

Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im slowenischen Wirtschaftsraum*

Andrej Bertoncel¹

Zusammenfassung

Der Artikel behandelt die Frage der Übernahme von Unternehmen sowie die Abwehrmaßnahmen, mit denen sich die Unternehmen in Slowenien gegen feindliche Übernahmen schützen. Obwohl die entsprechende gesetzliche Regelung keine Unterscheidung zwischen freundlichen und feindlichen Übernahmen kennt, beschränkt sie trotzdem die Befugnisse des Managements von Zielunternehmen, um die Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen zu verhindern. Da in Slowenien mit steigender Anzahl der feindlichen Übernahmeangebote zu rechnen ist, werden zuerst das slowenische Unternehmensgesetz und Übernahmegesetz analysiert. Danach werden präventive und Ad-hoc- Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen nach dem Kriterium der Effektivität beurteilt. Eine feindliche Übernahme hat in Slowenien gewöhnlich die Form eines feindlichen Angebots, in dem die Übernahmeprämien für einen bedeutenden Aktienanteil viel höher sind als deren aktueller Marktpreis. Das Management der Zielunternehmen wendet während des Übernahmeprozesses verschiedene Abwehrstrategien an, die manchmal kontrovers sind, weil sie Interessenkonflikte verursachen können. Deshalb wird im Kontext der Beschränkung der Anwendung von Ad-hoc-Abwehrmechanismen auch die Frage der Neutralitätspflicht des Managements des Zielunternehmens während des Übernahmeprozesses diskutiert.

JEL-Klassifikation: G 34

Schlüsselwörter: feindliche Übernahmen, Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, präventive Maßnahmen, Ad-Hoc-Maßnahmen, Neutralitätspflicht, Übernahme regelnde Gesetze, Slowenien

* Empfangen 25.08.2005.; angenommen: 05.12.2005

¹ Dr., Direktor Carynthia Group Ltd., Lobodova 17, 1236 Trzin, Slovenia. Forschungsschwerpunkte: Korporationsfinanzen, Uebernahmen von Unternehmen: Tel.: ++ 386 1 564 1165; E-mail: andrej.bertoncel@kemfarm.si, Home page: www.carynthia-group.si

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

1. Einleitung

Übernahmen von Unternehmen sind in der heutigen Zeit in Slowenien keine Seltenheit mehr. Der in den letzten Jahren beobachtete Anstieg von Unternehmensakquisitionen zeigt die schnelle Entwicklung des Marktes für Unternehmens- und verkäufe in Slowenien. Nicht immer aber werden Übernahmeangebote vom bestehenden Management der Zielunternehmen als freundlich gebilligt. Häufiger verteidigt man sich gegen die feindlichen Übernahmeangebote mit verschiedenen Abwehrmaßnahmen. Feindliche Übernahmen sind in Slowenien noch ein seltenes Phänomen, einige Fälle aus jüngerer Zeit (Pivovarna Union – Pivovarna Laško, Merkator – Emona Merkur usw.) zeigen jedoch, dass sie in der Praxis zunehmend an Bedeutung gewinnen.

Zuerst wird in der vorliegenden Untersuchung die strategische Abwehrplanung der Zielunternehmen und die Einteilung in zwei Szenarien: freundliche Übernahmen und feindliche Übernahmen dargestellt. Danach werden Präventive- und Ad-hoc-Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, die dem Management (slowenisch genannt: „Uprava“)² der Aktiengesellschaften in Slowenien zur Verfügung stehen, erläutert und eine Analyse ihrer Wirkung gemacht. Grundlage für die Untersuchung ist das geltende Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in Slowenien. Das geltende Übernahmegesetz (1997)³, slowenisch genannt: „Zakon o prevzemih“ – ZPre und das Unternehmensgesetz (2005)⁴, slowenisch genannt: „Zakon o gospodarskih družbah“ – ZGD werden untersucht und entsprechende Regelung vorgestellt.

Weiterhin wird die rechtliche Zulässigkeit und praktische Verwendungsfähigkeit einschließlich der Wirkung der einzelnen präventiven und reaktiven, Abwehrmaßnahmen dargestellt. Die Einzelmaßnahmen werden damit in zwei Abwehrkategorien, in präventive und Ad-Hoc-Abwehrmaßnahmen, unterteilt. Die präventiven und die Ad-Hoc Abwehrmaßnahmen werden weiterhin in diejenigen unterteilt, unterteilt die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen und diejenigen, die selbstständig vom Management vorgenommen werden können. Rechte und Pflichten (auch das Neutralitätsgebot) des Managements der potentiell zu übernehmenden Unternehmen werden aus Sicht der feindlichen Übernahmen und der möglichen Abwehrmaßnahmen, die dem Management im slowenischen Geschäftsraum zur Verfügung stehen, untersucht.

² The Companies Act (Official Gazette of the RS, 15/2005).

³ The Takeover Act (Official Gazette of the RS, 47/1997, with amendments).

⁴ The Companies Act (Official Gazette of the RS, 15/2005).

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

2. Freundliche und feindliche Übernahmen

Aus der Sicht des Managements des Zielunternehmens, seiner Zustimmung und Unterstützung oder Nichtzustimmung mit dem Übernahmeversuch, unterscheidet man zwei Kategorien von Übernahmen:

- freundliche Übernahmen und
- unfreundliche oder feindliche Übernahmen.

Das Management des Zielunternehmens befindet sich im Zentrum des Geschehens und von seiner Zustimmung ist abhängig, ob die Übertragung der Kontrolle über das potentiell zu übernehmende Unternehmen (*target company*) auf freundliche oder unfreundliche Weise geprägt ist.

Bei freundlichen Übernahmen unterstützt das bestehende Leitungsorgan des Zielunternehmens (in Slowenien: „*Uprava*“) den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung seitens des Käuferunternehmens. Das Management beider Unternehmen, des Käufers und des Verkäufers, schafft es im Laufe der Verhandlungen erfolgreich Interessendivergenzen zu beseitigen, die vertragliche Gestaltung der Übernahme zu vereinbaren und sich über die Übernahme zu verständigen. Regelmäßig findet vor dem offiziellen Übernahmeangebot ein informeller und zwangloser Annäherungsversuch (*casual pass*) in Form einer freundlichen Anfrage bei dem Management des Zielunternehmens statt. Das Management des Zielunternehmens gibt gewöhnlich eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot ab und empfiehlt den Aktionären das Angebot anzunehmen.

Für die Käufer (Bieter) ist eine Übernahme interessant (Schneider, 2005), wenn:

- der Wert des Zielunternehmens höher ist als der aktuelle Aktienkurs;
- „Mauerblümchen“ – ein gutes aber unbeachtetes Zielunternehmen;
- hohe Synergiepotenziale;
- Aufspaltung - hochwertige Einzelteile des Zielunternehmens.

Für börsennotierte Unternehmen ist die Börse ein weiterer Markt, auf dem M&A-Transaktionen abgewickelt werden (Jansen, 2001).

Abbildung 1: Entwicklung des slowenischen Börsenmarktes von 2000 bis 2004

Anzahl / Jahr	2000	2001	2002	2003	2004
Herausgeber	225	221	191	181	173
Wertpapiere	267	271	266	254	254
davon Aktien	154	156	140	136	142
Verkehr in Mill. SIT	351.416	418.204	536.946	359.591	403.947
davon Aktien	277.380	356.194	412.491	222.275	288.172

Quelle: Ljubljana Börse, Finanzministerium und Wirtschaftskammer

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

Der Begriff „Feindliche Übernahme“ ist die Übersetzung des englischsprachigen Begriffes „*hostile takeover*“. Es handelt sich um den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung im Zielunternehmen seitens des Käuferunternehmens, der durch das bestehende Leitungsorgan des Zielunternehmens nicht gebilligt worden ist und gegen seinen Willen und seine Unterstützung durchgeführt wird. Das führt zu einem Machtkampf der Manager beider Unternehmen unter Verwendung von Angriffstaktiken seitens des Käuferunternehmens bzw. von Abwehrtaktiken seitens des Zielunternehmens.

