

Abwehr feindlicher Übernahmen

(Vortrag vor dem Hanse Board, Hamburg, 13.11.2006)

Insbesondere der Verkauf der Unternehmensbeteiligungen, die die deutschen Großbanken vorher in großer Zahl hielten, die Verabschiedung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) und der Vorstoß von Finanzinvestoren läuteten Ende der neunziger Jahre das Ende der „Deutschland- AG“ ein. Seitdem ist die Zahl der Unternehmensübernahmen -freundlicher wie feindlicher- stetig gestiegen. Eines der spektakulärsten Beispiele ist die feindliche Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone-Airtouch, der eine monatelange Abwehrschlacht mit ganzseitigen Anzeigen in der Tagespresse voranging. Ganz aktuell sehen sich momentan die Vorstandsvorsitzenden der Thyssen- Krupp AG und der RWE AG veranlasst, Abwehrstrategien zu entwickeln, weil sie befürchten, dass die von ihnen geführten Unternehmen Ziele feindlicher Übernahmen sind. Ekkehard Schulz möchte die Thyssen- Krupp AG gegen eine feindliche Übernahme durch den US- Konkurrenten Nucor ausrichten, der starke Anstieg des Aktienkurs der RWE- Aktie lässt laut eines Berichtes des Spiegel den Vorstandsvorsitzenden Harry Roels darauf schließen, dass ein potentieller Übernehmer in großem Stil Aktien aufkauft.

Deutsche Unternehmen müssen sich also künftig mehr und mehr darauf einstellen, Ziel einer feindlichen Übernahme zu werden. Die möglichen Abwehrstrategien, die Vorstand und Aufsichtsrat eines Unternehmens anwenden können, um eine feindliche Übernahme abzuwehren, sollen daher in diesem Artikel in den Abschnitten 5 und 6 erläutert werden. Hierzu wird zunächst in den Abschnitten 1 bis 4 dargestellt, welche Möglichkeiten des Angriffs der Initiator einer feindlichen Übernahme hat und wie diese nach den Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes abzulaufen hat.

1. Definition des Begriffs „feindliche Übernahme“

Bei einer sogenannten „feindlichen Übernahme“ handelt es sich um den Erwerb der Kontrolle über ein Unternehmen ohne die Zustimmung bzw. gegen den Willen des Managements (Vorstand und/oder Aufsichtsrat) des Zielunternehmens. Als „feindlich“

bezeichnen meist die Manager des Übernahmekandidaten jedes Angebot eines potenziellen Käufers von Anteilen, welches sich direkt an die Eigentümer des Unternehmens (Aktionäre) richtet. Als „freundlich“ wird eine Übernahme demgegenüber bezeichnet, wenn sie in Abstimmung mit dem Management der zu übernehmenden Gesellschaft, gegebenenfalls sogar mit dessen Hilfe, durchgeführt wird. Oft wird statt von einer feindlichen Übernahme auch von einer unkoordinierten Übernahme gesprochen.

2. Definition des Begriffs „Kontrolle“

Die Kontrolle ist das eigentliche Ziel des Erwerbers und damit der bestimmende Faktor für die Höhe der zu erwerbenden Beteiligung. Damit eine Übernahme vorliegt, müssen die mit der Beteiligung verbundenen Rechte ausreichen, um sich gegebenenfalls gegen die anderen Miteigentümer durchzusetzen zu können. Dadurch stellt sich die Frage, wie hoch die quotale Beteiligung sein muss, damit ihr Inhaber die Kontrolle über die Gesellschaft erlangt. Da mit verschiedenen hohen Beteiligungsquoten ein jeweils unterschiedlicher Umfang von Einflussmöglichkeiten einhergeht, sind verschiedene Abstufungen denkbar. In der Literatur werden als Kontrollquoten etwa die hundertprozentige Beteiligung, die Eingliederungsbeteiligung (95%, Squeeze out), die Dreiviertelmehrheit (75%), die Mehrheitsbeteiligung (> 50%) oder die Sperrminorität ($\geq 25\%$) genannt.

Die genannten Quoten stellen aktienrechtlich fixierte Grenzen dar, die für bestimmte wesentliche Entscheidungen der Hauptversammlung mindestens notwendig sind. Dabei ist allerdings zu beachten, dass es für eine Reihe von Entscheidungen bereits genügt, wenn der genannte Prozentsatz am bei der Beschlussfassung vertretenen Kapital erreicht wird, so dass im Einzelfall auch schon ein geringerer Anteil am gesamten Grundkapital ausreicht, um eine geplante Maßnahme durchzusetzen. So eröffnet z.B. eine Mehrheit von $\frac{3}{4}$ des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals die Möglichkeit des Abschlusses eines Beherrschungsvertrages, mit dem die Aktiengesellschaft einem anderen Unternehmen weisungsgebunden unterstellt wird. Die einfache Mehrheit in der Hauptversammlung ermöglicht u. a. die Besetzung des Aufsichtsrates, welcher wiederum den Vorstand bestellt. Daneben ist zu berücksichtigen, dass für zahlreiche Hauptversammlungsentscheidungen in der Satzung abweichende Kapitalmehrheiten bestimmt werden können. Welche Quote erreicht sein muss, damit von Übernahme

gesprochen werden kann, ist daher nicht allgemeingültig zu beantworten, sondern ist vom Zweck der Betrachtung abhängig.

Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) definiert Kontrolle als das Halten von 30% am Grundkapital. Begründet wird dies unter anderem damit, dass bei dieser Beteiligungsquote unter Berücksichtigung der üblichen Hauptversammlungspräsenzen börsennotierter deutscher Unternehmen in den meisten Fällen eine Hauptversammlungsmehrheit bestehe.

Beabsichtigt der Erwerber über die reine Kontrolle hinaus eine vollständige Eingliederung der Zielgesellschaft, so benötigt er nach § 320 I 1 AktG mindestens 95% des Grundkapitals, um die Minderheitsaktionäre gegen Zahlung einer angemessenen Abfindung aus der Gesellschaft zu drängen.

3. Alternativen des Angriffs

Zunächst soll an dieser Stelle an die Meldepflichten gem. §§ 21, 22 WpHG bei Gesellschaften, deren Aktien im amtlichen Handel notiert werden erinnert werden. So ist bereits der Erwerb einer Beteiligung in Höhe von 5 % erstmals zu melden, ebenso sind der Erwerb von 10%, 25%, 50% und 75% der Stimmrechte meldepflichtig. Daher kann der Beteiligungsaufbau von den anderen Marktteilnehmern verfolgt werden. Die Meldepflichten bestehen unabhängig von der Methode des Aktienerwerbs, der auf folgende drei Arten durchgeführt werden kann:

3.1. Paketkauf

Besitzen einzelne Investoren größere Aktienpakete, so bietet sich die Möglichkeit eines Direkterwerbs eines oder mehrerer Aktienpakete. Hier ist oftmals ein Paketzuschlag zu zahlen.

3.2. Kauf über die Börse

Alternativ oder ergänzend zu einem Paketkauf kommt der Kauf von Anteilen über die Börse in Betracht. Dies ist natürlich nur über einen längeren Zeitraum möglich und wird allein auf Grund der verstärkten und kontinuierlichen Nachfrage mit Kurssteigerungen verbunden sein. Sobald Übernahmerüchte auftauchen, wird sich der Aktienkurs sprunghaft entwickeln.

3.3. Öffentliches Übernahmeangebot

Die dritte Alternative bildete das öffentliche Übernahmeangebot, welches aber regelmäßig erst nach mehr oder weniger umfangreichen Vorkäufen abgegeben wird. Hierbei wendet sich der Interessent direkt an die Aktionäre und bietet ihnen den Erwerb ihrer Aktien zu festgesetzten Konditionen innerhalb eines bestimmten Zeitraums an.

4. Das Übernahmerecht

4.1. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 01.01.2002 (WpÜG)

Das WpÜG regelt öffentliche Angebote zum Erwerb von Aktien und bestimmten anderen Wertpapieren sowie Übernahmen von Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien mit Sitz in Deutschland und Börsennotierung an einem organisierten Markt im Europäischen Wirtschaftsraum.

Das WpÜG unterscheidet zwischen Übernahmeangeboten, Pflichtangeboten und einfachen öffentlichen Erwerbsangeboten.

- Übernahmeangebote sind Angebote, die auf den Erwerb der Kontrolle (30% der Stimmrechte) ausgerichtet sind.
- Pflichtangebote sind Angebote, die von dem abzugeben sind, der unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erworben hat. Das Angebot muss sich auf alle noch nicht vom Bieter gehaltenen Aktien erstrecken (§§ 32, 39 WpÜG). Kein Pflichtangebot ist abzugeben, wenn die Kontrolle über die Zielgesellschaft aufgrund eines Übernahmeangebotes erworben wird. Hierdurch wird dem Bieter erspart, ein weiteres Angebot abzugeben, das denselben Aktien gelten würde.
- Öffentliche Erwerbsangebote sind freiwillige Angebote entweder zum Erwerb einer Beteiligung, die unter Berücksichtigung einer bereits bestehenden Beteiligung unterhalb der Kontrollschwelle bleibt oder, sofern schon eine Kontrollbeteiligung besteht, zur Aufstockung dieser Beteiligung.

