Urs Schenker*

Konsolidierung in der europäischen Telekomindustrie KPN, E-Plus und Telefónica im Brennpunkt

Konsolidierungsdruck in der Telekomindustrie

Der Telekomsektor in Europa ist einem starken Konsolidierungsdruck ausgesetzt. Die Preise für Telekommunikationsdienstleistungen sinken kontinuierlich aufgrund des Konkurrenzdruckes und der fortlaufenden technischen Entwicklung, die neue und billige Formen der Telekommunikation erlaubt[1]. Die Telekommunikationspreise werden zum Teil aber auch noch durch regulatorische Massnahmen gesenkt wie z.B. durch den Entscheid der EU, die Roaminggebühren abzuschaffen. Während die Erträge tendenziell zurückgehen, bleiben die Kosten für Unterhalt und Erneuerung der Kommunikationsinfrastruktur unverändert hoch; der Innovationsdruck zwingt die Unternehmen in diesem Bereich zu sehr hohen Ausgaben – gerade im Mobilfunk erfordert der Übergang zu neuen Gerätegenerationen und Übermittlungsstandards erhebliche Investitionen. Zusätzlich zu den Ausgaben für das Anlagevermögen kommen im Mobilfunk regelmässig auch noch hohe Kosten für den Erwerb von Senderechten auf Frequenzbereichen hinzu, welche von den Staaten versteigert werden. Diese gegenläufigen Bewegungen von Erträgen und Kosten führen zwangsläufig zu tieferen Margen und auch zu einem Gewinnrückgang der Unternehmen.

Dieses schwierige Umfeld führt im Bereich des Mobilfunks zu einem erheblichen Konsolidierungsdruck. In Europa ist ein Mobilfunkanbieter normalerweise nur konkurrenzfähig, wenn er das gesamte Gebiet eines Landes abdeckt[2]. Dies führt dazu, dass auch Unternehmen mit einem relativ geringen Marktanteil eine vollständige Infrastruktur aufbauen müssen und in diesem Bereich gleich hohe Kosten haben wie Konkurrenten, die einen wesentlich höheren Marktanteil aufweisen. Daher haben grosse Unternehmen im Mobilfunkmarkt klare Kostenvorteile gegenüber kleineren Konkurrenten. Diese Skaleneffekte führen praktisch zwangsläufig zu einer Konsolidierung, d.h. zu Übernahmen und Fusionen, da ein Unternehmen, das aus der Fusion von zwei Mobilfunkanbietern entsteht, im Normalfall die gesamten Kunden beider Unternehmen behalten kann, aber nur noch eine Telekommunikationsinfrastruktur betreiben muss, was zu grossen Kostenvorteilen bzw. Synergiegewinnen führt.

Der aus wirtschaftlicher Sicht unvermeidbare Konzentrationsprozess wird aber durch verschiedene Faktoren erschwert. Einerseits stehen die Kartellbehörden Zusammenschlüssen kritisch gegenüber, da der Wegfall einzelner Konkurrenten die Intensität des Wettbewerbs im Mobilfunk reduziert, was tendenziell zu höheren Preisen für die Konsumenten führt.[3] Anderseits wird aber die internationale Konsolidierung häufig auch durch nationale Abwehrreflexe behindert. Viele grosse Telekomanbieter sind aus staatlichen Unternehmen entstanden, die in den 90er Jahren privatisiert worden sind. Wird ein derartiges Unternehmen in den Konsolidierungsprozess einbezogen und «droht» eine Übernahme durch eine ausländische Gesellschaft, so kommt es oft zu einer politischen Gegenbewegung, die eine Übernahme unmöglich macht.

Die Situation von KPN und E-Plus

Die oben dargestellten Probleme, d.h. Konsolidierungsdruck einerseits und kartellrechtlich bzw. nationalistisch motivierte Abwehrreflexe andererseits, zeigen sich sehr gut bei den Auseinandersetzungen, in deren Zentrum KPN und E-Plus im Sommer 2013 standen.

