



MERGERS AND ACQUISITIONS

REVIEW

BETEILIGUNGEN • ALLIANZEN • RESTRUKTURIERUNGEN • DIVESTMENTS • PRIVATE EQUITY

4/2008

www.mareview.de

Standpunkt

**Vorsicht bei der Due Diligence –
Hier: Globalzessionen**

Industry Special

**M&A im Education Services
Sektor: Zukunftsbranche lockt
Investoren**

Strategien & Visionen

**Kommunikation in M&A-
Transaktionen – Ereignisse
und Herausforderungen**

Strategien & Visionen

**Activist Investing aus
Unternehmenssicht**

Law Column

**Due Diligence – ein M&A-Tool
mit rechtlichen Fallstricken**

Top Deals

**Volkswagen-Konzern
übernimmt und wird
übernommen**



► Strategien und Visionen

**Mergers & Acquisitions als Managementstrategie
für Familien- und Mittelstandsunternehmen**

Activist Investing aus Unternehmenssicht

Alexander H. Engelhardt*

1. Einleitung

► Noch 2003 wurde in einem Beitrag „European Event and Arbitrage Investing“ vertreten, ereignisgetriebene Anlagen funktionierten nicht in Ländern, die niemals von Großbritannien regiert worden seien¹. Die letzten fünf Jahre haben bewiesen, daß die Rahmenbedingungen für ereignisgetriebene Strategien – ein Mindestmaß an Transparenz und Corporate Governance, Abwesenheit von Protektionismus und verlässlicher Rechtsschutz für Aktionäre – hierzulande gegeben sind². Die Aktivitäten der Hedgefonds haben sogar derart zugenommen, dass sich M&A-Praktiker fragen, ob Transaktionen überhaupt noch möglich sind. Der Beitrag beleuchtet die verschiedenen Formen von Aktionärsaktivität, erklärt die Mechanik des Activist Investing sowie die häufigsten Anlagestrategien und gibt Anregungen zum Umgang mit Activist Investors.

2. Kenne Deinen Aktionär

Meldet sich ein angeblicher Aktionär mit Forderungen zu Wort, stellen sich zunächst drei grundsätzliche Fragen: Mit wem genau hat man es zu tun? Was will der Aktionär und wie will er es erreichen? Fehlende oder unzutreffende Antworten hierauf können sich bei der Entwicklung einer Strategie im Umgang und erforderlichenfalls zur Verteidigung fatal auswirken. Hier hilft zunächst eine grobe Einordnung in drei Klassen: Aktionärsaktivismus (Shareholder Activism), Aktive Aktionäre (Active Shareholders) und Aktivismus als Anlagestrategie (Activist Investing). Diese werden im Folgenden näher erläutert.

2.1 Aktionärsaktivismus

Der Begriff und die Erscheinung kommen historisch aus den USA und bezeichneten ursprünglich einen Aktionär, der nichtfinanzielle Ziele unter anderem durch Ausübung seiner Aktionärsstellung verfolgt. Seine Motive sind ideeller Natur, moralischen Grundsätzen verpflichtet und oft weltanschaulichen Strömungen unterworfen. Er steht in Fundamentalopposition zum Unternehmenszweck oder bestimmten Geschäftsaktivitäten oder -praktiken. Der Shareholder Activist ist

hierzulande nur noch vereinzelt anzutreffen. Er nutzt sein Rederecht auf der Hauptversammlung, um vermeintliche oder tatsächliche Missstände anzuprangern: Produktion von Waffen oder Atomstrom, Umweltverschmutzung oder Einsatz von Kinderarbeit in armen Ländern. Aus Unternehmenssicht ist der Shareholder Activist meist nur von gewisser Lästigkeit. Man muss ihm auf der Hauptversammlung zuhören, antworten und ihn verpflegen. Öffentlichkeit findet er kaum. Hierüber wird regelmäßig vergessen, dass alle Kriegs- oder Atomgegner gemeinsam auf der Basis je einer Aktie auf der nächsten Hauptversammlung den Gesellschaftszweck ändern könnten, wenn sie sich nur hierzu verbündeten. Die Wahrscheinlichkeit ist gering, aber das Risiko existenziell. Zumindest für den Ruf des Unternehmens latent bedrohlich sind Themen wie Corporate Governance oder Korruption, insofern sich der Aktionär auf eine höhere Moral beruft, auf die das Unternehmen technisch verpflichtet ist. Zuletzt kann Unternehmen allein durch das Gerücht, es sei einer Sekte zugeneigt oder verstoße gegen Menschenrechte, absatzseitig massiver Schaden entstehen.

2.2 Aktive Aktionäre

Der Archetypus des passiven Investors verfolgte eine übergeordnete, diversifizierte Investitionsstrategie bezogen auf mehrere Branchen und Märkte. Er blieb oft über ganze Kapitalmarktzyklen hinweg investiert, kommunizierte selten mit dem Unternehmen, kaum jemals mit Kapitalmarktteilnehmern und niemals mit der Öffentlichkeit. Er sprach nicht auf Telefonkonferenzen oder gar Hauptversammlungen und stimmte grundsätzlich mit der Verwaltung. Sein Interesse galt der langfristigen Unternehmensstrategie, den fundamentalen Werttreibern und kritischen Erfolgsfaktoren der Unternehmung und der persönlichen Integrität

* Autorenkontakt: alexander.engelhardt@citigatedr.de.
Der Verfasser ist Managing Director bei Citigate Dewe Rogerson in Frankfurt am Main, Rechtsanwalt am OLG und an einer Regionalbörse zugelassen und hat u.a. auf Angreiferseite die Fälle Wella und Deutsche Börse mit beraten.

1 Campbell in Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies, 3. Aufl. 2003, S. 225ff.

2 Insbesondere die Fälle Wella, Celanese, HRE, HVB, IWKA, Deutsche Börse und Techem.

und Befähigung der Vorstände. Der passive Investor wettete nicht auf fallende Kurse, verlieh seine Aktien nicht an Spekulanten und stellte womöglich sogar nichtfinanzielle Aspekte in seine Entscheidungen ein. Er verdiente an fundamentalen Wertsteigerungen über einen langen Zeitraum und jagte nicht kurzfristigen Kursbewegungen hinterher. Wenn er einen Strategiewandel für nötig hielt, versuchte er nicht, diesen zu erzwingen, sondern liquidierte seine Position. Auf ihn traf das alte Paradigma „*if you don't like management, sell your shares*“³ zu.