Für alle öffentlichen Übernahmeangebote gilt, dass eine Angebotsunterlage erstellt und von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) genehmigt und veröffentlicht werden muss (Prospekthaftung). Auch die Organe der „Zielgesellschaft“ unterliegen insbesondere im Hinblick auf die Abwehr sogenannter feindlicher Übernahmen bestimmten Pflichten.

4.2. Der zeitliche Ablauf eines öffentlichen Kaufangebots

4.2.1. Vorbereitung des Angebots

- Das Übernahmeangebot wird geplant und konzeptioniert. Die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots muss unverzüglich den betroffenen Börsen und der BaFin mitgeteilt werden (§ 10 I 2 Nrn. 1 u. 2 WpÜG) sowie in mindestens einem üblichen elektronischen Informationsverarbeitungssystem in deutscher Sprache veröffentlicht werden (§ 10 I 1, III WpÜG).
- Die Entscheidung muß schriftlich an den Vorstand der Zielgesellschaft übermittelt werden (§ 10 V 1 WpÜG).
- Innerhalb von 4 Wochen nach Veröffentlichung muss die Angebotsunterlage bei der BaFin eingereicht werden (§ 14 I 1 WpÜG), eine Fristverlängerung ist allerdings möglich (§ 14 I 2 WpÜG).
- Die Planung eines Übernahmeangebots ist Insiderstatbestand, so dass die beteiligten Personen dies geheim halten müssen (§ 14 I Nr.2. WpHG). Die gesetzlichen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten über Stimmrechtsanteile an börsennotierten Gesellschaften bleiben jedoch unberührt (§§ 21ff. WpHG).

4.2.2. Prüfung der Unterlagen durch die BaFin und Veröffentlichung der Angebotsunterlage

- Falls nicht alle erforderlichen Angaben enthalten sind oder offensichtlich gegen Rechtsvorschriften verstoßen wird, so hat die BaFin das Angebot innerhalb von 10 Tagen zu untersagen (§ 15 I Nrn. 1 u 2 WpÜG).
- Bei Unvollständigkeit der Unterlagen kann die Frist um bis zu 5 Werktage verlängert werden (§ 14 II 1, III 1 WpÜG).
- Nach Genehmigung bzw. Fristablauf müssen die Angebotsunterlagen unverzüglich veröffentlicht sowie an den Vorstand der Zielgesellschaft übermittelt werden. Dieser muss das Angebot unmittelbar an den Betriebsrat bzw. die Arbeitnehmer weiterleiten (§ 14 IV 4 WpÜG).
- Mit Veröffentlichung der Angebotsunterlagen beginnt die Annahmefrist (§ 16 I 2 WpÜG).

4.2.3. Procedere während der Annahmefrist

- Die Annahmefrist darf nicht weniger als 4 und nicht mehr als 10 Wochen betragen (§ 16 I 1 WpÜG). Es existieren jedoch gewisse Ausnahmen, die eine Verlängerung der Annahmefrist bewirken (Änderung des Angebots, Abgabe eines konkurrierenden Angebots).
- Nach Bekanntgabe der Annahmequote haben die Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben, die Möglichkeit, innerhalb weiterer zwei Wochen das Angebot anzunehmen (§ 16 II 1 WpÜG) (Schutz der Aktionäre).
- Während der Annahmephase muss der Bieter die Zahl der von ihm gehaltenen und der ihm angedienten Wertpapiere mit den jeweiligen Stimmrechtsanteilen wöchentlich, in der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist täglich sowie nach Ablauf der Annahmefrist unverzüglich veröffentlichen und der BaFin mitteilen (§ 23 I WpÜG) („Wasserstandsmeldungen“).

4.3. Inhalt des Angebots

Die Angebotsunterlage muss in deutscher Sprache erstellt sein und die folgenden wesentlichen Inhalte aufweisen:

- Angaben zum Bieter (§ 11 II 2 Nr.1 WpÜG),
- Angaben zum Gegenstand des Angebots, also Bestimmung der Zielgesellschaft und der betreffenden Wertpapiere (§ 11 II 2 Nrn. 2 u. 3 WpÜG),
- Angaben zur Gegenleistung (§ 11 II 2 Nr. 4 WpÜG), wobei Art und Höhe der Gegenleistung klar definiert sein muß. Die Gegenleistung darf nur in Form einer Geldleistung in Euro oder Aktien, die „liquide“ und zum Handel an einem organisierten Markt innerhalb des EWR zugelassen sind, erfolgen. Die Gegenleistung eines Übernahme- oder Pflichtangebots muss zudem der Höhe nach angemessen sein. Bei inländischer Notierung der Aktie der Zielgesellschaft muss die Gegenleistung mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate vor der Ankündigung des Angebots entsprechen (§ 5 I AngebotsV). Bei ausländischer Notierung entfällt die Gewichtung (§ 5 I AngebotsV).
- Angaben zur Finanzierung des Angebots (§ 11 II 3 Nr. 1 Alt. 1 WpÜG),

- sonstige Angaben (Bedingungen, Beginn und Ende der Annahmefrist etc.),
- Angaben des Bieters in Bezug auf die zukünftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft (Vermögen, Standorte, Mitarbeiter etc.) (§ 11 II 3 Nr. 2 WpÜG).

