

Im DBW-Dialog werden *Stellungnahmen* zu betriebswirtschaftlichen Problemen und zu DBW-Beiträgen abgedruckt. Der kritisierte Autor hat die Möglichkeit der Gegendarstellung.

Günter Müller-Stewens *

Das Bedrohungspotential durch feindliche Übernahmen – auch eine Chance für deutsche Unternehmen?

Stellungnahme zum Beitrag »Feindliche Unternehmensübernahmen – eine Gefahr für deutsche Unternehmen?« von Cornelius Nolte und Hendrik Leber

DBW, 50. Jg (1990), S. 573–585

Abwehrmaßnahmen; Aufsichtsrat; Konglomerate; Mergers & Acquisitions; Unfreundliche Übernahmen; Vorstand

Die Einstellungen haben sich geändert

1984 erreichte die Anzahl der Unternehmensübernahmen unter deutscher Beteiligung gerade erst die 1000er-Grenze. In den USA tobte dagegen eine Übernahmewelle ohnegleichen. Viele glaubten damals noch, daß in Europa so etwas unvorstellbar wäre. 1990 konnten wir – gegenüber 1984 – bereits mehr als eine Verdreifachung der Aktivitäten in der Bundesrepublik Deutschland registrieren: ein explosionsartiger Anstieg, dessen Ende noch nicht abzusehen ist.

Die – inzwischen deutlich abgeebbte – US-amerikanische Takeover-Welle war durch viele feindliche Übernahmen

charakterisiert. Corporate Raider waren sogar für die Titelseiten der Wirtschaftsmagazine gut. Noch 1988 bezeichneten führende bundesdeutsche Wirtschaftsführer ein derartiges Vorgehen als »industrielle Barbarei«. Es wäre auch undenkbar, daß deutsche Unternehmen sich an solchen Aktionen beteiligen würden, wurde argumentiert.

Doch plötzlich veränderte sich die Sachlage drastisch, als die als äußerst konservativ eingestufte Siemens AG zusammen mit GEC erfolgreich eine unfreundliche Übernahmeofferte an die britische Plessey Plc. richtete. Vorstände deutscher Aktiengesellschaften ließen auf einmal Erkundigungen einholen, ob es auch für sie auf diesem Wege geeignete Target-Unternehmen gäbe. Auch der in der benachbarten Schweiz ablaufende Nestle-Rowntree-Fall hatte Signalwirkung, da hier der Vorstandsvorsitzende Maucher sich mehr oder minder plötzlich zu dem unfreundlichen Übernahmeangebot als Reaktion auf die Jacobs-Offerte nahezu gezwungen sah, obgleich er für sich vorher diesen Weg der Diversifikation immer ausgeschlossen hatte.

Gleichzeitig wurde man sich speziell in den in Streubesitz befindlichen Aktiengesellschaften der Gefahr bewußt, eventuell sogar selbst zum Target insbesondere eines ausländischen Investors zu werden. Über meist wenig effektvolle rechtliche Vorkehrungen versuchte man sich gegen derartige Übernahmeveruche abzusichern.

Es kann also sicherlich mit Nolte/Leber davon ausgegangen werden, daß die Anzahl derartiger Fälle, bei denen deutsche Unternehmen an unfreundlichen Übernahmeversuchen beteiligt sein werden, zunehmen wird. Unfreundliche Übernahmen können damit nicht mehr so kategorisch als unmöglich dargestellt werden, wie dies lange Zeit der Fall war bzw. noch ist. Sicher werden diese Fälle aber schon allein durch die begrenzte Zahl der dafür in Frage kommenden Aktiengesellschaften und wegen kartellrechtlichen Einschränkungen bei den horizontalen

* Prof. Dr. Günter Müller-Stewens, Universität – GH – Duisburg, BWL – Planung, Organisation und Personalwirtschaft, Lotharstraße 65 LG, 4100 Duisburg 1.

Akquisitionen eher kleinzahlig bleiben, wobei allerdings die Entwicklung der Besitzstrukturen der derzeitigen Aktiengesellschaften im Aufbau in der ehemaligen DDR noch als Unbekannte in die Aussage eingeht. Auch wird es sich eher um »Cross-Border-Deals« handeln als um deutsch-deutsche Transaktionen.