KPN ist die ehemals staatliche Telefongesellschaft der Niederlande, die 1994 privatisiert wurde. KPN betreibt in den Niederlanden ein Fest- und Mobilnetz, wobei sie in beiden Bereichen Marktführerin ist. Zusätzlich betreibt sie auch noch in Belgien ein Mobilnetz und in Deutschland das E-Plus Mobilnetz, das nach Zahl der

* PD Dr. iur. Urs Schenker, LL.M., Rechtsanwalt und Partner bei Baker & McKenzie. Der Autor hat nicht an der beschriebenen Transaktion mitgewirkt. Dieser Artikel basiert allein auf öffentlich zugänglichen Unterlagen. Der Autor dankt im Weiteren Frau Samantha Schuler für die kritische Durchsicht des Manuskripts.

1 Internettelefonie, Instant Messaging über Internet, etc.

2 Häufig ist dies auch Voraussetzung für das Erlangen einer Lizenz.

3 Es sind allerdings nicht nur die Interessen der Konsumenten, die im Vordergrund stehen. Alle anderen Konkurrenten setzen sich bei derartigen Übernahmeverfahren meist ebenfalls vehement gegen eine Bewilligung ein, da sie fürchten, dass durch den Zusammenschluss ein effizienterer und damit stärkerer Konkurrent entsteht.

Abonnenten in Deutschland den drittgrössten Marktanteil hat. E-Plus deckt mit ihrem Mobilfunknetz den gesamten deutschen Marktraum ab, hat aber gegenüber den grösseren Konkurrenten – Deutsche Telekom und Vodafone – klare Kostennachteile und weist eine wesentliche geringere Marge auf als diese Unternehmen.

Obwohl der Staat plante, sich im Rahmen der Privatisierung aus dem Aktionariat zurückzuziehen und im Jahre 2006 auch tatsächlich seine letzten KPN-Aktien veräusserte, sollten Übernahmen verhindert werden. Daher wurde gleichzeitig mit der Privatisierung eine unabhängige Stiftung (Preferente Aandelen B KPN Stichting; im folgenden KPN Stiftung) gegründet, welche die Interessen von Kleinaktionären, Arbeitnehmern und Kunden der KPN schützen soll. Dieser Stiftung wurde in den Statuten der KPN das Recht eingeräumt, Vorzugsaktien mit verstärktem Stimmrecht zu erwerben[4], wenn KPN eine Übernahme droht, die nach Ansicht des Stiftungsrates die von der Stiftung vertretenen Interessen gefährden könnte. Diese Aktien haben so viele Stimmrechte, dass die Stiftung nach Ausübung dieser Option 50 % der Stimmen abzüglich einer Stimme hält. Durch die Ausübung dieser Option wird eine Übernahme der KPN praktisch unmöglich, da ein Anbieter die Kontrolle über die Gesellschaft nicht erwerben kann, so lange es wenigstens noch einen zweiten Aktionär gibt, der mindestens zwei KPN-Aktien hält und die entsprechenden Stimmrechte gegen den Anbieter ausübt[5]. Die Stiftung muss allerdings die betreffenden Vorzugsaktien innerhalb von zwei Jahren der KPN wieder zurück verkaufen, so dass sie eine Übernahme nur für diese beschränkte Periode verhindern kann.

Aufgrund der oben dargestellten Faktoren und vor allem aufgrund der unterkritischen Grösse von E-Plus im deutschen Markt sind die Gewinne von KPN in den letzten zehn Jahren kontinuierlich zurückgegangen; im Jahr 2012 belief sich der Gewinn noch auf rund einen Viertel des 2003 erzielten Ergebnisses[6]. Die Verschuldung, die auf Akquisitionen und hohe Investitionen zurückzuführen ist, wurde in dieser Situation auch immer drückender, da das Verhältnis zwischen EBITDA und Nettofinanzschulden immer ungünstiger wurde. Diese Ertragsprobleme und die hohe Verschuldung des Unternehmens führten auch dazu, dass der Aktienkurs in den letzten Jahren laufend zurück ging.