Öffentliche Angebote müssen zwingend als bindendes Angebot ausgestaltet sein. Angebote in der Form des invitatio ad offerendum sind unzulässig (§ 17 WpÜG).

Übernahmeangebote müssen Vollangebote sein. Sie müssen also auf alle Aktien der Zielgesellschaft gerichtet sein. Dies umfasst auch stimmrechtslose Vorzugsaktien (§§ 32 und 39 WpÜG).

4.4. Verhaltenspflichten für die Organe der Zielgesellschaft

4.4.1. Stellungnahmepflicht

- Der Vorstand der Zielgesellschaft hat nach Erhalt die Angebotsunterlage unverzüglich an den Betriebsrat oder, wenn ein solcher nicht besteht, direkt an die Arbeitnehmer weiterzuleiten (§ 14 IV WpÜG).
- Im Anschluss hieran haben der Vorstand und der Aufsichtsrat unverzüglich eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot abzugeben (§ 27 I WpÜG). Unverzüglich ist nach einem Urteil des OLG Frankfurt/M hier im Regelfall ein Zeitraum von weniger als zwei Wochen. In Fällen, die besonders einfach gelagert oder besonders eilbedürftig sind, kommt auch eine kürzere Zeitspanne in Betracht. Nur in seltenen Ausnahmefällen bei Vorliegen ganz besonderer Umstände und Erfordernisse ist ein Zeitraum von mehr als zwei Wochen zulässig. Die Stellungnahme muss sich mit Art und Höhe der Gegenleistung, den Auswirkungen der Übernahme auf die Zielgesellschaft bzgl. Standorte, Mitarbeiter, Ziele usw. auseinandersetzen. Zudem müssen Vorstand und Aufsichtsrat mitteilen, ob sie beabsichtigen, das Angebot für die von ihnen persönlich gehaltenen Aktien anzunehmen (§ 27 I WpÜG).
- Diese Stellungnahme kann als eine der wichtigsten Abwehrwaffen im Kampf gegen eine feindliche Übernahme gesehen werden, da der Vorstand hier begründete Argumente gegen das Angebot und damit gegen das Konzept des Angreifers vorbringen kann und somit die Aktionäre von der Richtigkeit der

eigenen Konzepte überzeugen kann. Die Stellungnahme des Aufsichtsrats kann gemeinsam mit der des Vorstandes oder getrennt erfolgen.

4.4.2. Neutralitätspflicht

4.4.2.1. Vorstand

Der Vorstand der Zielgesellschaft darf von dem Zeitpunkt der Ankündigung des Angebotes an bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses grundsätzlich keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte (§ 33 I 1 WpÜG). Der Verstoß gegen diese Vorschrift ist mit Bußgeld bis zu einer Million Euro bewehrt (§ 61 I Nr. 8, II WpÜG).

Es gibt hiervon jedoch 4 Ausnahmen:

- Der Vorstand darf Handlungen vornehmen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsführer einer Gesellschaft, die nicht Ziel eines Übernahmeangebots ist, vorgenommen hätte (§ 33 I 2 Alt. 1 WpÜG).
- Der Vorstand darf nach einem „weißen Ritter“, also einem dem Unternehmen gegenüber freundlich gesonnenen Dritten suchen, der ein konkurrierendes Übernahmeangebot abgibt (§ 33 I 2 Alt. 2 WpÜG).
- Der Vorstand darf Handlungen vornehmen, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat (§ 33 I 2 Alt. 3 WpÜG). Dies ist jedoch nur in den Grenzen zulässig, in denen er auch aktienrechtlich geschäftsführungsbefugt ist.
- Der Vorstand darf Handlungen vornehmen, zu denen ihn die Hauptversammlung im Zeitraum vor der Veröffentlichung einer Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes ermächtigt hat (§ 33 II WpÜG). Diese Handlungen, die den Erfolg von Übernahmehandlungen verhindern sollen, müssen der Art nach klar bestimmt werden. Zudem kann die Ermächtigung für höchstens 18 Monate erteilt werden und muss von min. 75% des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals erteilt werden. Handlungen des Vorstandes aufgrund einer solchen Ermächtigung bedürfen zudem der Zustimmung des Aufsichtsrates. Allerdings werden nur wenige Vorstände ihren Aktionären vorschlagen, einen derartigen Beschluss zu fassen, da sie damit dem Markt

signalisieren würden, dass sie das eigene Unternehmen als Übernahmekandidaten sehen.