Seit Anfang der 70er Jahre sind feindliche Übernahmen vorwiegend ein Phänomen des angelsächsischen Raums (Jansen, 2001), im slowenischen Wirtschaftsraum aber auch im kontinentaleuropäischen Vergleich sind sie bislang seltene Erscheinung geblieben.

Abbildung 2: Anzahl von öffentlichen Angeboten in Slowenien von 2000 bis 2004

Anzahl/Jahr	2000	2001	2002	2003	2004
Öffentliche Angebote ^{1,2}	10	14	18	8	30
davon "feindliche" ³	2	2	1	1	3
² nach slowenischem Übernahmegesetz (»ZPre«)					
³ eigene Analyse/Einstufung					

¹ Quelle: ATVP (Securities Market Agency)

Wenn sich die beiden Unternehmensleitungen im Laufe der Verhandlungen nicht über die Übernahmebedingungen einigen können oder das Management des Zielunternehmens das Angebot nicht billigt, werden die Aktionäre des Zielunternehmens unmittelbar vom Bieter angesprochen.

Die häufigsten Gründe des slowenischen Managements der Zielunternehmen die Übernahmeversuche in einer Stellungnahme als feindlich zu erklären sind:

- Erhaltung von Eigenständigkeit;
- Ausverkauf oder Auflösung der Gesellschaft;
- Massenentlassung von Arbeitern;
- Abberufung des Managements;
- Interessenkonflikte und Kompetenzmissbrauch;
- Schleuderpreis;
- Fremdkapital usw.

Selten wird sich der Bieter ohne vorherige Kontakte und Verhandlungen mit dem Management des Zielunternehmens unverzüglich für ein unmittelbares Angebot an

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

die Aktionäre des Zielunternehmens entscheiden. Damit wird er versuchen, das bestehende Management von den weiteren Verhandlungen auszuschließen, das wiederum auf einen solchen Versuch mit verschiedenen Verteidigungsmaßnahmen antwortet, so dass der Prozess ein feindliches Vorzeichen bekommt.

Das oder die übernehmenden Unternehmen möchten nämlich eine feindliche Übernahme vermeiden, weil da die Übernahmeprämien in der Regel höher als im Falle einer freundlichen Übernahme sind (Brunner, 2004). Aus der Sicht der Aktionäre der Target-Unternehmen sind feindliche Übernahmeauseinandersetzungen beider Managements in keinem Fall ein ungünstiges Geschehen, da sie normalerweise in höheren Kapitalrenditen (*Return on Investment*) resultieren.

3. Abwehrstrategie gegen feindliche Übernahmen

Die Geschäftspraxis, vor allem im angelsächsischen Raum, entwickelte verschiedene Abwehrmechanismen, die zahlreiche Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen ermöglichen. Im slowenischen Raum sind aufgrund gesetzlicher Beschränkungen nur wenige Abwehrmöglichkeiten gegen unerwünschte Übernahmen akzeptiert.

Das Management des Zielunternehmens bildet aus zwei Hauptgründen die Abwehrstrategie gegen feindliche Übernahmen:

- Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmeversuche,
- Vergrößerung des Nutzens für bestimmte Interessengruppen, vor allem für das Management, im Zielunternehmen.

Der erste Grund ist evident, weil jeder schädliche Einflüsse wie z.B. eine Übernahme wegen Abschaffung des Unternehmens vermeiden will. Der zweite Grund geht aus dem Wunsch hervor, die bestehende Position zu sichern und mehr Einfluss durch eine bessere Handlungsposition zu gewinnen, was vor allem für das Management gilt. Nach dieser Definition können Übernahmen nur für das Top-Management des Zielunternehmens feindlich sein, das mit Verteidigungsmechanismen versucht, seine Interessen und seine Position zu verteidigen (*agency theory*). Die Aktionäre des Zielunternehmens profitieren bei einer Übernahme in der Regel am meisten von allen Interessengruppen, einschließlich der Übernahmeprämie. Im Falle einer feindlichen Übernahme ist die Übernahmeprämie gewöhnlich sogar höher als bei einer freundlichen Übernahme.

Es gibt drei potentiell widerstrebende Interessengruppen bei dem Übernahme-prozess: der Bieter an einer Seite und das Management und die Aktionäre des Zielunternehmens an der anderen Seite. Die Interessenkonflikte zwischen dem Managements und den Aktionären der Zielgesellschaft sowie dem Bieter werden mit

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

der Verpflichtung des Management zur umfassenden Information der Aktionäre (Mitteilungspflicht) und Neutralitätspflicht aufgelöst (Schuster, 2002).

Nach geltendem Recht übt das Management und nicht Aktionäre bzw. Mehrheitsaktionäre die Handlungsmacht aus. Das Management (*Uprava*) hat gemäß § 248 ZGD die Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis. Die Hauptversammlung hat nämlich eine Willensbildungsfunktion. Es gibt auch eine klare Trennung der Funktionen zwischen Management und Aufsichtsrat, auch personelle Überschneidungen sind nicht zulässig.

Dabei wird die Grundfrage gestellt, wie optimale Verteidigungsmechanismen vom Unternehmen ergriffen werden sollen, damit der Nutzen zwischen den Agenten (dem Management) und den Prinzipalen (den Eigentümern) für beide Seiten zufrieden stellend ist. Optimale Abwehrmechanismen verringern die Gesamttransaktionskosten, weil sie die Möglichkeit für opportunistisches Verhalten auf beiden Seiten verringern.

Man unterscheidet zwei Gruppen von Abwehrmaßnahmen:

- präventive oder passive Abwehrmaßnahmen,
- reaktive oder Ad-hoc-Abwehrmaßnahmen

Unter Abwehrmaßnahmen sind alle direkten und indirekten Mechanismen, zu verstehen die den Kontrollwechsel verhindern sollen. Sie sind meist im Voraus vorbereitet und den Bedürfnissen des einzelnen Unternehmens angepasst. Deshalb engagiert das Unternehmen oft externe Experten, Investmentbankiers und Juristen.

Abwehrmaßnahmen können ein "zweischneidiges Schwert" sein. Insbesondere die präventiven Abwehrmaßnahmen können kontraproduktiv sein, wenn die eigene Handlungsfähigkeit des Zielunternehmens bei ihrer Implementierung eingeschränkt wird. Deshalb ist eine gemäßigte Kombination verschiedener Abwehrmaßnahmen bei der Benutzung erforderlich.

Jedes Unternehmen sollte unbedingt ein sog. *defense audit* durchführen (Jansen, 2001), um die Gefahr für das bestimmte Unternehmen konkret anhand verschiedener Kriterien grob einzuschätzen:

- Ansatzpunkte für feindliche Bieter;
- Analyse der einzelnen Geschäftseinheiten;
- Unternehmensbewertung;
- Aktionärstruktur;
- Streuungsgrad der Aktien;
- Liste der Abwehrmaßnahmen;
- Befreundete Unternehmen, usw.

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

Die Abwehrmaßnahmen können hinsichtlich der Veränderung der Struktur (Schuster, 2002) in drei Kategorien unterteilt werden:

- Veränderung der Organisationsstruktur;
- Veränderung der Kapitalstruktur;
- Veränderung der Vermögensstruktur.