América Móvil erwirbt eine erste Beteiligung an KPN

2012 erwarb América Móvil knapp 30 % an KPN, indem sie am Markt Aktien zu Preisen kaufte, die zwischen EUR 7.50 und EUR 8 lagen. Diese Gesellschaft, die vom mexikanischen Unternehmer Carlos Slim kontrolliert wird, ist nicht nur Marktführerin im Mobilfunk in Mexiko, sondern hat auch in verschiedenen anderen südamerikanischen Staaten eine sehr starke Position. Sie versucht nun schon seit einigen Jahren im europäischen Markt Fuss zu fassen. Bisher konnte sie aber noch in keinem europäischen Land die Kontrolle über eine grosse Telekomgesellschaft erwerben.

Der Verwaltungsrat der KPN stellte sich 2012 gegen die Beteiligungsnahme von América Móvil und bezeichnete dies als «feindliches Manöver». Der Verwaltungsrat empfahl deshalb den Aktionären, beim Kurs von EUR 8 pro Aktie keine Aktien an América Móvil zu verkaufen.

Als die Ertragsprobleme der KPN im zweiten Halbjahr 2012 akuter wurden und die Gesellschaft auch zusätzliche Mittel benötigte, um neue Frequenzkonzessionen in Holland zu erwerben, sah sich der Verwaltungsrat der KPN gezwungen, im Rahmen einer Bezugsrechtsemission für EUR 3 Mrd. neue Aktien auszugeben, damit die Gesellschaft diese Investitionen finanzieren und einen Teil ihrer Schulden zurückzahlen bzw. refinanzieren konnte. Die Bezugsrechtsemission konnte allerdings nur erfolgreich sein, wenn América Móvil ihrem Kapitalanteil entsprechend Aktien zeichnete, was KPN dazu zwang, mit América Móvil Gespräche aufzunehmen. Resultat war, dass einerseits América Móvil einen ihrer Beteiligung entsprechenden Anteil an den in der Kapitalerhöhung ausgegebenen Aktien zeichnete. Anderseits schloss KPN mit América Móvil aber auch eine Vereinbarung ab, in der vorgesehen war, dass América Móvil zwei der insgesamt sechs Verwaltungsratssitze der KPN bestellen konnte. Im Gegenzug verpflichtete sich América Móvil allerdings ihre Beteiligung nicht auf über 30 % zu erhöhen. Bei dieser Kapitalerhöhung wurden die neuen KPN Aktien zu einem Preis von EUR 1.06 und einem Bezugsverhältnis von zwei neuen Aktien pro alte Aktie ausgegeben. Der Erwerb der neuen Aktien in der Kapitalerhöhung erlaubte es América Móvil, den durchschnittlichen Einstandspreis ihrer Beteiligung auf rund EUR 3.30 zu senken.

2013 wurde die Ertragslage der KPN aber nicht besser; der Kurs sank weiterhin und bewegte sich im Juni 2013 noch zwischen EUR 1.50 und EUR 1.60 pro Aktie, was ein historischer Tiefstand war. Dieser Kursrückgang belastete nicht nur das Verhältnis zwischen América Móvil und dem Verwaltungsrat der KPN, sondern führte auch zu Missstimmung bei den übrigen KPN Aktionären, die sich natürlich daran erinnerten, wie vehement ihnen der

---

4 Class B Preference Shares.

5 Da nie 100 % der Aktien an einer Generalversammlung vertreten sind, ist ein derartiger zweiter Aktionär höchstens in der Theorie notwendig; in der Praxis genügen 50 % der Stimmen abzüglich einer Stimme in jedem Fall, um die Beherrschung der Gesellschaft sicherzustellen bzw. den Kontrollerwerb durch einen Dritten zu verhindern.