Diese Zeiten sind vorüber. Der passive Investor lebt fort in den Lehren Grahams⁴ und dessen kleiner Gefolgschaft strikter Value Investoren⁵. Unternehmen erfahren einen wohl unumkehrbaren Trend vom passiven Verwahrer zum aktiven Verwalter. Vormalige passive Aktionäre werden zunehmend aktiver: Sie melden sich zu Wort, erzwingen Vorstandszeit, kommunizieren innerhalb der Anlagegemeinde, verleihen ihre Aktien, üben ihre Aktionärsrechte aus, um Änderungen zu erreichen, unterstützen hierzu Vorstöße von Hedgefonds und gehen erforderlichenfalls an die Öffentlichkeit oder gar vor Gericht. Prominentestes Beispiel ist vielleicht die Rolle der Deka im Fall Wella, die der stets engagierten, jedoch durchaus konservativen Deka sogar eine Aufnahme in eine Liste der notorischsten Aktivisten des Jahres einbrachte⁶. Das neue Paradigma lautet „*if shareholders don't like management, they will go vocal, go active, or take an activist stance to bring about change.*“

Diese Entwicklung ist grundsätzlich zu begrüßen, entspricht doch der mündige Aktionär, der seine Rechte ausübt – nicht missbraucht – dem Leitbild des Aktiengesetzes⁷ und erfüllt in diesem Sinne „eine wichtige und willkommene Funktion im Kapitalmarkt.“⁸ Aus Unternehmenssicht ist zu bedenken, dass der „defensive“ Investor im Konfliktfall an Hedgefonds verkauft, sobald aus Sicht eines nichtspekulativen Anlegers der Kurs genügend gestiegen ist, der „unternehmerische“ Aktionär aber tendenziell in der Situation verbleibt und zur Entstehung kritischer Masse beiträgt.

2.3 Aktivismus als Anlagestrategie

Activist Investing als Anlagestrategie ist hierzulande untrennbar mit zwei Schlüsselereignissen verbunden. Der Fall Wella bewies, dass große ereignisgetriebene Investments in Deutschland möglich sind; wenig später bewies der Fall Deutsche Börse, dass kein ereignisgetriebenes Investment unmöglich ist. Im ersten Fall erzwangen Hedgefonds nach einem Übernahmeangebot von Procter & Gamble einen höheren als den ursprünglich gebotenen Preis für die Wella-Vorzugsaktien, im zweiten Falle die Aufgabe der Übernahmepläne der Deutschen Börse für die LSE, den Austausch des Aufsichtsrats- und Vorstandsvorsitzenden sowie eine Auskehr der Kriegskasse an die Aktionäre. Große

Aufmerksamkeit erregte jüngst der Fall Cewe Color, in dem das Unternehmen auf der Hauptversammlung nur mit knapper Mehrheit gegen die Hedgefonds obsiegte, gestützt durch Aktien der Cewe-Pensionskasse sowie Aktien einer Landesbank, die diese erst kurz zuvor vom Handelsbestand in Anlagebestand umgewidmet hatte. Als einflussreichste Activist Investoren des Jahres 2007 gelten Knight Vinke, TCI, Polygon, Icahn, Kerkorian, Harris, Relational, Fidelity, Trian, Atticus, Bree-den sowie Pershing und Sparx⁹. Im deutschsprachigen Raum machten zuletzt Atticus, Elliott, Harris, HFAM, Jana, K Capital, Marshall Wace, Odey, Orbis, Paulson, Perry, TCI und Wyser-Pratte von sich reden.

Bei Activist Investors handelt es sich typischerweise um gering regulierte Anlagevehikel (Hedgefonds), die eine bestimmte, kurzfristige Anlagestrategie in Bezug auf ein bestimmtes Unternehmen oder dessen Lage (Special Situation oder Event) verfolgen und die zu deren Verwirklichung aktiv tätig werden. Der Activist Investor ist ausschließlich finanziell motiviert, allein den eigenen Anlegern verpflichtet, grundsätzlich risikoavers und handelt streng rational und opportunistisch, um seine Rendite zu maximieren. Er investiert typischerweise nach Auftreten der Situation, deren Ausnutzung einen Ertrag verspricht. Seine Renditeerwartung beträgt bis zu 40% interne Rendite (IRR). Er setzt massiv Leverage ein. Er wendet sich aktiv an das Unternehmen, wirbt in der Finanzgemeinde um Unterstützung, bedient sich gezielt der Öffentlichkeit, beauftragt Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Strategie- und PR-Berater und zuweilen sogar internationale Detekteien. Er übt seine Aktionärsrechte aus, auch auf dem Klagewege, und sei es nur um der Erzeugung von Lästigkeitswert willen.

Vom klassischen Arbitrageur oder ereignisgetriebenen Anleger unterscheidet sich der Activist Investor dadurch, dass er eine Effizienzlücke besetzt und deren Schließung durch ein Wert freisetzendes Ereignis (Catalyst Event) konsequent und unversöhnlich betreibt. Besteht beispielsweise die Anlageidee (Investment Hypothesis) darin, einen tatsächlichen oder vorgebliehen Konglomeratsabschlag zu beseitigen, versucht der Activist Investor, eine Änderung der Unternehmensstrategie weg von der Diversifikation hin zur Konzentration auf das Kerngeschäft zu erzwingen, in deren Zuge Randaktivitäten abgestoßen werden, um anschließend den Veräußerungserlös im Wege einer Sonder-