Abbildung 3: Abwehrmaßnahmen nach Veränderung der Unternehmensstrukturen

-
- ```
graph TD; I[I. Veränderung der Organisationsstruktur] --> I1[1. Satzungsbestimmungen]; I1 --> I11[1.1. Veränderung der Stimmrechte]; I11 --> I11a[- Höchststimmrechte]; I11 --> I11b[- Stimmlose Aktien]; I1 --> I12[1.2. Begrenzung der Übertragbarkeit]; I12 --> I12a[- Vinkulierung]; I1 --> I13[1.3. Höhere Mehrheitsregeln (Supermajority Provisions)]; I1 --> I14[1.4. Kontrollausübung in den Leitungsorganen]; I14 --> I14a[- Erhöhte Mehrheitsregeln für Bestellung/Abberufung]; I --> I2[2. Bindung an befreundete Unternehmen]; I2 --> I2a[- Parken von Aktienpaketen]; I --> I3[3. Aktionärs-, Unternehmensverträge (Kontrollwechselklauseln)]; I --> I4[4. Gestaffelte Amtszeiten]; II[II. Veränderung der Kapitalstruktur] --> II1[1. Kapitalerhöhung]; II1 --> II11[1.1. unter Ausschluss des Bezugsrechtes]; II1 --> II12[1.2. aus genehmigtem Kapital]; II --> II2[2. Erwerb eigener Aktien]; II --> II3[3. Wechselseitige Beteiligungen]; III[III. Veränderung der Vermögensstruktur] --> III1[1. Erwerb von Vermögen]; III --> III2[2. Veräußerung von Vermögen]; III --> III3[3. Abfindungszahlungen]; III3 --> III3a[- Goldene Fallschirme];
```
- I. Veränderung der Organisationsstruktur
    - 1. Satzungsbestimmungen
      - 1.1. Veränderung der Stimmrechte
        - Höchststimmrechte
        - Stimmlose Aktien
      - 1.2. Begrenzung der Übertragbarkeit
        - Vinkulierung
      - 1.3. Höhere Mehrheitsregeln (Supermajority Provisions)
      - 1.4. Kontrollausübung in den Leitungsorganen
        - Erhöhte Mehrheitsregeln für Bestellung/Abberufung
    - 2. Bindung an befreundete Unternehmen
      - Parken von Aktienpaketen
    - 3. Aktionärs-, Unternehmensverträge (Kontrollwechselklauseln)
    - 4. Gestaffelte Amtszeiten
  - II. Veränderung der Kapitalstruktur
    - 1. Kapitalerhöhung
      - 1.1. unter Ausschluss des Bezugsrechtes
      - 1.2. aus genehmigtem Kapital
    - 2. Erwerb eigener Aktien
    - 3. Wechselseitige Beteiligungen
  - III. Veränderung der Vermögensstruktur
    - 1. Erwerb von Vermögen
    - 2. Veräußerung von Vermögen
    - 3. Abfindungszahlungen
      - Goldene Fallschirme

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

## 4. Präventive Abwehrmaßnahmen

Präventivmaßnahmen nennt man auch passive Maßnahmen, die generell gegen alle Übernahmeversuche ergriffen werden. Die passiven Abwehrmechanismen gegen potentielle Übernahmeversuche können vor der unmittelbaren Drohung, ohne Zeitdruck, systematisch vorbereitet werden. Für ihre Vorbereitung, ihre Abstimmung mit verschiedenen Interessengruppen und Bestätigung wird viel Zeit und Organisation erforderlich sein. Aber jedes Unternehmen sollte auch eine definierte langfristige Abwehrstrategie für potentielle Übernahmeversuche festlegen.

Einzelne Abwehrmechanismen gegen unerwünschte Unternehmensübernahmen ermöglichen entweder erwünschte oder Nebeneffekte. Das Ziel aller Maßnahmen ist, das Target mit der vorherigen Veränderung der Unternehmensstrukturen so unattraktiv wie möglich für einen potentiellen Bieter zu machen.

In der Fortsetzung werden gängige und rechtlich zulässige Abwehrstrategiemaßnahmen angeführt, die im slowenischen Wirtschaftsraum akzeptiert sind.

### 4.1. Satzungsbestimmungen

Eine Abwehrmaßnahme in Form einer Satzungsbestimmung (*repellent measures*) kann nur mit einer Mehrheit beschlossen werden, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst. Die Satzung kann eine andere Kapitalmehrheit, jedoch nur eine größere Kapitalmehrheit bestimmen. Damit übertragen die Aktionäre einen Teil ihrer Rechte auf das Management und vergrößern so die Verhandlungsstärke des Managements im potentiellen Übernahmeprozess. Das Ziel der Satzungsbestimmungen ist es, feindliche Übernahmen zu erschweren oder zu verhindern.

#### 4.1.1. Beschränkungen der Stimmrechte - Höchststimmrechte

Das Stimmrecht wird nach Aktiennennbeträgen ausgeübt und die Ausübungsform des Stimmrechts richtet sich nach der Satzung. § 297 ZGD erlaubt keine Beschränkungen der Stimmrechte bzw. Höchststimmrechte bei börsennotierten Gesellschaften. Der gleiche Paragraph verbietet, Beschränkungen für einzelne Aktionäre anzuordnen. Bei einer nichtbörsennotierten Aktiengesellschaft kann die Satzung das Stimmrecht eines einzelnen Aktionärs durch Festsetzung einer Höchstquote (z.B.: 100 Stimmrechte) oder eines Höchstbetrags (z.B.: 5 %) beschränken. Möchte ein Aktionär mehr Aktien haben als dem Höchststimmrecht entsprechen, muss er Aktien ohne Stimmrecht (sog. „kastrierte“ Aktien) erwerben.

#### 4.1.2. Vorzugsaktien ohne Stimmrecht

§179 ZGD erlaubt die Ausgabe der Vorzugsaktien ohne Stimmrecht (*nonvoting shares*), aber im Gesamtwert nur bis zur Hälfte des Grundkapitals. Die

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

Vorzugsaktien ohne Stimmrecht gewähren jedem Aktionär mit Ausnahme des Stimmrechts alle der Aktie zustehenden Rechte (Dividendenzahlungen). Wird gemäß § 303 ZGD die Vorzugsdividende in einem Jahr nicht oder nicht vollständig gezahlt und der Rückstand im nächsten Jahr nicht neben dem vollen Vorzug dieses Jahres nachgezahlt, so haben die Vorzugsaktionäre das Stimmrecht, bis die Rückstände nachgezahlt sind. In diesem Fall sind die Vorzugsaktien auch bei der Berechnung einer nach Gesetz oder Satzung erforderlichen Kapitalmehrheit zu berücksichtigen.

Die Aktiengesellschaft erhöht ihr Eigenkapital durch die Ausgabe von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht und vergibt gleichzeitig keine neuen Stimmrechte. Ihre Aktionärs- und Stimmenstruktur bleibt unverändert. Auf diese Weise sichert sich das Management die Stimmen von "freundlichen Aktionären" im Rahmen der bestehenden Eigentumsstruktur.

Bei einem Übernahmeangebot ist der Bieter nach slowenischem Übernahmerecht verpflichtet, sein Angebot auf alle Aktien zu erweitern. Die Ausgabe der stimmlosen Vorzugsaktien hat nicht nur eine abschreckende Wirkung auf den Käufer, sondern verteuert auch die Übernahme.

#### **4.1.3. Mehrstimmrechtsaktien**

§179 ZGD gewährt jeder Aktie das Stimmrecht (*one share, one vote*). Mehrstimmrechtsaktien sind in aller Regel in Slowenien unzulässig.

#### **4.1.4. Gestaffelte Amtszeiten in Aufsichtsrat**

Die Staffelung der Amtszeiten (*Staggered or Classified Board*) ist eine verwandte Maßnahme. Die Amtszeiten der Aufsichtsratsmitglieder überschneiden sich und einzelne Mitglieder können nur schrittweise, nach Ablauf ihrer Amtszeiten, ausgewechselt werden. Die Höchstzahl der Aufsichtsratsmitglieder ist entweder satzungsgemäß oder gesetzlich begrenzt. Im Falle einer vollen Besetzung im Aufsichtsrat, bleibt dem unerwünschten Übernehmer nur noch die Möglichkeit der vorzeitigen Abberufung bestehender Aufsichtsratsmitglieder, dazu bedarf es aber einer notwendigen Mehrheit von mindestens drei Viertel der abgegebenen Stimmen in der Hauptversammlung. Die einfache Mehrheit, z.B. Übernahme von 51% der Kontrolle, genügt nicht, ohne Einverständnis und Kooperation des Aufsichtsrates, um das bestehende Management auszuwechseln. Die Bestellung und Abberufung des Management kann gemäß §250 ZGD nur der Aufsichtsrat durchführen.

