

Welle von Übernahmeangeboten für Schweizer Unternehmen – Wenig Abwehrmittel gegen feindliche Offerten

Kampf um die Gunst der Aktionäre

Von Jürg E. Hartmann

Forbo, Unaxis, Leica Geosystems, Saia-Burgess, Berna Biotech – seit Anfang 2005 geht eine Welle von Übernahmeangeboten über kотиerte mittelgrosse Schweizer Unternehmen. Dafür gibt es verschiedene Gründe: ein fair bewerteter Gesamtmarkt, aber tiefe Einzelbewertungen bei schlechter Performance und nicht überzeugender Strategie (Forbo, Unaxis), schlechte Kommunikation ansprechender Unternehmensresultate (Saia-Burgess, Leica Geosystems), günstiges Zinsniveau zur Geldbeschaffung (Victory für Unaxis/Sumida für Saia-Burgess), Branchenkonsolidierung, attraktiver und funktionierender Markt für Übernahmen in der Schweiz mit klarem Übernahmerecht und transparenter Rechnungslegung, Einschränkung des Verwaltungsrats für Abwehrmassnahmen während der Angebote.

Die Zielgesellschaften Forbo, Saia-Burgess und Leica Geosystems wurden anfänglich durch unfreundliche Übernahmeofferten überrascht, wobei der Interessent mangels eines Opting-out des Opfers ein öffentliches Angebot zu unterbreiten hatte. Die Offerten wurden vorerst allesamt von den Verwaltungsräten als preislich ungenügend und als auch sonst nicht im Interesse von Zielgesellschaft und Aktionären liegend abgewiesen (Forbo/CVC; Saia-Burgess/Sumida; Leica Geosystems/Hexagon). Saia fand dann mit Johnson Electric einen weissen Ritter (White knight), der ein besseres Gebot vorlegte, das vom Saia-Verwaltungsrat als freundlich unterstützt und den Aktionären zur Annahme empfohlen wurde (1060 Fr. gegenüber 950 Fr. pro Aktie im Erstangebot).

Weitgehende Neutralitätspflicht

Auch Leica Geosystems stiess auf einen weissen Ritter: Danaher, die das Hexagon-Erstangebot von 436 mit 500 Fr. je Aktie übertrumpfte und vom Verwaltungsrat als willkommen und freundlich eingestuft wurde. Hexagon doppelte nach mit einer Bar- und Tauschofferte (440 Fr. und fünf B-Aktien Hexagon), die im Rahmen des Danaher-Angebots lag, worauf der Verwaltungsrat beiden Offerten gegenüber eine neutrale Position einnahm, bis sich Danaher zurückzog und Hexagon obsiegte. Im Fall von Forbo unterstützte der Verwaltungsrat das verbesserte CVC-Angebot von 260 Fr. pro Titel als freundlich. Dort regte sich aber der Widerstand der Aktionäre, die die Offerte (mit Abwehrmassnahmen) vereitelten und den Verwaltungsrat auswechselten. Der Kurs der Forbo-Aktien beträgt 314.50 Fr. und liegt damit deutlich über dem Angebotspreis.

Was zeigt die Analyse dieser drei Fälle? Das Schweizer Übernahmerecht auferlegt dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft während des Übernahmeangebots eine weitgehende Neutralitätspflicht und verunmöglicht es ihm, Abwehrmassnahmen zu beschliessen. Im Wesentlichen kann er nur das Angebot als preislich ungenügend und ungeteilt qualifizieren, aber auch nur solange nicht höhere Preise nachgereicht werden, die diesen Einwand (gestützt auf teure Fairness opinions) obsolet erscheinen lassen (Saia-Burgess, Leica Geosystems).

Wird der gebotene Preis vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft als angemessen erachtet und freundlich unterstützt (Forbo, Saia-Burgess), so bleibt die Entscheidung allein noch den Aktionären überlassen, ob sie die Offerte (sowie den kurzfristig realisierbaren Kapitalgewinn) annehmen (wie für Saia-Burgess und Leica Geosystems) – oder sie mit Nichtandienung der Titel oder selbst mit Abwehrmassnahmen ablehnen bzw. bekämpfen (Forbo).