3 Zuletzt vertreten von Seifert; Voth: Die Invasion der Heuschrecken. 2006, S. 125.
 4 Graham, Benjamin: The Intelligent Investor. 1. Aufl. 1949; Graham; Dodd: Security Analysis. 3. Aufl., 1951.
 Der Autor ist Erfinder des „Mr. Market“, des Konzepts der „Margin of Safety“ und der Unterscheidung „Defensive Investor“ versus „Enterprising Investor“.
 5 Vgl. den Aktionärsbrief Value Investing: Eine Tautologie des Graham-Schülers Buffet (1992), In: Buffet; Cunningham (Hrsg.): Essays von Warren Buffet. 1. Aufl., 2006, S. 114.
 6 Citigroup: Hedgefonds at the Gate. 2005.
 7 Vgl. Thaeter; Guski: Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhaltens. AG 2007, S. 301.
 8 Breuer, Rolf-E.; zitiert nach SdK-Report, Ausgabe März 2006, S. 6.
 9 Gemäß einer Umfrage der Financial Times vom 14.05.2007.

ausschüttung zu vereinnahmen. Die durchschnittliche Haltedauer von der Anlageidee bis zum Exit wird in der Branche auf etwa drei Jahre geschätzt. Dies mag aus Unternehmenssicht kurzfristig sein; allerdings ist der Activist Investor viel mehr dem „Position Trader“ als dem „Value Investor“ vergleichbar. Angesichts einer geschätzten durchschnittlichen Haltedauer in der globalen Mutual Fund-Industrie von zehn bis zwölf Monaten erscheinen drei Jahre geradezu langfristig.

Der Activist Investor sucht Alpha, also eine nicht mit dem Markt- oder Branchenrisiko korrelierte Rendite¹⁰. Am Beispiel der klassischen Merger Arbitrage generiert die Auswahl und Höhergewichtung „guter“ und die Aussortierung „schlechter“ Transaktionen eine unkorrelierte absolute Überrendite bei gleichzeitiger Reduktion von Risiko¹¹ (statt Alpha, weil eine Befähigung des Investment Managers, auch dessen „Edge“ genannt). Welchen Wert die Zielgesellschaft eigentlich hat oder wie dieser zu ermitteln sei, ist dabei eher unwichtig. Fundamentale Daten oder Chart-Analysen interessieren nachrangig, schon eher die Hypothese von einem reflexiven Zusammenspiel von Wahrnehmung und Aktienkurs¹², weil die erstrebte Rendite aus kurzfristigen Kurssteigerungen oder massiven Sonderausschüttungen herrührt. Risikoseitig zählt das geringe Kursverfallsrisiko, ausgedrückt durch eine nachhaltige Kursreflektion der Situation – im obigen Beispiel die Überzeugung, die Zielgesellschaft sei wegen eines Konglomeratabschlages erheblich unterbewertet: Falls dies zutrifft und ein Hinzutreten negativer Zwischenursachen nicht zu befürchten ist, dürfte der Aktienkurs wenigstens stabil bleiben und nach Divestments erheblich steigen.

2.4 Sonderlagen

Die Erfahrung lehrt, dass letztlich jede Adresse aus dem Fonds-Universum potenziell aktiv und zumindest als Unterstützer anderer, aggressiverer Adressen zur Bedrohung werden kann. Risk Arbitrage- und Event-driven-Fonds haben ihre Anlagestrategie in den letzten Jahren um Activist Investing erweitert¹³. Sogar Strategen können sich überraschend wie ein ereignisgetriebener Hedgefonds verhalten, wie jüngst im Fall Schering geschehen. Merck hatte ein Angebot für Schering angekündigt. Als Bayer ein unerreichbar höheres konkurrierendes Angebot ankündigte, nutzte Merck seine blockierende Position an Schering-Aktien geschickt gegen Bayer und generierte so einen hohen außerordentlichen Ertrag. Gefährlichster Trend ist vielleicht eine Kombination aus Geld von Hedgefonds und Buy-Out-Expertise, weil Unternehmen hierdurch Zerschlagungsszenarien drohen. So war bereits der Fall Celanese eine Mischung aus „Buy & Build“ und Börsenplatzarbitrage (Delisting an der FWB, Restrukturierung/Verkäufe und anschließendes Listing an der NYSE), der Blackstone innerhalb von weniger als einem

Jahr eine geschätzte Rendite von 360% einbrachte¹⁴. Auch im Fall Deutsche Börse stand anfänglich eine Zerschlagung im Raum.

3. Anlagestrategien

Activist Investoren kritisieren erfahrungsgemäß drei Hauptgegenstände: Strategie (70%), Corporate Governance (40%) und Kapitalverwendung (30%). Dies mag sehr wohl auch damit zu tun haben, dass sich über diese Gegenstände trefflich streiten lässt und sich Vorwürfe gegen das Management argumentativ sehr leicht anknüpfen lassen (Inkompetenz, Konfliktbefangenheit, Kontrollversagen, Verschleuderung von Aktionärsvermögen)¹⁵. Im Kern geht es gleichwohl stets darum, möglichst schnell und risikoarm einen möglichst hohen Return zu erwirtschaften durch Entdeckung und Ausnutzen einer Effizienzlücke in der Hoffnung, für deren Schließung mit einer risikofreien Überrendite belohnt zu werden.

3.1 Abfindungs- und Schadenersatzlagen

Abfindungslagen, die einen gesetzlichen Anspruch auf Abfindung zum vollen Wert auslösen, wie der Abschluss eines Beherrschungsvertrages oder ein Squeeze Out, ziehen regelmäßig Activist Investoren an. Daten der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK) zufolge führten von 282 Verfahren zur Bestimmung der Abfindungshöhe nur 38 nicht zu einer Erhöhung. Die typischerweise zu erwartende Erhöhung betrug zwischen 20 und 40% bei einem empirischen Maximum im Fall Schott Zwiesel von 726%¹⁶. Regelrecht katastrophal kann sich die Bestellung eines sog. besonderen Vertreters auswirken, wenn wie im Fall HVB Schadenersatzklagen in Milliardenhöhe einhergehen. Das LG München gewährte jüngst dem auf Antrag von Minderheitsaktionären bestellten besonderen Vertreter Einsicht in alle Transaktionsakten der Rechts-, Steuer- und M&A-Abteilung der HVB zur Klärung, ob die HVB die BA-CA unter Wert an UniCredit verkauft habe¹⁷. Im Hintergrund steht eine von Hedgefonds betriebene Schadenersatzklage gegen UniCredit sowie zwei CEOs persönlich auf über 17,3 Mrd. Euro.