»Unfriendly takeovers« muß man inzwischen also sowohl auf der Käufer- als auch auf der Target-Seite zum potentiellen Handlungsrepertoire vieler deutscher Führungskräfte gehörig betrachten, auch wenn die Anzahl der nach amerikanischem Muster ablaufenden Fälle äußerst gering ist. Auch ist davon auszugehen, daß die dominierenden Motive zu unfreundlichen Übernahmeversuchen in Deutschland anders gelagert sind als in den USA.

Klare Dominanz unternehmerisch motivierter Übernahmen in Deutschland

Die US-amerikanische Takeover-Welle war aus meiner Sicht primär durch spekulativ motivierte Übernahmen getragen. Ausgehend von der Annahme, daß die Summe der Teile mehr Wert ist als das Ganze (negative Synergien, »conglomerate discount«), kam es zu einem Ausverkauf des übernommenen Konglomerats (»asset stripping«). Dieses bei Nolte/Leber als dominant angenommene Übernahmemotiv (Wertsteigerung durch Restrukturierung) scheint mir zumindest mittelfristig in Deutschland nur wenig Aussichten auf Erfolg zu haben. Damit soll nicht bezweifelt werden, daß ein allerdings eher strategisch motivierter Restrukturierungsbedarf besteht. Gerade stark akquirierende Unternehmen, wie z. B. die VEBA AG, hätten längst im Sinne einer permanenten Neustrukturierung ihrer Erfolgspotentiale auch gezielte Divestment- und Entflechtungsprogramme auflegen müssen. Nur so könnte der Gefahr entgegengetreten werden, daß im Kontext des Transaktionskostenansatzes gesprochen die Koordination der Wertschöpfungsaktivitäten durch das Unternehmen teurer ist als durch den Markt.

Trotzdem würde ich aber deshalb nicht von vornherein die Konglomerate gewissermaßen als die Dinosaurier unserer Zeit betrachten. Sicher tritt der Konglomeratsvorstand in einen härteren Wettbewerb mit dem Kapitalanleger, der sich unter eigenen Gesichtspunkten sein Beteiligungsportfolio zusammenstellt. Doch beide haben es mit dem gleichen intransparenten Markt für Unternehmen zu tun, wobei die Frage offen bleibt, wer sich besser auf ihm durchzusetzen vermag. Daß dabei allerdings, wenn man wettbewerbsfähig bleiben will, über die teuren Koor-

dinationsformen (Organisation usw.) unserer Konglomerate neu nachgedacht werden muß, sei unbestritten.

Weiter scheint mir noch ein anderes für die Bundesrepublik und Europa typisches Transaktionsmotiv ungenannt geblieben zu sein: der Know-how-Transfer. Durch Aufkäufe versucht man sich einen schnellen Zugang z. B. zu den zukünftigen Erfolgsfaktoren/Schlüsseltechnologien des eigenen Geschäfts zu verschaffen. Ich würde den Know-how-Transfer auch vom Motiv der Synergienpotentiale unterscheiden, da bei letzterem davon auszugehen ist, daß ähnliche Potentiale sowohl im Käufer- als auch im Target-Unternehmen existent sind und nun durch ihre Zusammenlegung eine effizientere Nutzung versprechen. Ob ein Target für einen bestimmten Käufer auch Gelegenheit zum Know-how-Transfer sein könnte, würde ich dementsprechend auch zum Bestandteil einer Analyse des Gefährdungspotentials machen.

Vieles scheint darauf hinzudeuten, daß unfreundliche Übernahmeversuche in Deutschland nur sehr begrenzt mit denen aus den USA bekannt gewordenen vergleichbar sein werden. Dafür sprechen die unterschiedlichen Rahmenbedingungen und die klare Dominanz des unternehmerischen Akzents bei Aufkäufen, was Nolte/Leber unter Punkt 2.2 ja dann auch einräumen.