#### **4.1.5. Erhöhte Mehrheitsregeln für Bestellung/Abberufung des Aufsichtsrates**

Der Aufsichtsrat wird grundsätzlich mit einer einfachen Stimmenmehrheit des vertretenden Grundkapitals von der Hauptversammlung bestellt. Die Satzung kann aber für die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder eine erhöhte Mehrheitsbestimmung fordern, z.B. 75% Mehrheitserfordernis. Gemäß § 266 ZGD können die

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

Aufsichtsratsmitglieder vor Ablauf der Amtszeit von der Hauptversammlung mit mindestens drei Viertel der abgegebenen Stimmen abberufen werden. Die Satzung kann aber eine erhöhte Mehrheit, z.B. mindestens 90% Mehrheit, für die Abberufung des Aufsichtsrates bestimmen.

#### **4.1.6. *Supermajority Provisions***

Die Mehrheitsregel bedarf drei Viertel des vertretenden Grundkapitals, kann aber bis zur Einstimmigkeit angehoben werden. Die Erhöhung der erforderlichen Stimmenmehrheit für den Beschluss in der Hauptversammlung (*supermajority vote requirements*) wird in der Satzung festgelegt und die Übernahmen mit diesen Abwehrmaßnahmen erschwert. Gemäß § 468 ZGD wird der Abschluss eines Unternehmensvertrags nur mit Zustimmung der Hauptversammlung wirksam und bedarf mindestens einer drei Viertel Mehrheit, die Satzung kann aber eine größere Kapitalmehrheit bestimmen. Gemäß § 515 ZGD wird der Abschluss eines Verschmelzungsvertrags nur mit Zustimmung der Hauptversammlung wirksam und bedarf mindestens einer drei Viertel Mehrheit, die Satzung kann aber auch eine höhere Kapitalmehrheit bestimmen.

#### **4.1.7. *Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechtes***

Jeder Aktionär hat grundsätzlich das Recht, an dem seinem Anteil am bisherigen Grundkapital entsprechenden Teil an neuen Aktien teilzunehmen. Eine Erhöhung des Grundkapitals gegen Einlagen kann nur mit mindestens einer drei Viertel Mehrheit bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals beschlossen werden. Die Kapitalerhöhung kann nur durch Ausgabe neuer Aktien ausgeführt werden.

Gemäß § 313 ZGD kann das Bezugsrecht ganz oder zum Teil nur durch einen Beschluss über die Erhöhung des Grundkapitals ausgeschlossen werden. In diesem Fall bedarf der Beschluss neben den in Gesetz oder Satzung für die Kapitalerhöhung aufgestellten Erfordernissen einer drei Viertel Mehrheit des vertretenen Grundkapitals. Die Satzung kann auch eine größere Kapitalmehrheit bestimmen. Ein Beschluss darf nur dann gefasst werden, wenn die Ausschließung ausdrücklich und ordnungsgemäß (§ 286 ZGD) bekannt gemacht worden ist. Das Management muss der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht über den Grund für den Ausschluss des Bezugsrechts vorlegen und den vorgeschlagenen Ausgabebetrag begründen.

Die Börsenkapitalisierung der Gesellschaft wird durch eine Kapitalerhöhung höher und gleichzeitig wird der gegenwärtige Anteil des unerwünschten Übernehmers verwässert. Nach einer Kapitalerhöhung muss nämlich der unerwünschte Unternehmer eine höhere Anzahl an Aktien erwerben um einen Kontrollwechsel zu erreichen. Als präventive Maßnahme können die durch die Kapitalerhöhung ausgegebenen neuen Aktien einem freundlichen Investor (*white squire*) verkauft werden. In der Praxis wird wegen der einmonatigen Einberufungsfrist für eine

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

(außerordentliche) Hauptversammlung diese Abwehrmaßnahme als Ad-hoc Taktik kaum als effektiv ansehen.

#### **4.1.8. Vinkulierte Namensaktien**

Namensaktien (*registered shares*) werden unter Angabe der namentlichen Nennung der Erwerber (Berechtigte) in das Aktienregister eingetragen. Im Verhältnis zur Gesellschaft gilt als Aktionär nur, wer als solcher im Aktienregister eingetragen ist. Namensaktien werden mittels Indossament übertragen.

Gemäß § 233 ZGD kann die Satzung diese Übertragung an die Zustimmung der Gesellschaft binden. Die Zustimmung erteilt das Management. Die Satzung kann jedoch bestimmen, dass der Aufsichtsrat oder die Hauptversammlung über die Erteilung der Zustimmung beschließt. Die Vinkulierung der Namensaktien ist die einzige gesetzliche Möglichkeit, um die freie Übertragbarkeit der Aktien an die Zustimmung des Managements zu binden und somit die Zusammensetzung der Aktionärstruktur beeinflussen zu können. Eine Verweigerung der Zustimmung kann zur Wahrung der Selbständigkeit, die im Interesse der Gesellschaft liegt, beitragen und unerwünschte Aktionäre ausschließen.

#### **4.2. Wechselseitige Beteiligungen / Überkreuzverflechtungen**

Ringverflechtungen sind in Slowenien häufig vorzufinden. Manche glauben sogar, dass die Überkreuzverflechtungen die wichtigste Ursache für den unterentwickelten Kapitalmarkt sind, auch die „Slowenien AG“ wird ständig, vor allem von ausländischen Investoren, kritisiert.

Zwei oder mehr „befreundete Unternehmen“ (*white squires*) verflechten sich gegenseitig untereinander. Durch die wechselseitigen Beteiligungen zweier verbündeter Unternehmen kann der Streubesitzanteil des Zielunternehmens sanktionslos um maximal 25% verringert werden. Die Bindung des Streukapitals ist eine starke Abwehrmaßnahme und kann bei einer mehrfachen Verflechtung des Zielunternehmens effektiv vom Markt für Übernahmen ausschließen.

#### **4.3. Parken von Aktienpaketen**

Im Grunde „parkt“ ein Unternehmen seine Aktien (sog. Aktienpaket) bei einem befreundeten Unternehmen und entzieht so effektiv diese Aktien dem Markt für Unternehmenskontrolle (*market for corporate control*). Die rechtliche Zulässigkeit ist aber denkbar.

#### **4.4. Aktionärsverträge**

Die slowenische Gesetzgebung erlaubt das Abschließen von Aktionärsverträgen (*shareholders agreement*). Der Aktionärsvertrag wird zwischen den Aktionären der Zielgesellschaft abgeschlossen und enthält vor allem die Verordnungen für

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

Eigenanteile und die Rechte, die aus dem Eigentum dieser Anteile hervorgehen. Oft wird er zwischen den Gründungsaktionären abgeschlossen. Die Aktionärsgruppe vereinbart auf diese Weise eine gemeinsame Leitung (z. B. gegenseitiges Vorkaufsrecht, beschränkte Aktienübertragbarkeit, Kaufs- und Verkaufsoptionen u. Ä.), bzw. welche Maßnahmen im Falle von Übernahmeangeboten (Zusammenantritt usw.) getroffen werden.