10 Stanyer: Investment Strategy. 1. Aufl., 2006, S. 24.

11 Paulson: Adding Alpha in Merger Arbitrage in Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies. 3. Aufl., 2003, S. 89.

12 Vgl. Soros: Reflexivity in the Stock Market in The Alchemy of Finance. 2. Aufl., 2003, S. 49.

13 Wie von Harley (Mellon HBV) vorausgesagt, Views on the Future of the Event-Driven Hedge Fund Market, Hedge Funds World v. 31.3.2005, S. 4, 7.

14 Vgl. Kaserer; Achleitner; von Einem; Schiereck: Fallstudie im Forschungsgutachten Private Equity in Deutschland, 2007, S. 129ff.

15 Eigene Erhebung für Deutschland. Europa gesamt: Board Representation (26%), Divestments (20%), Verhinderung von M&A (17%), Strategieänderung (17%), CEO-Wechsel (7%), Corporate Governance (7%). Quelle: Thomson Financial, IR Magazine 2008, S. 28.

16 <http://www.sdk.org/statistiken.php>. Nach einer DB-Studie zur Abfindung bei Squeeze Outs führten bis 2005 sämtliche Spruchverfahren zu einer Erhöhung von im Schnitt 76% (Börsen-Zeitung vom 23.02.2005, S. 2).

17 § 147 AktG. LG München 5HK O 12570/07 v. 06.06.2007. Die Anfechtungsklagen gegen den Squeeze Out bei der HVB werden dagegen voraussichtlich abgewiesen.

3.2 Strategischer Block

Im Zusammenhang mit Abfindungslagen ist die Taktik des sog. strategischen Blocks (Strategic Block) anzutreffen, bei der der Activist Investor alleine oder gemeinsam mit anderen Aktionären eine Sperrminorität erwirbt, um sich den Lästigkeitswert abkaufen zu lassen. Diese Situation besteht regelmäßig nach Übernahmen, wenn der Bieter die zum Abschluss eines Beherrschungsvertrages erforderliche 75%-Mehrheit oder die Squeeze Out-Mehrheit von 95% verfehlt. Bei US-amerikanischen Bietern kann der Activist Investor mit 20% die Steuerkonsolidierung verhindern. In allen Fällen stellt der Strategische Block ein erhebliches Integrationsrisiko dar; meist ist eine freiwillige Abfindungserhöhung für den Käufer billiger als eine Verzögerung der Integration. Wegen der enormen Mittel, die Hedgefonds zur Verfügung stehen, kann es jedoch sein, dass der Bieter zu dem von ihm vorgesehenen Angebotspreis nicht einmal eine Mindestannahmeschwelle von 50% plus eine Aktie erreicht.

3.3 Strategieänderung

Typisches Beispiel für die Forderung nach einer Strategieänderung ist die Konzentration auf das Kerngeschäft, d.h. nach der Abstoßung von Randaktivitäten und Ausschüttung des Veräußerungserlöses. Im Transaktionskontext kann die Forderung darauf lauten, eigene Konsolidierungspläne für die Industrie aufzugeben (Verhinderung von Akquisitionen und Ausschüttung der Kriegskasse) oder selbst in einer Fusion aufzugehen (Forced Merger). Im letzten Falle finden eine Aktienkursarbitrage statt sowie eine Einflussnahme auf die Verschmelzungsrelationen. Prominentes Beispiel für eine geforderte Strategieänderung ist das Engagement von Knight Vinke bei HSBC¹⁸.

3.4 Kapitalstruktur/Kapitalmaßnahmen

Bei kapitalstrukturbasierten Anlagestrategien lautet die Forderung typischerweise, die Bilanz sei zu konservativ strukturiert und müsse gehobelt werden. Das Unternehmen wird gezwungen, seinen Verschuldungsgrad massiv zu erhöhen, seine Fremdkapitalaufnahmekapazität auszuschöpfen und die entstehende Liquidität auszuschütten. In diese Kategorie fallen auch die Spekulation auf Kapitalmaßnahmen (Kapitalerhöhungen, Aktienrückkäufe) sowie die schlichte Forderung, einen Kredit aufzunehmen und sofort auszuschütten. Insbesondere bei Aktienrückkäufen entsteht ein Interessenkonflikt zwischen den verkauften und verbleibenden Aktionären: Der verkauften Aktionär will einen höheren Preis erhalten, als die Aktie wert ist; der verbleibende Aktionär einen geringeren bezahlen. Aktienrückkaufprogramme können daher in jedem Falle Hedgefonds auf den Plan rufen.

3.5 Überschüssige Barmittel

Schon Graham beobachtete, dass Unternehmen in einem Stadium, in dem sie schon ohne zukunftsweisende Strategie, jedoch operativ noch ertragsstark sind, oft hohe Barmittel anhäufen („*paradox of large working capital in mediocre companies*“)¹⁹. Korrespondierende Anlagestrategie ist die Identifizierung entsprechender Unternehmen und die Forderung nach Auskehr des „Excess Cash“. Das Argument des Activist Investors ist berechtigt, wenn das Unternehmen für die Mittel keinen risiko-/rendite-adäquaten Verwendungszweck im Kern der unternehmerischen Tätigkeit kennt. Teure Verlegenheitsakquisitionen, die Erschließung fremder Geschäftsfelder oder schlicht die Finanzanlage sind grundsätzlich keine legitimen Verwendungszwecke. Im Konfliktfall ist das Unternehmen oft in der schwierigen Lage, einen legitimen Zweck aus geschäftlichen Rücksichten nicht öffentlich diskutieren zu können (etwa sinnvolle Akquisitionen). Das Paradoxon ließe sich indes auch auf manchen Activist Investor münzen: Es ist durchaus ein „*paradox of large assets under management in mediocre Hedgefunds*“ feststellbar. Der Activist muss die angenommenen Gelder bestimmungsgemäß vermehren oder letztlich an seine eigenen Investoren zurückzahlen.

