

Autor: Rolf Watter Dieter Dubs

wd

Was bedeutet Fairplay beim Kampf um die Kontrolle von Firmen?

Über den Nutzen von Vinkulierungsvorschriften und vergleichbaren Kontrollmechanismen

Wenn kotierte Unternehmen zu «Zielen» bestimmter Investoren werden, kommen oft Verteidigungsstrategien zum Zug. Im Folgenden wird skizziert, wie «Verteidiger» in Aktiengesellschaften, die im Prinzip offen sind, Abwehrmassnahmen gegen unliebsame Investoren begründen. (Red.)

In der NZZ vom 17./18. 11. 07 hat Prof. Peter Kunz ein Plädoyer für eine Abschaffung der Vinkulierung bei Publikumsgesellschaften veröffentlicht: Er will solche und ähnliche Übertragungs- Hindernisse abschaffen, weil er darauf abgestützte Defensivtaktiken von Verwaltungsräten angegriffener Gesellschaften für unlauter hält. Auch bereiten ihm «Neu-Kreationen findiger Wirtschaftsanwälte» Sorgen, mittels deren versucht werde, Meldepflichtverletzungen zu sanktionieren. Wie er schreibt, hätten Letztere und Stimmrechtsfragen gleich viel miteinander zu tun wie die « Euro 2008 und Kopfsalat ».

Volle Übernahmen immer möglich

Die Autoren des vorliegenden Beitrages sind zwar auch universitär tätig, arbeiten aber primär praktisch und haben in jüngster Zeit Gesellschaften wie Saurer, Sulzer oder Implenla in ihren Abwehranstrengungen juristisch unterstützt. Da sie auch immer wieder Gesellschaften vertreten, die Schweizer Unternehmen übernehmen, und somit auch die Bedürfnisse und Sorgen legitimer «Angreifer» kennen, soll nachfolgend ein durch tatsächliche Erfahrungen geprägtes Plädoyer für die Beibehaltung der Eingangsschleuse «Vinkulierung» und anderer statutarischer Kontrollmechanismen wie etwa Stimmrechtsbeschränkungen erfolgen.

Was Prof. Kunz nicht bedenkt und seiner Argumentation, dass Eingangsschleusen per se illiberal seien (eine ähnliche Argumentation fand sich in der NZZ in einem Leitartikel am 27. 10. 07), das Fundament entzieht, ist die empirisch belegte Tatsache, dass Übernahmen von 100% der Aktien einer Gesellschaft ohne weiteres möglich sind, auch wenn solche Eingangsschleusen bestehen. Vorausgesetzt ist allerdings, dass der Angreifer allen Aktionären einen attraktiven Preis bietet. In zahlreichen Fällen, angefangen beim Aufkauf der Danzas (1999) über die Übernahme der Saia-Burgess (2005) bis zum diesjährigen Erwerb der SIG, wurde ein Übernahmeangebot lanciert und zur Bedingung gemacht, dass die Aktionäre statutarische Eintragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen beseitigen.

Dies geschah fast immer, wenn manchmal auch erst nach Angebotsverbesserungen, denn der Verwaltungsrat hat in der Vergangenheit oft die Eingangsschleusen im Interesse aller Aktionäre genutzt, um Verbesserungen zu verlangen, indem er (oft vorbei an der Öffentlichkeit) in Aussicht stellte, ab einem bestimmten Preis das Angebot

zu unterstützen und den Aktionären die Abschaffung der statutarischen Schranken zu empfehlen.

Statutarische Kontrollhindernisse verschafften in der Vergangenheit also in zahlreichen Fällen dem Verwaltungsrat die Verhandlungsmacht, «seine» Aktionäre vor unfairen Interessenbekundungen und Angeboten zu schützen bzw. diese in faire Angebote zu wandeln - verhindert haben Eingangsschleusen ein interessantes Angebot nie. Teilweise konnte auch erreicht werden, dass den Minderheitsaktionären gleiche Konditionen angeboten wurden wie Inhabern von Grosspaketen. In all diesen Fällen hat die Vinkulierung also zugunsten der Aktionäre gewirkt.

Problematische Teilübernahmen

Die heute im Medieninteresse stehenden Fälle Implenla, Sulzer und Valora liegen anders: Hier wurden (wenigstens in den ersten beiden Fällen) Positionen von rund 25% aufgebaut, ohne dass geplant scheint, allen Aktionären ein faires Angebot zu unterbreiten. Über die Hintergründe kann nur spekuliert werden: Einerseits dürfte die Erkenntnis Pate stehen, dass in Anbetracht der heutzutage hohen Dispo-Bestände und der niedrigen Anwesenheits-Quoten an Generalversammlungen eine Kontrolle der Gesellschaft schon mit 25% der eingetragenen Stimmen möglich ist.

Beim Vorgehen der Fonds-Gruppe Laxey dürfte die (weitere) Absicht gestützt auf den Präzedenzfall Saurer klar sein: Es wird heimlich (und damit möglichst günstig) ein grosses Paket geschnürt und parallel versucht, den Verwaltungsrat und die Unternehmensleitung mittels Pressekampagnen und Klagen zu zermürben, damit eine Verteidigung aufgegeben wird. Diese «Vorleistungen» werden dann versilbert, indem das Paket mit einer möglichst saftigen Prämie an einen strategisch oder finanziell interessierten Käufer veräussert wird, der dann - weil die Verteidigungswälle beschädigt oder eingebrochen sind - den übrigen Aktionären ein dürftiges Angebot unterbreiten kann oder muss, weil für das kontrollierende Paket bereits sehr viel bezahlt werden musste.

