

Stellungnahme

Prof. Dr. Heinz-J. Bontrup

Fachhochschule Gelsenkirchen, Fachbereich Wirtschaftsrecht

zum Gesetzentwurf der Bundesregierung –Drucksache 16/1003 – „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz)“

1. Gesetzgeberische Ziele des „Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes“

Mit dem von der Bundesregierung vorgelegten Gesetzesentwurf („Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz“) muss die „EU-Übernahmerichtlinie“ aus dem Jahr 2004 gemäß Art. 21 Abs. 1 spätestens bis zum 20. Mai in nationales Recht umgesetzt werden.

In der EU wurde bisher das Gesetzgebungsverfahren nur in Dänemark abgeschlossen.

Allgemeines Ziel des Gesetzes ist es, Rahmenbedingungen bei Unternehmensübernahmen und öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren von Kapitalgesellschaften (AG und KGaA) nicht nur auf nationaler Ebene, sondern auch auf grenzüberschreitender europäischer Ebene zu schaffen.

Da das deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) – in Kraft seit dem 1. Januar 2002 – bislang nur bei Zielgesellschaften mit Sitz im Inland anwendbar ist, soll es künftig auch bei Übernahmen von Zielgesellschaften mit Sitz im europäischen Ausland gelten. Die bestehenden rechtlichen Möglichkeiten für Vorstand und Aufsichtsrat einer Zielgesellschaft, eine Übernahme abzuwehren, bleiben dabei erhalten. Ebenso gelten die zulässigen satzungsmäßigen und vertraglichen Stimmrechts- und Übertragungsbeschränkungen weiter. Den Gesellschaften wird jedoch die Möglichkeit eingeräumt, freiwillig auf die Abwehrmöglichkeiten zu verzichten. Im Anschluss an ein erfolgreiches Übernahmeverfahren wird dem Bieter die Möglichkeit eingeräumt, die übrigen Aktionäre auszuschließen („squeeze out“). Der Minderheitsaktionär soll seinerseits das Recht

erhalten, seine Aktien dem erfolgreichen Bieter anzudienen („sell out“). Der Gesetzesentwurf sieht ebenso eine Angleichung der Ermittlungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht an die in anderen Bereichen der Finanzmarktaufsicht bestehenden Befugnisse vor. Über die Umsetzung der Übernahmerichtlinie hinaus enthält der Gesetzesentwurf eine Reform der Veröffentlichungsvorschriften.

Um dies rechtlich umzusetzen, werden die wesentlichen Änderungen im (WpÜG) vorgenommen. Außerdem sind folgende Gesetze betroffen:

- a) WpÜG-Angebotsverordnung
- b) Handelsgesetzbuch
- c) Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch
- d) Aktiengesetz
- e) Gerichtskostengesetz
- f) Rechtsanwaltsvergütungsgesetz

Im Folgenden soll der von der Bundesregierung vorgelegte Gesetzesentwurf vor dem Hintergrund der Problematik von Unternehmensübernahmen (Fusionen) im Allgemeinen und im Besonderen anhand der Gesetzesschwerpunkte Anwendungsbereich, Informationspflichten, Angebotsunterlagen, Bieterwettbewerb und Verhinderungsverbot beurteilt werden.

2. Unternehmenskonzentration und ihre Problematik bezüglich des geplanten „Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes“

Bevor auf das eigentliche „Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz“ eingegangen wird, sei zunächst darauf hingewiesen, warum es überhaupt zu – „friedlichen“ und auch „feindlichen“¹ – Unternehmensübernahmen kommt. Die Antwort lautet dabei nicht, um die Bevölkerung besser mit hochqualitativen Produkten zu niedrigsten Preisen zu versorgen? Ein solcher Altruismus ist allenfalls eine naive ökonomische Vorstellung, genauso wie die Mär von einer „Konsumentensouveränität“, bei der als oberster Herrscher auf den Märkten der Nachfrager

¹ Die feindlichen Übernahmen von Mannesmann/Vodafone oder Sanofi/Aventis und der Fall einer drohenden feindlichen Übernahme von Schering durch den Konkurrenten Merck, die in letzter Minute durch den „weißen Ritter“ Bayer AG abgewendet und in eine quasi „friedliche“ Übernahme umgewandelt wurde, sind nur ein paar wenige spektakuläre jüngste Fälle.

entscheidet, welche Waren produziert, angeboten und verkauft werden und sich das produzierende Unternehmen dem zu unterwerfen habe. „In Wirklichkeit setzen die Unternehmen alles daran, Preise nach eigenem Belieben festzusetzen und künstlich Nachfrage nach ihren Gütern zu schaffen. Zu diesem Zweck nutzen sie das gesamte Instrumentarium der Monopol- und Oligopolbildung, der Produktgestaltung und –differenzierung, der Werbung und sonstiger Methoden der Verkaufs- und Handelsförderung.“²

Durch den Aufkauf oder Unternehmenszusammenschluss wird heute in der Regel eine Konzentration auf das sog. unternehmerische „Kerngeschäft“ angestrebt, das auch den Verkauf von Tochterunternehmen innerhalb eines Konzerns oder den Verkauf von Unternehmensteilen nach sich ziehen kann. Dabei soll im Außenverhältnis des aufkaufenden Unternehmens eine höhere Profitabilität durch eine gesteigerte Marktmacht auf den Beschaffungsmärkten (Nachfragemacht) und den Absatzmärkten (Angebotsmacht) erzielt werden. In Mitleidenschaft gezogen werden dadurch die Lieferanten und Kunden. Gleichzeitig zielt die Politik der Unternehmensübernahme im Innenverhältnis auf ein verschärftes Kostenmanagement, auf ein Heben von Übernahme-Synergien zu Lasten der Arbeitnehmer ab. Hierdurch verlieren viele Beschäftigte ihre Arbeitsplätze und selbst im „günstigsten“ Fall haben sie mit Lohn- und Gehaltskürzungen sowie mit verschlechterten Arbeitsbedingungen zu rechnen. Auch werden die Wirtschaftsregionen durch zunehmende Arbeitslosigkeit und eine Abnahme an Kaufkraft sowie Steuerausfälle negativ tangiert.

In den letzten 20 Jahren gab es in diesem Kontext drei weltweite Fusionswellen.³ Die erste Welle fand in den 1980er Jahren im Zeichen der Herausbildung ‚nationaler Champions‘ angesichts zunehmender internationaler Konkurrenz statt. Angeheizt wurde diese Entwicklung seit etwa Mitte der 1970er Jahre durch einen allgemeinen Paradigmenwechsel in Richtung einer verstärkt neoliberal – einseitig kapital- und angebotsorientiert – ausgerichteten Wirtschaftspolitik. Von der Politik initiierte und zu verantwortende Globalisierungs- und Europäisierungsprozesse, u.a. im Zuge der Wirtschaftsunion (Binnenmarkt 1992), waren dabei erste Katalysatoren. Die zweite Fusionswelle fand in den 1990er Jahren statt. Hier kumulierten mehrere weltweite Ereignisse, die die Unternehmensübernahmen drastisch ansteigen ließen. So nahm das weltweite Transaktionsvolumen von 473 Milliarden US-Dollar

² Galbraith, John Kenneth, Die Ökonomie des unschuldigen Betrugs. Vom Realitätsverlust der heutigen Wirtschaft, München 2005, S. 28.

