

## Schlüsselfragen

Warum haben sich die deutschen Gewerkschaften für eine Ablehnung des Kompromissvorschlags ausgesprochen, obwohl er auch Regeln zur Arbeitnehmerbeteiligung vorgesehen hatte?

Warum hat man zwischen den Stellungnahmen von DGB, BDA/BDI und den großen Volksparteien CDU/CSU und SPD keinen großen Unterschied ausmachen können?

Warum waren britische, skandinavische und luxemburgische Abgeordnete fast ausnahmslos für die Richtlinie, unabhängig von ihrer Parteizugehörigkeit?

Warum waren deutsche, belgische und griechische Abgeordnete fast ausnahmslos dagegen?



## Corporate Governance

# Übernehmerichtlinie

Anfang Juli hat das Europäische Parlament in einer denkbar knappen Entscheidung den vom Vermittlungsausschuss vorgelegten Kompromiss für eine Übernehmerichtlinie abgelehnt. Der Versuch, europaweit einheitliche Regularien für Unternehmensübernahmen zu schaffen, ist damit nach zwölf Jahren intensiver Diskussion gescheitert. Als Schlüssel zum Verständnis: ein Vergleich der Regelwerke für Unternehmenskontrolle in den EU-Mitgliedsländern.

**Article by an MPIFG researcher**


Martin Höpner, Gregory Jackson, Simone Leiber: Übernehmerichtlinie gestoppt. In: Die Mitbestimmung 47(10), 44-47 (2001). Hans-Böckler-Stiftung



Foto: dpa

# gestoppt

Von Martin Höpner, Gregory Jackson und Simone Leiber  
Die Autoren sind Doktoranden am Max-Planck-Institut für  
Gesellschaftsforschung in Köln.

 [Mh@mpi-fg-koeln.mpg.de](mailto:Mh@mpi-fg-koeln.mpg.de)  
[Gj@mpi-fg-koeln.mpg.de](mailto:Gj@mpi-fg-koeln.mpg.de)  
[Ls@mpi-fg-koeln.mpg.de](mailto:Ls@mpi-fg-koeln.mpg.de)

■ Bis zuletzt konnte sich eine Mehrheit der Abgeordneten des Europäischen Parlaments nicht mit Artikel 9 des Kompromissvorschlags anfreunden. Dieser Regelung zufolge sollten bei feindlichen Übernahmegeboten Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaften – mit Ausnahme der Suche nach konkurrierenden Angeboten (weißen Rittern) – der vorherigen Genehmigung durch die Hauptversammlung bedürfen. Auf Grund dieser Regelung handelte es sich bei dem diskutierten Regelwerk um ein „liberales“, feindliche Übernahmegebot begünstigendes Arrangement. Die Gegner des Vorschlags wollten den Vorständen der Unternehmen

die Möglichkeit einräumen, sich die Zustimmung zu Abwehrmaßnahmen alle 18 Monate auf Vorrat einzuholen (Vorratsbeschlüsse), oder aber – so die Position der deutschen Gewerkschaften – dem mitbestimmten Aufsichtsrat die Kompetenz einräumen, Abwehrmaßnahmen zu ermöglichen. Solche Regelungen hätten eher bremsend als beschleunigend auf die Übernahmeaktivität gewirkt.

Die Bundesregierung, die sich vorgenommen hatte, Deutschland als Wirtschaftsstandort ohne investitionsfeindliche Verkrustungen darzustellen, sprach sich im Ministerrat zunächst für die Neutralitätspflicht aus und präsentierte im März einen entsprechenden Ge- →

→ setzesentwurf. Während Aktionärsverbände den Gesetzentwurf begrüßten, opponierten BDA, BDI, DIHT und der Managerverband ULA (Union der Leitenden Angestellten), gebilligt von DGB und IG Metall, gegen die Neutralitätspflicht. Die Intervention dieser Verbände führte zu einem massiven Meinungsumschwung der Bundesregierung, der von den europäischen Partnern als peinlich wahrgenommen wurde: Ab Ende April votierte die deutsche Seite plötzlich gegen die Neutralitätspflicht und scherte aus der gemeinsamen Linie der Partnerländer aus.