Diese Verschiebung der Übernahme-Prämie zulasten des Publikums präsentiert sich im Fall Saurer, schrittweise betrachtet, folgendermassen: 1. Aufkauf einer Beteiligung von etwa 26% durch Laxey (Durchschnittspreis weniger als 90 Fr. pro Aktie); 2. Verkauf des Paketes an OC Oerlikon zu rund 120 Fr. pro Aktie; 3. Angebot der OC Oerlikon an die übrigen Aktionäre zum Mindestpreis von Fr. 93.50. Nur dank ungeschickten ausgestalteten weiteren Aktienkäufen durch OC Oerlikon konnte dann die Saurer-Führung erreichen, dass am Schluss ein Angebot von 135 Fr. pro Aktie erfolgte.

Notwendige Waffengleichheit

Die Verwaltungsräte von Sulzer und Implenia haben ihre Strategie und ihre Verhaltensweise richtigerweise auf die Interessen aller Aktionäre (und auch anderer Stakeholder wie Kunden und Mitarbeiter) ausgerichtet, teilweise mit Unterstützung von Behörden, Politik und Presse, oft aber auch im Gegenwind von wohlinszenierten Medienkampagnen. In keinem der beiden Fälle wurde bis heute ein preislich faires Angebot an alle Aktionäre gerichtet, die dann in Kenntnis der Fakten hätten entscheiden können. Auch erfolgte der Beteiligungsaufbau intransparent; ob dabei Offenlegungsregeln verletzt wurden, die Angreifer also ausserhalb des Rechts agierten, oder ob nur mit unfairen Mitteln der Gesetzeszweck unterwandert wurde, werden die laufenden Untersuchungen durch die EBK zeigen.

Auf jeden Fall muss es in solchen Konstellationen auf der Verteidigungsseite legitim sein, die legal zur Verfügung stehenden Mittel einzusetzen: dazu gehören etwa - wie im Gesetz vorgesehen - das Verlangen nach Transparenz auf der Seite der Aktienerwerber sowie die Weigerung, nicht als Vollaktionär eingetragenen Personen das Recht auf Einberufung einer Generalversammlung zu gewähren (dies wohlverstanden gestützt auf den Wortlaut des Gesetzes und mit Unterstützung einer Mehrheit der Lehre).

Es besteht unseres Erachtens weiter die Pflicht, eine Anerkennung als Aktionär mit Stimmrecht dann zu verweigern, wenn vom Käufer gesetzliche Regeln nicht beachtet werden (im einen Fall ging es um eine unterlassene Meldung an die Wettbewerbsbehörden) oder wenn wegen gesetzlicher Regeln die Entwicklung gewisser Geschäftsbereiche zum Wohle aller durch die Anerkennung eines bestimmten Aktionärs als Vollaktionär beschränkt wird (bei Implenia die Lex Koller).

Beizupflichten ist Prof. Kunz, wenn er die lange Verfahrensdauer kritisiert - nur: Auch Untersuchungen der Aufsichtsbehörden wegen Meldepflichtverletzungen können sehr viel Zeit in Anspruch nehmen, und es wird sich erst noch zeigen müssen, ob eine per 1. Dezember 2007 in Kraft tretende Regel, die in solchen Fällen die Möglichkeit einer Stimmrechts-Suspension bringt (die EBK glaubt übrigens richtigerweise und entgegen Prof. Kunz, dass diese Massnahme auch rückwirkend auf die genannten Fälle anwendbar ist), von den Gerichten schnell und bereits im Rahmen vorsorglicher Massnahmen durchgesetzt wird. Zu hoffen ist es.

Offener Markt bei Fairplay

Das Fazit ist einfach: Eine liberale Ordnung muss Übernahmen ermöglichen, denn nur so kann bei und mit Gesellschaften Mehrwert geschaffen werden, bei denen der Verwaltungsrat oder das Management nicht optimal agiert. Notwendig sind aber auch Rechtsinstitute, die sicherzustellen helfen, dass Übernahmen durch ein preislich faires, offenes und an alle Aktionäre gerichtetes Angebot erfolgen. Eingangsschleusen haben das bisher erreicht und werden auch in Zukunft helfen, Angreifer zu

fairen Angeboten zu zwingen und sicherzustellen, dass die Aktionäre als Eigentümer das letzte Wort haben.

Anders gesagt: Dank Vinkulierungen und ähnlichen Kontrollmitteln konnte bisher zum Schutz aller Aktionäre eine Waffengleichheit aufrechterhalten werden. Die Abschaffung von Eintrittsschleusen würde andere Schleusen, nämlich die für den Missbrauch durch Anbieter, weiter öffnen. Profitieren würden Personen, die bereit sind, an oder jenseits der Grenze des Erlaubten und Fairen vorzugehen.

* Prof. Rolf Watter und Dr. Dieter Dubs sind Partner bei der Bär & Karrer AG. Wie im Text aufgeführt, agieren sie momentan als Vertreter von betroffenen Unternehmen.