Glaubwürdigkeit entscheidet

Die Aktionäre verzichten nur dann auf das Angebot und den kurzfristigen Kapitalgewinn, wenn glaubwürdig eine mittel- bis längerfristige Ausrichtung des Unternehmens präsentiert werden kann, die unter einem gutem Management höhere Unternehmensgewinne und Aktienkurse in Aussicht stellt (Forbo). Allerdings dürfte die Vermittlung derartiger Perspektiven dem (alten) Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, der sie zum Übernahmekandidaten werden liess, schwer fallen. Nur ein neuer oder erneuerter Verwaltungsrat kann das gewährleisten (Forbo). Die Portierung eines solchen Verwaltungsrats müssen die Aktionäre an die Hand nehmen. Dies ist nicht einfach und nur Grossaktionären und institutionellen Anlegern mit längerfristiger Ausrichtung vorbehalten.

Der Übernahmeinteressent und der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, falls er die Übernahme ablehnt, haben die Aktionäre im Kampf um deren Gunst von ihren gegenteiligen Standpunkten zu überzeugen. Befürwortet der Verwaltungsrat die Übernahme und handelt er zusammen mit dem Interessenten (Forbo, Saia-Burgess), so mögen einzelne Aktionäre den Überzeugungskampf zur Abwehr führen (Forbo mit Aktionärsgruppe Pieper/Franke). Diese Auseinandersetzung findet auf der strategischen und der kommunikativen Ebene statt, wobei der Glaubwürdigkeit der (alten oder neuen) Unternehmensführung entscheidendes Gewicht zukommt.

Im Fall von Forbo ist dies – als einzige Ausnahme – gelungen. Die gegen den Übernahmeinteressenten und den mit ihm agierenden (alten) Verwaltungsrat antretenden Aktionäre sowie der neu portierte Verwaltungsrat drangen mit ihren Argumenten (erfolgreiche Zukunft in Unabhängigkeit nach Ablehnung des Angebots, zudem werde die Zerschlagung des Unternehmens vermieden) durch. Für Saia-Burgess und Leica Geosystems standen letztlich von den Verwaltungsräten unterstützte oder zumindest als neutral eingestufte Angebote an, und der Aktionär konnte sie (sowie den kurzfristig realisierbaren Gewinn) annehmen oder ablehnen. Allerdings fehlten den Aktionären offenbar erfolversprechende Perspektiven für das Zielunternehmen. Die Aktionäre nahmen die Angebote an. Diese Perspektiven wurden in der Vergangenheit offensichtlich zu wenig klar kommuniziert, was dann auch nicht mit Medienoffensiven zur Aktionärspflege nachgeholt werden konnte. Mangels klarer Alternativen war der Aktionär zur Annahme der Offerte verurteilt.

Auf rechtlicher Ebene verbleibt dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in der

Abwehr unfreundlicher Angebote wenig Spielraum. Er kann nur öffentliche Kaufofferten auf ihre Lauterkeit und Transparenz und die Gleichbehandlung der Aktionäre bei der prüfenden Übernahmekommission (UEK) bemängeln. Davon wird neuerdings ausgiebig Gebrauch gemacht (vorab Saia-Burgess), was auch Übernahmeinteressenten veranlasst, lange Bedingungskataloge in die Angebote aufzunehmen, die zu Recht von der Übernahmekommission (UEK) in der übernahmerechtlich geforderten Transparenz in Frage gestellt werden (Art. 1 BEHG).

Schwierig ist zudem die Frage zu beantworten, ob der Verwaltungsrat im Interesse von Gesellschaft und Aktionären handelt, wenn er allzu intensiv und lange White knights sucht und ein Auktionsverfahren zulässt. Die Länge und Intensität eines solchen Verfahrens kann die Gesellschaft operativ lähmen und blockieren (vorab Forbo). All diese rechtlichen Auseinandersetzungen vermögen indes kaum, einen entschlossenen Übernahmeinteressenten mit genügend Geldmitteln von seinem Vorhaben abzubringen. Es resultieren lediglich Verzögerungen und hohe Transaktionskosten – denn der Kampf um die Gunst der Aktionäre zur Zustimmung oder Ablehnung des unfreundlichen Angebots findet letztlich auf anderem Parkett statt.

Rechte wahrnehmen

Der Aktionär kann die Ablehnung des Angebots durch Nichtandienung bewirken, dazu aber auch Abwehrmassnahmen mit seinen Aktienstimmen in der Generalversammlung beschliessen. Allein die Generalversammlung ist nach der Lancierung einer Offerte berechtigt, über solche Abwehrmassnahmen Beschluss zu fassen (Art. 29 Abs. 2 BEHG). Meist genügt für kотиerte Gesellschaften zur Beschlussfassung an der Generalversammlung die Zustimmung der absoluten Mehrheit der anwesenden bzw. vertretenen Stimmen, soweit nicht für spezielle Fälle qualifizierte Mehrheiten gefordert sind (Art. 703/704 OR). Oftmals ist wegen Desinteresses und hohen Dispo-Bestands in Namenaktien (vielfach über 30%) eine geringe Präsenz zu verzeichnen. Damit können Abwehrmassnahmen bereits mit einer beschränkten Anzahl von Aktienstimmen gültig beschlossen werden.