³ Vgl. Huffschnid, Jörg, Die dritte Fusionswelle, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, Heft 12/2005, S. 1.514 - 1.516.

im Jahr 1990 auf 4.000 Milliarden US-Dollar im Jahr 2000 um das 8,4-fache kontinuierlich zu.⁴ Der Zusammenbruch der Sowjetunion und in Folge die Öffnung der Ostmärkte inkl. der deutschen Wiedervereinigung, die „Europäische Währungsunion“ sowie technologische Veränderungen, insbesondere im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie, führten zu einem weltweiten Zusammenwachsen der Märkte, insbesondere der gleichzeitig liberalisierten Finanzmärkte.⁵ „Die explosionsartige Entwicklung der Finanzmärkte in den 1990er Jahren ist dabei aber nicht das Ergebnis zunehmender Finanzierungsbedürfnisse des Unternehmenssektors, sondern Ausdruck überschüssigen Kapitals, das nicht produktiv investiert, sondern auf den Finanzmärkten angelegt wird. Die Investitionsquote in den OECD-Ländern nahm überwiegend nicht zu, sondern ab: In der EU von 24,0 Prozent in den Sechzigern auf 20,2 Prozent in den neunziger Jahren, in Japan von 35,5 Prozent auf 28,3 Prozent; nur in den USA lag die Quote in den neunziger Jahren mit 18,2 Prozent zwar niedriger als in den beiden anderen Blöcken, aber genau so hoch wie in den sechziger Jahren.“⁶

Beschleunigt wurde der Unternehmensübernahmeprozess auch durch Liberalisierungen zuvor als „natürliche Monopole“ ausgesteuerter Bereiche der öffentlichen Daseinsfürsorge auf dem Gebiet der Telekommunikation und Energiewirtschaft. In diesen Sektoren sind enorme Konzentrationsprozesse mit negativen ökonomischen und gesellschaftlichen Folgen zu beobachten.⁷ Die Monopolkommission betrachtet allein in der Elektrizitätswirtschaft die Unternehmensübernahmen und Fusionen nach der Aufhebung der Gebietsmonopole mit großer Sorge. Sowohl auf der Ebene der horizontalen als auch der vertikalen Marktstruktur hat sich nach der Liberalisierung, die angeblich zu Wettbewerb auf den Strommärkten führen sollte, eine Marktmacht herausgebildet, die sich in keiner Weise von der Macht der zuvor gegebenen Gebietsmonopolisten unterscheidet.⁸

Mit dem Zusammenbruch der sog. „New Economy“ im Frühjahr 2000 und dem Platzen der aufgebauten Spekulationsblase fand dann die zweite Fusionswelle ein abruptes Ende. „Die Kurse auf den Aktienmärkten halbierten sich innerhalb weniger Monate, und der Umfang der

⁴ Vgl. Bundeskartellamt (Hrsg.), Unsere Tätigkeit in den Jahren 1999 und 2000, Bonn 2001, S. 6.

⁵ Vgl. Huffs Schmid, Jörg, Politische Ökonomie der Finanzmärkte, 2. Aufl., Hamburg 2002.

⁶ Huffs Schmid, Jörg, Soziale Gestaltung der Weltwirtschaft, Herausgegeben vom IG Metall Vorstand in der Schriftenreihe „Wirtschaft-Technologie-Umwelt“, Februar 2001, S. 4.

⁷ Vgl. Lippert, Inge, Öffentliche Dienstleistungen unter EU-Einfluss. Liberalisierung-Privatisierung-Restrukturierung-Regulierung, Berlin 2005.

⁸ Vgl. Monopolkommission (Hrsg.), XV. Hauptgutachten 2002/2003 – Wettbewerbspolitik im Schatten „Nationaler Champions, BT Drs. 15/3610, S. 446f.

Unternehmenstransaktionen lag 2002 bei knapp 40 Prozent des Jahres 2000. Mittlerweile haben die Finanzmärkte sich erholt, die Kurse sind wieder gestiegen, liegen aber immer noch weit unterhalb ihres Rekordniveaus. Der Dollarwert der Fusionen hat sich 2005 jedoch gegenüber 2002 bereits mehr als verdoppelt und fast die Rekordhöhe des Jahres 2000 erreicht“⁹

Fusionen/Übernahmen mit deutscher Beteiligung

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Anzahl der Fusionen insgesamt	1.577	1.773	1.900	2.045	1.845	1.972	2.173	1.671	1.174	1.305	1.016
davon grenzüberschreitend	788	763	967	1.045	946	1.025	1.107	755	558	683	597
= Prozent	50	43	50	51	51	55	51	45	47	52	59
Wert der Übernahmen in Mrd. €	30	34	76	201	195	461*	160	88	75	87	158

Quelle: M&A International, * davon 190 Mrd. € wg. Vodafone-Mannesmann

Für diese neue Fusionsdynamik und dritte Fusionswelle, zeichnet im Wesentlichen ein Shareholder-Value-Denken verantwortlich, das nur noch auf eine kurzfristige Maximierung des Unternehmenswertes im einseitigen Interesse der Kapitaleigentümer (Shareholder) setzt.¹⁰ Heute verlangen Unternehmensleitungen Eigenkapitalrenditen von bis zu 25 Prozent. Derartige Steigerungen, dazu noch in kürzester Zeit, lassen sich aber mit betriebswirtschaftlich traditionellen Methoden wie der Generierung von Innovationen, der Schaffung von Investitionen und über einen realwirtschaftlichen Produktivitätsfortschritt nicht herbeiführen. Deshalb setzt das Shareholder-Value-Denken auf Unternehmensübernahmen zur Ausnutzung einer weiter steigenden Marktmacht und auf verschärfte Kostensenkungsprogramme zu Lasten der Stakeholder, d.h. der Lieferanten, Kunden und Beschäftigten. Bei den Lieferanten werden rigorose Einkaufsbedingungen per Machtdiktat durchgesetzt. Durch Anwendung von Nachfragemacht verbleibt den meist mittelständischen Anbietern durch das Verlangen niedrigster Einkaufspreise bei höchster Produktqualität und langen Zahlungszielen sowie kürzesten Lieferzeiten nicht einmal mehr eine Vollkostendeckung – von Gewinnen ganz zu schweigen.¹¹ Dadurch kommt es zu enormen nicht leistungsdeterminierten Gewinumverteilungen innerhalb des Unternehmenssektors, von den marktbeherrschenden (ausbeutenden) zu den marktohnmächtigen (ausgebeuteten) Unternehmen. Die Insolvenzstatistiken geben darüber Auskunft. Außerdem zahlen die

⁹ Huffs Schmid, Jörg, Die dritte Fusionswelle, a.a.O., S. 1.514.

¹⁰ Vgl. Rappaport, Alfred, Shareholder Value, 2. Aufl., München 1999.

¹¹ Vgl. Bontrup, Heinz-J., Unternehmerische Nachfragemacht – ein zunehmendes Problem, in: WRP – Wettbewerb in Recht und Praxis, Heft 2/2006, S. 225 - 231.

Kunden der marktmächtigen Unternehmen durch verschlechterte Produktqualitäten und Verfügbarkeiten (Service) zu erhöhten Preisen die Zeche. Dies hat mit den Grundprinzipien einer marktwirtschaftlichen Ordnung nichts mehr zu tun, in denen im Marktgleichgewicht der Gewinn auf Null herunterkonkurriert wird und sich idealtypisch die Gewinne (temporäre Innovationsgewinne) aus einem Produktions- und Verwertungsprozess als Residuumeinkommen nach Abzug aller kontraktbestimmter Einkommen (Material-, Fremdkapitalvorleistungskosten und Lohneinkommen) ergeben. Heute stellt der Gewinn – auch der über Aktien realisierte spekulative Gewinn – das vorab festgelegte und geplante „Kontrakteinkommen“ dar und insbesondere das Lohneinkommen ist das zur Restgröße degradierte Residuumeinkommen. Es ist unter dem Regime des Shareholder-Value-Denkens zu einer Verkehrung kapitalistischer Logik und Verhältnisse gekommen. Löhne und Gehälter, Arbeitszeiten und Arbeitsbedingungen der abhängig Beschäftigten sind zu einer Erpressungsgröße degeneriert. Die abhängig Beschäftigten bekommen jetzt nur noch, was übrigbleibt, nachdem die Kapitaleigentümer ihre Gewinnansprüche befriedigt haben.¹²

Welche Macht wächst da zusammen? Der frühere Kartellamtspräsident Wolfgang Kartte formulierte es gegen Ende der 1990er Jahre so: „Wir laufen Gefahr, uns dem Regiment einer immer kleiner werdenden Zahl privater Machtzentren und ihrer weltweit agierenden Manager auszuliefern“ und Ernst Ulrich von Weizsäcker, Vorsitzender der Enquete-Kommission „Globalisierung“ des Deutschen Bundestages, warnte bei der Vorstellung des Abschlussberichtes der Kommission vor der wachsenden und unkontrollierten Macht der Großunternehmen und Konzerne an ihren Beschaffungs- und Absatzmärkten. Nun haben offensichtlich auch die CDU/CSU-Mittelstandspolitiker die wachsende Gefahr erkannt, die von Großunternehmen und ihren angestellten Managern ausgeht. Sie seien mit ihrer Politik des Shareholder-Value-Denkens eine Bedrohung für die „Soziale Marktwirtschaft“, so der Vorsitzende der CDU/CSU Mittelstandsvereinigung, Josef Schlarmann. Um die Profite der Aktionäre und ihre persönlichen Einkommen zu steigern würden die ArbeitnehmerInnen und die Allgemeinheit die Kosten tragen. „Für diese Leute (Manager) ist es völlig normal, auf Hauptversammlungen über Milliardengewinne zu berichten und gleichzeitig die Entlassung tausender Mitarbeiter anzukündigen.“¹³ Der meist mittelständische Unternehmer, der im Gegensatz zum angestellten Manager in großen (börsennotierten) Kapitalgesellschaften das persönliche Kapitalrisiko trage, dürfe mit solchen „Managern ohne Risiko“, dafür aber bei

¹² Vg. Deutschmann, Christoph, Rätsel der aktuellen Wirtschaftspolitik: Die heimliche Wiederkehr des Keynesianismus, in: Zeitschrift für Sozialökonomie, Heft 146, September 2005. S. 8.

