



Abwehrkämpfer: Hochtief-Chef Herbert Lütkestratkötter beantwortete noch im Februar Journalistenfragen zu seiner Strategie gegen die Übernahme des Baukonzerns durch den spanischen Rivalen ACS. Mittlerweile hat er seinen Rücktritt angekündigt

Aufrüsten für den Tag X

Die Übernahmewelle rollt, und deutsche Unternehmen sind leichte Beute. Deshalb arbeiten Topmanager akribisch an **Strategien gegen feindliche Angriffe** VON DANIEL SCHÖNWITZ

Am 12. Mai kommt es in der Essener Grugahalle zum Showdown. Auf der Hauptversammlung (HV) von Deutschlands größtem Baukonzern Hochtief entscheidet sich, ob der spanische Konkurrent ACS die Kontrolle über die Deutschen übernimmt. Es scheint, als würde der Hochtief-Vorstand um Noch-Chef Herbert Lütkestratkötter, intern „Dr. Lü“ genannt, trotz erbitterten Abwehrkampfes die Übernahmeschlacht verlieren. Die Spanier mit ihrem schillernden Chef Florentino Pérez - auch Präsident des Fußballklubs Real Madrid - dürften inzwischen mehr als 40 Prozent der Hochtief-Aktien besitzen. Das reicht in der Regel für eine HV-Mehrheit, weil dort selten alle Aktionäre dabei sind.

Die Schlacht um Hochtief hat zahlreiche Topmanager aufgeschreckt, weil dadurch klar geworden ist, dass die Gefahr feindlicher Angriffe auf deutsche Unternehmen wächst.

Im ersten Quartal 2011 stieg das Volumen der Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions, M&A) hierzulande auf 74,5 Milliarden Dollar (siehe Grafik rechts), und derzeit geht es munter weiter: Daimler etwa will den Motorenbauer Tognum kapern und der US-Medienriese Liberty den Kabelnetzbetreiber Kabel Baden-Württemberg.

Weitere Deals dürften folgen. „Wir merken, dass das Interesse deutlich wächst“, sagt Christoph Louven, Partner der Kanzlei Hogan Lovells in Düsseldorf,

der große Unternehmen bei Fusionen und Übernahmen berät. Insbesondere US-Konzerne suchen hierzulande nach günstig bewerteten Unternehmen. „Deutschland ist als Investitionsland derzeit sehr interessant“, sagt auch M&A-Spezialist Klaus Riehmer von der Kanzlei Cleary Gottlieb in Frankfurt.

Unternehmen ohne Großaktionär sind beim anstehenden M&A-Monopoly besonders gefährdet, auch wegen liberaler deutscher Vorschriften (siehe Kasten Seite 36). Potenzielle Ziele sind etwa der Halbleiterhersteller Infineon, der Anlagenbauer GEA, der Pharmakonzern Merck und der Düngemittelhersteller K+S. Letzterer ist seit dem Ausstieg von BASF im März ein Übernahmekandidat.

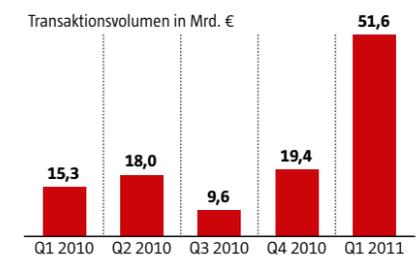
In vielen Vorstandsetagen laufen deshalb die Vorbereitungen für den Tag X momentan auf Hochtouren: Manager spielen Szenarien durch, schalten Topanwälte ein und planen für den Notfall.

Auf der meist im April oder Mai anstehenden HV wollen die Manager zudem die Weichen für eine erfolgreiche Abwehrstrategie stellen. Offiziell geben sie aber nicht zu, dass die beantragten „Ermächtigungen“ zu Kapitalerhöhungen oder Aktienrückkäufen auch eine Übernahme erschweren sollen. Denn niemand will schlafende Hunde wecken. Wer sich selbst als Übernahmekandidat geriert, sendet ein Signal der Schwäche.

