Risikobeteiligungsgesetz analog für nichtbörsennotierte Unternehmen aufgenommen werden sollten.

So hat der Bieter unverzüglich nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage im Internet bzw. Börsenpflichtblatt diese dem Vorstand der Zielgesellschaft zu übermitteln. Dieser wiederum hat die Angebotsunterlage unverzüglich dem Betriebsrat oder, sofern ein solcher nicht besteht, unmittelbar den Arbeitnehmern zu übermitteln. Darüber hinaus haben der Vorstand und der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft, jeder für sich, die Pflicht eine Stellungnahme zu dem Angebot abzugeben. Übermittelt der zuständige Betriebsrat dem Vorstand der Zielgesellschaft eine Stellungnahme zu dem Angebot, hat der Vorstand diese seiner Stellungnahme beizufügen.

Dieser im WpÜG festgelegte Übernahmeprozess ist auch im Risikobegrenzungs-gesetz festzuschreiben. Eine Unterscheidung der Rechte der Belegschaften im Falle einer Unternehmensübernahme zwischen börsennotierten Unternehmen und nichtbörsennotierten Unternehmen ist nicht schlüssig und auch der Referentenentwurf stellt in seiner Begründung unter II. Ziff. 6. fest, „Die Belegschaft nichtbörsennotierter Unternehmen sollte jedoch in gleicher Weise darüber informiert werden, wenn sich die Kontrolle über das Unternehmen ändert“.

Unseres Erachtens spricht daher nichts dagegen, § 613a auch auf eine Änderung der Eigentumsverhältnisse im Unternehmen anzuwenden. Bei einer Übernahme von min. 30 % der Unternehmensanteile könnte eine Anwendung des § 613a Abs. 4 - 6 vorgesehen werden, mit dem entsprechenden Kündigungsschutz, den Informationspflichten und dem Widerspruchsrecht der Beschäftigten. Absätze 1 - 3 passen nicht.

Darüber hinaus ist der Betriebsrat schon bei Beginn der Verkaufsverhandlungen einzuschalten, mit dem Recht, entsprechende Gespräche mit den am Erwerb Interessierten zu führen. Ein Verkauf sollte erst dann stattfinden können, wenn der Betriebsrat anhand der erforderlichen Unterlagen informiert und ausreichend Zeit hat, seine Stellungnahme abzugeben. Dieses beinhaltet auch das Recht, mit dem bisherigen Eigentümer/Betriebsinhaber die Situation zu erörtern.

Ferner fordert der Deutsche Gewerkschaftsbund (DGB) die Konkretisierung der Mitbestimmungsrechte der Betriebsverfassungsorgane in dem von der Übernahmerichtlinie (Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004) vorgegebenen Rahmen (vgl. Erwägungsgrund Nr. 23 der Übernahmerichtlinie: „Information und Konsultation der Arbeitnehmervertreter der Bieter- sowie der Zielgesellschaft sollten durch einschlägige Bestimmungen geregelt werden...“) durch Erweiterung/Konkretisierung des beispielhaften Katalogs in § 111 BetrVG oder durch Einfügung eines neuen § 111a BetrVG.

Durch die Aufnahme der Unternehmensübernahme in den Katalog des § 111 Satz 3 BetrVG würde die Unternehmensübernahme als Betriebsänderung fingiert („Als Betriebsänderung im Sinne des Satzes 1 gelten ...“). Dies ist damit zu begründen, dass Unternehmensübernahmen häufig mit erheblichen wirtschaftlichen Folgen verbunden sind, wie die Schließung von Standorten, die Verlagerung oder der Verkauf einzelner Gesellschaften oder von Betriebsteilen, Personalabbau oder Personalverlagerung. Es geht darum, den Begriff „Betriebsänderung“ zu erweitern und zu präzisieren; über die bisherige Praxis hinaus soll die Unternehmensübernahme darin einbezogen werden. Durch die darin liegende Verstärkung der sozialpolitischen Komponente ist die unternehmerische Freiheit als solche unangetastet und gibt gleichzeitig den Betriebsräten ein taugliches Instrument an die Hand, um Unternehmensübernahmen im Interesse der Belegschaft zu flankieren. Schließlich sollten Sanktionen bei Pflichtverstößen des Unternehmens im Übernahmeprozess festgelegt werden.