4.4.2.2. Aufsichtsrat

Im Rahmen von Unternehmensübernahmen gilt es auch für den Aufsichtsrat, Interessenkonflikte auszuschließen. Insbesondere die Vertreter von Banken in den Aufsichtsräten sind oftmals in derartige Interessenskonflikte verwickelt. Der Interessenkonflikt liegt hier darin, dass ein Vorstandsmitglied eines Kreditinstituts auf der einen Seite eine Verschwiegenheitspflicht hat und auf der anderen Seite eine Treuepflicht als Aufsichtsratsmitglied gegenüber dem beaufsichtigten Unternehmen. Oftmals wird eine Übernahme von genau der Bank finanziert, die ein Aufsichtsratsmandat bei der Zielgesellschaft innehat. Ein Beispiel stellt die versuchte Übernahme von Thyssen durch Krupp dar, bei der die Deutsche Bank auf der einen Seite Mitglieder des Aufsichtsrates bei Thyssen stellte und auf der anderen Seite Krupp bei der Finanzierung der Übernahme helfen sollte. Das Mitglied eines Aufsichtsrats darf sich daher bei der Wahrnehmung seiner Aufgaben nur von den Interessen des beaufsichtigten Unternehmens leiten lassen. Das Aufsichtsratsmitglied darf sich daher als Vorstandsmitglied des Kreditinstituts an keiner Maßnahme, die das Zielunternehmen betrifft, beteiligen. Dies betrifft natürlich auch informelle Gespräche im Kollegenkreis. Wenn das Aufsichtsratsmitglied seiner Treuepflicht nicht nachkommt, sind die anderen Aufsichtsratsmitglieder zu einem Antrag auf gerichtliche Abberufung verpflichtet.

4.4.3. Bestechungsverbot

Dem Bieter und mit ihm zusammenwirkenden Personen ist es verboten, den Mitgliedern des Vorstands oder Aufsichtsrats der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit dem Angebot ungerechtfertigte Geldleistungen oder Vorteile zu gewähren oder in Aussicht zu stellen (§ 33 III WpÜG). „Ungerechtfertigt“ sind Vorteile oder Zusagen, durch die die Organe der Zielgesellschaft zu einem nicht am Interesse der Gesellschaft und ihrer Anteilseigner orientierten Verhalten motiviert werden sollen. Sachlich nachvollziehbare Zusagen können jedoch gerechtfertigt sein, etwa die Zusage an den Vorstand der Zielgesellschaft, ihn nach erfolgreicher Übernahme weiter zu beschäftigen.

Die Vorschriften des Aktienrechts bleiben von den genannten Vorschriften jedoch unberührt.

5. Strukturelle Abwehrmaßnahmen im Vorfeld einer feindlichen Übernahme

Im Vorfeld einer feindlichen Übernahme bieten sich vielfältige Möglichkeiten, einer feindlichen Übernahme vorzubeugen. Die Möglichkeiten des Managements nach Auftauchen eines „Angreifers“ sind jedoch deutlich eingeschränkt. Eine Vielzahl von Maßnahmen, die in den USA zulässig sind, sind in Deutschland unzulässig. Auch die Trennung des Managements in Vorstand und Aufsichtsrat, also die Zweiteilung der Unternehmensführung, schränkt die Möglichkeiten der Abwehr stark ein.

Die einer Gesellschaft und ihren Gesellschaftern zur Verfügung stehenden Verteidigungsmechanismen haben teilweise präventiven Charakter. Von den erst bei Vorliegen eines Angriffs zu treffenden Maßnahmen unterscheiden sie sich insbesondere dadurch, dass sie meist in die verfassungsmäßige Struktur der Gesellschaft eingreifen und in der Satzung geregelt werden müssen.

5.1. Angemessener Börsenkurs

Die effektivste und für Gesellschaft und Aktionär bei weitem erfreulichste Maßnahme zur Vermeidung feindlicher Übernahmen findet sich in der Optimierung der Ertragslage und Finanzstruktur der Bilanz in Verbindung mit einer adäquaten Kommunikation dieser Vorgänge, um zu erreichen, dass der Börsenkurs auch wirklich den tatsächlichen Wert des Unternehmens widerspiegelt. Dies macht ein Unternehmen uninteressanter für feindliche Übernahmen, ohne es grundsätzlich uninteressant für Investoren zu machen. Auch sollte darauf geachtet werden, das Unternehmen nicht unnötig als potenziellen Übernahmekandidaten darzustellen, etwa durch unnötig hohe Liquidität.

