

Dem Schweizer Kapitalmarkt täte eine Dosis «London» gut

Plädoyer für Übernahme-Spielregeln, die mehr Transparenz ins Aktionariat bringen

Von Heinrich Fischer*

Übernahmen von Schweizer Industrieunternehmen durch ausländische Investoren haben zu lebhaften Debatten über Spielregeln und Abwehrmechanismen geführt – etwa in der Frage, wie weit Aktientransaktionen transparent gemacht werden sollen. Im folgenden Beitrag legt Heinrich Fischer, letzter Saurer-Konzernchef, vor dem Hintergrund seiner Erfahrungen dar, welche Regeln er für sinnvoll und welche er für revisionsbedürftig hält. (Red.)

Die Eroberungen von traditionellen Schweizer Konzernen wie Leica, Saurer, SIG oder – wie es derzeit im Gespräch ist – Sulzer durch ausländische Investoren haben zu einer breiten öffentlichen Debatte unter Stichworten wie «Ausverkauf der Heimat» oder «Übernahme-Piraterie» geführt. In der Öffentlichkeit wundert man sich, wie es möglich ist, unbemerkt Aktien- und Optionspakete von 32% im Falle von Sulzer oder von über 50% im Falle von Saurer zu erwerben, Pakete also weit jenseits der Meldeschwellen von 5%. Solche Vorgänge lassen zu Recht Bananenrepublik-ähnliche Zustände in der heilen Schweiz vermuten. Parlamentarier geben sich beunruhigt über diese Geschehnisse und initiieren im Schnelllauf neue Gesetze, um diese Vorgänge unter Kontrolle zu bringen. Interessant und brisant sind denn auch die Fragen, was hier vorgeht, welchen Spielraum die Akteure nutzen, welche volks- wie auch betriebswirtschaftliche Bedeutung diese Vorgänge haben und wo mögliche Verbesserungen der Spielregeln sinnvoll sind.

Das Kriegs-Vokabular verzerrt die Sicht

Und angesichts der Aufgeregtheit erscheint eine nüchterne Analyse umso wichtiger. In der Beschreibung der Übernahme-Vorgänge hat sich beispielsweise ein Kriegs-Vokabular eingeführt, das den Beteiligten Rollen zuordnet, die kühlem Nachdenken nicht standhalten. Die übernahmewillige Partei wird als Angreifer dargestellt, und der Vorgang ist ein Angriff (attack); die Zielfirma ist das Target, der Verwaltungsrat und das Management sind die Verteidiger (defense), und die ganzen Darstellungen gehen meist davon aus, dass zwischen den beiden Parteien «Krieg» herrsche.

Es findet aber real etwas anderes statt: Es treffen unterschiedliche Vorstellungen über die Zukunft des Zielunternehmens aufeinander, die zu unterschiedlichen Bewertungen für das Unternehmen führen. Aus dem Zusammenschluss mit einem anderen Unternehmen können sich substantielle Synergien im Kostenbereich, in der Erschliessung von Technologien oder Märkten oder eine Unterlegung der Bewertung des übernehmenden Unternehmens ergeben. Eine Aufspaltung des Unternehmens kann zu einem kurzfristigen Mehrwert führen, da es für jeden Teil ein Umfeld geben kann, das eine höhere Verwertung verspricht als der derzeitige Verbund.

Die Parteien können in unterschiedlichen Strategien oder operativen Veränderungen einen

Mehrwert erkennen. Es findet also ein Wettbewerb um die «wertvolleren» Ideen für die Zukunft des Unternehmens statt, und die Schiedsrichter sind in letzter Instanz die Aktionäre als Eigentümer des Unternehmens. Damit dieser Wettbewerb stattfinden kann, sind die «Angreifer» aufgefordert, ihre Vorstellungen zur Zukunft des Unternehmens darzustellen, und die «Verteidiger», die eigenen Pläne daran zu messen.