#### 4.5. Erwerb eigener Aktien

Gemäß § 240 ZGD darf die Aktiengesellschaft eigene Aktien, bis zu 10% des Grundkapitals, aufgrund einer höchstens 18 Monate geltenden Ermächtigung der Hauptversammlung erwerben. Im Namen und für Rechnung der Gesellschaft wird das Management ermächtigt. Die Gesellschaft darf gemäß § 240 ZGD eigene Aktien erwerben um einen schweren unmittelbar bevorstehenden Schaden abzuwenden. Der Erwerb eigener Aktien zum Zwecke der Abwehr von Übernahmen ist nach Meinung vieler Theoretiker denkbar, weil die Übernahmen nicht automatisch als schädlich für ein Unternehmen charakterisiert werden können. Die Maßnahme hat sich in der Praxis nicht als sehr bedeutsam durchgesetzt. Durch den Rückkauf über die Börse (*open market repurchase*) werden insbesondere so genannte Streuaktien, am Markt frei handelbare Aktien, reduziert. Der Aktienkurs wird aufgehoben und die Übernahme für einen potentiellen Bieter verteuert.

#### 4.6. Giftpillen

Das Ziel einer Giftpille ist es, dass Zielunternehmen für potenziellen Übernehmer so unattraktiv wie möglich zu machen. Giftpillen (*poison pills*) und Gegengifte (*antidots*) sind in der slowenischen Geschäftspraxis keine verbreiteten Abwehrmechanismen. Eigentlich kennt man in Slowenien keine klassischen Giftpillen.

Im angelsächsischen Gesellschaftsrecht sind Giftpillen ein verbreiteter Abwehrmechanismus durch preiswerte Bezugsrechte für Altaktionäre, z.B. Wertpapiere, die den Eigentümern bei Erfüllung bestimmter Bedingungen zusätzliche Rechte geben. Der Ereignisfall (*triggering event*) kann die Veröffentlichung eines Angebotes oder des Erwerbs eines bestimmten Anteils am Unternehmen seitens eines feindlichen Übernehmers bedeuten.

#### 4.7. Goldene Fallschirme

Goldene Fallschirme (*golden parachutes*) stellen eine Absicherung des Managements des Zielunternehmens im Fall der Beendigung des Anstellungsverhältnisses infolge eines Kontrollwechsels dar. In den Vereinigten Staaten sind sie sehr verbreitet und bedeuten „sanfte Landung“ oder „Bonbons“ für das Management im Falle eines vorzeitigen Ausscheidens beim Kontrollwechsel.

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

Die slowenische Rechtsordnung verlangt, dass Abfindungen angemessen sein müssen. In unserer Geschäftspraxis fallen Abfindungen für das Management im Falle der Absetzung d.h. vorzeitiger Unterbrechung des Managementvertrags deswegen wenig großzügig aus. Die Abfindungsklausel im Managementvertrag bestimmt, wie viele Monatsbezüge dem Management im Falle einer vorzeitigen Ausscheidung zustehen, vom Aufsichtsrat dagegen wird das Vielfache des Monatsbezuges festgesetzt. In der Regel besteht bei der Festsetzung der Gesamtbezüge eine angemessene Obergrenze, auch wegen der Schadensersatzverpflichtung der Aufsichtsratsmitglieder. Der Abwehrcharakter solcher Abfindungszahlung wird nur dann eintreten, wenn die Summe so hoch ist, dass sie den potenziellen Übernehmer abschreckt, was aber in der Praxis selten passiert. Abfindungszahlungen in Form von Goldenen Rollstühlen (*golden wheelchairs*) für das weitere obere Management und in Form von Dosen-Fallschirmen (*tin parachutes*) für das mittlere/untere Management im Falle der Absetzung sind in der Praxis sehr selten und stellen unwirksame Abwehrmaßnahmen dar.

#### **4.8. Kontrollwechselklauseln**

Die Geschäftspartner verlangen oft die Einschließung einer Kontrollwechselklausel (*change of control*) in den Geschäftsverträgen zwischen ihnen und dem Zielunternehmen. Solche Klauseln erlauben, das Diskretionsrecht die (der) geschäftliche(n) Zusammenarbeit ohne Entschädigung bei der Übernahme des Zielunternehmens zu unterbrechen, besonders wenn das Käuferunternehmen ein Konkurrent ist. Bei einer großen Abhängigkeit von einem Lieferanten bzw. Käufer seitens des Zielunternehmens, kann diese Klausel eine bedeutende Rolle bezüglich des Entscheidens oder Nichtentscheidens über eine Übernahme seitens des Käuferunternehmens sein, weil der Verlust dieses bedeutenden Lieferanten oder Käufers stark das Geschäftsergebnis beeinflussen kann.

#### **4.9. Unverwandte Geschäftssegmente**

Diversifikation ist in der Regel erwünscht, besonders wenn es um die Zugabe von komplementären Tätigkeiten geht, die den Geschäftsumfang vergrößern und die Abhängigkeit von der Grundtätigkeit verringern. In bestimmten Fällen entscheidet sich der Takeover-Kandidat für eine Anschließung von ganz unverwandten Tätigkeiten als „*hostile takeover defense*“, um auf diese Weise uninteressant oder zu teuer für den Angreifer zu werden.

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

Abbildung 4: Präventive Abwehrmaßnahmen

| Abwehrmaßnahme                                                     | Zulässigkeit<br>im slowenischen<br>Recht<br>Börsennotierte AG | Wirkung |
|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|---------|
| I. Präventive Abwehrmaßnahme mit Aktionärszustimmung               |                                                               |         |
| Stimmrechtslose<br>Vorzugsaktien                                   | Ja                                                            | Mittel  |
| Aktionärsverträge                                                  | Ja                                                            | Mittel  |
| Vinkulierung                                                       | Ja                                                            | Stark   |
| Gestaffelte Amtszeiten                                             | Ja                                                            | Gering  |
| Mehrheitsregeln für<br>Bestellung/Abberufung<br>des Aufsichtsrates | Ja                                                            | Mittel  |
| Kapitalerhöhung unter<br>Ausschluss des Bezugsrechts               | Ja                                                            | Stark   |
| Erwerb eigener Aktien                                              | Ja (bis 10%)                                                  | Mittel  |
| Gifttabletten                                                      | Nein                                                          |         |
| Höchststimmrechte                                                  | Nein                                                          |         |
| Mehrstimmrechte                                                    | Nein                                                          |         |
| II. Präventive Abwehrmaßnahme ohne Aktionärszustimmung             |                                                               |         |
| Wechselseitige Beteiligung                                         | Ja (bis 25%)                                                  | Stark   |
| Parken von Aktienpaketen                                           | Nein                                                          |         |
| Abfindungsklauseln                                                 | Ja                                                            | Gering  |
| Kontrollwechselklauseln                                            | Ja                                                            | Gering  |

## 5. Ad-hoc Abwehrmaßnahmen

Ad-hoc Abwehrmaßnahmen nennt man auch kurative oder reaktive Maßnahmen zur Verteidigung feindlicher Übernahmen. Mit Ad-hoc Abwehrmaßnahmen antwortet das Management unmittelbar auf eine spezifische Drohung und versucht dieselbe zu beseitigen.

Der reaktive Verteidigungsprozess beginnt in rechtlicher Hinsicht schon mit dem Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Übernahmeangebots und nicht mit dem Erhalt des konkreten Übernahmeangebots. Der kluge Übernehmer wird deswegen häufig beides in einem sehr engen Zeitraum durchführen und damit dem Management des Zielunternehmens weniger Zeit geben, um sich auf die Abwehr der Übernahme vorzubereiten.

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

Das slowenische Übernahmegesetz (*Zakon o prevzemih – ZPre*) ist bei Übernahmeversuchen anzuwenden, die auf den Erwerb von mehr als 25 Prozent der Stimmrechte am Zielunternehmen gerichtet sind.

