

## RECHT UND KAPITALMARKT

# Shareholder Activism 2.0

Deutschland gerät zunehmend in den Fokus – Institutionelle Investoren erwarten höhere Standards – Transaktionskrimi Celesio

Von Harald Selzner \*)

Börsen-Zeitung, 10.5.2014

Was für ein Spektakel zu Jahresbeginn: Die Übernahme des Stuttgarter Pharmagroßhändlers Celesio scheiterte am 9. Januar 2014 banal durch Fristablauf! Vorgegangen war ein regelrechter Transaktionskrimi, bei dem sich der US-Gesundheitsdienstleister McKesson zunächst mit dem Celesio-Hauptaktionär, dem Duisburger Mischkonzern Haniel, auf die Übernahme von dessen Aktienpaket (50,01 %) verständigte. Im anschließenden Übernahmeverfahren stieß McKesson auf den Hedgefonds Elliott Associates, der sich kurzfristig eine Beteiligung von 23 % an Celesio zusammengekauft hatte. Der von Elliot initiierte Verhandlungspoker um eine Erhöhung des Übernahmepreises dauerte bis kurz vor Ablauf der Angebotsfrist, als sich McKesson schließlich bereit erklärte, das Angebot um 50 Cent auf 23,50 Euro pro Aktie aufzustooken. Die erforderliche Annahmeschwelle von 75 % wurde dennoch nicht erreicht. Eine Überraschung? In Bezug auf die Transaktionssteuerung und das damit einhergehende (vorläufige) Scheitern der Übernahme sehr wohl, nicht aber in Bezug auf die Grundkonstellation, insbesondere das dominante Auftreten aktivistischer Investoren.

### Einfluss statt Spekulation

Vorstände deutscher börsennotierter Unternehmen wissen es längst: Unternehmensführung erfordert einen fortdauernden Dialog mit den Aktionären. Dabei trifft das Management immer häufiger auf Aktivisten, die nach Etablierung auf internationalen Finanzmärkten vermehrt Deutschland ins Visier genommen haben. In den USA haben insbesondere Hedgefonds erkannt, dass in Zeiten steigender Markteffizienz – getrieben durch Hochfrequenzhandel – die angestrebten Handelsgewinne nur noch bedingt durch Spekulation über künftige Kursentwicklungen zu realisieren sind. Vielmehr lautet das Credo: „Instead of speculating about future performance, try to change future performance.“

Jüngste Studien belegen, dass gerade Unternehmen mit positiver Eigenkapitalrendite, aber unterdurchschnittlicher Börsenkursentwicklung im Zentrum des Interesses stehen. Das Phänomen Shareholder Activism hat in den vergangenen Jahren auch hierzulande stark zugenommen. So ermittelten Schiereck/Thamm in einer kürzlich veröffentlichten Untersuchung für die Zeit zwischen 1999 und 2011 insgesamt 253 potenziell aktivistische Beteiligungen an 140 börsennotierten Gesellschaften in Deutschland. Dies entspricht dem internationalen Trend: Verwalteten aktivistische Hedgefonds in den USA vor zehn Jahren noch Fonds über etwa 12 Mrd. Dollar, beläuft sich das Volumen heute auf über 65 Mrd. Dollar.

### Wolf-Pack-Strategie

Zur Vorgehensweise von Aktionärsaktivisten gehört es, Veränderungen in der Geschäftsstrategie, der Dividendenpolitik oder personelle Veränderungen in Aufsichtsrat und Vorstand – teilweise öffentlichkeitswirksam – einzufordern. Häufig kommt es zu einer gleichzeitigen Beteiligung mehrerer aktivistischer Investoren an einer Gesellschaft, um das wirtschaftliche Risiko mit anderen Fonds zu teilen. Man spricht von einer „Wolf Pack“-Strategie. Auch wenn die Mehrzahl der Beteiligungen nach außen geräuschlos ablaufen, zählen Schiereck/Thamm über 40 Fälle, in denen aktivistische Aktionären in Deutschland medienwirksam Kritik äußerten.

Oftmals werden in Übernahmesituationen Aktienpakete aufgebaut und Erhöhungen des Übernahmepreises durchgesetzt. Ein weiteres Beispiel bietet Elliott, die sich in die Übernahmeschlacht um Kabel Deutschland einschalteten, um von dem Bieterwettbewerb zwischen Vodafone und Liberty Global zu profitieren. Elliott unterstützte schließlich das Übernahmeangebot von Vodafone, veräußerte aber nur einen Teil des aufgebauten Kabel-Deutschland-Aktienpakets. Ziel einer solchen Strategie ist einerseits das Erreichen der Mindestannahmeschwelle. Zudem will der Investor nach Abschluss der Transaktion

noch über weitere Aktien verfügen, um an den typischerweise nachfolgenden Strukturmaßnahmen – etwa einem Beherrschungsvertrag oder einem Squeeze-out – und den damit verbundenen Abfindungsangeboten zu partizipieren. An diesem Kalkül scheiterte vermutlich der erste Versuch der Celesio-Übernahme im Januar dieses Jahres. Aber nicht endgültig.