¹³ Vgl. Hannoversche Allgemeine Zeitung vom 18. April 2006.

Misserfolg noch mit hohen Abfindungen bedacht, nicht gleichgesetzt werden. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt einer der anerkanntesten amerikanischen Ökonomen, John Kenneth Galbraith, in seinem jüngsten Buch: „Die Ökonomie des unschuldigen Betrugs“. Auch er geißelt die Management-Unternehmen, die sich ihre „eigene Bürokratie zur Ausbeutung Dritter“ geschaffen haben.¹⁴ Diese Erkenntnis ist aber nicht neu. Schon Adam Smith warnte 1776 in seinem Buch „der Wohlstand der Nationen“, man dürfe angestellten Führungskräften nicht „das Geld anderer Leute“ anvertrauen, weil „Nachlässigkeit und Verschwendung“ unabwendbar seien, wenn sich Unternehmen zu großen Kapitalgesellschaften wandeln würden. Für Joseph A. Schumpeter sind die Manager von Kapitalgesellschaften sogar die „Totengräber“ des Kapitalismus und Joel Bakan erblickt im Konzern eine „pathologische Institution“, die auf Grund ihrer ungeheuren Macht gefährlich für Menschen und Gesellschaft ist.¹⁵

Neben diesen Entwicklungen zum Shareholder-Kapitalismus wurde und wird die dritte Fusionswelle auch durch vergleichsweise niedrige reale Kreditzinsen in Europa begünstigt, die den Anreiz für fremdfinanzierte Unternehmensübernahmen erhöht. Speziell in Deutschland werden Übernahmen zusätzlich noch durch die Befreiung der Erträge aus Beteiligungsverkäufen von der Körperschaftsteuer und durch das „Investitionsmodernisierungsgesetz“ gefördert, das jetzt auch in Deutschland Hedge-Fonds zulässt. Die in den letzten Jahren enorme Zunahme dieser Fonds (auch als „Heuschrecken“ oder als „Raider“ (englisch „Räuber“) bezeichnet) hat sowohl die Unternehmensaufkäufe als auch die Unternehmensbeteiligungen ansteigen lassen. Hedge-Fonds sind inzwischen an den meisten deutschen Top-Konzernen beteiligt.¹⁶ Man schätzt in Zukunft eine weitere starke Zunahme dieser einseitig auf maximale Profitrealisierung durch spekulative Anlage – selbst auf Kreditbasis – angelegten Fonds. Bereits heute halten Hedge-Fonds mindestens an 16 der 30 Dax-Unternehmen beträchtliche Beteiligungen¹⁷ und die Private Equity-Fonds die nicht *mit* den Unternehmen Geld verdienen wollen, sondern *an* ihnen, haben seit dem ersten Halbjahr 2003 bis zum ersten Halbjahr 2005 für insgesamt knapp 50 Milliarden Euro deutsche Unternehmen aufgekauft oder sich an diesen beteiligt.¹⁸ Besonders deutsche Wohnimmobilien sind bei den Private Equity-Fonds zur Zeit gefragt (siehe das Beispiel des Verkaufs des

¹⁴ Vgl. Galbraith, John Kenneth, Die Ökonomie des unschuldigen Betrugs, a.a.O., S. 49 - 63.

¹⁵ Vgl. Bakan, Joel, Das Ende der Konzerne. Die selbstzerstörerische Kraft der Unternehmen, Leipzig 2005.

¹⁶ Das „Tagebuch“ eines Hedge-Fonds-Angriffs liest sich wie ein Krimi. Im Sommer 2004 konnte die TUI, Europas größter Tourismuskonzern, einen solchen Angriff bzw. eine feindliche Übernahme so gerade noch abwehren. Vgl. Girndt, Cornelia, Angriff von den Kapitalmärkten, in: Mitbestimmung, Heft 4/2005, S. 10 - 15.

¹⁷ Vgl. Financial Times Deutschland vom 13.6.2005.

¹⁸ Vgl. Ernst & Young: German Private Equity Activity, June 2005, S. 4.

Dresdener städtischen Wohnungsunternehmens WOBA¹⁹). Wohnimmobilien sind in Deutschland vergleichsweise preiswert zu haben. Sie bieten dank der im internationalen Vergleich günstigen Mieten, geringer Wohneigentumsquoten und niedriger Preise erhebliche Profitmöglichkeiten. Kaufen, Mieterhöhungen durchsetzen, teuer verkaufen lautet hier das Credo. Obwohl Experten, wie u.a. Jochen Sanio, Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), mit Blick auf die weltweit operierenden Hedge- und Private Equity-Fonds eine „ziemliche Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems“ sehen,²⁰ unterliegen diese riesigen Kapitalsammelstellen, die eine immer positive und zudem besonders hohe Rendite unabhängig von der realen wirtschaftlichen Entwicklung versprechen, im Unterschied zu traditionellen Aktien- oder Immobilienfonds keinerlei Anlagerichtlinien. Die Fonds müssen der Finanzaufsicht keine Daten zur Verfügung stellen. „Sie bilden somit weiße Flecken auf der Landkarte der Aufsicht. Und diese Flecken weiten sich aus.“²¹

Hier ist ein hoher gesetzgeberischer Handlungsbedarf gegeben.

Dass sich solche Fonds immer mehr ausbreiten konnten, liegt darin begründet, dass „die Reichen immer reicher und Liquidität überreichlich wurde.“²² Dieser Befund trifft weltweit Allgemein und auch für Deutschland im Speziellen zu. Die Ursache ist eine gigantische Umverteilung des arbeitsteilig geschaffenen Volkseinkommens von den Arbeitnehmer- zu den Unternehmens- und Vermögenseinkommen. Der Blick auf die gesamtwirtschaftliche Verteilung des Volkseinkommens zeigt dies. Seit der Wiedervereinigung ist in Deutschland die Brutto-Lohnquote von 72 Prozent auf 67 Prozent um fünf Prozentpunkte bis 2005 zurückgegangen. Und auch 2006 wird die Lohnquote weiter fallen. Die ganze Dramatik wird aber erst dann deutlich, wenn man sich die absoluten Zahlen der Verteilung des Volkseinkommens in den letzten Jahren inkl. der erwarteten Prognose für das Jahr 2006 anschaut. Ab 2001 zeigt sich hier insgesamt ein Anstieg des Volkseinkommens um 202 Mrd. Euro. Um diese Summe ist Deutschland also insgesamt reicher geworden. Von diesem Reichtum entfallen auf Unternehmens- und Vermögenseinkommen aber gut 171 Mrd. Euro, dies entspricht einer Quote von fast 85 Prozent. Auf die Arbeitnehmerentgelte der gut 34 Millionen abhängig Beschäftigten kommen aber lediglich nur knapp 31 Mrd. Euro oder 15

¹⁹ Vgl. Tesch, Joachim, Der Verkauf des „Tafelsilbers“ und die Folgen. Internationale Finanzinvestoren kaufen Wohnimmobilien in Deutschland, in: Sozialismus, Heft 4/2006, S. 20 - 24.

²⁰ Vgl. Handelsblatt vom 6. Oktober 2005.

²¹ Meister, Edgar, Vorstand der Bankenaufsicht, in: Financial Times Deutschland 12. Mai 2005.

²² Huffschnid, Jörg, Politische Ökonomie der Finanzmärkte, a.a.O., S. 99.

Prozent des Volkseinkommens. Erstmals in der Geschichte der Bundesrepublik sind im Jahr 2005 die Arbeitnehmerentgelte sogar nominal um 5,6 Mrd. Euro gesunken, was bedeutet, dass die Unternehmens- und Vermögenseinkommen stärker zugenommen haben als das gesamte Volkseinkommen. Der Staat ist hier, bei der Marktverteilung der Einkommen, noch Außen vor. Wie sehr die Politik aber in der Vergangenheit mit ihrer Umverteilungspolitik versagt hat, zeigt die Entwicklung der Netto-Lohnquote, die das Arbeitnehmerentgelt in Prozent des verfügbaren Einkommens aller privaten Haushalte nach staatlicher Umverteilung durch Sozial- und Transfereinkommen zeigt. Hier ist die Netto-Lohnquote seit 1991 von 48,1 Prozent auf 40,9 Prozent im Jahr 2005 um über 7 Prozentpunkte geradezu abgestürzt.