Die geltende Übernahmeregulierung wirkt vor allem:

- zum Schutz der Minderheitsaktionäre durch Übernahmeangebote. Die Pflichtangebote beziehen sich auf sämtliche ausstehende Aktien, wenn der Stimmrechtanteil von mindestens 25 Prozent erreicht wird (§ 4 und § 7 ZPre). Damit und mit der Mindestpreisregelung gemäß § 7 Satz 5 ZPre wird die gleichwertige Betreuung aller Investoren erreicht. Der Nebeneffekt des Paragraph 7 des Gesetzes ist ein erhöhter Übernahmepreis, der damit als Präventivmaßnahme zu Gunsten des Zielunternehmens und deren Aktionäre wirkt.
- zur Transparenz. Der Bieter muss gemäß § 15 ZPre seine Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots dem Management des Zielunternehmens, dem Herausgeber von Wertpapieren mitteilen. Gemäß § 19 ZPre muss der Bieter die Angebotsunterlagen erstellen und veröffentlichen. Die Angebotsunterlagen müssen notwendige Angaben für diese Entscheidung enthalten.
- zum Neutralitätsgebot für das Management des Zielunternehmens. Nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses nach § 40 ZPre darf das Management des Zielunternehmens gemäß § 33 ZPre unter anderem folgende Handlungen ohne Ermächtigung der Hauptversammlung nicht vornehmen:
  - Erhöhung des Grundkapitals (das genehmigte Kapital);
  - Abschluss außergewöhnlicher Geschäfte;
  - Erwerb eigener Aktien oder eigener Wertpapiere
  - Handlungen vornehmen, durch die der Prozess und der Erfolg des Übernahmeangebots verhindert oder erschwert werden könnte.

Auf einer Seite reguliert das Übernahmegesetz (ZPre) die positiven Managementpflichten während des Übernahmeprozesses und auf der anderen Seite schützt es die Aktionäre vor untransparenten Aktivitäten der Bieter. ZPre ist auf Angebote zum Erwerb von Wertpapieren anzuwenden, die von einer Zielgesellschaft aus gegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.

Im Falle eines Verstoßes (Machtmissbrauchs) werden gemäß § 36 ZPre vom Management ohne Ermächtigung der Hauptversammlung durchgeführte, präventive Abwehrmaßnahmen (d.h. Handlungen, die den Prozess und den Erfolg des Übernahmeangebots verhindern) nichtig. Gemäß § 36 ZPre bedarf der Beschluss der Hauptversammlung einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst.

Die Neutralitätspflicht des Management des Zielunternehmens während der Übernahme wird mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz begründet. Die Annahme

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

des Übernahmeangebots soll in den Händen der Aktionäre bleiben und sie alleine sollen die Entscheidung dafür oder dagegen treffen. Das Management soll nur für ausreichende Informationen zur Entscheidung der Aktionäre über das Angebot sorgen in seiner Funktion des Fremdinteressenwahrer. In der Regel wird aber die Stellungnahme über das Übernahmeangebot vom Management erwartet.

Die Suche nach einem Konkurrenzbieter ist von der Neutralitätspflicht des Managements ausgenommen und das Management kann nach einem konkurrierenden Übernahmeangebot suchen. Aus übernahmerechtlicher Sicht hat der Gesetzgeber ausdrücklich keine diesbezügliche Beschränkung vorgeschrieben. Konkurrierende Angebote sind gemäß § 51 ZPre Angebote, die während der Annahmefrist (nach Veröffentlichung des Prospektes und zehn Tage vor dem Fristablauf) eines Übernahmeangebots von einem Dritten (»befreundetem Unternehmen«) abgegeben werden.

Es werden einige Ad-hoc Abwehrmaßnahmen aufgeführt, die in unserem Geschäftsraum als Antwort auf die unmittelbare Drohung von feindlichen Übernahmen akzeptiert sind:

### 5.1. Pressearbeit und Public Relations

Zu den Versuchen, eine feindliche Übernahme abzuwehren, gehört, im Rahmen der Kommunikation des Zielunternehmens mit der Öffentlichkeit, vor allem der Versuch der "Diskreditierung" des Übernehmers und das Ausrichten der eigenen Aktionäre auf die Unannehmbarkeit des Angebots (zu niedriger Preis, Möglichkeit für Verringerung der Beschäftigtenzahl im Integrationsprozess nach der Übernahme, besonders wenn die Beschäftigten auch Aktionäre sind, usw.). In den Medien erscheinen verschiedene Facheinschätzungen, Vergleiche mit vergleichbaren und unvergleichbaren Transaktionen, Empfehlungen an die Aktionäre, dass sie auf ein besseres Angebot warten sollten usw. Das Ziel einer solchen Kommunikation mit der Öffentlichkeit ist die Verbesserung des Gesamtangebots, zusammen mit einem höheren Aufkaufspreis, oder einem Zeitgewinn für die Suche nach Alternativen (Suche nach einem weißen Ritter).

Die aktive und kontinuierliche Ansprache der Aktionäre vom Management des Zielunternehmens könnte ein effektiver Schutz gegen feindliche Übernahmen sein, weil sie die Loyalität der Aktionäre steigert und auch einen großen Effekt auf die Kursentwicklung hat. Die intensive und kontinuierliche Pflege der Beziehung zu den Investoren ist ein wichtiges Verteidigungskonzept, dass der Aufrechterhaltung des Aktienkurses und der langfristigen Bindung der Anleger an das Zielunternehmen dient.

### 5.2. Weißer Ritter

Ein Weißer Ritter (*white knight*) stellt für das Management des Zielunternehmens einen erwünschten Käufer (wohlwollendes Unternehmen) dar, der anstatt des

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

feindlichen Bieters versucht, das Zielunternehmen zu übernehmen. Das Management des Zielunternehmens hat seine eigenen Abwehrmittel ausgeschöpft und versucht ein konkurrierendes Übernahmeangebot mit einem höheren Preis seitens eines „befreundeten“ Dritten zu bekommen. Konkurrierende Angebote sind nämlich Angebote, die während der Annahmefrist eines Angebots von einem Dritten abgegeben werden. Die Einsetzbarkeit hängt von der praktischen Frage ab, ob während des Übernahmeprozesses ein Weißer Ritter überhaupt gefunden werden kann („letzte Zuflucht“).

### **5.3. Gegenangebot und Übernahmeversuch des feindlichen Übernehmers - PacMan-Abwehr**

Der Takeover-Kandidat versucht seinerseits den feindlichen Übernehmer zu erwerben. Der Gegenangriff wird zur besten Verteidigung. PacMan gilt als aggressivste Abwehrmaßnahme in den USA (Jansen, 2001) und ist in Slowenien sehr denkbar. Daher finden sich kaum Fälle einer erfolgreichen Kontrollübernahme feindlicher Unternehmen seitens der Zielgesellschaft und eine PacMan-Maßnahme wird vielmehr als ein Abschreckungsversuch gesehen. Es kann nämlich zu einem starken Eingriff in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Aktienanteil verkörperte Vermögensinteresse kommen (Schuster, 2002), weil es außerhalb Geschäftsführungsbefugnisses des Managements liegt. Das Management des Zielunternehmens darf nach einem Übernahmeangebot den Übernahmeprozess nicht mehr gefährden (Neutralitätspflicht), sondern es braucht die Ermächtigung der Hauptversammlung zur Vornahme von allen Handlungen, die den Erfolg von Übernahmeangeboten verhindern können. Der Beschluss der Hauptversammlung bedarf mindestens einer drei Viertel Mehrheit des vertretenen Grundkapitals.