6 Dies nachdem KPN im Jahr 2002 bereits einmal einen Verlust von EUR 9.5 Mrd. erlitten hatte, weil das Unternehmen in diesem Jahr im Umfang von EUR 9 Mrd. UMTS-Lizenzen und Goodwill abschreiben musste.

Verwaltungsrat der KPN 2010 von Verkäufen zu EUR 8 abgeraten hatte.

Verkauf der E-Plus an Telefónica

Als América Movil im Jahre 2012 ihre Beteiligung an KPN erwarb, hatte der Verwaltungsrat der KPN als Teil seiner Abwehrstrategie offenbar bereits mit Telefónica, der spanischen Telekomgesellschaft, Gespräche über verschiedene Möglichkeiten der Zusammenarbeit geführt. Telefónica war seit ihrer Privatisierung weit über Spanien hinausgewachsen. Sie ist vor allem in verschiedenen südamerikanischen Ländern im Mobilfunkbereich tätig, wo sie als stärkster Gegenspieler von América Móvil gilt. In Deutschland ist sie über ihre Tochtergesellschaft, die Telefónica Deutschland Holding AG, tätig, die unter der Marke «O2» ein Mobilfunknetz betreibt. Telefónica Deutschland ist nach der Zahl der Abonnenten im Mobilfunk der viertgrösste Anbieter im deutschen Markt und hat aufgrund ihrer suboptimalen Grösse ähnliche Probleme wie E-Plus. Telefónica hält an der Telefónica Deutschland Holding AG rund 77 %; die übrigen Anteile sind breit gestreut, wobei die Aktien an der Xetra gehandelt werden.

Am 22. Juli 2013 gaben Telefónica und KPN bekannt, dass Telefónica Deutschland E-Plus übernehmen würde. KPN sollte in dieser Transaktion einen Preis von EUR 5.1 Mrd. in bar und zusätzlich eine Beteiligung von 17,6 % an Telefónica Deutschland erhalten. Nach der zur Refinanzierung von Telefónica Deutschland notwendigen Kapitalerhöhung sollte Telefónica noch 65 % an Telefónica Deutschland halten, während das Publikum 17,4 % halten würde. Der Vertrag, den Telefónica und KPN über den Verkauf von E-Plus abgeschlossen hatten, stand unter der Bedingung, dass einerseits die Generalversammlungen von KPN und Telefónica Deutschland der Transaktion zustimmen würden und dass andererseits die zuständigen Kartellbehörden die notwendigen Bewilligungen erteilen würden. Während die Zustimmung der Telefónica Deutschland in Anbetracht der Beteiligungsverhältnisse reine Formsache war, bestand sowohl bei der Zustimmung der Generalversammlung der KPN wie auch bei der kartellrechtlichen Bewilligungen Unsicherheit. Die Verträge sahen daher Break-up fees vor, falls die Transaktion scheitern sollte; für den Fall, dass die Generalversammlung der KPN die Transaktion nicht genehmigen würde, sollten KPN, Telefónica und Telefónica Deutschland je EUR 25 Mio. bezahlen. Sollte die Transaktion dagegen scheitern, weil die Kartellbehörden die Zustimmung verweigerten, so sollte Telefónica insgesamt EUR 100 Mio. an KPN bezahlen.