Der ominöse „Dritte“. Sicher, solche Ermächtigungen sind durchaus üblich, auch bei ungefährdeten Unternehmen. Allerdings können sie im Fall eines feindlichen Angebots eminent wichtig werden. Beispiel Infineon: Der Halbleiterproduzent, dessen Chef Peter Bauer die Übernahmegefahr offiziell als „nicht sehr groß“ einstuft, hat auf der HV im

Februar von den Anteilseignern grünes Licht dafür bekommen, bis zu zehn Prozent der eigenen Aktien aufzukaufen und „an Dritte“ zu veräußern. Dieser ominöse „Dritte“ könnte - theoretisch - auch ein „White Squire“ (weißer Knappe) sein, also ein verbündeter Großaktionär, der seine Aktien nicht an den Angreifer verkauft und dessen Pläne damit erschwert. So wie Hochtief: Die Essener haben im Dezember 2010 das Kapital um

Übernahmefieber Im ersten Quartal 2011 stieg der Wert der Fusionen und Übernahmen in Deutschland extrem an



Quelle: Thomson Reuters



zehn Prozent erhöht und die neuen Aktien an das Golfemirat Katar verkauft. Dazu waren Dr. Lü & Co aufgrund eines im Jahr 2010 gefassten HV-Beschlusses berechtigt.

Kaufoptionen. Solche Kapitalerhöhungen sind als Verteidigungsstrategie besonders geeignet, weil sie binnen 14 Tagen über die Bühne gehen können - schneller als viele andere Maßnahmen. Aber auch Infineon könnte schnell reagieren: Die Münchner dürfen laut einem HV-Beschluss bis zu fünf Prozent der Aktien über Optionen zurückkaufen. Es ist somit denkbar, dass sie sich schon jetzt positionieren und im Fall einer feindlichen Offerte auf einen Schlag Optionen einlösen, statt erst mit dem Aktienrückkauf zu beginnen. Wer Kaufoptionen besitzt, könne „im Ernstfall schneller reagieren“, sagt M&A-Experte Klaus Riehmer.

Vorstände anderer Übernahmekandidaten haben ebenfalls mit HV-Beschlüssen vorgesorgt. So darf der im MDAX gelistete Bochumer Anlagenbauer GEA je-



Gefragte Hochtechnologie: Ein Roboter des Chipherstellers Infineon im Dresdner Werk des DAX-Unternehmens

derzeit das Kapital erhöhen oder Aktien „zur gezielten Abgabe an Kooperationspartner“ zurückkaufen. Ähnliche Ermächtigungen gibt es bei den Pharmakonzernen Merck und Stada.

Das Problem: Aktienrückkäufe oder Kapitalerhöhungen ohne „Bezugsrecht“ sind auf zehn Prozent des Kapitals beschränkt. Allein mit solchen Maßnahmen können Unternehmen wohl keine Über-

nahme verhindern. „Bisweilen lässt sich dadurch eine weitere Hürde gegen Bieter aufbauen“, sagt Riehmer. „Aber entschlossene Angreifer hindert das nicht.“

Zumal Manager ihre Giftpfeile nicht immer abschießen dürfen. „Vorstände dürfen im Fall eines Übernahmeangebots nichts unternehmen, was den Interessen der Gesellschaft widerspricht“, warnt Christoph Louven. Manager müs-

sen deshalb gut begründen können, dass etwa eine Kapitalerhöhung keine reine Abwehrmaßnahme, sondern im Interesse des Unternehmens ist. Hochtief konnte beispielsweise darauf verweisen, dass der Einstieg von Katar wegen des Baubooms am Golf ein wichtiger strategischer Schritt ist.