Unfriendly Takeovers: Made in Germany

Eine tiefergehende Beschäftigung mit der vorliegenden Thematik würde es begrüßenswert erscheinen lassen, noch genauer zwischen den Gegebenheiten des amerikanischen »market of corporate control« und der Situation in Deutschland zu differenzieren. Im amerikanischen ist die begriffliche Verwendung von »unfriendly takeover« tendenziell mit einer »hostile tender offer« gleichzusetzen. Darunter wird i. a. eine Übernahmeofferte verstanden, bei der der potentielle Käufer mit einem preislich definierten Übernahmeangebot öffentlich an die Aktionäre herantritt ohne das Einverständnis des amtierenden Board of Directors zu besitzen. Im Spezialfall handelt es sich dabei um einen »Raider«, der Profit aus der Zerschlagung des Unternehmens zu ziehen versucht. Dieser Fall wird in Deutschland aufgrund der Besitzstrukturen der Aktiengesellschaften wohl äußerst selten bleiben. Dabei ist auch zu bedenken, daß selbst die Kleinaktionäre immer mehr über Investmentfonds nur noch indirekt an der Börse auftreten.

Der Übernehmer wird es also immer mehr mit institutionellen Anlegern und Inhabern größerer Pakete zu tun haben. Hat er nun damit zu rechnen, daß der Vorstand

seinen Übernahmeversuch als »unfreundlich« einstufen wird, so kann er versuchen im Vorfeld einer Unterbreitung des Übernahmeangebots an den Vorstand durch meist heimlichen und deshalb auf mehrere Käufer aufgeteilten Aktienerwerb eine Kontrollmehrheit über das Unternehmen zu erlangen.

Die Einbindung des Aufsichtsrates in das Vorhaben wird fallbezogen sein: Im Fall Feldmühle ging es darum, mehr aus spekulativen Gründen der VEBA AG, die auch den Aufsichtsratsvorsitzenden stellte, die Kontrolle über das Unternehmen zu nehmen. Hier war der Aufsichtsrat in die Vorfeldaktion wohl kaum mit einbezogen.

Ganz anders dagegen liegt der Fall, wenn der Übernehmer auch langfristig die unternehmerische Führung über das Unternehmen erlangen will. Hier bietet es sich an, sich der Mehrheit des Aufsichtsrates zu vergewissern.

Unfreundliche Übernahmeversuche nach deutscher Art bräuchte man also nur derart zu definieren, daß ein Dritter (Einzelperson oder Gruppe) über vorerst meist heimliche Aufkäufe die Kontrollmehrheit über das Unternehmen erlangt. Dabei wird der Vorstand des betroffenen Unternehmens meist mit der vollendeten Tatsache konfrontiert und steht dann dem Übernahmeversuch negativ gegenüber.

Die Nutzung unternehmenspolitischer Differenzen zwischen Aufsichtsrat und Vorstand als Übernahmevehikel

Wenn wir nun danach fragen, ob ein Übernahmeversuch wünschenswert ist oder nicht, läßt sich keine generelle Antwort finden. Zuerst einmal ist darauf hinzuweisen, daß der Begriff »unfreundlich« zu relativieren ist vor dem Hintergrund der Frage »Unfreundlich gegenüber wem?«. Gemeint ist i. a. das Management. Wie der Fall Pirelli-Conti zeigt, scheint ja der auf das Mißfallen des Managements stoßende Übernahmeversuch durch Pirelli zumindest manchen Mitgliedern des Aufsichtsrates gar nicht so unwillkommen (gewesen) zu sein. Auch scheinen sich die Aktionäre mehrheitlich auf die Seite des Aufsichtsrates zu stellen.

Hier würde ich nun den bei Nolte/Leber unter dem Stichwort »Probleme des zweistufigen deutschen Leitungssystems« gesetzten Akzent anders sehen. Sicher kann diese Zweistufigkeit wie dort angeführt auch als Hindernis wirken; ebenso gut kann sie aber auch das Tor zum Unternehmen öffnen. Der Gesetzgeber geht bei seiner Aufgabenzuordnung auf Vorstand und Aufsichtsrat

grundsätzlich von einer Übereinstimmung zwischen beiden Leitungsorganen in Fragen der unternehmenspolitischen Konzeption (zu denen als zustimmungspflichtige Geschäfte sicherlich die Verwirklichung von Divestments und Diversifikationen zu zählen sind) aus, was natürlich in der Realität keineswegs der Fall sein muß [1].