3.6 Beseitigung von Bewertungsabschlägen

Vorgebliche oder tatsächliche Bewertungsabschläge gründen nicht nur auf der Unternehmensstrategie, sondern bisweilen auch auf der Unternehmensführung. Ein Kapitalmarktabschlag aufgrund vorgeblicher Inkompetenz des Managements ist im Einzelfall kausal schwer nachweisbar, jedoch ebenso schwer widerlegbar und eignet sich deshalb zum Angriff gegen die Unternehmensführung. Da der Vorstandsvorsitzende aktienrechtlich nicht direkt angreifbar ist, kann der ihn stützende Aufsichtsratsvorsitzende leicht ins Visier des Activist Investors geraten. Dahinter steht die Überlegung, dass Manager öffentlicher Diffamierung irgendwann nachgeben oder, insbesondere bei strafrechtlichen Vorwürfen, irgendwann von ihrem eigenen Board zur Aufgabe gedrängt werden. Ist erst das Tandem aus Aufsichtsrats- und Vorstandsvorsitzendem beseitigt, so das Kalkül, wird das Unternehmen kopflös und gefügig.

4. Kampagne und Catalyst Event

Hat der Activist Investor sich für eine Anlageidee entschieden, folgt die Kampagne zur Herbeiführung des Wert freisetzenden Ereignisses. Bei öffentlichen Übernahmen kaufen sich Activists typischerweise nach

¹⁸ Vgl. den Aktionärsbrief vom 16.10.2007 sowie die 76seitige Präsentation „HSBC – Issues and Recommendations“, www.kvamilc.com.

¹⁹ Graham; Dodd: *Stockholders and Management in Security Analysis*. 3. Aufl., 1951, S. 600f.

Angebotsankündigung und oberhalb des Angebotspreises ein und werden sodann aktiv, um eine Angebotserhöhung durchzusetzen. Erhöht der Bieter nicht, scheitert sehr wahrscheinlich die Transaktion, oder der Bieter sitzt anschließend auf einer strategisch nutzlosen und womöglich sogar schädlichen, weil kartellrechtlich relevanten Minderheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft. Hauptmerkmal der Kampagne ist die Erlangung eines im Verhältnis zur formalen Stimmrechtsmacht weit überproportionalen tatsächlichen Einflusses.

4.1 Momentum

Der Erfolg der Kampagne hängt daran, ob es dem Activist Investor gelingt, kritische Masse aufzubauen. Im Transaktionskontext bedeutet dies beispielsweise, dem Bieter den Eindruck zu vermitteln, dass 25% der Aktien der Zielgesellschaft von Hedgefonds gehalten und ohne Angebotserhöhung nicht zur Annahme des Angebotes eingereicht würden, weshalb der Bieter entweder auf die Mindestannahmequote von 75% und damit die Möglichkeit zur Vollintegration verzichten oder die Übernahme aufgeben müsse.

Für das Entstehen kritischer Masse (oder Momentums) sind zwei Faktoren maßgeblich: Die Fähigkeit des Activist Investors, mit anderen Aktionären zu kommunizieren und Koalitionen zu bilden sowie Interessenkongruenz²⁰. Die Anwesenheit eines Activist Investors ist aus Sicht der anderen Aktionäre bereits grundsätzlich nützlich, weil sich dieser als Aufsichtsperson gewissermaßen zwischen den Prinzipal (die Aktionäre) und den Agent (den Vorstand) stellt und so die Informationsasymmetrie zwischen Vorstand und den restlichen Aktionären verringert²¹. Zudem sind Proxy Contests unabhängig davon, ob sich der Activist letztlich durchsetzt, tendenziell wertsteigernd²². Die Gewährung von Sondervorteilen an einzelne Aktionäre ist unzulässig, veröffentlichungspflichtig und rechtstatistisch selten²³, weshalb auch die Kollusionsgefahr von Vorstand und Activist zum Nachteil der anderen Aktionäre, die noch beim klassischen Greenmailing gegeben war²⁴, gering erscheint. Gleichgerichtete Interessen bestehen bei allen ausschließlich finanziell motivierten Aktionären. Der Activist ist aus Sicht der Mitaktionäre kompetent, wenn er einen Track Record erfolgreicher Investments vorweisen kann. Er ist ausreichend vertrauenswürdig, weil sein ehrliches Interesse in der Gewinnmaximierung besteht und er meist keine Sondervorteile anstrebt, sondern eine Belohnung proportional zu seinem Investment und hierzu sogar Ausgaben tätigt für Wertgutachten oder Prozessführung, die er allein trägt, die aber allen Aktionären zugute kommen. Der erfolgskritische Austausch mit anderen aktuellen und potenziellen Aktionären findet zunächst in der Finanzgemeinde statt, stets auf der Suche nach Unterstützern und wird dann auf die Bereichsöffentlichkeit und die allgemeine Öffentlich-

keit durch gezielte Pressearbeit erweitert. Bedenkt man, dass Erhebungen zufolge bis zu 90% aller Medienartikel und Sendeinhalte auf Public Relations (PR) beruhen²⁵ sowie die Wirkung von Informationslagen auf die Bildung von Aktienkursen, ist klar, weshalb unzulängliche Kapitalmarktkommunikation international zu den Hauptursachen gezählt wird, die Unternehmen verletzlich machen²⁶. Angesichts dessen kann die Bedeutung professioneller Medienarbeit für Sieg oder Niederlage kaum überschätzt werden.

4.2 Abgestimmtes Verhalten

Im Zuge der Kampagne kommt es zur Koalitionsbildung von Investoren. Ein abgestimmtes Verhalten im Rechtssinne liegt jedoch typischerweise nur zwischen den zwei oder drei Adressen vor, die im Anschluss an signifikante initiale Investments die Kampagne anstoßen und betreiben. Diese erreichen erfahrungsgemäß die 30%-Kontrollschwelle nicht. Dass sich eine Vielzahl von Aktionären, darunter auch Eigenhandelsabteilungen großer Investmentbanken und große institutionelle Investoren gewissermaßen auf Wohl und Wehe verschwören, ist denkbar, aber lebensfremd. Tatsächlich ist es für eine Vielzahl von Aktionären rational, sich parallel zu verhalten. Es ist die aus der Situation geborene Interessengleichheit und deren individuell-egoistische Verfolgung, nicht abgestimmtes Verhalten, welches letztlich die kritische Masse ausmacht.