5.2. Kontrolle der Aktionärsstruktur

Eine weitere Möglichkeit der Vorbeugung potentieller Übernahmen bietet sich darin, die Aktionärsstruktur bzgl. Streuungsgrad und Großaktionären genau zu überwachen. Auch sollte immer festgestellt werden, ob es evtl. potentielle Käufer mit aggressiven Unternehmensstrategien und hoher Finanzkraft gibt, um frühzeitig Abwehrmaßnahmen einleiten zu können.

Eine Möglichkeit der Kontrolle der Aktionärsstruktur kann z.B. in der Emission vinkulierter Namensaktien gesehen werden.

Ein weiteres Mittel der vorbeugenden Abwehr bestand in der Einführung von Höchststimmrechten und Mehrfachstimmrechten. Dies war über einen langen Zeitraum das bevorzugte Mittel deutscher Publikumsgesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmen. Seit Einführung des KonTraG am 01.05.1998 sind Höchst- und Mehrfachstimmrechte jedoch verboten.

5.3. Management

Ein „Angreifer“ wird regelmäßig die Zielsetzung verfolgen, das Management der Zielgesellschaft auszutauschen und mit Personen seines Vertrauens zu besetzen. Dies kann in Deutschland aufgrund der Zweiteilung des Managements in Vorstand und Aufsichtsrat sowie der Arbeitnehmermitbestimmung außerordentlich problematisch sein. Zudem ist die Besetzung des Managements und die Einschätzung seines „Verteidigungswillens bzw. –kraft“ ein bedeutender Faktor für den Angreifer.

Vor Ablauf der nach § 102 I AktG maximal 5 Jahre betragenden Amtszeit bedarf es nach § 103 I 2 AktG zur Abwahl eines Anteilseignervertreeters im AR einer Dreiviertelmehrheit der abgegebenen Stimmen, soweit in der Satzung nichts anderes vereinbart ist. Diese „Abschreckungswirkung“ des deutschen AR-Systems kann noch intensiviert werden, indem der Wiederbestellungszyklus zeitlich gefächert wird, also nicht alle Amtszeiten zum gleichen Termin auslaufen. So kann ein Angreifer nicht auf einen Schlag die Kontrolle gewinnen.

5.4. Genehmigtes Kapital

Soweit das Bezugsrecht der Altaktionäre ausgeschlossen wird, stellt genehmigtes Kapital ein wirksames Mittel zur Abwehr einer feindlichen Übernahme dar. Der Vorstand kann zur Ausgabe neuer Aktien aus genehmigtem Kapital (§ 202 II AktG) und für den Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre (§ 203 II AktG) befugt sein, wenn genehmigtes Kapital zur Verfügung steht und der Vorstand von der Hauptversammlung zum Ausschluss des Bezugsrechtes ermächtigt worden ist. Demnach kann der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats ein Aktienpaket an einen „freundlichen Dritten“ ausgeben. Allerdings wird diese Möglichkeit zumindest in dem Sinne

beschränkt, dass genehmigtes Kapital nur in Höhe von maximal 50% des Grundkapitals bestehen darf (§ 202 III 1 AktG). Zudem ist der Vorstand verpflichtet, für die auszugebenden Aktien den besten Preis zu erzielen.

5.5. Erwerb eigener Aktien

Der Rückkauf eigener Aktien wird insbesondere in den USA zur Abwehr von Übernahmeversuchen eingesetzt. Die Effekte einer derartigen Maßnahme liegen zum einen darin, dass die Diskrepanz zwischen Börsenkurs und innerem Wert eines Unternehmens aufgehoben und dadurch der Börsenkurs in die Höhe getrieben und zum anderen die Zahl der am Markt verfügbaren Aktien gering gehalten wird. Zudem können die erworbenen Aktien wie bei einer Kapitalerhöhung anschließend bei „befreundeten“ Aktionären platziert werden. Der durch das KonTraG neu eingeführte § 71 I Nr. 8 AktG ermöglicht den Erwerb eigener Aktien als Instrument der Verteidigung. Danach ist der Erwerb eigener Aktien aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung zulässig, wobei der Beschluss den höchsten und den niedrigsten Kaufpreis, den Zweck sowie das maximale Volumen bestimmen soll. Die Ermächtigung der Hauptversammlung verfällt jedoch nach 18 Monaten. Zudem gelten auch für diesen Fall die Begrenzungen des § 71 II 1 AktG, wonach ein Erwerb eigener Aktien in jedem Fall auf max. 10% des Grundkapitals begrenzt ist.

