

Eingriffe Dritter in M&A-Transaktionen nehmen zu: Käufer und Verkäufer sind gefordert

Dr. Nico Abel, Dr. Markus Lauer & Dr. Marcel Nuys, Herbert Smith Freehills

1. Einleitung

► Politik, zunehmende Regulierung, aktivistische Investoren, der Kampf um Fachkräfte und Störungen durch Konkurrenten: Der Report „M&A in 2019 – Succeeding in a Climate of Disruption“,¹ hat Themen identifiziert, die sich 2018 über alle Regionen hinweg bei M&A-Transaktionen beobachten ließen und die den M&A-Markt in diesem Jahr weiter prägen werden. Auffällig ist, dass dritte Parteien zunehmend Möglichkeiten haben, in M&A-Prozesse einzugreifen – und dass sie nicht zögern, davon Gebrauch zu machen:

- Viele Länder erweitern das Instrumentarium der Investitionskontrolle,
- Kartellbehörden weiten ihre Befugnisse aus und treten selbstbewusster auf,
- Investoren bringen sich verstärkt in M&A- und andere Unternehmensprozesse ein,
- bei Tech-Akquisitionen ist es besonders wichtig, die Köpfe hinter der Technologie an das Unternehmen zu binden,
- allgemein nehmen Dritte stärker Einfluss auf M&A-Prozesse, etwa durch Gegenangebote oder durch Übernahme des Bieters.

Die Autoren werfen einen Blick auf die aktuelle M&A-Landschaft und beleuchten insbesondere die Aspekte politische Intervention, Fusionskontrolle und aktivistische Investoren.

2. Neue Beschränkungen für ausländische Investoren

Die Regularien zur Investitionskontrolle („Foreign Direct Investment“) sind 2018 auch in Ländern verschärft worden, die traditionell als sehr liberal gelten. Sie sind ein zweischneidiges Schwert – oft zum Schutz der nationalen Sicherheit entwickelt, können sie auch Protektionismus fördern. Im globalen M&A-Markt ist zu beobachten, dass FDI-Regelungen sich häufiger und schärfer auf Transaktionen auswirken – eine vergleichbare Entwicklung zeichnet sich für den deutschen Markt ab. Die Bundesregierung hat die Außenwirtschaftsverordnung (AWV) in jüngerer Zeit gleich zweimal verschärft: im Juli 2017 und erneut im Dezember 2018.

Das 2009 eingeführte sogenannte sektorübergreifende Prüfungsregime ermöglicht es der Bundesregierung, den Erwerb von 25% oder, soweit es sich um ein typischerweise kritisches Unternehmen handelt, von 10% oder mehr der Stimmrechte einer Zielgesellschaft zu blockieren, wenn der Investor seinen Sitz außerhalb der Europäischen Union oder der Europäischen Freihandelsassoziation (Island, Liechtenstein, Norwegen und Schweiz) hat und wenn der Erwerb eine „tatsächliche und hinreichend ernste Bedrohung für das Allgemeininteresse der Gesellschaft“ darstellt, sodass er „die öffentliche Ordnung oder Sicherheit gefährdet“. Eine Ausnahme hiervon bilden Investitionen im militärischen Bereich, dann können Beschränkungen zum Schutz der nationalen Sicherheitsinteressen auferlegt werden.

Die Änderungen aus dem Juli 2017 erweitern nicht die Grundlagen, nach denen ausländische Direktinvestitionen eingeschränkt werden können. Vielmehr enthalten sie eine nicht erschöpfende Aufzählung von Unter-

¹ www.herbertsmithfreehills.com/latest-thinking/ma-in-2019-succeeding-in-a-climate-of-disruption

nehmen, bei denen die Regierung der Ansicht ist, dass eine Übernahme eine besondere Gefährdung für die öffentliche Ordnung oder Sicherheit darstellen könnte. Ferner sehen sie vor, dass die Unterzeichnung eines Kaufvertrages über den Erwerb solcher Unternehmen dem Bundesministerium für Wirtschaft und Energie („BMW“) mitgeteilt werden muss.