Der Vorwurf des „Acting in Concert“ geht jedoch regelmäßig nicht nur in der Sache fehl, sondern ist aus Unternehmenssicht sogar kontraproduktiv. Zunächst ist abgestimmtes Verhalten legal und legitim und löst lediglich regulatorische Pflichten aus, nämlich eine entsprechende Stimmrechtsmeldung unter Zurechnung der konzertiert handelnden Aktionäre sowie ein Pflichtangebot. Wenn im Vorfeld von Hauptversammlungen der Vorwurf abgestimmten Verhaltens erhoben wird, so deshalb, weil das Stimmrecht konzertiert handelnder Aktionäre, die nicht entsprechend gemeldet haben, ruht. Zählt das Unternehmen die Stimmen dann nicht, handelt es sich jedoch mit Gewissheit eine Anfechtungsorgie ein, die es auf Jahre lähmen kann. Zudem

20 Tirole: Investor Activism. In: The Theory of Corporate Finance. 1. Aufl. 2006, S. 37.
 21 Tirole: Lending Relationships and Investor Activism. In: The Theory of Corporate Finance. 1. Aufl., 2006, S. 362.
 22 Weston; Siu; Johnson: Corporate Governance and Performance in Takeovers, Restructurings & Corporate Governance. 3. Aufl. 2001, S. 611.
 23 Siehe die Erhebung von Baums; Vogel; Tacheva: Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht, Universität Frankfurt – Institut für Bankrecht, Arbeitspapier Nr. 86.
 24 Vgl. den Fall Disney, in dem das Management an die sog. Steinberg-Gruppe 325 Mio. US-\$ zahlte, die auf Antrag anderer Aktionäre sodann aus dem Gesichtspunkt der gemeinschaftlichen Treuepflichtverletzung gerichtlich eingefroren wurden („While there may be many valid reasons (to) repurchase (...) shares, the naked desire to retain (management's) positions of power and control (...) is none of them.“). Vollständige Entscheidung abgedruckt bei McDermott: Legal Aspects of Corporate Finance. 3. Aufl., 2000, S. 634ff.
 25 Zitiert nach Schulz-Bruhdoel, PR- und Pressefibel, 3. Auflage 2007, S. 22.
 26 ICR: The Growing Trend of Activist Investing and Its Implications for Corporate Communications & Investor Relations. Juni 2006, S. 13.

wäre gerade ein erfolgreiches Pflichtangebot durch Activist Investoren nicht im Unternehmensinteresse. Die einzige praktisch umsetzbare Lösung des Problems abgestimmten Verhaltens läge wahrscheinlich in der Einführung eines Systems flexibler Kontrollschwellen. Bei durchschnittlichen Hauptversammlungspräsenzen von etwa 50%²⁷ können sich Activists bis zur 30%-Schwelle gefahrlos abstimmen und über wesentliche Beschlussgegenstände entscheiden. Anders läge es, wenn etwa 50% des Dreijahrespräsenzdurchschnitts der betroffenen Gesellschaft als Kontrollschwelle gälte. In jedem Falle gilt: Ist ausreichend kritische Masse vorhanden, kippt die Situation zum Nachteil des Unternehmens. Die Vielzahl an Spielern ist nicht vollständig identifizierbar, unkontrollierbar und selbst die Initiatoren können die Welle nicht mehr stoppen. Mit einer diffusen Masse von Position Tradern kann man praktisch nicht verhandeln – die Situation drängt notwendig ihrer Auflösung zu.

4.3 Hauptversammlung

Gibt der Vorstand nicht nach, wird er gegebenenfalls auf der Hauptversammlung (HV) gezwungen oder gar ersetzt. Auf der Hauptversammlung hat das Unternehmen drei Kernziele: Abstimmung im Sinne der Vorschläge der Verwaltung, anfechtungssichere Beschlussfassung und schnelle und dauerhafte Registereintragung. Problematisch sind die niedrigen Anwesenheitsquoten, die den Activist Investoren überproportionalen Einfluss gewähren. Eine Präsenzerhöhung allein genügt jedoch nicht – die Aktionäre müssen auch entsprechend abstimmen. Allerdings verkaufen die Altaktionäre tendenziell an die Hedgefonds, wenn aus ihrer Sicht der Preis stimmt. Die Aktionärsstruktur kann sich sehr schnell ändern und das Unternehmen binnen weniger Wochen faktisch im Eigentum von Hedgefonds stehen. Selbst bei fortlaufender Aktionärsidentifizierung ist selten ausreichend genau ermittelbar, wer wie viele Aktien hält. Die Acting in Concert-Schwelle wird nicht oder nicht nachweislich überschritten, regulatorischer Beistand ist nicht zu erwarten. Die meisten institutionellen Investoren geben ihr Abstimmungsverhalten nicht im Voraus bekannt. Insgesamt ist die Freund-Feind-Analyse daher extrem unsicherheitsbehafet. Hinzu kommen häufige Formfehler bei Ladung und Durchführung der Hauptversammlung sowie inhaltliche Beschlussmängel. Da der Vorstand auch durch eine knappe Ablehnung beispielsweise eines (rein deklaratorischen) Antrages, ihm das Misstrauen auszusprechen, beschädigt wird, liegt es im Interesse des Unternehmens, den Showdown auf der Hauptversammlung zu vermeiden.

5. Schutz

Idealerweise sollte das Unternehmen etwaige Diskrepanzen zwischen Unternehmenswert und Kapitalmarktbeurteilung vermeiden, sich im Mittelfeld der

internationalen Peer Group halten und keine Effizienzlücken eröffnen, die Activist Investoren besetzen könnten. Ersteres ist erwiesenermaßen durch Transparenz erreichbar²⁸, letzteres nicht immer möglich: In jeder Peer Group gibt es Unterschiede nach Marktkapitalisierung, Kurs, Bewertung, Performance und Multiplikatoren. Auch sinnvolle Akquisitionen schaffen Lagen, in denen das Unternehmen notwendig erpressbar wird (bspw. beim Strategischen Block). Strategie und Kapitalverwendung sollten klar erläutert werden. Auch dies ist aus Geheimschutzgründen nicht immer möglich (bspw. beim Aufbau einer Kriegskasse zur Branchenkonsolidierung durch Akquisitionen). Die Bildung und Pflege einer Kernaktionärscommunity verspricht Schutz, falls es nicht im Konfliktfall zu einer extremen Aufblähung des Aktienkurses kommt, da in diesem Falle die Altaktionäre tendenziell an die angreifenden Hedgefonds verkaufen.