Die gewachsene Kapitalmarktorientierung der Unternehmen erfordert gleichzeitig einen gesetzlichen Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte für die Aufsichtsräte, indem Unternehmensübernahmen als zustimmungspflichtige Geschäfte aufgenommen werden. Denn die Praxis zeigt, dass die Zustimmungskataloge der Aufsichtsräte häufig zu knapp ausgestaltet sind. Nur mit gesetzlichen inhaltlichen Vorgaben zur Ausgestaltung der Kataloge lassen sich die Auswirkungen des Kapitalinteresses, gerade im Falle von Unternehmensübernahmen, begrenzen.

### **3. Rekapitalisierung gesetzlich regulieren**

Ein zentrales Problem der Geschäftspraxis von Private-Equity-Unternehmen ist die Ausschüttung schuldenfinanzierter Sonderdividenden an die neuen Eigentümer. Dadurch wird die Investitionstätigkeit der Zielunternehmen beeinträchtigt und die Kreditausfallraten steigen. Firmen mit hohen Barbeständen investieren hingegen mehr, wachsen schneller und stecken mehr Geld in Forschung, Entwicklung und Innovation. Die finanzielle Ausplünderung von Unternehmen muss künftig unterbunden werden. Folglich sollten kreditfinanzierte Sonderausschüttungen gesetzlich untersagt werden. Ergänzend kann durch Mindesteigenkapitalvorschriften der Erhalt des Eigenkapitals der Zielgesellschaft sichergestellt werden.

#### **4. Höhere Risikogewichtung der Kreditfinanzierung**

Stark schuldenfinanzierte Unternehmensübernahmen gefährden eine nachhaltige Unternehmensentwicklung. Diese Praxis kann durch nationale Zusatzregeln im Rahmen von Basel II eingegrenzt werden. Basel II sieht für Aktieneinlagen den Risikogewichtungsfaktor Drei vor. Für stark risikobehaftete Kredite an Private-Equity-Fonds wäre ein Faktor Fünf oder höher denkbar. Die so höher gewichtete Forderung muss dann, den Baselregeln folgend, mit 8 % Prozent Eigenkapital unterlegt werden. Durch die höhere Risikoprämie verteuert sich der Bau von Schuldenpyramiden. Dadurch werden konservative Finanzierungsstrategien privilegiert.

#### **5. Goldene Aktien**

Goldene Aktien schaffen Spielräume für nachhaltige Investitionsstrategien. Sie sind Sand ins Getriebe der Kurzfristigkeit. Ein Doppelstimmrecht für Aktionäre und/oder die Bindung des Stimmrechts an die Haltedauer sind mögliche Optionen der Operationalisierung. Auch dies ist ein Schutz vor aggressiven Investorenstrategien der Fondindustrie und eine Form der Risikobegrenzung.

#### **6. Anlagegrenzen in PE für Pensionsfonds und Versicherungen**

Die bestehenden Anlagegrenzen dürfen nicht aufgeweicht werden. Die Sinnhaftigkeit einer Verschärfung der gegenwärtigen Anlagegrenzen ist zu prüfen.

#### **7. Transparenz**

##### **7.1 Acting in Concert**

Das Vorhaben die Vorschriften zum acting in concert in WpHG und WpÜG zu konkretisieren und auf weitere Sachverhalte - die Fälle des Parallelkaufs von Aktien und die Abstimmung im Vorfeld der Hauptversammlung - auszudehnen wird ausdrücklich begrüßt. Die Präzisierung der Fälle im Hinblick auf eine dauerhafte und erhebliche Beeinflussung dient darüber hinaus der Rechtssicherheit.