Da es bis Juli 2017 besonders schwer vorherzusagen war, ob eine Akquisition beschränkt werden könnte – und zwar sowohl aufgrund der Weite des Begriffs der „öffentlichen Ordnung und Sicherheit“ als auch aufgrund des Mangels an Präzedenzfällen – ist die nunmehr eingeführte Aufzählung von Beispielunternehmen hilfreich, da sie einen gewissen Grad an Klarheit darüber verschafft, welche Art von Unternehmen die Regierung als potenziell kritisch ansieht. Auf der anderen Seite ist die Liste aber weiter, als viele erwartet hätten.

So umfasst sie zum Beispiel Betreiber von „kritischen Infrastrukturen“, Entwickler von Software, die von solchen kritischen Infrastrukturen genutzt wird, und Anbieter von Cloud-Computing-Diensten, wenn die für diese Dienste genutzten Infrastrukturen bestimmte Schwellenwerte überschreiten. Seit Dezember 2018 umfasst die Aufzählung auch bestimmte Unternehmen der Medienwirtschaft, die zur öffentlichen Meinungsbildung beitragen.

„Kritische Infrastrukturen“ werden unter Bezugnahme auf bestimmte Schwellenwerte und bestimmte Sektoren (einschließlich Energie, Wasser, Lebensmittel, Informationstechnik, Telekommunikation, Gesundheit, Finanzdienstleistungen sowie Transport und Verkehr) detailliert definiert. Zu den „kritischen Infrastrukturen“ gehören beispielsweise Kraftwerke mit einer Netto-Nennleistung von 420 MW oder mehr, Netze von Tankstellen, die 420.000 Tonnen oder mehr Brennstoff pro Jahr bereitstellen, Krankenhäuser mit 30.000 oder mehr stationären Fällen pro Jahr oder Lebensmittel-einzel- oder Großhändler mit 434.500 Tonnen oder mehr verkauften Lebensmitteln.

Vor dem Hintergrund dieser relativ großen Bandbreite erfasster Unternehmen gehen wir davon aus, dass in Zukunft eine erhebliche Anzahl von Transaktionen der Bundesregierung gemeldet werden muss. Daneben wird es zahlreiche Transaktionen geben, bei denen die Parteien ein Interesse an einer freiwilligen Mitteilung haben werden, entweder weil sie sich über die Meldepflicht unsicher sind oder um im Vorhinein Gewissheit zu erlangen, dass die Transaktion keinen Bedenken der Bundesregierung begegnet, auch wenn keine Meldepflicht besteht.

2.1 Ein neuer Zeitfaktor in M&A-Prozessen

Dies wird sich auf M&A-Prozesse und deren zeitliche Planung auswirken. Hat das BMWi vom Abschluss eines Kaufvertrags erfahren, hat es drei Monate Zeit, um zu entscheiden, ob es eine Transaktion prüfen möchte. Sofern das Ministerium von seinem Prüfungsrecht Gebrauch macht, hat es nach Eingang vollständiger Unterlagen weitere vier Monate, um den Erwerb zu untersagen oder Anordnungen zur Gewährleistung der öffentlichen Ordnung und Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland zu erlassen.

Etwas andere Fristen gelten, wenn ein Käufer sich dafür entscheidet, einen Erwerb freiwillig anzuzeigen und eine Unbedenklichkeitsbescheinigung zu beantragen, die – in angemessenem Rahmen – auch schon vor der Unterzeichnung eines schuldrechtlichen Vertrages über den Erwerb erteilt werden kann. Nach Eingang des Antrags entscheidet das BMWi innerhalb von zwei Monaten, ob ein Prüfverfahren erforderlich ist, andernfalls gilt die Unbedenklichkeitsbescheinigung als erteilt. Unterlässt es ein Käufer jedoch, einen Erwerb anzuzeigen, und erlangt das BMWi anderweitig keine Kenntnis davon, kann das Ministerium bis zu fünf Jahre nach Abschluss des schuldrechtlichen Vertrags eingreifen.

Wenngleich diese Fristen handhabbar erscheinen, sind Verkäufer und Käufer gut beraten, eine etwaige Meldepflicht frühzeitig zu prüfen, die Möglichkeit einer freiwilligen Mitteilung zu erwägen und ein etwaiges Verfahren mit anderen obligatorischen Verfahren (z.B. Fusionskontrollverfahren) und dem Gesamtprozess zu harmonisieren.

2.2 Inhaltliche Einschränkungen sind noch unklar

Schwieriger zu beurteilen ist, inwieweit die jüngsten Änderungen der AWW tatsächlich zu materiellen Beschränkungen von M&A-Transaktionen führen werden.