Die abschreckende Wirkung einer loyalen Aktionärsbasis ist jedoch nicht zu unterschätzen. Insoweit kommt Investor Relations (IR) und Public Relations (PR) eine zentrale Aufgabe zu. Richtige, vollständige, verständliche, kontinuierliche und zeitnahe Rechnungslegung und Unternehmenskommunikation schaffen Transparenz und dadurch Vertrauen. Vollständig ist nicht, was der Buchstabe des Gesetzes verlangt, sondern darüber hinaus, was dem Kapitalmarkt nützt, etwa eine international vergleichbare Wertschöpfungsrechnung im Konzern zur Herstellung zwischenbetrieblicher Vergleichbarkeit²⁹. Selbst gebildete oder international ungebräuchliche Kennzahlen behindern das Verständnis und erwecken den Eindruck, das Unternehmen wolle etwas verschleiern. Im Transaktionskontext bedeutet Kontinuität die Bekanntgabe und Einhaltung von Akquisitionskriterien. Aus Aktionärs-sicht kommt es bei M&A nicht nur darauf an, dass die Transaktion das Ergebnis pro Aktie des Übernehmers nicht verwässert („accretive to EPS“ ist), sondern ferner, ob sie dessen intrinsischen Unternehmenswert unmittelbar steigert³⁰. Zeitnah ist nur, was im Schnitt der Peer Group liegt.

Ein ständiger Dialog mit allen, auch den aggressivsten Aktionären, im gesetzlich zulässigen und kaufmännisch sinnvollen Rahmen, ohne jegliche Denkverbote, schadet nicht etwa, sondern nützt. Fühlt sich ein Hedgefonds ignoriert, geht er nicht fort, sondern kauft zu. Fühlt er sich vom Finanzvorstand nicht verstanden, liquidiert er nicht die Position, sondern mög-

27 Noch 2006 hatte Deutschland die geringsten HV-Präsenzen in Europa, Börsen-Zeitung v. 27.9.2006, S. 10. 2007 war im DAX 30 ein Anstieg um 7% auf 56,42% zu verzeichnen (Quelle: www.dsw-info.de).

28 Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Hrsg.): Report on the Financial Aspects of Corporate Governance 1992. S. 33 Rn. 4.48.

29 Vgl. Haller: Wertschöpfungsrechnung. Habil. Univ. Augsburg 1996, S. 253f., 558f.

30 Vgl. das Berechnungsbeispiel bei Tucker: Accretive Acquisitions, Street Speak, August 2002, www.cfainstitute.com.

licherweise den CFO. Dies bedarf nicht allein effizienter IR-Strukturen, sondern auch einer wahrhaftigen Kultur des aktiven und ergebnisoffenen Zuhörens. Nur so erfährt auch das Unternehmen, mit wem genau³¹ es zu tun hat: Ein Hedgefonds, der seit 15 Jahren existiert, 5 Mrd. US-\$ in nur 200 Positionen verwaltet, durchschnittlich 25% Rendite erwirtschaftet, auf der ganzen Welt Prozesse führt und meist gewinnt, findet viel leichter Unterstützer als ein junger Fonds mit einem Volumen (Assets under Management) von 100 Mio. US-\$.

Vorschläge von Activist Investoren sollten, ehe sie zu Forderungen werden, als Chance begriffen und zügig umgesetzt werden, soweit sie begründet sind und anderenfalls begründet und konsequent abgelehnt werden. Ist der Activist erst einmal investiert, kann ihm das Unternehmen möglicherweise wieder zu einem schnellen Exit verhelfen. Hat das Unternehmen einen proportional besetzten Aufsichtsrat und erhebt der Activist Investor die Forderung nach angemessener Repräsentation, empfiehlt es sich, ihm einen Sitz zu gewähren, obwohl kein Rechtsanspruch darauf besteht, es sei denn, der Investor sei erkennbar derart kurzfristig interessiert, dass das Verlangen offensichtlich missbräuchlich ist oder wenn er keinen geeigneten Kandidaten benennt. In zentralen Punkten kann es sich empfehlen, die Aktionäre zu befragen, selbst wenn hierzu nach der Holz Müller/Gelatine-Doktrin³² keine Pflicht besteht. PR-seitig empfiehlt sich ein kontinuierlicher Kontakt mit unabhängigen Dritten, damit diese im Konfliktfall idealerweise öffentlich beispringen (Meinungsführer in der Finanzgemeinde, Journalisten, Wirtschaftspolitiker). Zu einer guten Vorbereitung gehören auch eine fortlaufende Investoridentifikation, regelmäßige unabhängige Wahrnehmungsstudien (Analysten, Investoren, Fachjournalisten) sowie situationsab-

hängig Anfälligkeitsstudien. Das Management schützt sich selbst durch transparente und effiziente Corporate Governance-Strukturen. Aus Sicht des Vorstandes verspricht dabei ein inhaltlich involvierter und wertorientierter Aufsichtsrat im Konfliktfall weit größeren Rückhalt als einer, der von den Angelegenheiten der Gesellschaft entrückt und prozessorientiert ist³³.

6. Zusammenfassung

Activist Investoren besetzen Effizienzlücken und werden zur Realisierung des Wert freisetzenden Ereignisses aktiv tätig. Dabei verfolgen sie eine Vielzahl kapitalstruktur- und transaktionsbasierter Anlageideen. Ist eine kritische Masse erreicht, kippt die Situation zum Nachteil des Unternehmens. Kritische Masse entsteht durch Werbung in der Anlegergemeinde sowie eine Kampagne zur Herstellung von Öffentlichkeit. Aktive Aktionäre verhalten sich oft parallel, risikoaverse Altaktionäre verkaufen und die Situation wird unbeherrschbar. Am Ende steht oft eine Angebotserhöhung, höhere Barabfindung oder Sonderausschüttung. Letztlich versprechen nur mustergültige Unternehmensführung und Corporate Governance sowie nachhaltige Best Practice-IR und -PR Schutz. Professionelle Öffentlichkeitsarbeit kann über Sieg oder Niederlage entscheiden. ■

31 Biographien der Gründer, Principals und (meist jungen) Investment Manager; Assets under Management (AuM); Zahl und Größe der eingegangenen Positionen; Anlagestrategie; Entscheidungsprozesse (Individuum oder Investment Committee); Zahl und Art der Investoren in den Hedgefonds, erlaubte Anlagen und Risiken; Track Record; Mitteleinsatz; Leverage; Risikoneigung; Net Exposure; Hedge Ratio und Hedging-Technik; Kontakte in die Anlegergemeinde und vieles mehr.