Aufgrund dieser Umverteilungen ist auch das private Netto-Geldvermögen (4 Billionen Euro Brutto-Geldvermögen minus Schulden von rund 1,5 Billionen Euro) auf über 2,5 Billionen Euro angewachsen. Auf die reichsten 10 Prozent der privaten Haushalte entfällt dabei fast die Hälfte des gesamten Netto-Geldvermögens. Die Umverteilung zu den Gewinn- und Vermögenseinkommen hat dabei zu einer Schwächung des privaten Verbrauchs geführt und für eine „gespaltene Konjunktur“ gesorgt. Immer mehr ist in Deutschland die Binnennachfrage zurückgegangen und das nur bescheidene Wirtschaftswachstum musste über Exportüberschüsse generiert werden. Die Verwendung der Gewinne zum Aufbau neuer Produktionsanlagen und Arbeitsplätze lohnt sich daher angesichts stagnierender oder sogar rückläufiger Binnennachfrage nicht. Stattdessen erfolgt die Anlage u.a. zum Aufkauf von Unternehmen über die nationalen und internationalen Kapitalmärkte um damit noch mehr Marktmacht zu erzielen bzw. Marktanteile aufzukaufen.

Um diesen insgesamt unheilvollen Weg zu beenden, ist eine Abkehr von der vorherrschenden neoliberalen Wirtschaftspolitik, die auf eine einseitige Umverteilung zu den Kapitaleinkünften und eine Beschneidung des Sozialstaates zu Gunsten einer blinden Markt- und Wettbewerbsorientierung setzt, vorzunehmen. Notwendig ist stattdessen neben einer mindestens verteilungsneutralen Lohnpolitik inkl. Arbeitszeitverkürzungen eine in der EU abgestimmte aktive keynesianische expansive Finanz- und Geldpolitik. Dazu gehört auch eine adäquate Mittelstands-, Forschungs- und Bildungspolitik sowie eine verstärkte gesamtwirtschaftliche Struktur- und Regionalplanung als auch eine staatliche Industriepolitik, die die Keynesische Forderung nach investitionslenkenden Maßnahmen zur Vermeidung von Überproduktionskrisen konkretisiert. Nicht zuletzt ist eine Demokratisierung der Unternehmensverfassung erforderlich. Es darf nicht nur – wie heute – das Eigentum der

Kapitaleigner im Mittelpunkt stehen, sondern alle Stakeholder, insbesondere die einzig in Verbindung mit der Natur neuwertschaffenden Arbeitnehmer müssen berücksichtigt werden, ohne die Unternehmen überhaupt nicht existieren würden. Die Beschäftigten sind gesetzlich mit den Kapitaleignern gleichzustellen. Dazu müssen notwendige Änderungen im Gesellschafts- und Mitbestimmungsrecht herbeigeführt werden. Darüber hinaus ist es vor dem Hintergrund der aufgezeigten Konzentrations- und Marktmachtbildung durch Unternehmensübernahmen dringlich, diese zu bekämpfen und wo notwendig mit Entflechtungsmaßnahmen von Großunternehmen und Konzernen zu reagieren – dies auf nationaler und europäischer Ebene. Auf internationaler Ebene muss es zusätzlich zu einer Kontrolle der Finanzmärkte (z.B. durch eine Tobin-Tax) kommen.

Anstatt die negativen Auswirkungen von immer größer werdender Unternehmenskonzentration politisch mit einer adäquaten Verschärfung wettbewerbsrechtlicher Gesetze zu bekämpfen, setzt die herrschende Politik aber sogar auf weitere Konzentrationsprozesse und Unternehmensübernahmen (Fusionen) in der Wirtschaft.²³ Diese hätten für den Strukturwandel in Deutschland eine große Bedeutung. Übernahmen wären heute in einer offenen Wirtschaft ein wichtiges Instrument zur Schaffung einer internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und auch für den Finanzplatz Deutschland seien sie von enormer Bedeutung.

Deshalb sei zwar ein „Übernahmegesetz“ zum Schutz des Wertpapierübergangs der Aktionäre notwendig, nicht aber eine radikale Bekämpfung bereits vorliegender Marktmacht von Unternehmen. „Bei allen Übernahmeregelungen geht es im Kern darum, dass Aktien in Streubesitz in einem geordneten Verfahren und zu einem angemessenen Kurs auf einen Bieter übertragen werden. Dazu gehört, dass der Bieter die Konditionen seines Gebotes veröffentlichen muß, sie nur unter bestimmten Bedingungen verändern darf, dass der Vorstand der Zielgesellschaft dazu Stellung nimmt und dass die Aktionäre ihre Annahme des Gebots rückgängig machen können, wenn ein zweiter Bieter auftritt. In diesem Sinne organisiert das WpÜG einen Markt für die Konzentration von Streubesitz. Für den Ökonomen

²³ So forderte beispielsweise der ehemalige Bundesfinanzminister, Hans Eichel, ernsthaft eine Fusion zwischen den drei größten deutschen Privatbanken (Deutsche Bank, Dresdner Bank und Commerzbank). Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 26. Januar 2004. Auch die jüngsten Unternehmensübernahmen in der Pharmaindustrie wurden von der Politik begrüßt und teilweise sogar herbeigeredet. Vgl. Wüpper, Thomas, Politiker begrüßen Pharma-Ehe, in: Frankfurter Rundschau vom 25. März 2006.

stellt sich damit sofort die Frage, womit sich dieser Eingriff rechtfertigen lässt?²⁴ Der neoliberale Mainstream kommt dabei zu dem einseitigen Ergebnis, dass es einen solchen Eingriff überhaupt nicht geben darf, da der Markt auch für Unternehmensübernahmen am besten funktioniert, wenn er ohne jegliche staatliche Interventionen oder Reglementierungen bleibt. War diese 1965 von Henry G. Mannes und der „Chicago-Schule“ vertretende Position bei den Ökonomen allerdings noch eine Mindermeinung, so wird sie heute weltweit vertreten und als Richtig erachtet.²⁵ Nach Mannes sorgen Unternehmensübernahmen ohne staatliche Regulierungen für eine bessere Allokation aller Produktionsfaktoren, in dem jeweils die Unternehmensressourcen des „schlechteren Wirts“ (Zielunternehmen) zum „besseren Wirt“ (Bieterunternehmen) wandern. Dabei wäre die beste Regel, keine Regel, da Regeln nur den Anreiz für einen „besseren Wirt“ verringern würden, Zielgesellschaften zu übernehmen bzw. aufzukaufen. Insofern sei jede Übernahmerichtlinie oder ein Gesetz nicht nur überflüssig, sondern sogar kontraproduktiv.

Diese typisch neoklassisch/neoliberale Position hat sich aber letztlich trotz eines allgemeinen marktzentrierten Mainstream-Denkens in Europa nach langer kontroverser politischer Diskussion nicht durchgesetzt (vgl. den späteren Punkt 3.1 „Kurzer historischer Entstehungsrückblick“). Dennoch setzt Politik paradoxerweise auf mehr Unternehmensübernahmen und betont gleichzeitig immer wieder, dass Wettbewerb und freie Märkte, ohne staatliche Interventionen und Steuerungen, für die größte ökonomische Effizienz – nicht nur in der Wirtschaft selbst, sondern auch für gesellschaftliche und politische Abläufe – sorgen würden. Alles müsse in einer Gesellschaft dem Wettbewerbsprinzip ausgesetzt werden.

Dies ist aber schon allein deshalb falsch, weil aus Wettbewerb keine Lösung des Problems externer Markteffekte (Marktversagen) erfolgt. Außerdem ist die originäre Verteilung der Markteinkommen gesellschaftlich nie gerecht, allein schon wegen der bestehenden Marktmacht nicht, und verlangt deshalb nach einer staatlichen Intervention und Rektifizierung. Hinzu kommt ein – wie aufgezeigt – gefährlicher wettbewerbsimmanenter Konzentrationsprozess, der letztlich immer mehr Marktmacht zur Eliminierung des Wettbewerbs entsehen lässt. Gleichzeitig wird mit dem Ansteigen privatwirtschaftlicher

²⁴ Schmidt, Hartmut/Prigge, Stefan Übernahmekonzeptionen und Übernahmegesetz, in: Die Betriebswirtschaft, Heft 3/2002, S. 225.