So geht es allerdings nicht immer: „Wenn Abwehrmaßnahmen unzulässig oder wirkungslos sind, bleibt meist nur ein Ausweg: die Suche nach einem weißen Ritter, also einem konkurrierenden Bieter“, sagt Louven. So gelang es 2006 dem Pharmakonzern Schering, den Angriff des Darmstädter Konkurrenten Merck abzuwehren. Stattdessen stieg Bayer ein. Mit der scheringschen Eigenständigkeit war es trotzdem vorbei.

Das zeigt: Wer kurzfristig reagieren muss, hat oft schon verloren. Wichtig sind deshalb auch langfristige Strategien wie das Werben um wichtige Aktionäre. Denn wer Manager von Investmentfonds oder Pensionskassen auf seine Seite zieht, darf hoffen, dass sie ihre Aktien im Ernstfall nicht schnell verkaufen, sondern ihre Anteile womöglich sogar aufstocken.

Auch deshalb sagt M&A-Anwalt Riehmer: „Für Vorstände ist es sehr wichtig,

FOTOS: KILLIG/MOMENT, TANTUSSI/BLOOMBERG FINANCE LP

den Kontakt zu institutionellen Investoren zu suchen und ein offenes Ohr für deren Anliegen zu haben.“

Auch die Bedeutung der Dividenden wächst. Infineon schüttet erstmals seit 2000 aus, Merck will 25 Prozent mehr zahlen, K+S die Dividende gar verfünffachen. „Die höheren Dividenden sind in erster Linie Ausdruck der verbesserten Gewinnsituation“, sagt Riehmer. Aber die Absicht, Großaktionäre zufriedenzustellen und sie damit zu halten, spielt in einigen Fällen sicher auch eine Rolle.

Abschrecken. Parallel zur Charmeoﬀensive arbeiten Konzernstrategen an Abschreckungsmaßnahmen - etwa „Change-of-Control“-Klauseln in Arbeitsverträgen, die eine Übernahme verteuern können, weil sie Managern ein Sonderkündigungsrecht samt saftiger Abfindung einräumen. „Auch Kreditverträge sind im Fall einer Übernahme häufig kündbar“, sagt Louven. Dies könne abschreckend wirken, weil Change-of-Control-Klauseln im Lagebericht einer Aktiengesellschaft für jedermann einsehbar seien.

Besonders kreativ ist hier Infineon. Die Münchner haben den Käufern einer

195-Millionen-Euro-Wandelanleihe einen Rückzahlungsanspruch eingeräumt, falls es zur Übernahme kommt. Auch „Patentlizenzaustauschverträge, Entwicklungskooperationen und Lizenzverträge“ enthalten Change-of-Control-Klauseln. Für Angreifer besteht somit das Risiko, dass wichtige Finanzierungs- und Geschäftspfeiler wegbrechen, wenn sie am Ruder sind.

Bei all den Schachzügen behalten die Konzernstrategen die akute Gefahr im Auge - und schalten zunehmend Spezialisten aus Beratungs- und Investmentfirmen ein, die gut verdrahtet sind und potenzielle Angreifer beobachten. Das Ziel: möglichst früh erfahren, ob die etwas im Schilde führen. „Wer von einem Übernahmeangebot überrascht wird, hat meist schon verloren“, sagt Riehmer.

Das Schicksal von Dr. Lü dürfte vielen Topmanagern eine Warnung sein. Der Westfale weilte im vergangenen September arglos in einem Wanderurlaub, als ACS ihn mit dem unerbetenen Übernahmeangebot überraschte. Ⓢ

Wie Anleger vom Übernahmefieber in Deutschland profitieren können, lesen Sie auf den **Seiten 92 bis 97**.

Deutsches Übernahmerecht Schleichen verboten, Kriechen erlaubt

Im Gegensatz zu den Regierungen vieler anderen Länder bekennt sich die Bundesregierung zu einem liberalen Übernahmerecht, das deutsche Unternehmen kaum schützt - obwohl das beispielsweise die Übernahme des deutschen Baukonzerns Hochtief durch den spanischen Rivalen ACS erleichtert.