Störend ist dabei, dass durch die orchestrierte Umgehung der Meldeschwellen, wie im Falle von Saurer oder Sulzer, ein Fait accompli geschaffen wird, das dann einen guten Teil der Aktionäre ausschliesst und «Angreifer» (Insider) sowie deren Trittbrettfahrer bevorzugt. Der einzelne Aktionär hat nur dann eine faire Chance, an diesem Vorgang zu partizipieren, wenn auch über das Aktionariat und seine Veränderung ausreichend Transparenz herrscht und die Insidergeschäfte klarer geregelt sind – wenn es also ausreichend klare Spielregeln gibt, die ein «fares Spiel» sicherstellen.

Unternehmen ohne richtige Eigentümer

Nun wäre es naiv, zu glauben, dass bei solchen Vorgängen eine Auseinandersetzung der Edlen nach klaren und transparenten Regeln stattfindet und dass es dabei allen Beteiligten einzig um das Wohl des Unternehmens geht. Es geht primär um Geld, um viel Geld, sowohl für die Aktionäre als auch für die «angreifenden» Investoren. Viele Aktionäre von Publikumsgesellschaften sind heute mehr kurzfristig am Kurs der Aktie als fundamental an der guten langfristigen Entwicklung des Unternehmens interessiert, und in Übernahmesituationen nimmt diese Zahl durch den Einstieg von sogenannten ereignisgetriebenen Hedge-Funds noch deutlich zu.

Den meisten börsenkotierten Unternehmen ist der Eigentümer im eigentlichen Sinne abhanden gekommen. Die Diskussion um die Strategie und Zukunft des Unternehmens muss entweder zwischen Management und Verwaltungsrat, also im kleinsten Kreis, stattfinden, oder sie findet öffentlich mit allen Aktionären, aber damit zwangsläufig auch im Beisein der Konkurrenten statt. Es geht also eigentlich um eine Wahl zwischen zwei absurden Alternativen: hier der General, der öffentlich die Strategie vorstellt – dort der Konzern, dessen Eigentümer nichts Substantielles über ihr Unternehmen erfahren.

In Übernahmesituationen geht es um eine Gratwanderung zwischen dem berechtigten Anspruch des Aktionärs als formellen Eigners auf volle Information über die Zukunftsaussichten des Unternehmens und dem Anspruch des Unternehmens und seiner Mitarbeiter auf Schutz sensibler Information. Es ist eine exponierte Situation, in der der Verwaltungsrat speziell gefordert ist, die Gesamtinteressen im Sinne des «guten Eigners» wahrzunehmen. Dieses inhärente Dilemma ist mit ein Grund für die Attraktivität von Reprivatisierungen börsenkotierter Unternehmen unter der Leitung von Private-Equity-Funds, die dann zumindest vorübergehend wieder als

Eigentümer im eigentlichen Sinne auftreten.

Vorteil durch Überraschung

Welche Aktionäre bei Übernahme-Initiativen bereits im Vorfeld mit den «Angreifern» zusammenspielen, ist meist nicht transparent. Über verschiedene Finanzinstitute werden parallel auf einen bestimmten Stichtag hin Aktien- und Optionspakete vorbereitet oder – wie im Falle von Saurer – spezifische, vom Käufer definierte neue Optionen aufgelegt. Am Stichtag werden dann alle Pakete auf einen Schlag vom «Angreifer» übernommen, und die Meldegrenzen sind damit elegant und gesetzeskonform umgangen. Ausser den anderen Aktionären und dem Unternehmen verdienen alle daran: Der Investor kommt relativ günstig und kontrolliert zu einem hohen Anteil am Unternehmen, die Finanzinstitute erzielen hohe Margen, und die auf dem Trittbrett mitfahrenden Insider profitieren von der Steigerung der Aktienkurse.

Es gibt kaum ein Unternehmen, das heute nicht ein potenzieller Übernahmekandidat, also ein potenzielles «Target», ist. Der beste Schutz vor diesem Fall sind Aktionäre mit grossem Stimmrechtsanteil und langfristigem Engagement. Eigentümer dieser Art haben beispielsweise den Übernahmeversuch von Roche durch Novartis im Keim erstickt und durch die Aktienkursentwicklung auch noch Recht bekommen.