²⁵ Vgl. Mannes, Henry G., Mergers and the Market for Corporate Control, in: Journal of Political Economy, 73. Jg., 1965, S. 110 - 120.

Macht der in Demokratien einzig legitimierte Staat und seine parlamentarisch erstrittene Politik, die für alle Bürger eine Wohlstandsmehrung bereitstellen und ermöglichen soll, von Großunternehmen und Konzernen unterminiert und für eigene Partikularinteressen missbraucht und erpressbar gemacht. Dies wird in der vorherrschenden markt- und wettbewerbsunkritischen Literatur nicht im geringsten erwähnt oder von der Politik bei ihrem Handeln bedacht. „Ein dogmatisch gewordener Glaube an das vermeintlich segenreiche Wirken freier (wettbewerblicher) Märkte ist heute weit verbreitet. Die daraus resultierenden Irrtümer und Illusionen haben sich bei vielen Akteuren aus Wirtschaft, Politik und Medien zu einer Unfähigkeit gesteigert, die Wirklichkeit richtig wahrzunehmen. Es ist dieser Realitätsverlust, der sie zu unschuldigen Betrügnern macht“, stellt John Kenneth Galbraith fest. Zu Recht verweist Hans-Jürgen Wagener, Leiter des Frankfurter Instituts für Transformationsstudien an der Universität Viadrina in Frankfurt/Oder darauf hin, dass nicht Wettbewerb und Märkte, sondern „Begierde und Macht“ die „Triebkräfte der Welt“ seien. Deshalb bedürfe es der zivilisierenden Rolle des Staates, um im „Krieg aller gegen alle“ Ordnung zu schaffen.²⁶

In der Tat wird niemand bestreiten können, dass hinter jedem Wettbewerb das Motiv des Eigennutzes und kein altruistisches Motiv steht – während eine demokratische Gesellschaft vorrangig auf das Gemeinnützige oder sogar auf das Solidarische setzt. „Wettbewerb lebt von der Konkurrenz – ein demokratisches Gemeinwesen ganz entscheidend von der Kooperation. Wettbewerb schießt auf den kurzfristigen Erfolg – was wäre ein Staat wert, der es nicht als eine Pflicht betrachtet, stets die längerfristigen Interessen der gesamten Bevölkerung im Auge zu haben? Der Wettbewerb schafft äußere, fremdbestimmte Zwänge – Demokratie aber braucht das Prinzip der Selbstbestimmung wie die Luft zum Atmen. (...) Wettbewerb hält Ungleichheit aus, ja, braucht sie als Antriebskraft – eine Gesellschaft jedoch bricht auseinander, wenn zuviel Ungleichheit herrscht. Wettbewerb ist gewinnorientiert – aber eine offene demokratische Gesellschaft, die Zukunft gestalten will, braucht Spielraum für das Neue, das Unsichere, das sich nicht sofort und kalkulierbar in Profit Niederschlagende – man denke nur an Bildung und Forschung. Wettbewerb mag zu einzelwirtschaftlicher Effizienz führen, die volkswirtschaftliche Effizienz misst sich am Allgemeinwohl und am allgemeinen Wohlstand, was ohne normativen Rahmen – etwa durch das Prinzip des Sozialstaats – nicht gewährleistet ist, denn der Markt ist wertblind.“²⁷ Und „der Markt hat kein Herz“, stellt

²⁶ Vgl. Wagener, Hans-Jürgen, Die höchste Stufe des Kapitalismus, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 6. Oktober 2001.

²⁷ Lieb, Wolfgang, Der Wettbewerbs-Republik entgegen, in: der Wochenzeitung „Freitag“ vom 13. Januar 2006.

Amerikas bekanntester Ökonom Paul A. Samuelson fest.²⁸ Auch ist die Frage zu beantworten, wer denn den Gegenwert der geschaffenen und zu recht eingeforderten Effizienz durch Wettbewerb erhält? „Faktor“ Arbeit und „Faktor“ Kapital oder *nur* „Faktor“ Kapital, wie dies seit Jahren weitgehend der Fall ist? Und es ist auch zu beachten, dass bei nur noch schwachen Wachstumsraten der Wirtschaft ein starker, vielleicht sogar ruinöser Wettbewerb zu einer gesamtwirtschaftlich gefährlichen Deflation führen kann. Dies insbesondere dann, wenn zu wenige wachstumsfördernde Innovationen gegeben sind und sich die „Intelligenz“ der angeblich „schöpferischen Pionierunternehmer“ (Joseph A. Schumpeter) auf repetitive Produktions- und Verwertungsprozesse beschränkt.

Bezüglich eines Unternehmensübernahmegesetzes ist daher als Zwischenergebnis zunächst einmal festzustellen, dass das geplante Gesetz nicht die geringste Hilfestellung beim Kampf gegen den ökonomisch gefährlichen und extrem angestiegenen Trend von Unternehmensfusionen liefert. Das Gesetz regelt – wie noch unter Punkt 3 im Einzelnen zu zeigen sein wird – lediglich die Modalitäten von Unternehmensaufkäufen bzw. die Übernahme von Wertpapierbesitz (Aktien im Streubesitz) um dabei in einem sog. „geordneten Verfahren“ einseitig den Aktionär (Kapitaleigner) ganz im Sinne des beschriebenen Shareholder-Value-Denkens zu schützen. Die Unternehmensübernahmen selbst werden von der Politik nicht einmal für Problematisch erachtet, sondern eher vor dem Hintergrund einer Globalisierung und Europäisierung als ökonomisch notwendig eingestuft. Auch Deutschland bräuchte größere Unternehmenseinheiten. Ein solches ökonomisch pervertiertes Denken führt im Ergebnis zu einer sich immer mehr vermachtenden Wirtschaft in ganz Europa und wird letztlich nicht nur den Wettbewerb als systemkonsistentes Element einer marktwirtschaftlichen Ordnung zerstören, sondern auch die demokratischen politischen und gesellschaftlichen Strukturen immer mehr unterminieren. Wenn es auch richtig sein mag, dass in bestimmten Wirtschaftssektoren zur Realisierung von Größenvorteilen (Stückkostenminimierung) eine Mindestbetriebsgröße vorliegen muss, so ist es dann aber auch notwendig diese dadurch entstehenden Großunternehmen einer adäquaten wettbewerbsrechtlichen Kontrolle zu unterziehen. Denn mit nichts ist sichergestellt, dass die marktbeherrschenden Unternehmen ihre auf Grund der Größe erzielten Stückkostendegressionen auch über Preissenkungen an die Nachfrager weitergeben. Eher ist davon auszugehen, dass diese Kostenvorteile als Extraprofite mit verheerenden gesamtwirtschaftlichen Implikationen bei den Unternehmen bzw. ihren Eigentümern verbleiben. Deshalb fehlt im vorgelegten Gesetzesentwurf eine

²⁸ Vgl. Spiegel-Gespräch mit Paul A. Samuelson, in: Der Spiegel, Nr. 38/2005.

holistische Betrachtung und Handlungsweise um sowohl einen transparenten und kontrollierten Markt für Unternehmensübernahmen zu schaffen als auch entsprechende Marktmacht zu bekämpfen. Eine Verbindungslinie zwischen dem vorgesehenen „Übernahmegesetz“ und dem „Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen“ (GWB) sowie dem „Gesetz gegen unlauteren Wettbewerb“ (UWG) wurde nicht hergestellt. Dies ist nachhaltig zu beklagen.

3. Immanente Beurteilung des geplanten „Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes“

3.1 Kurzer historischer Entstehungsrückblick

Bevor auf die wesentlichen Punkte des „Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes“ eingegangen wird, soll zuvor noch ein kurzer Überblick über die Entstehungsgeschichte des Gesetzes gegeben werden.

In Deutschland bestanden vor dem Inkrafttreten des WpÜG zum 1. Januar 2002 im Gegensatz zu anderen führenden Finanzmärkten keine rechtsverbindlichen Vorschriften für die Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Lediglich wurden Ende der 1970er Jahre von der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen (BSK) „Leitsätze für Unternehmensübernahmen“ als „Wohlverhaltensregeln“ aufgestellt, die aber in der Praxis weithin unbeachtet blieben. Auch der am 1. Oktober 1995 verabschiedete freiwillige Übernahmekodex (zuletzt mit Wirkung vom 1. Januar 1998 geändert) schaffte keine Rechtsverbindlichkeit und wurde außerdem nur von 755 der 1.016 börsennotierten Unternehmen, darunter 86 Unternehmen des DAX-100, anerkannt.