Im neuen Anlegerschutzverbesserungsgesetz, das der Bundesrat im März durchwinkte, erschwert Finanzminister Wolfgang Schäuble (CDU) lediglich das „Anschleichen“ an deutsche Unternehmen. Potenzielle Käufer müssen den Kapitalmarkt demnach künftig auch dann informieren, wenn sie sich durch spezi-

elle Optionsgeschäfte den Zugriff auf Aktienpakete sichern, wie etwa Porsche bei der gescheiterten Übernahme von Volkswagen.

Erlaubt bleibt aber das „Creeping-In“ (hineinkriechen), also jene Strategie, die ACS im Kampf um Hochtief einsetzte. Die Spanier umgingen ein Pflichtangebot an alle Aktionäre, indem sie stattdessen kurz vor Erreichen einer 30-Prozent-Beteiligung ein freiwilliges Angebot abgeben (siehe auch Euro 02/11, Seite 90). Solche freiwilligen Angebote sind für Angreifer in der Regel deutlich günstiger. Zwar muss der gebotene Preis auch hier mindestens dem durchschnittlichen Ak-

tienkurs der letzten drei Monate entsprechen. Aber bei Pflichtangeboten entsteht eine gefährliche Verzögerung: Zunächst müssen Unternehmen den Abschluss des Kaufvertrags melden, der sie über die 30-Prozent-Schwelle hievt.

Bis der Kauf der Aktien vollzogen und ein Pflichtangebot möglich ist, können aber einige Tage, in bestimmten Fällen sogar einige Wochen, vergehen. In diesem Zeitraum schnell der Aktienkurs in den meisten Fällen nach oben, weil Anleger meistens darauf spekulieren, dass ein längerer Übernahmekampf bevorsteht, in dessen Verlauf der Angreifer sein Preisangebot erhöht. Die-



Beobachter: Finanzminister Schäuble mischt sich kaum ein

ser spekulative Kursausschlag verteuert auch den Durchschnittspreis der zurückliegenden Monate und macht das Pflichtangebot damit teurer.

Dieses Risiko besteht aber nicht bei einem freiwilligen Angebot, weil dieses nicht vorher öffentlich angekündigt werden muss. Unternehmen können somit gezielt einen Moment abwarten, in dem der Kurs besonders niedrig ist.

Wenn das Angebot dann nur von wenigen Aktionären angenommen wird, kann das den Angreifern egal sein: Nach dem freiwilligen Angebot können sie in Ruhe weiter zukaufen. Meist reichen schon wenige Prozentpunkte über der 30-Prozent-Schwelle für eine bequeme Mehrheit auf der nächsten Hauptversammlung, auf der die Übernahme dann von dieser Mehrheit abgesegnet wird. Zudem ist der Käufer für alle Zeit von einem Pflichtangebot befreit.

Abwehrstrategien gegen Übernahmen



Angreifer entlarven: Bei Bedarf kann ein Unternehmen professionelle „Beobachter“ einschalten, um potenzielle Angreifer möglichst schnell zu erkennen.



Aktionäre einspannen: Der Vorstand kann sich durch Aktionäre ermächtigen lassen, geeignete Gegenmaßnahmen zu ergreifen, etwa eine Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht vorzunehmen.



Bündnisse schmieden: Im Ernstfall können Manager neue Aktien ausgeben und an einen neuen Großaktionär verkaufen. Das ist schwerer zwar die Übernahme, ist aber nicht immer zulässig.



Weißer Ritter suchen: Wenn Bündnisse nicht helfen, bleibt oft nur die Suche nach Unternehmen, die mehr bieten als der erste Übernahmeverstecker. Die Eigenständigkeit geht dennoch verloren.



Vermögenswerte verstecken: Zur Abschreckung übertragen Konzerne lukrative Patente oder Beteiligungen oft auf Tochterfirmen (Joint Ventures). Das erschwert neuen Eigentümern den Zugriff.