In der öffentlichen Verlautbarung, mit der sie die Transaktion ankündigten, teilten Telefónica und KPN mit, dass der Zusammenschluss der beiden Unternehmen im Rahmen der Konsolidierung der deutschen Telekomindustrie notwendig sei; durch den Zusammenschluss würde Telefónica/E-Plus nach Abonnentenzahlen zum grössten Mobilfunkanbieter Deutschlands, nach Umsätzen würden sie den dritten Platz hinter der Deutschen Telekom und Vodafone einnehmen. Die Parteien teilten auch mit, dass dank dem Zusammenschluss Synergien von rund EUR 5 bis 5,5 Mrd. erzielt werden sollten. Diese Synergiegewinne waren im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die kombinierte Gesellschaft nur noch ein einziges Netz betreiben musste und nicht mehr wie vorher zwei Netze unterhalten werden mussten. Überdies muss das kombinierte Unternehmen bei der nächsten Frequenzauktion auch nur noch für ein Netz Senderechte erwerben. Der Zusammenschluss hatte natürlich auch den Vorteil, dass das fusionierte Unternehmen wegen der Entschärfung der Wettbewerbssituation mit höheren Preisen für Kommunikationsdienstleistungen rechnen konnte. Dieser letzte Punkt wurde von den beiden Unternehmen aus kartellrechtlichen Gründen selbstverständlich nicht betont. Die Reduktion des Wettbewerbsdrucks wurde aber sofort von allen Analysten als grosser Vorteil hervorgehoben, da E-Plus und Telefónica als die beiden «kleinen» Anbieter im deutschen Mobilfunkmarkt die aggressivsten Angebote machen mussten, um Kunden zu gewinnen.

KPN gab im Zusammenhang mit dieser Transaktion auch bekannt, dass sie den Kaufpreis zur Schuldenreduktion verwenden würde, um so wieder zu normalen Finanzierungsverhältnissen zurückzufinden[7]. Nach der Vorstellung ihres Verwaltungsrates sollte sich KPN nach der Transaktion auf ihre niederländischen und belgischen Aktivitäten konzentrieren und dank der Minderheitsbeteiligung an Telefónica/E-Plus auch noch von den Synergiegewinnen der neuen Gesellschaft profitieren. Die Anleger liessen sich offensichtlich von diesen Vorteilen überzeugen; an der Börse zogen die KPN-Aktien innert den ersten drei Tagen nach Bekanntgabe um über 20 % an. Zu diesem Effekt kam es allein schon aufgrund der geplanten Verbesserung der Bilanz und des relativ hohen Verkaufspreises der E-Plus; dieser lag über dem Ertragswert dieser Gesellschaft, da Telefónica im Rahmen des Kaufpreises einen Teil der Synergien bezahlte. In der historischen Betrachtung war der Verkauf von E-Plus dagegen nicht unbedingt ein gutes Geschäft. KPN hatte für den Aufbau von E-Plus wesentlich mehr ausgegeben als sie beim Verkauf erhielt. Mit dieser Transaktion realisierte sie nämlich einen Verlust von rund EUR 3,7 Mrd.

Gegen den Verkauf regt sich Widerstand ...

Kurz nachdem KPN und Telefónica die Öffentlichkeit über den Vertragsabschluss informiert hatten, wurde

[7] Ziel des Verkaufs war letztlich ein «Deleveraging», das zu einer erheblichen Bilanzverkürzung von KPN und zu einer massiven Reduktion des Verschuldungsgrades führen sollte.

bekannt, dass die zwei Verwaltungsratsmitglieder, welche América Móvil vertraten, gegen die Transaktion gestimmt hatten, da sie offensichtlich nicht über die Vertragsverhandlungen mit Telefónica orientiert worden waren. Die unterzeichneten Verträge waren ihnen als fait accompli präsentiert worden – die übrigen Verwaltungsratsmitglieder waren dagegen schon wesentlich früher orientiert worden und stimmten in Abstimmung mit dem Management einheitlich der Transaktion zu.

América Móvil machte des Weiteren auch geltend, dass der Preis, den KPN für E-Plus löste, im Verhältnis zu den Synergiegewinnen, die Telefónica erzielen konnte, zu gering sei. Aus den Äusserungen von América Móvil wurde aber auch klar, dass sich dieses Unternehmen auch aus strategischen Gründen gegen einen Verkauf wandte – E-Plus war für América Móvil der interessanteste Teil von KPN, da sie durch diese Tochtergesellschaft indirekt den Zugang zum grössten europäischen Telekommarkt – Deutschland – erhielt.