Problematisch bleibt dagegen die Beweisführung hinsichtlich eines abgestimmten Verhaltens, insbesondere auch bezüglich der Dauerhaftigkeit eines gemeinsamen Vorgehens. Sinnvoll wäre hier, eine Beweislastumkehr zu Lasten der Investoren, die bei einer gemeinsamen Stimmrechtsausübung oder beim faktisch gemeinsamen Vorgehen darlegen müssten, so dass sie keinen gemeinsamen Absprachen folgen. Alternativ wäre die Einfügung einer widerleglichen Vermutung möglich. Diese könnte sich, um eine Abschreckung von Investitionen zu verhindern, auf bestimmte Indizien beschränken - z. B. Sonderausschüttungen, Vertrauensentzug gegenüber Organmitgliedern oder gemeinsames Abstimmen zu mehr als einem Tagesordnungspunkt auf einer Hauptversammlung bzw. gemeinsames Abstimmen bei zwei aufeinander folgenden Hauptversammlungen.

Im Hinblick auf die Vermeidung gesellschaftsschädigender Sonderausschüttungen wäre eine Ausdehnung des Tatbestandes des acting in concert auf gesellschaftsrechtliche Tatbestände, durch eine ausdrückliche Aufnahme in § 117 AktG zu erwägen. Dies könnte dazu beitragen die Lücke zu schließen, die sich dadurch auftut, dass für aktivistische Minderheitsaktionäre das schützende Konzernrecht nicht greift.

## **7.2    Transparenz von Kapitalmarktbewegungen**

Begrüßt wird auch die mit den vorgesehenen Änderungen bezweckte Verbesserung der Transparenz von Kapitalmarktbewegungen. Der DGB hält jedoch eine Meldeschwelle von 5 % für angemessen, wie im US-amerikanischen Securities Exchange Act geregelt. Die Änderungen des § 27 WpHG hinsichtlich der Offenlegung der mit einem Erwerb von Stimmrechten verfolgten Ziele und bezüglich der Herkunft der dazu verwendeten Mittel dient der besseren Beurteilung der eigenen Anlegerschaft durch die Unternehmen, und es ermöglicht Shareholdern wie Stakeholdern ihren Beitrag an der Gesellschaft richtig abzuwägen. Notwendig wäre allerdings ein wirksamer Sanktionsmechanismus öffentlich-rechtlicher oder zivilrechtlicher Natur im Falle des späteren Abweichens von der Erklärung.

Außerdem wäre neben den bereits geplanten Änderungen als Maßnahme gegen ein so genanntes „Anschleichen“ eine weitere Absenkung der Meldepflichten auf 1 % der Stimmrechte an einem Emittenten sinnvoll.

## **7.3    Financial Assistance**

Im Sinne eines Schutzes eines betroffenen Unternehmens sowie im Sinne des Schutzes der Gläubiger und Arbeitnehmer des Unternehmens gerade im Falle eines Leveraged Buy Out wäre eine Ausdehnung des Verbots der „financial assistance“ des § 71a AktG auf die GmbH und andere Rechtsformen sowie weitergehend als bisher auf den Vertragskonzern zu fordern. Durch das Verbot wären exzessive, nicht marktübliche vor und nach einer Übernahme erfolgenden Darlehen der Zielgesellschaft an die Erwerbengesellschaft erfasst, die nur der Refinanzierung des Erwerbs dienen. Andere Finanzierungsformen, z. B. Cash Pooling, wären dagegen nicht erfasst.

## **7.4    Weitere Erwägungen**

Erwägenswert als Ergänzung zu einer Beweiserleichterung im Rahmen des „acting in concert“ wäre, die Ausdehnung der Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots, über das Erreichen von 30 % bezogen auf die Stimmrechte oder das Kapital hinaus auch auf durch institutionelle Investoren erreichte relative so genannte Hauptversammlungsmehrheiten. Außerdem wäre über die Einführung von Präsenzboni zur Stärkung der Teilnahme an Hauptversammlungen nachzudenken.