Stimmrechtsbeschränkungen sind, wie der Fall SIG zeigt, kein Schutz vor Übernahmen. Sie können aber verhindern, dass Minderheitsaktionäre, die in der Regel schwach besuchten Aktionärsversammlungen dominieren und die Geschicke des Unternehmens in ihrem Sinne steuern können, ohne den anderen Aktionären ein Übernahmeangebot gemacht zu haben.

Massnahmen in der Firma

In der Anfangsphase einer Übernahme bestimmt der «Angreifer» die zeitliche Abfolge der Aktionen. Er ist dann gut vorbereitet, er hat sich sein Vorgehen reiflich überlegt und sein Team darauf eingestimmt. Wenn Verwaltungsrat und Management des Zielunternehmens unvorbereitet sind, können diese unter enormen Zeitdruck gesetzt werden. Ist die Führung des Zielunternehmens hingegen gut vorbereitet, hat sie ihren «Defense-Plan» für die verschiedenen Szenarien schon bereit und weiss, was zu tun ist. Die wesentlichen Elemente einer entsprechenden Vorbereitung sind folgende:

- Das «Defense-Team». Ein kleines schlagkräftiges Team, das die einzelnen Reaktionsschritte vorbereitet, dem Verwaltungsrat zur Entscheidung vorlegt und dann umsetzt. Dazu gehören ein Ausschuss des Verwaltungsrats, der CEO des Unternehmens, fachliche Berater aus dem Finanzbereich (beispielsweise einer Investmentbank), juristische Berater (zu Aktienrecht, Gesellschaftsrecht) und Kommunikationsberater. Die Team-Zusammensetzung und die Rollen im Team müssen abgesprochen, die wichtigsten Szenarien exemplarisch ausdiskutiert sein. Insbesondere muss auch geklärt sein, wer nach aussen das Unternehmen vertritt.
- Der rechtliche Rahmen. «Defense-Team», Verwaltungsrat und Management sollen sich über Rechte und Pflichten (gesetzlicher Rahmen) sowie die Haftung der einzelnen Gremien im Klaren sein.
- Der Unternehmenswert. Um für den Wettbewerb um die «wertvolleren» Ideen für die Zukunft des Unternehmens gerüstet zu sein,

muss eine detaillierte mittel- oder langfristige Unternehmensplanung vorliegen, auf deren Basis der Unternehmenswert dargestellt werden kann und die auch Grundlage für eine sogenannte Fairness-Opinion sein kann.

- Kommunikation. Der Wert des Unternehmens und die wesentlichen «Treiber» dieses Wertes müssen kommuniziert und den Aktionären, Analysten und wichtigsten Medienvertretern bekannt sein. Aus der Kontinuität der Argumentation entsteht ein Vorsprung an Glaubwürdigkeit für den «Verteidiger» in der Auseinandersetzung mit dem «Angreifer».

«Anschleichen» und «Tarnen» sind indessen nicht bei allen Übernahme-Initiativen von gleicher Bedeutung. Die «Angriffe» auf die SIG auf der einen sowie Saurer (und jüngst Sulzer) auf der anderen Seite spielten sich für die Aktionäre fundamental unterschiedlich ab, es gab volle Transparenz im einen und ein *Fait accompli* im anderen Fall.

SIG auf dem offenen Markt

Bei der SIG kündigten die Investoren (der norwegische Konzern Ferd zusammen mit dem Private-Equity-Unternehmen CVC) öffentlich ihr Interesse durch ein Übernahmeangebot an, das eine Bewertung des SIG-Konzerns und die Absichten der Investoren mit der SIG zur Darstellung brachte. CVC/Ferd begannen erst danach, am Markt Aktienpakete über der Meldegrenze von 5% aufzukaufen. Daraufhin fand mit Blick auf das Zielunternehmen eine Wert-Diskussion mit und unter den Aktionären statt, die diesen eine fundierte Entscheidung erlaubte und die zusätzlich andere Investoren (unter anderem die neuseeländische Rank-Gruppe) auf den Platz rief, die ihr Interesse und ihre Wertvorstellungen und Pläne zur SIG mit höheren Angeboten im Rahmen einer vom Verwaltungsrat initiierten und von der Übernahmekommission geleiteten Auktion untermauerten. Am Schluss waren sich alle Beteiligten, wie Unternehmen (Management und Verwaltungsrat), Aktionäre und Investoren, einig, dass die Übernahme durch Rank die beste Lösung mit dem grössten Mehrwert für Aktionäre und Unternehmen ist.