Auch auf europäischer Ebene ist lange versucht worden eine Corporate Governance im Rahmen von rechtsverbindlichen Vorschriften für Unternehmensübernahmen auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts zu etablieren. Seit 1974 („Pennington-Bericht“) sind hier aber viele Versuche gescheitert, einen einheitlichen europäischen Rechtsrahmen zu schaffen. Im Weißbuch über die Vollendung des Binnenmarktes aus dem Jahr 1985 hatte die Europäische Kommission noch einmal ihre Absicht bekräftigt, eine Richtlinie zur Angleichung der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über Übernahmeangebote vorzuschlagen. Am 19. Januar 1989 legte die Kommission dem Rat und dem Europäischen Parlament einen ersten Vorschlag für eine 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über

Übernahmeangebote vor. Als bei den Beratungen im Rat keine Einigkeit erzielt werden konnte, wurden die Beratungen für eine Unternehmensübernahme-Richtlinie im Juni 1991 ausgesetzt. Erst am 8. Februar 1996 präsentierte die Kommission dann dem Rat und dem Europäischen Parlament einen neuen Vorschlag für eine 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, der dann noch einmal am 10. November 1997 durch einen geänderten Vorschlag ersetzt wurde. Am 19. Juni 2000 einigte sich dann der Rat nach intensiven Beratungen einstimmig auf eine Richtlinie, die aber im Dezember 2000 vom Europäischen Parlament in zweiter Lesung nur mit Änderungen akzeptiert wurde, die wiederum im Rat auf Ablehnung stießen. Das anschließende Vermittlungsverfahren endete am 6. Juni 2001 mit einer Einigung im Vermittlungsausschuss. Dennoch lehnte das Europäische Parlament am 14. Juli 2001, nach zwölf Jahren intensiver Beratung, den im Vermittlungsausschuss ausgehandelten Kompromiss für ein „Europäisches Übernahmegesetz“ mit 273 gegen 273 Stimmen ab.²⁹ Das Gesetz fand deshalb bei den Abgeordneten keine Mehrheit, weil

- a) bei feindlichen Übernahmeangeboten Abwehrmaßnahmen des Vorstandes und Aufsichtsrates der Zielgesellschaften – mit Ausnahme der Suche nach konkurrierenden Angeboten (sog. „weißen Rittern“) – einer Genehmigung durch die Hauptversammlung – und damit ausschließlich der Kapitaleigentümer – bedurft hätte („Verhinderungsverbot“) und
- b) Bedauern darüber geäußert wurde, dass in der Richtlinie nur ein unzureichender Schutz der von einer Übernahme betroffenen Arbeitnehmer vorgesehen war und
- c) die Richtlinie zu wenig mit außereuropäischen, insbesondere mit dem us-amerikanischen Übernahmerecht zur Vermeidung von Wettbewerbsnachteilen europäischer Unternehmen abgestimmt war.

In Anbetracht der Abstimmungsniederlage beschloss dann die Europäische Kommission einen neuen Richtlinienvorschlag durch eine Expertenkommission unter Vorsitz von Prof. Jaap Winter zu erarbeiten, der die Kritik des Europäischen Parlaments aufnahm und berücksichtigte, ohne die Grundprinzipien des zuvor eingebrachten Entwurfs in Frage zu stellen. Ergebnis des Überarbeitungsprozesses war dann die vom Europäischen Parlament am 21. April 2004 verabschiedete „Europäische Übernahmerichtlinie“.

²⁹ Vgl. Köpner, Martin/Jackson, Greory/Leiber, Simone, Corporate Governance. Übernahmerichtlinie gestoppt, in: Mitbestimmung, Heft 10/2001, S. 44 - 47.

3.3 Anwendungsbereich des Gesetzes

Das „Übernahmerichtlinien-Umsetzungsgesetz“ bezieht sich nicht nur auf Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, die von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, sondern es gilt auch für Zielgesellschaften mit Sitz im europäischen Ausland, deren Wertpapiere nicht dort, sondern im Inland zugelassen sind. Sind die Wertpapiere der Zielgesellschaft in mehreren Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen, so werden zur Bestimmung des anwendbaren Rechts verschiedene Kriterien – Erstzulassung, Entscheidung der Zielgesellschaft oder Einigung zwischen den Aufsichtsstellen der betroffenen Mitgliedstaaten – herangezogen.

Wertpapiere sind dabei Aktien und mit diesen vergleichbare Papiere und Zertifikate, die Aktien vertreten.

Zielgesellschaften sind Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien mit Sitz im In- und europäischen Ausland.

Das geplante „Übernahmegesetz“ schließt damit alle Aufkäufe von Zielunternehmen in der Rechtsform von Personengesellschaften, der GmbH & Co. KG, als personenbezogene Kapitalgesellschaft, sowie die Einzelunternehmung aus.

Zwar ist dies in Ableitung rechtlich konsequent, da das geplante Gesetz nur auf den Schutz von Kapitaleignern beim Aktienübergang in Kapitalgesellschaften abzielt. Ökonomisch wichtig wäre es aber auch die oben genannten Rechtsformen in eine Übernahmetransparenz und -kontrolle einzubinden.

Hier besteht gesetzgeberischer Handlungsbedarf.

3.4 Informationspflichten, Angebotsunterlagen und Bieterwettbewerb

Vorgesehen sind hier bestimmte Informationspflichten gegenüber der Öffentlichkeit (im elektronischen Bundesanzeiger) und eine Unterrichtungspflicht gegenüber den Aktionären und Leitungsorganen sowie den Arbeitnehmern sowohl beim Zielunternehmen als auch *neu* –

bezüglich der Arbeitnehmer – beim Bieterunternehmen. Dies impliziert aber kein Mitsprache- und Mitentscheidungsrecht der Arbeitnehmer oder der Mitbestimmungsseite, sondern genauso wie die mögliche Stellungnahme des Betriebsrates zum potenziellen Übernahmeangebot, lediglich ein Unterrichtungsrecht.

Hier werden Beschäftigte und Aktionäre ungleich behandelt.

Auch die Anforderungen an die abzugebenen *Angebotsunterlagen* dienen lediglich der Transparenzmachung des jeweiligen Übernahmeverfahrens und seiner möglichen Folgen. Verhindert werden Übernahmen dadurch nicht. So muss das Bieterunternehmen eine Unterlage über das Angebot („Angebotsunterlage“) erstellen und veröffentlichen. Die Angebotsunterlage muss die Angaben enthalten, die notwendig sind, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können. Dazu gehören im Wesentlichen

- a) die Wertpapiere, die Gegenstand des Angebots sind,
- b) Art und Höhe der für die Wertpapiere der Zielgesellschaft gebotenen Gegenleistung,
- c) die Bedingungen, von denen die Wirksamkeit des Angebots abhängt,
- d) der Beginn und das Ende der Annahmefrist,
- e) Angaben über die Finanzierbarkeit des Übernahmeangebotes,
- f) die erwarteten Auswirkungen einer Übernahme auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieterunternehmens,
- g) Angaben über die Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der übernommenen Zielgesellschaft, insbesondere den Sitz und den Standort wesentlicher Unternehmensteile, die Verwendung ihres Vermögens, ihre künftigen Verpflichtungen den Arbeitnehmern und deren Vertretungen gegenüber, genauso wie Auskünfte über die Verwendung der Geschäftsführungsorgane und wesentliche Änderungen der Beschäftigungsbedingungen.

Der Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens muss dabei zum Angebot des Bieterunternehmens Stellung nehmen um damit den Aktionären des Zielunternehmens eine Entscheidung über die Annahme oder Nichtannahme des Angebots zu ermöglichen bzw. zu erleichtern. Auch müssen sich Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens bezüglich des vom Bieterunternehmen abgegebenen Angebotspreises und auch im Hinblick auf die voraussichtlichen Folgen des Übernahmeangebots äußern. Dazu sind die Auswirkungen auf

die weiteren Geschäftstätigkeiten, die Auswirkungen auf Vorstand und Aufsichtsrat und beabsichtigte Strukturanpassungsmaßnahmen sowie die voraussichtlichen Folgen für die Arbeitnehmer, ihre Vertretungen (Mitbestimmung) und Beschäftigungsbedingungen in Form einer Stellungnahme zu bewerten.