### **5.4. Veräußerung von Unternehmensvermögen – Kronjuwelen-Abwehr**

Das Motiv des Bieters ist es, sich alle Vermögensbestandteile, besonders aber wertvolles Vermögen (crown jewels) mit dem Erwerb zu sichern (Schneider, 2005). Veräußert wird das Vermögen (sog. *asset deal*) und nicht die Anteile des Unternehmens. Sog. Kronjuwelen sind attraktive Vermögensgegenstände des Zielunternehmens, an denen ein spezifisches Interesse des Bieters besteht und das ohne sie unattraktiv gemacht wird. Besonders in den USA wird häufig ein Verbündeter als Käufer vorhanden sein, um später den Rückkauf der Kronjuwelen zu ermöglichen. Das Management des Zielunternehmens ist zwar befugt, solche Veräußerungen durchzuführen, muss aber darauf achten, dass seine Geschäftsführungskompetenz ausreichend ist. Nur der Verkauf wesentlichen Vermögens kann als Abwehrmaßnahme dienen, solche Transaktion bedürfen aber der Zustimmung der Hauptversammlung.

Ein Verstoß gegen diese Pflicht werden nach § 36 ZPre diejenigen Maßnahmen zur Folge haben, bei denen der Aktivbestand der Zielgesellschaft in bedeutender Weise geändert wird. Als absolut ungeeignet für das slowenische Umfeld kann man

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

aggressive Abwehrmaßnahmen wie die völlige Auflösung des Zielunternehmens (*Scorched Earth*) betrachtet werden.

### **5.5. Ad-hoc Erwerb von Unternehmensvermögen**

Auch bei dem Ad-hoc Zuerwerb von Vermögensgegenständen, z.B. von Unternehmensbeteiligungen, ist das Management in der Regel nicht in der Lage autonom einen solchen Erwerb durchzuführen, sondern es wird ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich sein. Ein Verstoß gegen die Pflicht wird nach § 36 ZPre der Zuerwerb von Vermögensgegenständen sein, der zur Folge hat, dass der Aktivbestand des Zielunternehmens in bedeutender Weise geändert wird.

### **5.6. Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital**

Gemäß § 36 ZPre kann das Management von dieser Maßnahme nur dann Gebrauch machen, wenn es vorher die Ermächtigung der Hauptversammlung erworben hat. Der Beschluss der Hauptversammlung bedarf mindestens einer drei Viertel Mehrheit des vertretenen Grundkapitals. Es wird in der Regel schwierig sein, ein konkretes (unerwünschtes) Übernahmeangebot schnell mit einem Angebot eines befreundeten Investors zu ersetzen. Die neuen Aktien aus der Kapitalerhöhung werden dann einem erwünschtem Käufer (wohlwollendem Unternehmen) zugeteilt.

### **5.7. Monopolverweisung bei Wettbewerbsbehörde**

In bestimmten Fällen, bei denen es zu vermuteten Wettbewerbsbeschränkungen an den Märkten kommen könnte (unerwünschte Konzentrationen) als Folge der Verbindung von zwei oder mehreren Unternehmen, kann sich das Zielunternehmen für eine aktive Verteidigung gegen den Übernahmeversuch durch Monopolverweisung bei der Wettbewerbsbehörde (*Competition Protection Office*) entscheiden und die Aufnahme von Antikartellklauseln des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen.

### **5.8. Zivilrechtliche Klage - Litigation**

Zu den Abwehrtaktiken gehört oft das Suchen nach Prozessfehlern und die Realisierung des Gerichtsschutzes.

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

Abbildung 5: Ad-Hoc Abwehrmaßnahmen

| Abwehrmaßnahme                                     | Zulässigkeit<br>im slowenischen<br>Recht<br>Börsennotierte AG | Wirkung |
|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|---------|
| I. Ad-Hoc Abwehrmaßnahme mit Aktionärszustimmung   |                                                               |         |
| Kapitalerhöhung aus<br>genehmigtem Kapital         | Ja                                                            | Stark   |
| Weißer Ritter                                      | Ja                                                            | Mittel  |
| Gegenangebote (PacMan)                             | Ja                                                            | Gering  |
| Veräußerung/Erwerb<br>von Unternehmensvermögen     | Ja                                                            | Mittel  |
| Scorched Earth                                     | Nein                                                          |         |
| II. Ad-Hoc Abwehrmaßnahme ohne Aktionärszustimmung |                                                               |         |
| Public & Investors Relations                       | Ja                                                            | Mittel  |
| Litigation                                         | Ja                                                            | Gering  |

## 6. Schlusswort

Die Umweltveränderungen für slowenische Unternehmen anhand der zusätzlichen wirtschaftlichen Globalisierung durch den Eintritt in den Binnenmarkt verlangen wettbewerbliche und organisatorische Anpassungen, die unternehmensinterne Systemveränderungen zur Folge haben. Der Markt für Unternehmenskäufe und –verkäufe (so genannter M&A Markt) hat sich seit den 90er Jahren in Slowenien voll entwickelt und in diesem Zeitraum liegen auch Abwehrmechanismen gegen unerwünschte Übernahmeversuche vor. Die Beobachtung des Marktes für Unternehmenskontrollen und die weitere Entwicklung des slowenischen Kapitalmarktes zeigt mit dem EU Eintritt die zunehmende Tendenz an Unternehmensübernahmen und eine Zunahme von freundlichen aber auch feindlichen Versuchen wird prognostiziert.

Die Möglichkeiten der Abwehr gegen feindliche Übernahmen sind nach dem slowenischen Unternehmensgesetz (*Zakon o gospodarskih družbah - ZGD, 2005*; englische Übersetzung: *The Companies Act, 2005*) und dem Übernahmegesetz (*Zakon o prevzemih - ZPre, 1997*; englische Übersetzung: *The Takeover Act, 1997*) eher begrenzt.

Dem Management der Zielunternehmen stehen in Slowenien zwar sämtliche präventive Abwehrmaßnahmen zur Verfügung, die zulässig im slowenischen Recht und praktisch durchführbar sind. Potentielle Präventiv-Abwehrmaßnahmen, die vom Management autonom getroffen werden könnten, sind aber eher begrenzt, viele

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

bedürfen vor der Einsetzung des Hauptversammlungsbeschlusses. Die Kombination von präventiven Verteidigungsmechanismen, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen oder selbstständig vom Management des Zielunternehmens getroffen werden können, können eine ziemlich gute Abwehr gegen feindliche Übernahmeversuche leisten. Die Analyse der Abwehrmaßnahmen hinsichtlich ihrer Wirkung zeigt unterschiedliche Abneigungsstärke von Einzelmaßnahmen und empfiehlt die gemäßigte Kombination von Verteidigungsmechanismen.

Insbesondere im Vergleich zu den reaktiven Abwehrmöglichkeiten im angelsächsischen Geschäftsraum (Jansen, 2001 und Schuster, 2002) ist die Ergreifung von zulässigen reaktiven Maßnahmen im slowenischen Geschäftsraum sehr begrenzt. Eher kann man das slowenische Gesellschaftsrecht und Praxis mit dem deutschen Gesellschaftsrecht und Praxis vergleichen. Man muss auch europäische Argumente (Nathan und Fischer, 2003) gegen „den amerikanischen Weg des Kapitalismus“ und eine allgemeine Abneigung gegen feindliche Übernahmen in Kauf nehmen.

- Die Anwendung von Ad-hoc-Abwehr ist gemäß des Übernahmegesetzes (ZPre, 1997) limitiert und das Management des Zielunternehmens darf nach einem Übernahmeangebot den Übernahmeprozess nicht mehr gefährden, sondern braucht die Ermächtigung der Hauptversammlung zur Vornahme aller Handlungen, die den Erfolg von Übernahmeangeboten verhindern können.

Die Neutralitätspflicht ist also vorgeschrieben, das letzte Wort sollen laut Gesellschaftsrecht die Aktionäre haben. Das Management ist im Zeitraum der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses zur Neutralität verpflichtet. Die diskretionäre Handlungs- und Verhandlungsstärke des Managements der Zielunternehmen ist dafür eher schwach. Es kann nur solche Handlungen vornehmen, die den Erfolg des Übernahmeangebots nicht verhindern oder erschweren könnten.

