

Rechtsanwalt Professor Dr. Mark Binz und
Wirtschaftsprüfer Dr. Martin Sorg, Stuttgart

Das neue Übernahmegesetz: Enteignung der Aktionäre?

Das neue Übernahmegesetz verletzt die Eigentümerinteressen der Aktionäre im Falle einer sog. feindlichen Unternehmensübernahme und bedeutet damit einen Rückschritt gegenüber dem geltenden Recht.

Im Zentrum der Diskussion stand und steht die Neutralitätspflicht des Vorstands, also die Frage, inwieweit der Vorstand der Zielgesellschaft berechtigt ist, Abwehrmaßnahmen gegen ein Übernahmeangebot zu ergreifen. Zwar war im Aktiengesetz diese Neutralitätspflicht nicht ausdrücklich geregelt; seine Geltung war aber unter Aktienrechtlern unbestritten. Die Praxis focht dies aber wenig an. Das zeigt der Fall *Dr. Esser* (Mannesmann), dessen Abwehrkampf gegen Vodafone mehr als 400 Mio. DM verschlang und gegen den die Staatsanwaltschaft auf unsere Anzeige hin wegen des Verdachts der Untreue und Bestechlichkeit ermittelt.

Die Neuregelung von Unternehmensübernahmen will es dem Adressaten eines Übernahmeangebots, also den Aktionären, ermöglichen, eigenständig über dessen Annahme zu entscheiden. Diese Freiheit wäre eingeschränkt, wenn Vorstand oder Aufsichtsrat aus Eigeninteresse den Erfolg einer Übernahmeofferte vereiteln könnten. Derartige Maßnahmen der Verwaltung bedürfen daher einer Ermächtigung der Hauptversammlung. Hierüber bestand Einigkeit.

Kontrovers wurde lediglich die Frage erörtert, ob die Hauptversammlung die Verwaltung erst im konkreten Einzelfall oder bereits – vorsorglich – in Form eines zeitlich befristeten Vorratsbeschlusses zu Abwehrmaßnahmen ermächtigen dürfe. Die Bundesregierung hatte in dieser Frage eine – politisch motivierte – Kehrtwendung in Richtung Vorratsbeschluss vollzogen und dadurch die seit 1989 angestrebte EG-Lösung zu Fall gebracht.

Bereits bei den Vorberatungen des Gesetzentwurfs wurde deutlich, dass derartige Vorratsbeschlüsse nicht mit den modernen Corporate Governance-Grundsätzen vereinbar sind, weshalb Fachleute davon ausgingen, dass diese Möglichkeit in der Praxis leer laufen dürfte. Wohl deshalb berechtigt das Gesetz den Vorstand ausdrücklich zu allen



Professor Dr. Mark Binz

„Feindliche“ Übernahmen existieren nur für Vorstände

Maßnahmen, die auch ein ordentlicher Geschäftsleiter, der nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte. Doch damit nicht genug! Quasi in letzter Minute wurde in § 33 Abs. 1 WpÜG noch die Regelung eingefügt, dass Abwehrmaßnahmen des Vorstands auch ohne Hauptversammlungsbeschluss generell zulässig sind, wenn der Aufsichtsrat zugestimmt hat.

Die Neuregelung bedeutet in der Praxis, dass der Vorstand in Zukunft jede ihm missliebige Übernahmeofferte blockieren kann, sofern er den Aufsichtsrat für sich gewinnt, was angesichts der Mandatsinteressen und der gegenseitigen Verflechtungen in der zu Unrecht totgesagten Deutschland AG kaum schwer fallen dürfte. Damit ist die ursprüngliche Intention des Gesetzes, die legitimen Eigentümerinteressen der Aktionäre gegenüber dem (angestellten!) Vorstand zu stärken und zu schützen, ins Gegenteil verkehrt worden.

Die Quasi-Abschaffung der Neutralitätspflicht des Vorstands durch den deutschen

Gesetzgeber, die auf eine Teilenteignung der Aktionäre hinausläuft und bei den internationalen Finanzmärkten auf Kopfschütteln stößt, beruht auf einer unheilvollen Allianz zwischen Topmanagern und Gewerkschaften. Beide Interessengruppen eint die Furcht vor feindlichen Übernahmen, weil diese den Verlust von Arbeitsplätzen bedeuten können. Während aber die Haltung der Gewerkschaften zumindest nachvollziehbar ist, hält sich das Mitleid mit den hochdotierten Topmanagern in Grenzen, erhalten diese doch im Falle eines vorzeitigen Verlusts ihres Arbeitsplatzes im Gegensatz zu „einfachen“ Angestellten oft fürstliche Abfindungen.

Das Übernahmegesetz verschärft den latenten Interessenkonflikt zwischen Vorstand und Aktionären ins Unerträgliche. „Feindliche“ Übernahmen gibt es schon begrifflich nur aus der Sicht eines um Macht und Einkommen fürchtenden Vorstands; Aktionäre können nämlich immer Nein sagen, sind also gegenüber einer Übernahmeofferte nicht schutzbedürftig. Daher eröffnet das neue Recht der Verwaltung ohne jede Not die Möglichkeit, unliebsame Investoren, ohne die Aktionäre fragen zu müssen, durch sog. Giftpillen abzuschrecken. Hierzu gehören neben einer Kapitalerhöhung der Rückkauf eigener Aktien, um den Börsenkurs nach oben zu treiben, der Verkauf von „Kronjuwelen“, der Erwerb eines Konkurrenten, um den Übernehmer kartellrechtlich abzublocken, oder die Inszenierung einer millionenschweren Abwehrschlacht.

Durch das neue Recht entfernt sich Deutschland noch weiter von der Rechtslage in anderen Ländern. Die Bundesregierung rechtfertigt dies damit, dass das deutsche Recht im internationalen Vergleich „übernahmefreundlich“ sei, da § 23 Abs. 5 AktG die vielerorts zulässigen Satzungsklauseln zur Abwehr von Übernahmen (z.B. golden shares) verwehre. Diese Begründung ist fadenscheinig, hätte es doch angemessenere Mittel gegeben, dieses Rechtsgefälle auszugleichen, zumal sich die EG-Kommission gesprächsbereit gezeigt hatte. Beispielsweise hätte es sich angeboten, die erst 1998 abgeschafften Mehr- und Höchststimmrechte für börsennotierte Gesellschaften (§ 134 Abs. 1 Satz 2 AktG) jedenfalls vorübergehend wieder zuzulassen, wie dies etwa in Österreich der Fall ist. Der vom deutschen Gesetzgeber eingeschlagene Weg schießt weit über das Ziel hinaus und ist international ohne Vorbild.

Fazit: Die Entscheidung des Gesetzgebers, dem Vorstand bei Übernahmeangeboten auf Kosten der Aktionäre mehr Macht einzuräumen, wird nach den Erfahrungen der Vergangenheit manchen Vorstand in die Versuchung führen, seine eigenen finanziellen Interessen über die der Eigentümer – also der Aktionäre – zu stellen. Für uns kommt das einer Anstiftung zur Untreue nahe.