Aufgrund ihrer Äusserungen wurde klar, dass América Móvil in der Generalversammlung der KPN allenfalls gegen die Transaktion stimmen würde. Die potentielle Ablehnung der Transaktion durch América Móvil stellte für KPN eine relativ hohe Hürde dar, da für einen positiven Entscheid der Generalversammlung die Zustimmung von Aktionären notwendig war, die über 30 % der gesamten Aktienstimmen hielten, um damit die Stimmkraft von América Móvil, die zu diesem Zeitpunkt rund 29,8 % an KPN hielt, aufzuwiegen.

Widerstand regte sich aber auch bei den deutschen Kartellbehörden. Der Chef des Bundeskartellamtes, Andreas Mundt, liess verlauten, dass seiner Ansicht nach die deutschen Behörden für die Beurteilung der Übernahme zuständig seien. Öffentlich gab er auch seine Besorgnis darüber bekannt, dass durch die Verschmelzung von Telefónica und E-Plus die Zahl der Mobilfunkanbieter auf dem deutschen Markt von vier auf drei[8] schrumpfen würde, was zu einer geringeren Wettbewerbsintensität führen würde. Wörtlich führte er dazu aus: «*Bei E-Plus handelte es sich in der Vergangenheit um einen besonders preisaggressiven Wettbewerber. Dass eine solche Fusion erhebliche Folgen für den Wettbewerb hätte und in all ihren Facetten genau geprüft werden muss, liegt auf der Hand*"[9]. Eine andere Position nahm dagegen EU Wettbewerbskommissar Joaquin Almunia ein, der die Ansicht vertritt, dass die EU Kommission für die Beurteilung des geplanten Zusammenschlusses zuständig ist. Für Joaquin Almunia standen die Synergiegewinne im Vordergrund und die Möglichkeit, dass E-Plus / Telefónica im deutschen Markt ein stärkerer Wettbewerber sein würde als E-Plus und Telefónica als Einzelunternehmen. Er erklärte: «*Im Prinzip können Fusionen innerhalb der mobilen Telefonie oder zwischen Mobilfunkgesellschaften und Kabelbetreibern positive ökonomische Ergebnisse haben, sofern die Preise vernünftig bleiben*» und hielt auch ausdrücklich fest, dass drei Anbieter für die Aufrechterhaltung eines wirksamen Wettbewerbs genügen würden.[10] Diese etwas offenere Haltung ist natürlich auch darauf zurückzuführen, dass die Kommission den gesamteuropäischen Telekommunikationsmarkt im Blick hat, auf dem noch wesentlich mehr Konkurrenten tätig sind und nicht allein auf den deutschen Telekommarkt fokussiert ist. Diese Meinungsdifferenzen zwischen deutschem Kartellamt und EU Kommission deuten an, dass allenfalls bereits die Kompetenzfrage darüber entscheidet, ob die Fusion möglich wird.

América Móvil kündigt ein öffentliches Übernahmeangebot für KPN an

Nachdem KPN América Móvil mit dem Verkauf von E-Plus überrascht hatte, kündigte América Móvil das Stillhalteabkommen, das sie im Frühjahr 2013 mit KPN geschlossen hatte mit sofortiger Wirkung, sodass América Móvil die Möglichkeit hatte, zusätzliche KPN Aktien zu erwerben. Am 9. August 2013 teilte América Movil öffentlich mit, dass sie die Absicht hätte, ein öffentliches Kaufangebot zu einem Preis von EUR 2.40 für alle KPN Aktien zu machen, die noch nicht in ihrem Besitz waren. Der Verwaltungsrat von KPN zeigte eine ablehnende Haltung gegenüber dieser Übernahmeabsicht, hielt aber fest, dass er erst zum definitiven Angebot formell Stellung nehmen würde. Gleichzeitig teilte der Verwaltungsrat aber auch mit, dass KPN den mit Telefónica vereinbarten Verkauf von E-Plus unabhängig von diesem Übernahmeversuch weiterverfolgen und die zur Realisierung notwendigen Schritte unternehmen würde.