In der Literatur ist es umstritten, welchem Organ die Entwicklung der unternehmenspolitischen Konzeption übertragen ist [2]: Einerseits ist die Eigenverantwortlichkeit des Vorstandes gesetzlich vorgeschrieben und es gibt auch ein Verbot, dem Aufsichtsrat Maßnahmen der Geschäftsführung zu übertragen; wie kann man aber andererseits von einem Aufsichtsrat erwarten, daß er z. B. bez. einer Entscheidung zur zukünftigen Eigentümerstruktur des von ihm überwachten Unternehmens den Vorgaben des Vorstandes entsprechend handelt, also keine eigene Meinung zur Unternehmenspolitik zur Anwendung bringen darf. Gleichzeitig stehen aber gerade nur dem Aufsichtsrat Einwirkungsrechte auf den Vorstand zu, so daß im Prinzip nur er – z. B. durch Machtausübung (dem derzeitigen Vorstand wird nahegelegt, von sich aus sein Mandat niederzulegen und ein neuer, möglichst in Richtung des Aufsichtsrates konsensfähiger Vorstand wird eingesetzt) – die vorausgesetzte Übereinstimmung bez. der zukünftigen Eigentümer herbeiführen kann [3]. Doch liegt dann nicht bereits *faktisch* die Geschäftsführung beim Aufsichtsrat? Dies ist auch unter Haftungsgesichtspunkten eine nicht unerhebliche Problematik.

Nicht alle Abwehrmaßnahmen sind in ihrer Wirkung gleich

Conti als auch Feldmühle hatten – wie viele andere deutsche Unternehmen es auch tun – versucht sich gegenüber derartigen unfreundlichen Übernahmen zu schützen. Die dazu in die Satzung eingebrachte 5%ige Höchststimmrechtsbegrenzung [4] wurde dabei wohl zur eigenen Falle, da sie durch die heimlichen Aufkäufer durch die Bündelung von ca. 5%igen Paketen geschickt umgangen wurde.

Auch wenn der Nutzen solcher eher juristisch intentionierten Abwehrmaßnahmen im Einklang mit Nolte/Leber als wenig nützlich einzustufen ist, so könnte man vielleicht dem Anwender über folgende Differenzierung weiterhelfen: Die Höchststimmrechtsbegrenzung in den obigen Fällen hat sich sicherlich als unwirksam erwiesen. Vielleicht hat sie die Käufergruppe sogar ermuntert und damit den Übernahmeversuch indirekt erst ermöglicht. Dies ist aber primär ein taktisches Moment.

Die Wirkung manch anderer Abwehrmaßnahmen kann dagegen von der höchstichterlichen Rechtsprechung abhängen. So dürfte i. a. der Einsatz der vielleicht wirkungsvollsten Abwehrmaßnahme »Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts« zu einem Gerichtsverfahren führen. Hier kann keineswegs vorausgesagt werden, wie ein derartiges Verfahren ausgeht. Auch kann in solchen Fällen nicht automatisch erwartet werden, daß in der Literatur die herrschende Rechtsauffassung eine Präjudizierung des Falles erwirkt, da hier die Gerichte sich durchaus auch gegenüber Argumentationen wie »nationales Interesse« offen zeigen könnten. So z. B. 1988 geschehen im Fall »De Benedetti gegen Societe Generale de Belgique (SGB)« vor dem Cour d'Appel de Bruxelles. Wie würde sich wohl ein deutsches Gericht verhalten, wenn es um einen ähnlichen Fall z. B. bei einem deutschen Energiekonzern ginge?

Der Vorstand im Interessenkonflikt

Abwehrmaßnahmen müssen so eingerichtet werden, daß sie im Falle eines unfreundlichen Übernahmeversuches bereits umgehend ihre Funktion übernehmen können. Die Einrichtung einer Abwehrmaßnahme in der Satzung des Unternehmens, die ja durch die Hauptversammlung durch $\frac{3}{4}$ der abgegebenen Stimmen installiert werden muß, bedeutet also auch immer eine Vorabermächtigung des Vorstandes durch die Hauptversammlung zur Abwehr von Übernahmeversuchen. Dies gilt direkt, wenn solche Versuche bereits unternommen werden, aber auch indirekt dort, wo mögliche Käufer bereits von derartigen Versuchen wegen geringer Erfolgsaussichten abgehalten werden.

