ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Härtel, Hans-Hagen

Article — Published Version

Mehr Aktionärsdemokratie

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Härtel, Hans-Hagen (2001) : Mehr Aktionärsdemokratie, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 81, Iss. 6, pp. 308-

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/40904

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Hans-Hagen Härtel

Mehr Aktionärsdemokratie

Nach bereits zwölf Jahre andauernden Diskussionen hat sich der Vermittlungsausschuß von EU-Ministerrat und EU-Parlament auf eine Übernahmerichtlinie geeinigt. Durch die Fokussierung auf die Neutralitätspflicht des Vorstandes bei „feindlichen" Übernahmen droht allerdings die grundsätzliche Zielsetzung der Übernahmerichtlinie aus dem Blick zu geraten. Der Regulierungsbedarf in der EU ergibt sich aus dem Umstand, daß grenzüberschreitende Fusionen wegen rechtlicher Hindernisse nicht auf dem Wege einer De-jure-Übernahme oder Verschmelzung vereinbart werden. Statt dessen begnügt man sich zunächst mit einer De-facto-Übernahme, indem einer der Fusionspartner eine strategische Mehrheit der Aktien erwirbt.

Bei einer De-jure-Übernahme oder Verschmelzung haben die Minderheitsaktionäre einen gerichtlich durchsetzbaren Anspruch auf Abfindung. Das Pendant für diesen Minderheitsschutz bei der De-facto-Übernahme ist das Pflichtangebot. Der neue Mehrheitsaktionär muß allen Aktionären „zu einem angemessenen Preis" eine Abfindung in bar oder in Aktien der Mehrheitsgesellschaft anbieten. Dieses Pflichtangebot ist das Kernstück des derzeit in Deutschland geltenden – freiwilligen – Übernahmekodex, der durch eine gesetzliche Regelung abgelöst werden soll.

Unter deutschen Experten herrscht Einvernehmen darüber, daß das geplante deutsche Übernahmegesetz im Sinne der Gleichbehandlung der Aktionäre den Preis für die Abfindung vorschreiben soll, wobei als Richtschnur entweder der Durchschnitt oder der Spitzenwert des Börsenkurses im Zeitraum vor dem Erwerb der strategischen Mehrheit gelten soll. Neben der Festlegung des Abfindungspreises und der strategischen Mehrheit ist vor allem strittig, ob dem Pflichtangebot auch das Recht des Mehrheitsaktionärs beiseite gestellt werden soll, die letzten 5% der Minderheitsaktionäre auch gegen deren Willen abzufinden („sqeeze out").

Demgegenüber betrifft die in der EU-Übernahmerichtlinie formulierte Neutralitätspflicht des Vorstandes eine besondere Form der Übernahme, bei der die Vorschrift zum Pflichtangebot irrelevant ist. Für diese Form, bei der ein potentieller Erwerber den Aktionären unter Ausschaltung des Vorstandes unmittelbar ein Kaufangebot unterbreitet, hat sich der Name „feindliche Übernahme" eingebürgert. In der Regel wird in diesen Fällen allen Aktionären ein Kaufpreis offeriert, der weit über dem Börsenkurs liegt. Als „feindlich" kann nur derjenige diese Form der Übernahme bezeichnen, der das Unternehmen mit dem Vorstand identifiziert. Für die Aktionäre ist ein solches Angebot allemal ein freundlicher Akt, den sie akzeptieren oder zurückweisen können.

Auch der Begriff „Neutralitätspflicht" trifft die Intentionen der EU-Übernahmerichtlinie nicht genau. Selbstverständlich kann der Vorstand die Übernahmeofferte als nachteilig hinstellen, und er darf auch einen Fusionspartner mit einem noch günstigeren Angebot suchen („weißer Ritter"). Der Vorstand darf aber nicht zu Abwehrmitteln greifen, die dem Übernahmeangebot die Grundlage entziehen, indem er durch Kapitalerhöhungen die Mehrheitsverhältnisse ändert, für den Erwerber bedeutsame Unternehmensteile veräußert, für ihn uninteressante Beteiligungen erwirbt oder für ihn nachteilige Kooperationen eingeht („poison pills"). Das Neutralitätsgebot ist in Wirklichkeit ein Behinderungsverbot. Dessen Ratio liegt darin, daß nicht der Vorstand, sondern die Aktionäre über die Übernahmeofferte entscheiden sollen. Die Aktionäre brauchen keine Abwehrrechte, sie können die Offerte einfach ablehnen.

Das EU-Parlament und – im letzten Augenblick – auch die Bundesregierung, wollten die „Neutralitätspflicht" dadurch aufweichen, daß den Gesellschaften die Möglichkeit gegeben wird, Abwehrmaßnahmen auf Vorrat zu beschließen, auf die der Vorstand „bei Gefahr" zurückgreifen kann. Bei dieser Regelung würden sich die Aktionäre in die Vormundschaft des Vorstandes begeben. Sie bekämen die dem Vorstand nicht genehmen Übernahmeofferten gar nicht erst zu Gesicht.

Letztlich ging es um die Frage, ob das Geschick eines Unternehmens in die Hand der Aktionäre oder des Vorstandes gelegt werden sollte. Nach einem verbreiteten (Vor-)Urteil folgen die Aktionäre einem kurzfristigen Gewinnmotiv, während der Vorstand das langfristige Interesse des Unternehmens vor Augen hat. Die allgemeine Menschenkenntnis und die Erfahrungen der letzten Jahre legen indessen den Verdacht nahe, daß die Vorstände Übernahmen nur so lange als „feindlich" ansehen, wie ihre Jobs oder Abfindungen nicht gesichert sind.

Das Mißliche ist, daß die nicht den Aktionären, sondern dem Management verpflichteten Wirtschaftsverbände und die ähnlich motivierten Gewerkschaften die deutschen EU-Parlamentarier und die Bundesregierung mit dem Argument vorgeschickt haben, es gelte einem nationalen Ausverkauf zu begegnen: die anderen Länder bauten sich zur Festung aus, während bei uns alle Scheunentore offen sind. Doch was anderen Ländern die „goldene Aktie" oder Mehrfachstimmrechte, ist uns die Mitbestimmung. Und: Wer für Demokratie – hier Aktionärsdemokratie – im eigenen Land ist, sollte sich davon nicht abhalten lassen, wenn andere Länder ein anderes Herrschaftsmodell präferieren.