

## HOCHTIEF

# Die Politik sollte sich aus Übernahmen heraushalten

**E**s ist wie ein bedingter Reflex: Sobald einem bedeutenden Unternehmen die Übernahme droht, ertönt der Ruf der Politik. So auch bei Hochtief: Die Politiker nehmen mit vorsichtigen Worten - so die Regierung - oder mit starken Sprüchen - so die Opposition - Stellung. Aber soll die Politik wirklich eingreifen und Unternehmen gegen unerwünschte Übernahmen schützen? Und kann sie das überhaupt?

Grundprinzip des Übernahmerechts ist die Freiheit der Investition und des Kapitalverkehrs; die gesetzlichen Regeln schützen vor Missbrauch. Geschützt ist auch die Freiheit ausländischer Investoren, ein deutsches Unternehmen zu erwerben. Natürlich müssen alle Spielregeln eingehalten werden. Dazu gehören die Fusionskontrolle und - in regulierten Industrien - die nötigen behördlichen Genehmigungen.

Einen ersten Rückfall aus dieser liberalen Haltung in Richtung Protektionismus gab es aber vor einigen Jahren, als der Gesetzgeber dem Wirtschaftsminister ein Vetorecht bei Unternehmenserwerben durch ausländische Gesellschaften gab. Glücklicherweise ist dieses Recht noch nie ausgeübt worden. Dennoch schwebt es wie eine latente Bedrohung über ausländischen Investoren. Allerdings gilt es nur für nicht-europäische Erwerber. Investoren aus Europa sind durch die Regeln des Europarechts geschützt. Die Politiker haben keine rechtliche Handhabe, ihnen Übernahmen zu erschweren.

Natürlich gibt es Mittel der politischen Einflussnahme außerhalb der Werkzeuge, die das Recht bereitstellt. Der Einsatz solcher Mittel aber widerspricht jedenfalls bei Investoren aus Europa der Freiheit des Kapitalverkehrs, die von der Europäischen Kommission mit Argusaugen überwacht wird. Deswegen soll sich und wird sich die Bundesregierung mit politischer Einflussnahme zurückhalten: Nicht nur wegen der Sorge vor einem Einschreiten Brüsseler Beamten, sondern auch wegen der Einsicht, dass

Joachim von Falkenhausen



Rechtlich saubere Möglichkeiten für eine politische Abwehr gibt es nicht. Deutschland hat Interesse an freien Märkten für Investoren.

Deutschland nicht nur Waren, sondern auch Kapital exportiert und deswegen ein großes Interesse daran hat, dass grenzüberschreitende Investitionen nicht behindert werden. Jetzt eilig das deutsche Übernahmerecht zu ändern wäre fragwürdig und würde letzten Endes auch nichts bringen.

Aber wie steht es mit der Waffengleichheit? Vor einigen Jahren ist Eon mit einem Übernahmeangebot für den spanischen Energiekonzern Endesa nicht zum Zuge gekommen. Über die europäische Übernahmerrichtlinie gilt aber auch in Spanien ein geregeltes Verfahren, das eine Benachteiligung ausländischer Übernehmer nicht erlaubt. Eon ist auch nicht im Übernahmeprozess gescheitert, sondern hat sich wegen Auflagen der spanischen Energiebehörde zurückgezogen, die man als zu hart empfand. Ob diese Auflagen politisch motiviert waren, war streitig und ist streitig geblieben. Die Europäische Kommission war der Ansicht, dass ein europäischer Investor in unzulässiger Weise behindert werde. Sie hat sich daher intensiv für Eon und die Investitionsfreiheit eingesetzt.

Bei einer Übernahme in einer regulierten Industrie oder anderen Branche (z.B. Banken oder Versicherungen) können auch in Deutschland aufsichtsrechtliche Genehmi-

gungen erforderlich werden. Sie dürfen aber nicht aus politischen Gründen verweigert werden, und auch in Deutschland wird die Europäische Kommission über die Einhaltung dieses Prinzips wachen.

Die kartellrechtliche Fusionskontrolle taugt ebenfalls nicht als Werkzeug zur Abwehr von Investoren, die als unerwünscht empfunden werden. Es wäre unklug, aus dem Motiv „Wie du mir, so ich dir“ heraus zu versuchen, aufsichtsrechtliche Eingriffsmöglichkeiten für Beschränkungen des freien Kapitalverkehrs zu nutzen.

Die Übernahme deutscher Unternehmen durch ausländische Investoren wird Realität bleiben. Das Unbehagen, dass das Angebot von ACS an die Aktionäre von Hochtief vielleicht auslöst, gibt zu anderen Gedanken Anlass: Hochtief meint, dass ACS mit einem unangemessen niedrigen Angebot versucht, den ersten Schritt zur Übernahme der Mehrheit zu tun. Die Taktik von ACS ist also anscheinend auf das gerichtet, was man in den USA ein „low ball offer“ nennt, also ein niedriges Gebot, um sich an ein Unternehmen „anzuschleichen“. In den USA obliegt es dem Management aber gerade in solchen Fällen, die vorhandenen Abwehrinstrumente im Interesse der Aktionäre einzusetzen, und zwar nicht so sehr, um die Übernahme zu verhindern, sondern um durch „responsible take-over defense“ im Übernahmekampf das Beste für die Aktionäre herauszuholen.

Schon lange bevor ein Übernehmer auftritt, müssen Vorbereitungen getroffen werden, damit man die nötigen Werkzeuge bei der Hand hat, wenn ein zu niedriges Angebot gemacht wird. Mit ihnen können Vorstand und Aufsichtsrat dann zwar nicht ihre eigene Position verteidigen, aber eine sinnvolle Verteidigungsstrategie zur Optimierung der Übernahmekonditionen führen.

**Der Autor ist Rechtsanwalt und Partner von Latham & Watkins in Hamburg.** Sie erreichen ihn unter: [gastautor@handelsblatt.com](mailto:gastautor@handelsblatt.com)