Während die Änderungen einen verstärkten Wunsch nach Überwachung ausländischer Direktinvestitionen indizieren, haben sich die Grundvoraussetzungen, unter denen die Regierung eingreifen kann, im Prinzip nicht geändert. Insbesondere wurden mit den Änderungen keine spezifischen Befugnisse zur Beschränkung von ausländischen Direktinvestitionen in kritische Technologien (wie künstliche Intelligenz, Robotik, Halbleiter oder Cybersicherheit, sofern sie nicht einen militärischen Anwendungsbereich haben und daher gegebenenfalls im Rahmen der sogenannten sektorspezifischen Prüfung aufgegriffen werden können), aus industriepolitischen Gründen oder aus Gründen einer mangelnden Reziprozität eingeführt, sondern eine Beschränkung setzt nach wie vor eine Gefährdung der öffentlichen Ordnung und Sicherheit voraus.

Die jüngsten Entwicklungen zeigen jedoch, dass die Veränderungen sehr wahrscheinlich mit einer weiteren Auslegung des Begriffs der „öffentlichen Ordnung und Sicherheit“ einhergehen werden, beziehungsweise mit einer weiteren Fassung der Faktoren, die sie bedrohen könnten. Im August 2018 stimmte die Bundesregierung erstmals für ein Verbot einer Transaktion nach der deutschen AWW. Der chinesische Investor Yantai Taihai Corp. beabsichtigte, die Anteile an der Leifeld Metal Spinning AG zu erwerben, einem Hersteller von hochfesten Materialien für die Luft- und Raumfahrtindustrie, die auch im Nuklearbereich einsetzbar sind. Der Investor hatte beim BMWi eine Unbedenklichkeitsbescheinigung beantragt. Nach einem Votum des Bundeskabinetts, die das BMWi zum Veto gegen die Transaktion ermächtigte, zog er sich aus der Transaktion zurück.

Ein weiteres Beispiel sind die Ereignisse rund um den Erwerb einer 20%-igen Beteiligung am Übertragungsnetzbetreiber 50Hertz. Die State Grid Corporation of China äußerte die Absicht, diese Beteiligung zu erwerben, scheiterte aber, nachdem der Mehrheitsaktionär von 50Hertz sein Vorkaufsrecht ausübte und anschließend die KfW die Beteiligung übernahm. Das war ein Paradigmenwechsel, denn die Übernahme des Anteils durch die KfW lag außerhalb des Anwendungsbereichs der AWW, die seinerzeit ein Eingreifen nur beim Erwerb von 25% oder mehr der Stimmrechte einer Zielgesellschaft gestattete.

Es überrascht daher nicht, dass die Bundesregierung im Dezember 2018 die Eingriffsschwelle auf 10% gesenkt hat, wenn es sich bei der Zielgesellschaft um ein branchenspezifisch kritisches Unternehmen handelt (d.h. Betreiber von „kritischen Infrastrukturen“ oder Entwickler von Software ist, die von solchen kritischen Infrastrukturen genutzt wird, etc.).

Bei kritischen Unternehmen, die offensichtlich unter die Kategorien fallen, die eine Meldepflicht auslösen, sollten Verkäufer sorgfältig und frühzeitig prüfen, ob das potenzielle Spektrum der Käufer Kandidaten umfasst, die politische oder öffentliche Aufmerksamkeit erregen könnten und daher im Mittelpunkt einer genaueren Prüfung stehen.

3. Fusionskontrollen: Mehr Regimes und stärkere Eingriffe

Eine ungebrochen wichtige Rolle im Rahmen von M&A-Transaktionen spielt die Fusionskontrolle – und das weltweit. Immer mehr Länder schaffen Kontrollregimes, es sind mittlerweile mehr als 120 und die Zahl steigt weiter. Weltweit war im vergangenen Jahr zu beobachten, dass Wettbewerbsbehörden vermehrt Transaktionen aufgegriffen haben, die ohne erforder-