32 BGHZ 83, 122 (131) - „Holz Müller“; BGH, II ZR 155/02 v. 26.4.2004 - „Gelatine“.

33 Vgl. Ram Charam: Working with Investors in Boards that Deliver. Advancing Corporate Governance from Compliance to Competitive Advantage. 1. Aufl. 2005, S. 167ff.



MERGERS AND ACQUISITIONS

REVIEW

Beteiligungen · Allianzen · Restrukturierungen · Divestments · Private Equity

Wer konsolidiert, wer expandiert, wer konzentriert sich aufs Kerngeschäft?

M&A REVIEW ist die Fachzeitschrift für M&A Professionals mit fundierten Beiträgen in den Rubriken Strategien & Visionen, Bewertung & Kapitalmärkte, Recht & Steuern, sowie Private Equity. Sie liefert monatlich umfassende Informationen zum Transaktionsgeschehen im deutschsprachigen Raum.

Das neueste M&A-Geschehen wird nach Branchen gegliedert analysiert. Fachbeiträge von namhaften Autoren aus der M&A-Szene berichten über die neuesten Trends. Fallbeispiele geben konkreten Einblick in die M&A-Praxis. Neue rechtliche Aspekte, wichtige Termine und Literaturangaben runden das kompetent recherchierte und übersichtlich strukturierte Angebot der M&A REVIEW ab. Für die gezielte Recherche steht Abonnenten zusätzlich die M&A REVIEW Online-Datenbank mit allen Fachbeiträgen seit 1990 zur Verfügung.

Herausgegeben wird M&A REVIEW vom Institut für Betriebswirtschaft der Universität St. Gallen unter der Leitung von Prof. Dr. Günter Müller-Stewens, der seit Jahren intensiv die Entwicklungen im M&A-Markt beobachtet und analysiert. M&A REVIEW erscheint im Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt und wird unterstützt von Baker & McKenzie, einer der weltweit führenden Anwaltskanzleien.



Zählen Sie zu den Gewinnern.

M&A REVIEW, die monatlich erscheinende Fachzeitschrift rund um das Geschehen von Mergers and Acquisitions aus dem Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt.



Bestellung per Fax 08 00/0 00-29 59

Hotline: 08 00/000-1637 • E-Mail: ma.leserservice@fachverlag.de • www.mareview.de
Jetzt ausfüllen und direkt bestellen: Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH, Kundenservice, Postfach 92 54, 97092 Würzburg

Ja, ich will M&A REVIEW lesen!

2 Ausgaben zur Probe

Neben 2 aktuellen Ausgaben der M&A REVIEW für nur € 44,60 inkl. MwSt., zzgl. € 2,- Versand erhalte ich für den entsprechenden Zeitraum auch kostenlosen Zugang zur Genios-Online-Datenbank von www.mareview.de im Internet. Falls ich wider Erwarten M&A REVIEW nach dem Probezeitraum nicht weiter beziehen möchte, teile ich Ihnen das innerhalb von zwei Wochen nach Erhalt des zweiten Heftes schriftlich mit. Ansonsten beziehe ich M&A REVIEW zum Jahresvorzugspreis von € 418,- inkl. MwSt., zzgl. € 12,- Versand. PB-MANB0052

Das Jahresabo zum Vorzugspreis

Ich möchte in Zukunft regelmäßig von den Vorteilen der Fachzeitschrift M&A REVIEW profitieren und zugleich die umfassende Genios-Online-Datenbank unter www.mareview.de im Internet nutzen. Ich bestelle direkt das Abonnement zum Jahresvorzugspreis von € 418,- inkl. MwSt., zzgl. € 12,- Versand. PB-MAN00014

Das Studentenabo

Ich bin Student und beziehe M&A REVIEW bei Vorlage einer gültigen Bescheinigung direkt im Jahresabonnement zum Vorzugspreis von € 144,- inkl. MwSt., zzgl. € 12,- Versand. PB-MAV00005

www.fachverlag-shop.de

Hier finden Sie weitere Angebote und Informationen rund um M&A REVIEW:

- Interessante Kombiabonnements mit weiteren Fachzeitschriften
- Einfache Einzelheftbestellung
- Attraktive Archivelösungen
- Bezugspreise im Ausland

FACHVERLAG
Verlagsgruppe Handelsblatt

Firma Privat

Name Vorname

Firma (bitte nur bei Firmenanschrift angeben)

Beruf/Funktion/Abteilung

Straße, Nr./Postfach

PLZ Ort

Telefon (für evtl. Rückfragen)

E-Mail

Geburtsdatum

Datum, 1. Unterschrift

Unsere Vertrauensgarantie: Mir ist bekannt, dass ich diese Bestellung innerhalb der folgenden zwei Wochen ohne Begründung bei der Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH*, Kasernenstraße 67, 40213 Düsseldorf schriftlich per Datenträger (Postkarte, Brief etc.) widerrufen kann. Zur Fristwahrung genügt die rechtzeitige Absendung. Dies bestätige ich mit meiner 2. Unterschrift.

Datum, 2. Unterschrift

* AG Düsseldorf • HRB 30329

Zahlungsweise (bitte ankreuzen)

Ich zahle bequem per Bankeinzug:

Konto-Nr.

BLZ

Kreditinstitut, Ort

Diese Einzugsermächtigung kann ich jederzeit widerrufen.

Datum, Unterschrift des Kontoinhabers

Ich zahle gegen Rechnung:

Rechnungsanschrift (falls abweichend von der Lieferanschrift)

Name Vorname

Firma (bitte nur bei Firmenanschrift angeben)

Abteilung

Straße, Nr./Postfach

PLZ Ort