Laut Gleichbehandlungsgrundsatz soll die Annahme des Übernahmeangebots in den Händen der Aktionäre bleiben, die alleine die Entscheidung dafür oder dagegen treffen sollen. Das Management soll nur für eine ausreichende Information zur Entscheidung der Aktionäre über das Angebot in seiner Funktion des Fremdinteressenwahrers sorgen. In der Regel wird aber vom Management eine Stellungnahme zum Übernahmeangebot erwartet.

## Literatur

Aquilla F., (2004), *Back to the future! Recent hostile bids make takeover defences relevant*, Little Falls, M&A Lawyer, Vol. 7, No. 10, Pgs. 6-9.

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

- Barboutis G., (1999), *Takeover defence tactics : specific defence devices*, Company lawyer, February 1999 20 (2), 40-49.
- Brunner, R.F., (2004), *Applied Mergers and Acquisitions*, Wiley Finance.
- Coffee J.C. et al., (1988), *Knights, Riders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, Oxford University Press.
- Cullinan G., Le Roux J-M., Weddigen R-M., (2004), *When to walk away from a deal*, Watertown, MA, Harvard Business Review, April 2004, Pgs.96-104.
- Fleischer A., Sussman A.R., (2003), *Takeover Defense*, Sixth Edition, Frederick, Aspen Publishers.
- Jarrell G.A., Brickley J., Nether N., (1988), »*The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980*«, Journal of Economic Perspectives, no.1(Winter 1988), 49-68.
- Lajoux R.A., Nesvold P.H., (2004), *The Art of M&A Structuring*, New York, McGrawHill.
- LG München I, (2004), Urt. v. 23.12.2004, 6HK O 15081/04: *Berichtspflicht des Vorstandes bei Vorratsbeschlüssen über Abwehrmassnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote (»IM Internationalmedia AG«)*.
- Lieb Dauner B., Reinier M.L., (2002), *The new proposal of a directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field*, Working Paper, Legal Affairs Series of European Parliament.
- Knoeber C., (1986), *Golden parachutes, shark repellents, and hostile takeovers*, American economic review, 76, 155-167.
- Nathan C. M., Fischer M.R., (2003), *An Overview of Takeover Regimes in the United Kingdom, France and Germany*, Latham Watkins.
- Jansen S.A., (2001), *Mergers & Acquisitions, Unternehmensakquisitionen und –kooperationen*, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Quick P., Oelerich F., (2005), *Governance Reform's Impact on Shark Repellants*, Foley&Lardner LLP.
- Schneider S., (2005), *Abwehrmassnahmen gegen feindliche Übernahmen*, Privatkundengeschäft, Geldprofi, 2/05.
- Schuster M., (2002), *Feindliche Übernahmen deutschen Aktiengesellschaften – Abwehrstrategie des Vorstandes der Zielgesellschaft*, Dissertation, Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen.
- Taub S., (2004), *Takeover Defenses: Yea or Nay?*. CFO.com., January 29, 2004.
- The Companies Act* (clean wording Official Gazette of the RS, 15/2005).
- The Takeover Act* (Official Gazette of the RS, 47/1997, with amendments).

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

Thomson Financial, (2001), *Immer mehr Unternehmenszusammenschlüsse innerhalb Europas*, Presse-Information von 15.März 2001.

[www.ius-software.si](http://www.ius-software.si)

Yamaguchi S., (2004), *Abwehrmassnahmen börsennotierter Aktiengesellschaften gegen feindliche Übernahmeangebote in Deutschland und Japan*, Dissertation, Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf.

»Zakon o gospodarskih družbah«, Uradni list RS, št.15/05- ZGD-UPB1.

»Zakon o prevzemih«, Uradni list RS, št. 47/97 in 56/99 – ZTVP-1.

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

## Defensive measures against hostile takeovers in Slovenia

Andrej Bertoncel<sup>1</sup>

### **Abstract**

*This article summarizes the corporate takeover regime and defensive measures against hostile takeover bids in Slovenia. Although takeover legislation does not differentiate between hostile and friendly takeover, it prescribes the limitation of powers for the management of the target company, with the intention of preventing the use of defensive measures against the hostile takeover. In light of an expected rise in hostile takeover bids in Slovenia, the Corporate Act and the Takeover Act are analysed and accordingly the array of possible preventive measures as well as ad-hoc measures against hostile bids identified and evaluated for their anti-takeover effectiveness. A hostile takeover in Slovenia usually involves a hostile public tender offer at a substantial premium over the prevailing market price for a substantial percentage of the target company's stock. Managers of target companies use in takeover battles a variety of defensive tactics, which could be controversial because they pose a conflict of interest for management. Duty of neutrality of the management of the target company during takeover process is therefore discussed in connection with the limitation of use of applicable ad hoc defence mechanisms in that period.*

**JEL Classification:** G 34

**Key words:** hostile takeovers, defensive measures against hostile takeovers, preventive measures, ad-hoc measures, duty of neutrality, takeover legislation, Slovenia

---

<sup>1</sup> Ph.D., director, Carynthia Group Ltd., Lobodova 17, 1236 Trzin, Slovenia. Scientific affiliation: Corporate finance, Mergers, Acquisitions. Tel.: ++ 386 1 564 1165;  
e-mail: andrej.bertoncel@kemfarm.si, personal website: www.carynthia-group.si

A.Bertoncel: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen...  
Zbornik rad. - Sveuč. u Rij., Ekon. fak., God. 23. Sv. 2 (2005), str. 269-292

---

## Obrambene mjere protiv neprijateljskih preuzimanja u poslovnom okruženju u Sloveniji

Andrej Bertoncel<sup>1</sup>

### **Sažetak**

*Članak sažeto prikazuje režim preuzimanja poduzeća kao i obrambene mjere kojima se poduzeća u Sloveniji štite od neprijateljskih preuzimanja. Iako zakonodavstvo koje regulira preuzimanja ne razlikuje prijateljska i neprijateljska preuzimanja, ono ograničava ovlasti rukovodstva ciljnog poduzeća kako bi ga spriječilo da se koristi obrambenim mjerama protiv neprijateljskog preuzimanja. S obzirom na očekivani porast broja neprijateljskih preuzimanja u Sloveniji, autor analizira Zakon o poduzećima i Zakon o preuzimanju i u skladu s tim identificira raspon mogućih preventivnih i ad-hoc mjera protiv neprijateljskih preuzimanja, ocjenjujući ih s obzirom na njihovu učinkovitost u zaštiti od preuzimanja. Neprijateljsko preuzimanje se u Sloveniji obično javlja u obliku neprijateljske ponude na javni natječaj kojom se za znatan postotni udio u dionicama poduzeća nudi znatno više od važeće tržišne cijene. U borbi oko preuzimanja, rukovodstvo ciljnog poduzeća pribjegava raznim oblicima obrambene taktike, koji su ponekad kontroverzni jer dovode rukovodstvo u sukob interesa. Stoga se u članku razmatra obveza rukovodstva ciljnog poduzeća da tijekom procesa preuzimanja zadrži neutralnost i odnos te obveze prema ograničenju upotrebe odgovarajućih ad-hoc obrambenih mehanizama u tom periodu.*

**JEL klasifikacija:** G 34

**Ključne riječi:** neprijateljska preuzimanja, obrambene mjere protiv neprijateljskih preuzimanja, preventivne mjere, ad-hoc mjere, obveza zadržavanja neutralnosti, zakoni koji reguliraju preuzimanje, Slovenija

---

<sup>1</sup> Dr.sc.,direktor, Carynthia Group Ltd., Lobodova 17, 1236 Trzin, Slovenia. Znanstveni interes: Financije korporacija, Udruživanja, Preuzimanja. Tel.: ++ 386 1 564 1165; e-mail: [andrej.bertoncel@kemfarm.si](mailto:andrej.bertoncel@kemfarm.si), osobna web stranica: [www.carynthia-group.si](http://www.carynthia-group.si)