liche Fusionskontrollfreigabe(n) vollzogen wurden. Eventuelle Fusionskontrollpflichten sowie daraus erwachsende Risiken sollten daher mehr denn je frühzeitig im M&A-Prozess erkannt und abgebildet werden (beispielsweise mit Blick auf den Transaktionszeitplan): Solange erforderliche fusionskontrollrechtliche Freigaben nicht vorliegen, darf eine Transaktion nicht vollzogen werden (sog. „Vollzugsverbot“), es droht bei schlechter Planung ein gewisser Stillstand. Hat eine Wettbewerbsbehörde Bedenken und gelingt es den Parteien nicht, diese auszuräumen, hat das schwerwiegende Konsequenzen für die Gesamttransaktion. Die Wettbewerbsbehörde muss die Freigabe versagen und die Transaktion darf – in der angemeldeten Form – nicht umgesetzt werden. Erst im Februar dieses Jahres sind die – von weiten Teilen der Politik unterstützten – Pläne von Siemens und Alstom zur Gründung eines „europäischen Champions“ auf der Schiene maßgeblich am Veto der zuständigen Wettbewerbsbehörde, der Europäischen Kommission, gescheitert.

Vorstehend skizzierte Fragen stellen sich auch und insbesondere bei Zuständigkeit des Bundeskartellamtes: Die Frage, ob eine Transaktion der Prüfung durch das Bundeskartellamt in Deutschland unterliegt, entscheidet sich primär anhand der Umsätze der beteiligten Unternehmen. In Deutschland ist ein Zusammenschlussvorhaben beim Bundeskartellamt anzumelden, wenn der weltweite Gesamtumsatz der Beteiligten im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr mehr als 500 Mio. EUR betrug, ein Unternehmen Umsätze in Höhe von mehr als 25 Mio. EUR in Deutschland erzielte, ein weiteres Inlandsumsätze von mehr als 5 Mio. EUR erzielte und die Europäische Kommission nicht zuständig ist.

In der Sache prüft das Bundeskartellamt wie auch Wettbewerbsbehörden in anderen Ländern mögliche Auswirkungen einer Transaktion auf den existierenden Wettbewerb. Hierbei nehmen sie traditionell insbesondere die Marktstellung der beteiligten Unternehmen in den Blick. Hier sind neue Einflüsse zu beobachten: Nach der jüngsten Novellierung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen ist das Bundeskartellamt explizit berechtigt, den Zugang zu wettbewerbsrelevanten Daten sowie mögliche (negative) Auswirkungen auf Innovation, Forschung und Entwicklung in die Bewertung einfließen zu lassen. Von dieser Möglichkeit macht das Bundeskartellamt reger Gebrauch.

3.1 Hohe Bußgelder bei Verstößen gegen das Vollzugsverbot

Bei Vollzug einer Transaktion ohne erforderliche Fusionskontrollfreigabe drohen erhebliche Bußgelder von – in Deutschland – bis zu 10% des konzernweiten Jahresumsatzes. So belegte das Bundeskartellamt beispiels-

weise das amerikanische Unternehmen Mars Inc. mit einem Bußgeld in Höhe von 4,5 Mio. EUR wegen des Verstoßes gegen das Vollzugsverbot beim Erwerb des Tierfutterherstellers Nutro Products. Auf EU-Ebene sind die bisher verhängten Bußgelder noch gravierender. So hat die Europäische Kommission jüngst ein Bußgeld in Höhe von 124,5 Mio. EUR gegen das Kabel- und Telekommunikationsunternehmen Altice wegen Verstoßes gegen das Vollzugsverbot im Rahmen der Übernahme des portugiesischen Telekommunikationsunternehmens PT Portugal erlassen. Zudem sind Vollzugshandlungen, die vor Freigabe erfolgen, zivilrechtlich unwirksam. Vollzogene Zusammenschlüsse müssen gegebenenfalls entflochten (d.h. rückabgewickelt) werden.

Für die Praxis besonders bedeutsam – und im letzten Jahr Gegenstand gleich mehrerer Gerichts- und Behördenentscheidungen – ist, dass diese Konsequenzen nicht nur drohen, wenn Anmeldepflichten vollständig missachtet werden, sondern schon früher. Das Vollzugsverbot untersagt nämlich nicht nur den Vollzug der Gesamttransaktion vor Freigabe. Vielmehr fallen auch schon Teilvollzugsakte in den kritischen Bereich. Besondere Schwierigkeiten für Unternehmen bereitet insofern der Umstand, dass der Begriff „Teilvollzug“ nicht trennscharf definiert ist. Gleichzeitig hat der Erwerber häufig ein Interesse daran, zumindest Vorbereitungshandlungen zu treffen, damit die zusammengeschlossene Einheit möglichst ab dem ersten Tag funktioniert.