### Deutsche Besonderheiten

Nachdem McKesson sich durch die BaFin von der einjährigen Sperrfrist für gescheiterte Übernahmen hatte befreien lassen, startete man einen zweiten Versuch zur Übernahme von Celesio, der erfolgreich abgeschlossen werden konnte und bei dem Elliott den Großteil ihrer Beteiligung andiente.

Aus der aktienrechtlichen Corporate Governance deutscher Unternehmen ergeben sich gegenüber den USA spezifische Besonderheiten für die Vorgehensweise aktivistischer Investoren in Deutschland. Das beginnt damit, dass Investoren in Deutschland erst von einer Beteiligungsquote von 10 % an Angaben zu Zielen, Beteiligungsaufbau und einer geplanten Einflussnahme auf die Unternehmensführung machen müssen, während in den USA vergleichbare Angaben bereits ab 5 % vorgeschrieben sind.

### Geringe Präsenzen

Von Bedeutung sind zudem die mögliche Einflussnahme eines Minderheitsaktionärs wegen der typischerweise geringen Hauptversammlungspräsenzen und die Stellung des Aufsichtsrats in der dualen Organstruktur. Auch die Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern auf bis zu fünf Jahre unterscheidet sich von der amerikanischen Praxis. Hier wird der Board of Directors im Grundsatz jährlich neu bestellt.

Schließlich erfordert die Wolf-Pack-Strategie die Beachtung nationaler Regeln für ein abgestimmtes Aktionärsverhalten (Acting-in-concert), die ein (unerwünschtes) Pflichtangebot auslösen können. Die deutsche Regelung ist vergleichsweise weit: Es genügt ein Zu-

sammenwirken zur dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung. Die damit verbundenen Rechtsunsicherheiten sind vermehrt Gegenstand der Diskussion und Ansatzpunkt einer neuen europäischen Regulierungsinitiative, die mit einer White List bestimmte Kooperationshandlungen zwischen Aktionären aus der Anwendung des Acting-in-concert herausnehmen will. Ziel ist eine Stärkung des Aktionärsengagements. Die Aufsicht BaFin qualifiziert die White List als bloße Orientierungshilfe zum Verständnis der bestehenden Übernahmevorschriften, die nichts an der gesetzlichen Regelung in Deutschland ändert, so dass weder Aktivisten noch sonstige Aktionäre tatsächlich einen Zugewinn an Rechtssicherheit erwarten sollten.

Aktivistische Investoren gehören heute auch in Deutschland zum festen Bestandteil des Inves-

torenuniversums börsennotierter Gesellschaften. Bedingt durch die Effizienzsteigerungen der globalen Finanzmärkte und die daraus abgeleiteten Anpassungen der Geschäftsmodelle einiger Hedgefonds wird sich dieser Befund nicht ändern. Börsennotierte Unternehmen sind mehr denn je darauf angewiesen, nicht nur gute Eigenkapitalrenditen zu erwirtschaften, sondern darüber hinaus einen besonderen Fokus auf ihre relative Kursperformance zu legen. Das gehört zu den Kernaufgaben des Vorstands.

Erforderlich ist ein fortdauernder Dialog mit den Investoren insbesondere hinsichtlich Strategie und Entwicklung des Unternehmens sowie der damit verbundenen Kursentwicklung. Bekenntnis und Glaubwürdigkeit des Vorstands in Bezug auf relevante Finanzkennziffern sind von entscheidender Bedeutung.

## Austarieren

Institutionelle Investoren erwarten insofern höhere Standards. Werden diese nicht erfüllt, treten Aktivisten auf den Plan. Bei Transaktionen müssen sich Bieter wie Zielunternehmen auf die Beteiligung aktivistischer Investoren einstellen und diese in ihre Überlegungen zur Transaktionsgestaltung rechtzeitig einbeziehen. Aber auch Aktivisten müssen ihre Strategie insbesondere zu Preisverhandlung und Andienungsvolumen genau austarieren, um den Erfolg der Übernahme und den ihres eigenen Investments nicht zu gefährden.

Eine zweite Chance – wie bei Cel-  
sio – wird es nicht immer geben.

.....  
\*) Dr. Harald Selzner ist Rechtsanwalt und Partner im Düsseldorfer Büro der Kanzlei Latham & Watkins.