### Britisch-deutscher Vergleich

Ein Vergleich der Regelwerke für Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) in den EU-Mitgliedsländern macht diese Entwicklungen verständlicher. Dabei lassen sich das britische und das

**Unterschiedliche Gleichgewichte: ausgewählte Merkmale deutscher und britischer Aktiengesellschaften (Durchschnittswerte für 2000)**

	Deutschland	Großbritannien
Kurs-Gewinn-Verhältnis	17,8	21,5
Dividendenrendite	2,7 %	2,6 %
Eigenkapitalrendite	18,2 %	20,4 %
Marktkapitalisierung (Mio. Euro)	20 754	42 337
Börsenwert von einer Einheit Umsatz	0,51	2,14
Börsenwert pro Beschäftigten (Mio. Euro)	0,14	0,97
Kurs-Buchwert-Verhältnis	2,5	4,6
Umsatz (in Mio. Euro)	38 122	22 015
Umsatzrendite	9,4 %	19,2 %
Beschäftigte	138 072	60 676

Datenquellen: Handelsblatt Europa 500, Wright Investors' Service. Die Daten beziehen sich auf die 19 größten britischen bzw. 20 größten deutschen Aktiengesellschaften aus Industrie und Handel. Ausreißer wurden nicht berücksichtigt (Kurs-Gewinn-Verhältnisse unter null und über 50).

deutsche System am deutlichsten voneinander unterscheiden. Das britische Regelwerk stellt auf das Zusammenspiel zwischen Aktionären und Managern ab. Das Monitoring über das Handeln der Manager soll über den Kapitalmarkt zustande kommen. In Deutschland hingegen ist die Bedeutung des Kapitalmarkts als Kontrolleur der Unternehmensleitungen begrenzt. Die Kapitalmarktteilnehmer prägen zwar auch hier über die Beeinflussung des Aktienkurses die Richtung der Unternehmenspolitik, doch mit Unternehmensnetzwerken, Hausbanken, der öffentlichen Hand und natürlich den Mitbestimmungsträgern und Gewerkschaften existieren weitere wichtige Kontrollinstanzen.

Die unterschiedlichen Regelwerke haben Einfluss auf die Berücksichtigung der Interessen der jeweiligen Gruppen im Prozess der Unternehmenspolitik, auf die Verteilung der erwirtschafteten Wertschöpfung und damit auch auf die Bewertung der Unternehmen am Kapitalmarkt. Die Umsatzrendite großer britischer Unternehmen liegt etwa doppelt so hoch wie die durchschnittliche Umsatzrendite in Deutschland. Eine Einheit Buchwert eines britischen Unternehmens wird an der Börse doppelt so hoch gehandelt wie eine Einheit der Bilanzsumme einer großen deutschen Aktiengesellschaft; ein Euro Jahresumsatz einer britischen Aktiengesellschaft ist den Kapitalmarktteilnehmern etwa zwei Euro wert, ein Euro Umsatz eines börsennotierten deutschen Unternehmens nur 50 Cent. Hinsichtlich Profitabilität und Kapitalmarktbeurteilung befinden sich deutsche und britische Unternehmen in unterschiedlichen Gleichgewichten. Profitablere britische Unternehmen werden höher gehandelt als weniger profitable deutsche. Im Endeffekt geht es den Aktionären deutscher Aktiengesellschaften damit nicht schlechter als den Aktionären britischer Unternehmen: Kurs-Gewinn-Verhältnisse, Eigenkapital- und Dividendenrenditen deutscher und britischer Unternehmen sind auf selbem Niveau. Die unterschiedlichen Systeme haben den Aktionären eine angemessene Rendite gesichert und ihren Beitrag zur erfolgreichen Entwicklung der jeweiligen Ökonomie geleistet. Keines der Modelle war und ist damit besser als ein anderes, sie sind zunächst einfach nur verschieden.

### Die Voten der Parlamentarier

In einem gemeinsamen Markt für Unternehmenskontrolle, in dem auch feindliche Übernahmen möglich sind, stellt sich der Vergleich der Corporate-Governance-Systeme allerdings anders dar. Die Höhe der Marktkapitalisierungen entscheidet über die Erfolgsaussichten auf dem Markt für Fusionen und Übernahmen. Wird die Aktie als Akquisitionswährung eingesetzt, kommen bei einer Übernahme eines deutschen Unternehmens durch ein britisches sechs übernommene Arbeitnehmer auf einen übernehmenden. Die Systeme sind nun nicht mehr einfach nur verschieden; Länder, deren Regelwerke zur Unternehmenskontrolle hoch bewertete Unternehmen hervorgebracht haben, sind auf dem Übernahmemarkt nun stärker als andere.

Damit wird verständlich, warum das Abstimmungsverhalten der Abgeordneten des Europäischen Parlaments nicht durch ihre Partei-, sondern durch ihre Länderzugehörigkeit bestimmt wurde. Etwa 45 Prozent der konservativen Abgeordneten haben für den Kompromissvorschlag gestimmt, 53 Prozent dagegen; 50 Prozent der Sozialisten stimmten für die Richtlinie, 50 Prozent lehnten sie ab. Aber beispielsweise 86 Prozent der Schweden, 91 Prozent der Briten, 83 Prozent der Iren und der Luxemburger waren für das Regelwerk, 91 Prozent der Griechen, 76 Prozent der Belgier und 99 Prozent der Deutschen votierten dagegen. Es sind also nationale, aus der Marktkapitalisierung der jeweils heimischen Unternehmen resultierende Interessen, die die Abgeordneten bewogen haben, für oder gegen die Richtlinie zu stimmen.