Die Praxis des Bundeskartellamtes und anderer – etwa der französischen – Wettbewerbsbehörden schiebt solchen Maßnahmen häufig einen Riegel vor. Denn der Bundesgerichtshof und mit ihm das Bundeskartellamt verstehen den Begriff „Vollzug“ sehr weit. Untersagt sind demnach schon Maßnahmen, die im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss erfolgen und geeignet sind, dessen Wirkung zumindest teilweise vorwegzunehmen.

Zulässig für den Erwerber ist demnach allenfalls die Ausübung von Mitwirkungsrechten (insb. durch Zustimmungsvorbehalte) zwischen Unterzeichnung des SPA (Signing) und Vollzug des Zusammenschlusses (Closing) bei wichtigen Maßnahmen, die außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs des Zielunternehmens liegen und den Unternehmenswert gefährden. Zudem steht es dem Erwerber frei, für den Fall nach Vollzug zu planen.

Nach einer Entscheidung des EuGH aus dem Mai 2018 in der Rechtssache „Ernst & Young/KPMG Denmark (DK)“ durften Unternehmen (kurz) auf mehr Handlungsfreiheit hoffen. Der EuGH hat das Vollzugsverbot sehr eng auslegt und sich auf den Standpunkt gestellt,

„ein Zusammenschluss [werde] nur durch eine Transaktion vollzogen, die ganz oder teilweise, tatsächlich oder rechtlich zum Kontrollwechsel des Zielunternehmens beiträgt“. Der EuGH stellt damit maßgeblich auf die Herbeiführung eines Kontrollwechsels ab (d.h. den eigentlichen Zusammenschluss) und stärkt damit eine ökonomisch effizientere (und sinnvollere) Auslegung des Vollzugsverbotes. Mit einiger Spannung war daher eine Entscheidung des BGH in Sachen Edeka/Kaiser's Tengelmann II erwartet worden. Denn dies hätte der Anlass für die deutschen Gerichte sein können, auf die Linie des EuGH einzuschwenken. Ein Richtungswechsel hin zu einer engen Auslegung des Vollzugsverbots ist jedoch ausgeblieben.

3.2 Zwischen Signing und Closing: Im SPA Entscheidungsabläufe regeln

Es bleibt also bis auf weiteres dabei: Erfordert eine Transaktion die Freigabe des Bundeskartellamtes, muss besondere Vorsicht im Rahmen der Integrationsplanung gelten, auch für die Mitwirkungsrechte des Erwerbers zwischen Signing und Closing. Das SPA sollte diese Mitwirkungsrechte auf solche wichtigen Maßnahmen beschränken, die eindeutig außerhalb des „Ordinary Course of Business“ liegen und damit den Unternehmenswert gefährden können.

Gleichwohl sind erfahrungsgemäß auch mitunter Maßnahmen durch das Zielunternehmen oder den Verkäufer zu treffen, bei denen unklar ist, ob sie in den gewöhnlichen Geschäftsbetrieb fallen und vor diesem Hintergrund der Mitbestimmung durch den Erwerber entzogen sind. Für diesen Fall sollte das SPA – auch um Post-M&A-Streitigkeiten zu vermeiden – einen Mechanismus vorsehen, der einerseits den strengen Vorgaben des Bundeskartellamtes genügen, gleichzeitig aber auch den Parteiinteressen gerecht werden kann. Insoweit bietet sich folgendes dreistufiges Procedere an: Sofern sich eine von Zielunternehmen oder Veräußerern bevorstehende Maßnahme nicht eindeutig zuordnen lässt, sollte in einem ersten Schritt eine informatorische E-Mail an den Erwerber geschickt werden. Sollten Zielunternehmen und Erwerber Wettbewerber sein, darf diese E-Mail nur an ausgewählte Personen des Erwerbers ohne operative Funktion („Clean-Team“) geschickt werden. Die E-Mail sollte über die Maßnahme, die vermutlich dem „Ordinary Course of Business“ unterfällt, informieren und dem Erwerber gleichzeitig die Möglichkeit zur Stellungnahme einräumen. Sofern der Erwerber daraufhin Bedenken gegen die Maßnahme äußert, kann in einem zweiten Schritt mit dem Clean Team der Erwerberseite diskutiert werden, ob die Maßnahme „ordinary“ ist. Sollte ein Konsens nicht erzielt werden können, bleibt als ultima ratio die Möglichkeit, das Bundeskartellamt um eine Einschätzung zu ersuchen (dritter Schritt). Sofern das