Versteckspiele bei Saurer

Anders lief es bei Saurer (und derzeit bei Sulzer) ab. Bei Saurer wurde in einer ersten Phase durch den Hedge-Fund Laxey Partners ein Paket von 25% an Saurer-Aktien aufgebaut, der Chairman von Laxey wurde an der Generalversammlung 2006 dann in den Saurer-Verwaltungsrat geschleust und so der volle Informationszugang sichergestellt. Nachdem die Laxey-Seite zu keinem Zeitpunkt eine industrielle Vorstellung zur Entwicklung von Saurer kundgetan hatte, inszenierte sie in der Woche vor dem öffentlichen Angebot für Saurer durch Victory/Oerlikon (bzw. Unaxis) mit der Forderung nach der Absetzung des Saurer-Verwaltungsrates eine Situation, die es Victory/Oerlikon erlaubte, sich als weisser Ritter darzustellen. Ein Schelm ist, wer da Böses denkt.

Parallel dazu liess Victory/Oerlikon in den Wochen vor der Veröffentlichung des Interesses über verschiedene Finanzinstitute substanzielle Aktien- und Options-Pakete (bei Saurer in der Summe 52% Anteil, bei Sulzer 32%) aufbauen, die sie am Stichtag auf einen Schlag und unter Umgehung aller Meldegrenzen zwischen 5% und 50% in ihr Portefeuille übernahm. Dadurch wurden eine Wert-Diskussion oder Angebote anderer Investoren von vornherein ausgeschlossen. Diese Umgehung der Meldegrenzen mag zwar legal sein, sie widerspricht aber in stossender Weise dem Sinne der Übernahmeregelungen.

Was ist zu tun? Übernahmen von Firmen gehören zu den normalen Vorgängen in einer liberalen Gesellschaftsordnung und haben wie alle Veränderungen oft positive und manchmal auch negative Folgen. Daran ist nicht prinzipiell zu rütteln. Es geht vielmehr um die Spielregeln, unter denen dies geschieht und die so offen sind, dass dies nach einer Präzisierung verlangt. Es geht mit andern Worten um die Regeln im Zusammenhang mit dem Schnüren von Aktien- und Optionspaketen an den Meldegrenzen vorbei. Es geht um die Insider-Regulierungen und Gleichbehandlung aller Aktionäre (vgl. etwa die Fusion Bank Bellevue / Swissfirst).

Blick nach England

Es geht des Weiteren um die Grenzen, bei denen den anderen Aktionären ein Übernahmeangebot gemacht werden muss (mit 32% der Aktien, also knapp unter der Pflichtangebots-Schwelle, kann ein börsenkotiertes Unternehmen de facto längst kontrolliert werden). Und es geht schliesslich um den gesetzlichen Spielraum, den Übernahme- und Bankenkommission sowie ordentliche Gerichte zur Durchsetzung der Spielregeln haben, sowie um das Ausmass der Sanktionierung von Verfehlungen. Hierzu würde bereits ein Blick auf den Börsenplatz London genügend Hinweise darauf liefern, wie ein effizientes System als Ganzes ausgestattet sein müsste.

Nachdem in den letzten Jahren zu Recht für volle Transparenz über Aktienbesitz und Einkommen von Verwaltungsrat und Management gesorgt wurde, geht es jetzt um mehr Transparenz über die Eigentümer des Unternehmens. Dies wird den Aktionären einen grösseren Mehrwert schaffen als die Diskussionen über die heute transparenten Saläre.

* Der Autor war bis zur Übernahme der Führung durch Oerlikon im Saurer-Konzern CEO und Verwaltungsratsdelegierter und wirkte zudem im SIG-Konzern als Verwaltungsrat bis zur Übernahme durch Rank.