5.6. Wechselseitige Beteiligungen

Über wechselseitige Beteiligungen kann die Verwaltung eines Unternehmens Anteile der eigenen Gesellschaft mittelbar über eine oder mehrere andere Gesellschaften kontrollieren. Zudem führen wechselseitige Beteiligungen zu einer Reduktion des Streubesitzes bzw. einer Eingrenzung des Aktionärskreises. Derartige wechselseitige Beteiligungen sind zwar grundsätzlich zulässig, unterliegen aber zahlreichen Restriktionen insbesondere in Bezug auf die Beteiligungshöhe und die Ausübbarkeit des Stimmrechts.

5.7. Ausgabe von Belegschaftsaktien

Die Ausgabe von Aktien an die Belegschaft scheint ein sinnvolles Mittel in der vorbeugenden Abwehr einer Übernahme zu sein, da die Mitarbeiter in der Regel in einem Übernahmekampf aus Sorge um ihren Arbeitsplatz eher auf der Seite der Zielgesellschaft stehen und nicht auf der Seite des Angreifers.

5.8. Vorbereitung eines Abwehrplans

Aufgrund der begrenzt verfügbaren Zeit im „Abwehrkampf“ und der vollständigen Einbindung des Managements ist es erforderlich, bereits im Vorfeld einen klar strukturierten Abwehrplan für den Fall, dass ein „Angreifer“ auftauchen sollte, zu erstellen. Dieser Plan muss detailliert festlegen, wie in einer solchen Situation im Management einzelne Aufgaben verteilt werden sollen, mit welchen Beratern und Banken in diesem Fall zusammengearbeitet wird, wie sich das Management zu verhalten hat und auf welchem Wege und innerhalb welcher Zeiträume die Abwehrmaßnahmen und die Information der Aktionäre zu erfolgen hat. Als Teil dieses Plans ist es erforderlich, dass sich das Management regelmäßig mit der Thematik auseinandersetzt, ob das eigene Unternehmen ein potentieller Übernahmekandidat ist, warum es ein Übernahmekandidat sein könnte und welche potentiellen Angreifer erkennbar sind. In einem uns vorliegenden Beispiel aus dem Jahre 2003 wird noch davon ausgegangen, dass in diesem konkreten Fall eine „feindliche Übernahme“ nicht zu befürchten sei, da diese grundsätzlich nur sehr selten sowie meistens nur bei „under-performing companies“ vorkommen. Diese Ansicht ist heute so nicht mehr vertretbar. Insbesondere durch Privat-Equity-Investoren, die sich nun auch mehr und mehr zu feindlichen Übernahmen bereit erklären, stehen immer finanzstarke potentielle Angreifer bereit. Diese richten ihre Angriffe durchaus auch gegen Unternehmen, deren Performance sehr gut ist (Beispiel Techem).

6. „Ad-hoc“-Abwehrmaßnahmen

6.1. Verkauf von Aktiva

Die Strategie, die Aktiva zu verkaufen, die für den Angreifer besonders attraktiv sind („crown jewels strategy“) erfüllt nur selten ihren Zweck, da bei einem Verkauf von unwesentlichen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen zum Marktwert die Liquidität im Unternehmen nur gesteigert wird und somit das Unternehmen noch attraktiver wird. Der Verkauf wesentlicher Aktiva ist in Deutschland zudem regelmäßig unzulässig, da sich bei einem Verkauf wesentlicher Aktiva, neben den Zustimmungserfordernissen nach § 179a AktG und den Grundsätzen der „Holzmüller“-Entscheidung des BGH, alle Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstandes innerhalb der durch § 76 I AktG und den durch den

„Unternehmensgegenstand“ gezogenen Grenzen halten müssen. Der Verkauf wesentlicher Vermögensposten ist jedoch regelmäßig nicht geeignet, die Erreichung des „Unternehmensgegenstandes“ zu fördern und ist somit dem Vorstand ohne Zustimmung der Hauptversammlung als sog. „faktische“ Satzungsänderung verboten. In den USA und Großbritannien ist diese Strategie allerdings durchaus möglich und verbreitet.

6.2. Zukauf von Aktiva

Eine weitere Strategie ist, durch Zukauf von Aktiva, vorzugsweise durch fremdfinanzierte Firmenzukäufe, das Unternehmen durch neue Verpflichtungen für einen Angreifer unattraktiv zu machen bzw. Liquidität abzubauen.

Auch kann hierdurch versucht werden, gewisse kartellrechtliche Beschränkungen im Rahmen einer Übernahme zu erreichen. In Deutschland ist dies jedoch unzulässig sowie oft rückabwickelbar und auch mit den Kartellbehörden ist ein Verkauf sensibler Bereiche im Anschluss an die Übernahme oftmals vereinbar. Eine Ausschüttung von Sonderdividenden als Mittel zum Abbau hoher Liquiditätsbestände und somit zur Senkung der Attraktivität für einen Angreifer ist im Rahmen der Grenzen des AktG jedoch möglich (§ 57 AktG).