Amt sich nicht äußert, muss der Verkäufer das Letztentscheidungsrecht über die Maßnahme haben. Dieser Dreischritt sollte im SPA verankert werden, um eine legitime Mitwirkung des Erwerbers bei wichtigen Fragen von Vollzugshandlungen durch Einwirkung auf den „Ordinary Course of Business“ abzugrenzen und so Sanktionen vorzubeugen.

4. Aktivistische Investoren und ihre Ziele

Aktivistische Investoren machen sich wesentlich stärker bemerkbar als noch vor einigen Jahren. Ihr Ziel ist die Durchsetzung eigener Interessen, ob in Übernahmesituationen oder im Hinblick auf Ausrichtung und Strategie eines Unternehmens. Vor einigen Jahren noch waren die sogenannten „räuberischen Aktionäre“ in aller Munde. Sie fochten üblicherweise auf Basis provozierter Fehler alle Arten von Hauptversammlungsbeschlüssen an, lähmten dadurch die Geschäftsleitung und ließen sich die Anfechtungsklagen schließlich abkaufen. Dieser Methode wurde (zu Recht) durch den Gesetzgeber und die Rechtsprechung weitestgehend ein Riegel vorgeschoben.

Während räuberische Aktionäre in der Regel Einzelpersonen waren, handelt es sich bei aktivistischen Investoren meist um milliardenschwere Hedgefonds, die schon mit geringen Beteiligungen erheblichen Einfluss auf Unternehmen ausüben. Ihr Ziel ist es, den Wert der erworbenen Beteiligung zu erhöhen. Sie betreiben Medienkampagnen, um die Führungsetagen der Unternehmen öffentlich unter Druck zu setzen, aber auch um andere Anteilseigner von den eigenen Plänen zu überzeugen. Sollten Vorstand und Aufsichtsrat den Forderungen nicht nachkommen, besteht immer noch die Möglichkeit, ihnen mit Schadensersatzklagen zu drohen, um den Forderungen Nachdruck zu verleihen.

Das Handeln aktivistischer Investoren orientiert sich meist am Shareholder Value. Mittlerweile sind aber auch Tendenzen zu erkennen, wonach Aktivismus Unternehmen dazu drängen soll, nachhaltig zu handeln und in Bereichen wie Diversity, unter anderem in Vorstand und Aufsichtsrat, und Gender Pay Gap tätig zu werden. Grundsätzlich kann sich Aktivismus auf alle Bereiche beziehen, die im Rahmen des Wertekanons eines modernen Unternehmens relevant sind, wie zum Beispiel die Wahrung von Menschenrechten, Datenschutz, Korruptionsvermeidung, Klimaschutz, Ethik, Transparenz, Umweltschutz, Naturschutz, Tierschutz, Arbeitsbedingungen oder soziales Engagement.

4.1 Vorgehensweise aktivistischer Investoren

Aktivistische Investoren nutzen unterschiedliche Taktiken, um ihre Interessen durchzusetzen. Teilweise geht

es ihnen darum, die Ausrichtung der Unternehmen mittel- bis langfristig zu verändern. Dies kann zum Beispiel erreicht werden, indem die aktuelle Unternehmensführung ausgetauscht wird. Zu diesem Zweck kritisieren die Investoren Vorstand und/oder Aufsichtsrat, betreiben deren Absetzung und versuchen selbst, geeignete Kandidaten für die Neubesetzung zu rekrutieren und entsprechend in Stellung zu bringen.

Ferner sieht man, dass aktivistische Investoren versuchen, das Unternehmen selbst nachhaltig zu verändern, zum Beispiel durch Aufspaltung wie im Fall von ThyssenKrupp. Dazu präsentieren sie eigene Unternehmenskonzepte, teilweise verbunden mit positiven Stellungnahmen von institutionellen Investoren und Analysten, und verbreiten diese Konzepte über die Medien.