Ist eine solche Vorabermächtigung des Vorstandes aber überhaupt wünschenswert? Sollte man sich als Eigentümer nicht vorher den Fall ansehen, bevor man das zur Verwaltung des Eigentums eingesetzte Organ über die Handhabung des Falles entscheiden läßt? D. h. wäre es eigentlich nicht wünschenswert, daß nur die Hauptversammlung im konkreten Fall Abwehrmaßnahmen treffen darf? Diese Fragen scheinen deshalb nicht ganz unberechtigt zu sein, weil sich der Vorstand in solchen Fällen normalerweise in einem Interessenkonflikt befindet: Einerseits ist er natürlich verpflichtet im Interesse der Gesellschaft zu handeln; andererseits geht es aber für ihn ganz persönlich auch um die Verteidigung seiner Position.

Viele Stimmen sehen ein gewisses Bedrohungspotential durch unfreundliche Übernahmeversuche deshalb gar nicht als so unwillkommen an, da sie ein Instrument gegen das sooft angeprangerte »Schlafmützenmanagement« sind und die Führungsgremien dazu veranlassen, das Unternehmen für seine Aktionäre attraktiv zu halten – allerdings verbunden mit der Gefahr einer kurzfristigen Performance-Orientierung zu Lasten strategischer (Investitions-)Vorhaben.

Zusammenfassend meine ich, daß der Beitrag von Nolte/Leber in die richtige Richtung weist, auch wenn ich manche Akzente etwas anders setzen würde und die Entwicklung in naher Zukunft nicht ganz so drastisch sehe. Sicherlich kann man sich aber aus meiner Sicht uneingeschränkt der Auffassung anschließen, daß das Gefährdungspotential bez. unfreundlicher Übernahmen deutscher Unternehmen derzeit eher zunimmt. Somit besteht sicherlich ein Konzeptionalisierungs- und Rationalisierungsbedarf dieser Entwicklung seitens der Unternehmenspraxis, dem sich auch die Betriebswirtschaftslehre durch ein vertiefendes Aufgreifen damit verbundener Forschungsprobleme (Nutzen von Konglomeraten, Entflechtung von Konzernen, aktionärsgerechte Unternehmenspolitik, Planung und Abwehr unfreundlicher Übernahmen usw.) verstärkt stellen sollte.

Anmerkungen

- [1] Seit der letzten Landtagswahl in Niedersachsen, die die SPD gewonnen hat, kommt es beim in Streubesitz befindlichen VW-Konzernen z. B. zu einer faktischen Arbeitnehmermehrheit im mitbestimmten Aufsichtsrat, da das Land als Anteilseigner seine zwei Aufsichtsratsmitglieder ausgetauscht hat: Birgit Breuel (CDU) und Walter Hirche (FDP) wurden gegen den Regierungschef Gerhard Schröder (SPD) und seinen Sozialminister Walter Hiller (SPD) ausgetauscht.
- [2] Vgl. auch Bühner, R. (1985): Strategie und Organisation. Wiesbaden 1985, S. 37 ff.
- [3] Sicherlich kann nun der Vorstand von Conti von sich aus Abwehrmaßnahmen unternehmen: Suche nach einem »weißen Ritter«, Aufkauf einer eigenen Sperrminorität über Dritte usw. Kommt es dabei aber zu Beschlüssen (z. B. Bevorzugung eines anderen Käufers) kann dagegen der Aufsichtsrat sein Veto einlegen. Dieses kann allerdings wiederum durch $\frac{3}{4}$ der abgegebenen Stimmen der Hauptversammlung aufgehoben werden.
- [4] Vgl. zur Wirkung von Abwehrmaßnahmen bei unfreundlichen Übernahmeversuchen die Serie von Rock, H. (1990): Abwehrstrategien gegen Übernahmeangebote, in: M&A Review (1990), Nr. 2 bis Nr. 6.