Diese Bestimmungen sind vernünftig, schaffen aber dennoch keine Bedingungen für ein Verhindern von Übernahmen. Dies will das vorgelegte Gesetz aber auch nicht. Es will lediglich einen organisierten Markt für Bieter und Zielunternehmen schaffen, um so einen angemessenen Kurs, was immer hier auch mit „angemessen“ gemeint ist, für beide Aktionärsseiten festzulegen. Dies geht aber Schmidt und Prigge bereits zu weit, wenn sie schreiben: „Aus Aktionärssicht befremden allerdings die Vorschriften, die es den Aktionären nicht erlauben, allein über den Verkauf ihrer Aktien und dessen Bedingungen zu entscheiden, sondern den Einfluß von Agenten in Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung und damit andere Interessen ins Spiel bringen.“³⁰ Die hier anklingende „Basisdemokratie“ lässt sich aber in Kapitalgesellschaften nicht umsetzen, sie ist unreal. Es wird in Kapitalgesellschaften immer Agenten geben müssen. Deshalb läuft die darum geführte Debatte auch völlig ins Leere.

Bezüglich des Angebotspreises muss der Mindestkurs als Gegenleistung zwei Untergrenzen genügen. Die erste Untergrenze ist der höchste Kurs, den der Bieter innerhalb der drei Monate vor der Veröffentlichung seines Angebots gezahlt hat („Vorerwerbsuntergrenze“). Die zweite Mindestkurs-Untergrenze ist der umsatzgewichtete Durchschnitt aus den Kursen der Aktie der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Entscheidung, sofern die Aktien zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen ist („Börsenhandelsuntergrenze“). Bei nicht ausreichender Marktliquidität muss statt auf den Börsenkurs auf eine Unternehmensbewertung zurückgegriffen werden. Das Gebot darf dabei die höhere der beiden Untergrenzen nicht unterschreiten. Erwirbt der Bieter nach Veröffentlichung des Angebots und vor Ende der Annahmefrist Aktien zu einem Kurs über dem Gebot, erhöht sich die Gegenleistung um den Unterschiedsbetrag. Entsprechendes gilt, wenn der Bieter innerhalb eines Jahres nach der Veröffentlichung des Ergebnisses außerhalb der Börse einen höheren Kurs für Aktien der Zielgesellschaft zahlt.

³⁰ Schmidt, Hartmut/Prigge, Stefan, Übernahmekonzeptionen und Übernahmegesetz, a.a.O., S. 237.

Bezüglich einer Übernahmeprämie als Differenz zwischen dem Übernahmekurs und dem Börsenkurs vor Bekanntwerden der Übernahmeabsicht kann festgestellt werden, dass hier dem Leitbild gefolgt wird, auch die Alt-Aktionäre an übernahmebedingten Wertsteigerungen der Zielgesellschaft partizipieren zu lassen. Dazu tragen zunächst die Paketzuschläge³¹ bei, die in der Vorerwerbsuntergrenze zu berücksichtigen sind. Wichtig sind aber auch die Informationspflichten des Bieters. Hierdurch wird ein Bieterwettbewerb angestoßen, der die Aufmerksamkeit auf die Zielgesellschaft lenkt. Dies wird einerseits positiv beurteilt, weil dadurch die Ressourcen der Zielgesellschaft ohne kostenträchtige Zwischenschritte zum „besten Wirt“ gelangen. Andererseits betont aber die neoliberale „Chicogo-Schule“, dass durch den Bieterwettbewerb der „beste Wirt“ Gefahr läuft, den vollen Unternehmenswert zu zahlen, und die Altaktionäre dadurch den Großteil der Übernahmeprämie erhalten. Daher sollte immer der Erstbieter zum Zuge kommen, und zwar zu einem günstigen Übernahmekurs. Dann bestünde ein permanenter und starker Such- und Übernahmeanreiz und in jedem Streubesitzunternehmen ein hoher Druck, es sehr gut (profitabel) zu führen.³²

Auch hier dreht sich die ganze Diskussion nur um die Vorteilnahme der Aktionäre, wobei hier noch zwischen Bieter- und Zielunternehmensaktionären differenziert wird.

3.4 Verhinderungsverbot

Das in der europäischen Richtlinie zunächst vorgesehene „Verhinderungsverbot“ für Vorstand und Aufsichtsrat gegen feindliche Übernahmen vorgehen zu können, wurde mit der überarbeiteten Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Europäischen Rates vom 21. April 2004 („Übernahmerrichtlinie“) dahingehend abgeändert, dass nun Folgendes gilt:

- a) Vorstand und Aufsichtsrat einer Zielgesellschaft können nur Abwehr von feindlichen Übernahmen Gegenmaßnahmen in Bezug auf ein Übernahmeangebot vornehmen, wenn dafür während des Angebotsverfahrens eine Ermächtigung der Hauptversammlung für den konkreten Fall der Übernahme eingeholt wird. Ein „Vorratsbeschluss“ wie im deutschen WpÜG ist hier nicht möglich.

³¹ Der Paketzuschlag ist der Aufschlag auf den Börsenkurs, den der Käufer bei Erwerb eines größeren Anteils an der Zielgesellschaft zahlt.

³² Schmidt, Hartmut/Prigge, Stefan Übernahmekonzeptionen und Übernahmegesetz, a.a.O., S. 234.

- b) Zulässig auch ohne Hauptversammlung sind allerdings Maßnahmen die der Suche nach einem konkurrierenden Bieter („weißer Ritter“) dienen, Maßnahmen innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs sowie Maßnahmen, die der Umsetzung bereits früher getroffener Entscheidungen dienen, sofern diese bereits teilweise umgesetzt wurden, also sich nicht mehr nur im Planungsstadium befinden.
- c) Außerdem sieht die europäische „Übernahmerichtlinie“ vor, dass die Geltung der satzungsmäßigen und vertraglichen Übertragungsbeschränkungen von Aktien, der Stimmbindungsverträge und der Mehrstimmrechte im Übernahmefall ausgeschlossen werden.

Im Artikel 12 Abs. 1 der „Europäischen Übernahmerichtlinie“ sind allerdings die Mitgliedstaaten berechtigt, von der Umsetzung des „strengen Verhinderungsverbots“ (Art. 9) und/oder der Durchbrechungsregel (Art. 11) abzusehen („opt out“ der Mitgliedstaaten).

Von dieser Option wird gemäß Gesetzentwurf der Bundesregierung in den §§ 33a bis 33c „Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz“ Gebrauch gemacht.

Die den Zielgesellschaften in der Fassung des § 33 WpÜG zugestandenen Abwehrmaßnahmen im Übernahmefall bleiben zulässig und es erfolgt keine Durchbrechung. Das heißt, Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft können sich auch vor der Abgabe eines Bieterangebots von der Hauptversammlung einen Beschluss holen („Vorratsbeschluss“), der sie ermächtigt zu versuchen, ein Übernahmeangebot abzuwehren. Die Ermächtigung ist der Art nach zu bestimmen und kann dabei höchstens für 18 Monate erteilt werden. Der Beschluss der Hauptversammlung bedarf einer Mehrheit, die mindestens 75 v.H. des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst; die Satzung kann eine größere Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse bestimmen. Handlungen des Vorstandes auf Grund einer Ermächtigung bedürfen dabei der Zustimmung des Aufsichtsrates. Auch bleibt es dabei, dass es dem Bieter und mit ihm gemeinsam handelnden Personen verboten ist, Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedern der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit dem Angebot ungerechtfertigte Geldleistungen oder andere ungerechtfertigte geldwerte Vorteile zu gewähren oder in Aussicht zu stellen.

Auch diese „Abwehrmöglichkeit“ durch Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft schützt nur die Aktionäre. Die Ausnahmen sind außerdem kein Freibrief, weil auch

aktienrechtliche Schranken, wie z.B. § 111 Abs. 4 AktG³³, und auch verfassungsrechtliche Restriktionen den Vorstand und Aufsichtsrat einengen. „Wenn ein mitbestimmter Aufsichtsrat Verkaufschancen der Aktionäre zunichte macht, dürfte das ein Eingriff in das Vermögensrecht der Aktionäre sein.“³⁴ Das deutsche Gesellschaftsrecht und auch das geplante Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz basieren eben auf einer „Aktionärsdemokratie“ und nicht auf einer notwendigen „Unternehmensdemokratie“. Der Vorstand hat nach heutiger Gesetzeslage die Geschäfte ausschließlich im Interesse der Kapitaleigner zu führen. Dem liegt ein mehrheitlich anerkanntes einseitiges Interessendenken zugrunde, das nicht berücksichtigt, dass ein Unternehmen viel mehr ist, als die Ansammlung „toten“ durch vergegenständlichte Arbeit akkumulierten Kapitals.³⁵ Zum Unternehmen gehören – wie unter Punkt 2 ausgeführt – auch die Interessen der Kunden und Lieferanten, der Öffentlichkeit (Staat) und ganz entschieden die Interessen der Beschäftigten. Erst durch diese wird ein Unternehmen überhaupt zu einem Unternehmen. Ohne Beschäftigte ist ein Unternehmen allenfalls eine Ausstellung oder ein Museum.