Eine weitere Vorgehensweise der aktivistischen Investoren ist auf den Verkauf von Unternehmensteilen gerichtet. Um dies zu erreichen, handeln sie als Vermittler möglicher Erwerber, rufen in der Öffentlichkeit zum Verkauf auf oder organisieren (feindliche) Übernahmen beziehungsweise konkurrierende Angebote.

Zu beobachten ist weiter, dass sich aktivistische Investoren in laufende Übernahmen einmischen, um einen höheren Angebotspreis zu erzielen (z.B. bei den Übernahmen von Celesio und Stada durch Elliott). Sie betreiben Kampagnen, die die übrigen Aktionäre dazu bringen sollen, ein Übernahmeangebot nicht anzunehmen, oder sie erwerben Beteiligungen (direkt oder in Wandelschuldverschreibungen), die das Erreichen der Mindestannahmeschwelle unmöglich machen oder ernsthaft in Gefahr bringen. Sie kontaktieren regelmäßig andere Aktionäre, schalten Anzeigen in Zeitungen, schreiben öffentliche Briefe oder publizieren griffige Materialien wie etwa benutzerfreundliche und leicht verständliche Infografiken, um ihre Ziele zu erreichen.

Ferner bedienen sich aktivistische Investoren auch des Leerverkaufs von Aktien. Hierbei leihen sie sich Wertpapiere, verkaufen sie und spekulieren darauf, die Wertpapiere bis zum Ablauf der Leihfrist günstiger zurück zu erwerben. Gleichzeitig ergreifen sie Maßnahmen, die dazu führen sollen, dass der Kurs der Wertpapiere fällt.

5. Fazit/Ausblick

Wegen ihrer aggressiven Vorgehensweise und ihrer zum Teil kurzfristigen Zielsetzung werden aktivistische Investoren oft kritisch beäugt, vor allem von den Führungsetagen der Unternehmen. In jedem Fall darf man aktivistische Investoren nicht unterschätzen. Da so

gut wie jedes Unternehmen, unabhängig von Größe, Wert oder Sektor, Ziel aktivistischer Investoren werden kann, werden in Zukunft alle Unternehmen Maßnahmen treffen müssen, um zu verhindern, dass sie ins Visier genommen werden. Der Gefahr der Einflussnahme durch aktivistische Investoren kann nur dadurch begegnet werden, dass Unternehmen sich fortwährend mit den Interessen ihrer Aktionäre und der Strategie ihres Unternehmens auseinandersetzen. Vorstand und Aufsichtsrat sind also gut beraten, wenn sie die Unternehmensstrategie laufend kritisch hinterfragen. Denn sollten sie sich nicht selbst mit diesen Themen befassen, wird dies aktivistische Investoren auf den Plan rufen, die dann Schwachstellen ausfindig machen, um diese für ihre eigenen Zwecke zu nutzen.

Spannend wird zu beobachten sein, wie sich die jüngsten Geschehnisse um Ebay und Bayer entwickeln werden. Während Ebay dazu aufgefordert wurde, sich von den Tochtergesellschaften StubHub und Ebay Classifieds Group zu trennen, hat Elliott bezüglich Bayer lediglich bekannt gegeben, Anteile erworben zu

haben. Was für Aktionäre grundsätzlich gute Nachrichten sind, da das Einsteigen von Aktivisten meist zu einem Anstieg des Aktienkurses führt, wird seitens der Unternehmen zu einigem Kopfzerbrechen führen, da man sich nun mit dem neuen aktivistischen Aktionär und seinen (möglichen) Forderungen ernsthaft auseinandersetzen müssen. ■



Dr. Nico Abel und **Dr. Markus Lauer** sind Corporate/M&A-Partner im Frankfurter Büro von **Herbert Smith Freehills**. Nico Abel ist spezialisiert auf internationale M&A-Transaktionen, insbesondere die Beratung von Investoren. Der Schwerpunkt von Markus Lauer liegt auf der Beratung von Mandanten bei öffentlichen Übernahmen. nico.abel@hsf.com, markus.lauer@hsf.com

Dr. Marcel Nuys ist Senior Associate im Düsseldorfer Büro von **Herbert Smith Freehills** und berät zu allen Aspekten europäischen und deutschen Kartell- und Wettbewerbsrechts. marcel.nuys@hsf.com