Derartige Beschlüsse können sowohl vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft (der sich dem Angebot widersetzt) wie auch von Aktionärsgruppen (bei Forbo mit Aktionärsgruppe Pieper/Franke) traktandiert werden. Die Zulässigkeit solcher Traktandierung und Beschlussfassung wurde in einer begleitenden Empfehlung der UEK vom 18. März 2005 zu Forbo aus übernahmerechtlicher Sicht anerkannt. Selbstverständlich müssen diese Massnahmen jedoch aus gesellschaftsrechtlicher Sicht zulässig sein. Dabei können Aktionäre mit den Abwehrmassnahmen ein Angebot zu Fall bringen – wobei die unterliegende Minderheit der Aktionäre sich diesem Beschluss zu fügen hat. Es verbleibt ihnen nur (aber immerhin) der Verkauf der Titel.

In der Generalversammlung verwirklicht sich damit in der Übernahmesituation

die Aktionärsdemokratie (im Idealfall mit One share, one vote, wie heute vom Kapitalmarkt gefordert), aber auch nur – und dies ist die Crux – soweit die Aktionäre ihre Rechte wirklich wahrnehmen. Dies ist speziell, stattdessen das Aktienrecht den Verwaltungsrat doch sonst mit weitreichenden Kompetenzen aus (Paritätstheorie), die ihm in einer Publikumsgesellschaft mit breit gestreutem und ungeeintem Aktionariat eine recht grosse Autonomie gewähren (mit Missbrauchspotenzial, das auch durch Corporate-governance-Regeln kaum gebändigt werden kann).

Bei Forbo haben die Argumente der Aktionäre gegen die vom Verwaltungsrat unterstützte Übernahme durch CVC obsiegt. Sie haben entsprechend ihre Rechte und Stimmen ausgeübt. Allerdings wachen in solchen Fällen die UEK und die Gegenspieler mit Argusaugen darüber, dass sich die oppositionellen Aktionäre nicht zu Gruppen verbinden, die bei Überschreiten der 33⅓%-Schwelle selbst ein Pflichtangebot vorlegen müssten (Art. 32 BEHG).

Vertrauen vorher schaffen

Unverändert gilt, dass vorab eine faire Aktienbewertung (unfreundliche) Übernahmen verhindert. Sie wird geschaffen durch gute strategische Entscheide sowie ihre effiziente operative Implementierung durch Verwaltungsrat und Management, was letztlich seinen Niederschlag in nachhaltigen Gewinnen und hoher Eigenkapitalrendite findet. Zudem ist dies auch glaubwürdig den Aktionären und der Investorengemeinde zu vermitteln. Das so aufgebaute Vertrauenspotenzial wird ein Übernahmeinteressent nur schwer zu übertreffen vermögen. Er kann allein mit einem hohen Angebot einen kurzfristigen Aktiengewinn für den Fall versprechen, dass es angenommen wird.

Sollte die Übernahmeofferte dennoch zu Stande kommen, müsste es im Kampf um die Gunst der Aktionäre auf der gegebenen Grundlage leicht fallen, die bisherige Ausrichtung und Strategie (im Alleingang) weiterzuverfolgen und die Zustimmung der Aktionäre dafür zu gewinnen. Grenzen bestehen dort, wo das Angebot aus Synergie- oder anderen Gründen geradezu unwiderstehlich erscheint.

Fehlt diese Grundlage und liegen Versäumnisse von Verwaltungsrat und Management in der Vergangenheit vor, wird der Abwehrkampf mangels glaubwürdiger Ausrichtung und Führung schwierig. Er kann von Verwaltungsrat und Management nicht nachgeholt und gegeben werden. Es bleibt nur noch der Widerstand durch die Aktionäre (wie im Fall Forbo erfolgreich). Wohl haben sie das letzte Wort – es ist jedoch für sie schwierig, sich zielgerichtet zu organisieren. Gelingt dies nicht (Leica Geosystems, Saia-Burgess), werden Übernahmen vollzogen, das Management bestraft und kurzfristige Gewinne durch Aktionäre realisiert; allerdings vergeben sie dabei möglicherweise langfristiges Potenzial.

Dr. Jürg E. Hartmann ist Partner von Hartmann Müller Partner, Rechtsanwälte, Zürich/Zug, die in der Forbo-Transaktion für die Aktionärsgruppe Pieper/Franke tätig war.