Die Interessen der Stakeholder werden bei Übernahmesituationen durch die einseitige Interessenfestlegung in Richtung Aktionäre (Kapitaleigner) in keiner Weise beim Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz berücksichtigt. Dies ist vor dem unter Punkt 2 gemachten Ausführungen besonders hervorzuheben und als nicht zielführend einzustufen. Unternehmensübernahmen (Fusionen) bedeuten nun einmal mehr Marktmacht und damit eine Bedrohung von Kunden, Lieferanten sowie auch eine Bedrohung des Primats der Politik. Nicht zuletzt geht jede Unternehmensübernahme mit Arbeitsplatzverlusten und eine Verschlechterung der Arbeitsbedingungen für die Beschäftigten einher.

Aber nicht nur deshalb ist die Umsetzung des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz zu kritisieren, sondern auch auf Grund der Tatsache, dass das Gesetz ökonomische Gesetzmäßigkeiten völlig ignoriert. Im Gesetz wird zwar viel von „Leistungen“ und „Gegenleistungen“ sowie von „Börsenkursen“ und „Kursangeboten“ gesprochen, nicht aber berücksichtigt, wer eigentlich die Werte in einem Unternehmen schafft. Da dies in

³³ Hier ist bestimmt, dass wenn ein Aufsichtsrat vom Vorstand gefällte Beschlüsse verweigert, der Vorstand die Hauptversammlung über eine Zustimmung anrufen kann. Damit ist es möglich, dass der Vorstand den Aufsichtsrat umgeht.

³⁴ Hartmut Schmidt/Stefan Prigge, Übernahmekonzeptionen und Übernahmegesetz, a.a.O., S. 231.

³⁵ Vgl. Mülbart, Peter O., Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Heft 2/1997, S. 129 - 172. Hopt, Klaus, J., Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz, in: Kramer, Ernst A./Schuhmacher, Wolfgang (Hrsg.), Beiträge zum Unternehmensrecht. Festschrift Koppensteiner, Wien 2001, S. 61 - 89.

Verbindung mit der Natur nur die Beschäftigten sind, die eine neuwertschaffende Produktion ermöglichen, während das eingesetzte Kapital als vergegenständlichte menschliche Arbeit lediglich einen in der Vorperiode geschaffenen Wert abgibt, kommen die Beschäftigten im vorgelegten Gesetzesentwurf viel zu kurz.

Gewinn entsteht dadurch, dass das entsprechende Wertgrenzprodukt der Arbeit größer ist als der ausgezahlte Lohn für die erbrachte Arbeit. Anders formuliert, der von den Unternehmen angeeignete „Wert der Arbeit“ ist mehr Wert als der „Tauschwert der Arbeitskraft“ in Form des Lohnes. Dies haben von Adam Smith über Karl Marx bis zu John Stuart Mill alle klassischen Nationalökonomien so gesehen. Mill brachte diese ökonomische Gesetzmäßigkeit in seinen 1848 veröffentlichten „Principles of Political Economy“, die über viele Jahrzehnte als die „Bibel“ der Ökonomen bezeichnet wurde, mit einem Satz auf den Punkt: „Der Grund des Profits ist, daß Arbeit mehr produziert als zu ihrem Unterhalt erforderlich ist.“³⁶ Die Differenz fällt aber auf Grund der Eigentumsverhältnisse und dem sich daraus ergebenden Kapitalvorschuss ausschließlich den Kapitaleignern (Shareholdern) zu. Ansonsten würde der gesamte Ertrag der Arbeit den Beschäftigten gehören.

Wenn auch nicht arbeitswerttheoretisch, so aber dennoch arbeitnehmerorientiert argumentierten zu Beginn des 20. Jahrhunderts noch die Nestoren (Schmalenbach, Nicklisch, Dietrich u.a.) der Betriebswirtschaftslehre. Bei dem hier – im Gegensatz zu heute – vorliegenden Selbstverständnis über ihre Wissenschaft wurde die Auffassung vertreten, dass es nicht die Aufgabe der Betriebswirtschaftslehre sei, zuzuschauen, „ob und wie irgend jemand sich ein Einkommen oder Vermögen verschafft. Sinn unserer Lehre (schrieb Eugen Schmalenbach) ist lediglich zu erforschen, wie und auf welche Weise der Betrieb seine gemeinwirtschaftliche Produktivität beweist.“³⁷ Für Heinrich Nicklisch ist es daher die Aufgabe von Unternehmen eine wirtschaftliche Bedarfsdeckung sicherzustellen und nicht dafür Sorge zu tragen möglichst maximale Gewinne für die Kapitaleigner zu erzielen. Gewinn könne auf „anständige oder unanständige Weise (z.B. durch Raubbau an Natur und Menschen) entstehen. Wirtschaftlichkeit ist immer anständig.“³⁸ Die Verteilung von Gewinn wird hier noch aus der Vorstellung vom Unternehmen als Gemeinschaft abgeleitet. Der Unternehmer oder der Manager alleine und „totes“ Kapital bilden noch kein Unternehmen. So

³⁶ Mill, John Stuart, Principles of Political Economy, London 1848, hier zitiert aus der deutschen Übersetzung: Mill, J. S. Grundsätze der politischen Ökonomie, 2. Aufl., Jena 1924, S. 36.

³⁷ Schmalenbach, Eugen, Dynamische Bilanz, 5. Aufl., Leipzig 1931, S. 94.

³⁸ Nicklisch, Heinrich, Die Betriebswirtschaft, 7. Aufl., Stuttgart 1932, S. 6.

postuliert denn auch Rudolf Dietrich in konsequenter Haltung: Empfänger des Gewinns sei das Unternehmen und nicht, wie allgemein angenommen, dessen Kapitaleigner. Die Beschäftigten hätten, weil sie ihre Arbeitskraft und ihr geistiges Kapital im Betrieb einsetzten, die gleichen Eigentumsrechte am Ertrag wie der „Betriebsherr“. ³⁹ Deshalb sei dieser auch weder den Beschäftigten noch dem Gewinn gegenüber uneingeschränkter Herrscher. ⁴⁰ Eine ähnliche Argumentation vertritt Nicklisch: Vom Standpunkt der „Betriebsgemeinschaft“ aus betrachtet seien Löhne und Gehälter keine Kosten, sondern vorgeschoffene Ertragsanteile. ⁴¹ Lohn- und Gehaltszahlungen bildeten deshalb nur den ersten Akt der Ertragsverteilung. Den zweiten Akt „Maßnahmen der Gewinnverteilung“ auf die ArbeitnehmerInnen, die Nicklisch als „natürliches Recht“ bezeichnet. ⁴²

Hieraus ergibt sich nicht nur die Forderung nach Gewinn- und/oder Kapitalbeteiligungen ⁴³ für anhängig Beschäftigte, sondern insbesondere auch die Forderung nach Mitsprache und Mitentscheidung bei unternehmerischen Prozessen, wozu ganz entschieden ein zum Kapital gleichberechtigtes (rechtliches) Mitspracherecht bei Unternehmensübernahmen gehört. Dies ist aber in dem von der Bundesregierung vorgelegten Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetz nicht vorgesehen und deshalb das entscheidende Manko am Gesetzentwurf.

³⁹ Vgl. Dietrich, Rudolf, Betriebs-Wissenschaft, München/Leipzig 1914, S. 402.

⁴⁰ Vgl. ebenda, 132.

⁴¹ Vgl. Nicklisch, Heinrich, Die geistige Haltung der Betriebswirtschaftler, in: Der praktische Betriebswirt, Heft 5/1934, S. 489.

⁴² Vgl. Nicklisch, Heinrich, Wirtschaftliche Betriebslehre, 6. Aufl., Stuttgart 1922, S. 114.

⁴³ Vgl. Bontrup, Heinz-J., Gewinn- und/oder Kapitalbeteiligungen – ökonomische Utopie oder Notwendigkeit?, in: Intervention. Zeitschrift für Ökonomie, Heft 1/2005, S. 95 - 114.