6.3. Kauf von Anteilen an der Gesellschaft des Angreifers

Ziel ist, eine Sperrminorität anzustreben und damit die Übernahme der eigenen Unternehmung zu vereiteln. („Pac-man-defense“). Problematisch hierbei ist zum einen der hohe Kapitalbedarf und zum anderen sind dieser Strategie durch die §§ 19, 328 AktG Grenzen gesetzt, da bei wechselseitigen Beteiligungen über jeweils 25% ein Unternehmen Rechte aus Aktien an einem anderen Unternehmen nur bis zu einer Grenze von 25% ausüben kann, sobald ihm das Bestehen einer wechselseitigen Beteiligung bekannt geworden ist. Nach § 328 I und II AktG wird die Gesellschaft privilegiert, die als erste die Mitteilung nach §§ 20f. AktG macht, vorausgesetzt, sie weiß noch nicht, dass das andere Unternehmen mehr als 25% seiner Aktien hält. Ein Angreifer muss sich also nicht mehr vor dem Aufbau einer direkten (!!!!) Gegenbeteiligung durch die Zielgesellschaft fürchten, sobald er sie von einer die 25%-Grenze übersteigenden Beteiligung an ihr informiert hat.

6.4. Einnahme einer „Giftpille“ („poison pill“)

Das Zielunternehmen geht gewisse rechtsverbindliche Selbstverpflichtungen ein, wie z.B. umfangreiche Rentenprogramme für von der Entlassung bedrohte Mitarbeiter, die für den Angreifer nachteilig sind. In Deutschland ist dies im Übernahmekampf unzulässig, jedoch können natürlich im Vorfeld gewisse Maßnahmen ergriffen werden, die ein Dritter nicht ergriffen hätte und die abschreckend auf potentielle Angreifer wirken könnten.

6.5. Die Suche nach einem „weißen Ritter“

Ein Zielunternehmen lässt sich willentlich durch ein anderes „passenderes“ Unternehmen übernehmen. Diese Strategie ist zulässig, ein Beispiel stellt die Schering-Übernahme durch Bayer anstatt durch Merck im Jahr 2006 dar.

6.6. Kommunikation des wahren Wertes des Unternehmens

Auch bereits erwähnt wurde die zulässige Möglichkeit, den Aktionären klarzumachen, dass das bestehende Übernahmeangebot nicht den wahren Wert des Unternehmens widerspiegelt und zu niedrig ist, um die Aktionäre vom Verkauf Ihrer Aktien abzuhalten. Diese Strategie wendete das Mannesmann-Management im Übernahmekampf mit Vodafone an.

7. Aktuelle Beispiele (13.11.2006)

- **Suche von TUI nach einem „strategischen Investor“ wie HH oder Niedersachsen um eine mögliche Übernahme und Zerschlagung zu verhindern:**

Die Freie und Hansestadt Hamburg hatte sich vor einiger Zeit auch an Beiersdorf beteiligt um eine Übernahme durch Procter & Gamble zu verhindern. Dies ist im Rahmen der bisherigen Darstellungen als eine Mischform der Suche nach einem „weißen Ritter“ und aktiver Steuerung der Aktionärsstruktur zu sehen. Es wird jedoch keine direkte Abhängigkeit von einem einzelnen Investor angestrebt.

- **Feindliches Übernahmeangebot der australischen Bank Maquarie für den Energiedienstleister Techem:**

Der Vorstand von Techem hält u.a. das Angebot in Höhe von rund 1,1 Mrd. € (44 € je Aktie) für zu niedrig. Techem erzielt Umsätze von etwas über 500 Millionen Euro bei einem EBIT von ca. 100 Mio. €. Maquarie hält jedoch bereits ca. 19% der Techem-Aktien. Der Vorstand arbeitet nun zusammen mit der Investmentbank Merrill Lynch an möglichen Abwehrstrategien. Maquarie hat 4 Wochen Zeit das Angebot bei der BaFin zur Genehmigung vorzulegen. Erst danach wird das Management von Techem eine offizielle Stellungnahme abgeben, in der es den Aktionären zur Annahme/Ablehnung des Angebots rät. Erst danach kann wirklich von einer „feindlichen“ Übernahme gesprochen werden.

➤ **Angebot der französischen Klassifikationsgesellschaft „Bureau Veritas“ zur Übernahme des deutschen Konkurrenten „Germanischer Lloyd“:**

Hier liegt noch keine Empfehlung des Vorstandes an die Aktionäre vor. Also wohl evtl. keine „feindliche Übernahme“. Auch ist der Kreis der Aktionäre des Germanischen Lloyd mit rund 50 Aktionären bestehend aus Reedereien, Werften, Zulieferern, Banken und Versicherungen sehr übersichtlich.