## Schutz für deutsche Übernahmekandidaten

Aus deutscher Gewerkschaftssicht ist das Scheitern der Richtlinie zu begrüßen. Der Markt sollte durch ein liberales Übernahmeregelwerk nicht noch zusätzlich angeheizt werden. Neben der niedrigen Marktkapitalisierung deutscher Unternehmen wird vor allem die ab 2002 geltende Steuerfreistellung von Gewinnen aus Beteiligungsveräußerungen dafür sorgen, dass Deutschland zu einem Zielland von Übernahmeversuchen wird. Denn durch den „Eichel-Plan“ werden nicht nur Unternehmensverflechtungen zurückgehen und Übernahmen damit erleichtert. Gleichzeitig wird die Zerschlagung übernommener Unternehmen attraktiver und die potenzielle Übernahmearbitrage erhöht. Auch die Möglichkeit, Übernahmen ohne Bargeldkomponente über den Austausch von Aktien zu finanzieren, wirkt treibend auf die Übernahmeaktivität. Der schwache Euro trägt zusätzlich dazu bei, dass deutsche Unternehmen für Übernehmer aus Übersee billig zu haben sind. Und übernahmebehindernde Stimmrechtsbeschränkungen, die in manchen europäischen Ländern noch möglich sind, sind in Deutschland seit Mitte 2000 verboten.

Mitte der 90er Jahre haben Bemühungen eingesetzt, die Börsenbewertungen deutscher Aktiengesellschaften durch eine gezielt am Aktienkurs orientierte Unternehmenspolitik nach oben zu treiben (Shareholder-Value). Zunehmend profitablere Unternehmen, die einen wachsenden Teil ihrer Nettowertschöpfung an die Anteilseigner ausschütten, werden an der Börse höher gehandelt. Deutsche Unternehmen bewegen sich auf das für angelsächsische Länder typische Gleichgewicht von hoher Profitabilität und hohem Börsenwert langsam zu.

Der Weg ist aber noch weit. Die Gefahr: Was passiert, wenn ausländische Übernehmer feindliche Übernahmeangebote für deutsche Mischkonzerne abgeben und versuchen, den Konvergenzprozess bei den von ihnen übernommenen Unternehmen zwanghaft zu beschleunigen? Was, wenn sie ohne Rücksicht auf die Interessen der Beschäftigten, der Zulieferer und Abnehmer der betroffenen Regionen umstrukturieren, auf Kerngeschäfte zusammenschmel-

zen und wieder veräußern? Möglicherweise wären damit kurzfristige Profite erzielbar. Die amerikanische Erfahrung zeigt jedoch, dass Gewinne der Aktionäre bei Übernahmen häufig nicht auf Effizienzgewinnen, sondern auf Vertrauensbrüchen mit Kunden und Beschäftigten und der Umverteilung zu Gunsten der Aktionäre beruhen. Solche Zerschlagungsübernahmen könnten die lange gewachsene, auf Mitsprache aller Beteiligten ausgerichteten Unternehmenskulturen zerstören und damit langfristig eine wesentliche Voraussetzung für den Erfolg der deutschen Ökonomie unterminieren.

Um dem entgegenzuwirken, sollten Länder mit niedrig bewerteten Unternehmen selbst über ihre Übernahmeregelwerke befinden können. Europa ist noch nicht reif für einen einheitlichen Markt für Unternehmensübernahmen. ■

### Und wie geht es weiter?

Der deutsche Gesetzentwurf für ein „Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz“ (WpÜG), den das Bundeskabinett am 11. Juli gebilligt hat und das zum 1. Januar 2002 in Kraft treten soll, ist als Download auf der Homepage des Bundesfinanzministeriums dokumentiert: [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de). Auf europäischer Ebene hat die EU-Kommission eine hochrangige Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts eingesetzt, die bei der Ausarbeitung eines neuen Richtlinienvorschlages für die Abwicklung von Übernahmeangeboten zuarbeiten soll. Von deutscher Seite ist Klaus J. Hopt, geschäftsführender Direktor des Max-Planck-Instituts Hamburg, beteiligt. Bis Ende 2001 soll ein Vorbericht erstellt werden.



### Literatur

Jürgen Beyer/Anke Hassel: The Market for Corporate Control and the Financial Internationalization of German Firms. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, 2001. Download: [www.mpi-fg-koeln.mpg.de/Sysbez/sase-paper.pdf](http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/Sysbez/sase-paper.pdf).

Martin Höpner/Gregory Jackson: An Emerging Market for Corporate Control? The Case of Mannesmann and its Significance for the Institutional Change of German Corporate Governance. MPIfG Discussion Paper, Köln 2001. Download: [www.mpi-fg-koeln.mpg.de/pu/mpifg\\_dp/dp01-4.pdf](http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/pu/mpifg_dp/dp01-4.pdf).