Am 21. August 2013 gab América Móvil öffentlich bekannt, dass sie sich die Finanzierung der Übernahme durch den Abschluss entsprechender Kreditverträge gesichert hätte und noch im September den niederländischen Behörden das formelle Übernahmeangebot zur Prüfung vorlegen würde. Am gleichen Tag lud KPN ihre Aktionäre auf den 2. Oktober 2013 zu einer Generalversammlung ein, die über den Verkauf von E-Plus Beschluss fassen sollte. KPN hielt in dieser Mitteilung auch fest, dass alle bis am 4. September 2013 im Aktienregister eingetragenen Aktionäre stimmberechtigt seien, womit es für América Móvil natürlich schwierig wurde, ihren Aktienbestand durch Zukäufe noch signifikant zu erhöhen, um das Abstimmungsergebnis der ausserordentlichen Generalversammlung zu beeinflussen.

---

8 Telekom, Vodafone, E-Plus/Telefónica.

9 Aussage gegenüber der Frankfurter Rundschau; «Aktionäre stimmen für Fusion von O2 mit E-Plus», Frankfurter Rundschau, 3. Oktober 2013 (Online-Ausgabe www.fr-online.de).

10 Aussagen gegenüber Handelsblatt vom 4.9.2013 (Online-Ausgabe www.handelsblatt.com).

Da América Móvil die politische Dimension der Übernahme von KPN bewusst war, startete das Unternehmen in Holland eine «Charme-Offensive» und erklärte Gewerkschaftsvertretern und Politikern, dass sie Namen und Hauptsitz der Gesellschaft unverändert lassen würde und versprach hohe Investitionen, um die Netze in Holland und Belgien auf einem hohen technischen Niveau zu halten und den Kunden entsprechend gute Dienstleistungen zu erbringen. América Móvil deutete dabei auch an, dass sie wesentlich besser in der Lage wäre diese Netze zu unterhalten als KPN, die unter ihrer hohen Schuldenlast litt und deshalb weniger Kapital aufbringen konnte. Die politische Bedeutung einer Übernahme der KPN durch América Móvil wurde noch dadurch unterstrichen, dass sich der niederländische Wirtschaftsminister mit dem CEO von América Móvil traf, um die Absichten von América Móvil zu erkunden.

Telefónica erhöht den Preis für E-Plus – América Móvil stimmt dem Verkauf zu

Um den Bedenken von América Móvil bezüglich des Preises Rechnung zu tragen, hatten KPN und Telefónica die vereinbarte Transaktion nachverhandelt und die Gegenleistung, welche KPN für den Verkauf der E-Plus erhalten sollte, um rund 6,3 % erhöht. KPN sollte einen unveränderten Barpreis erhalten, aber zusätzlich eine Beteiligung von 20,5 % und nicht mehr bloss von 17,6 % an Telefónica Deutschland halten, sodass KPN entsprechend stärker von den erwarteten Synergie-Gewinnen profitieren könnte. Diese Verbesserung führte dazu, dass América Móvil am 26. August 2013 öffentlich bekanntgab, dass sie die Transaktion anlässlich der Generalversammlung der KPN unterstützen würde. Diese Zusage war natürlich auch Teil der Übernahmestrategie: Mit dieser Zustimmung sollten die Differenzen zwischen América Móvil und dem Verwaltungsrat der KPN abgebaut werden.

Die KPN Stiftung löst die «Poison Pill» aus

Gegen Ende August hatte sich die Atmosphäre zwischen América Móvil und KPN, mindestens für den unbeteiligten Betrachter, dank der Charme-Offensive von América Móvil und der Zustimmung dieser Gesellschaft zum Verkauf von E-Plus stark verbessert. Umso überraschender war es, dass die KPN Stiftung am 29. August 2013 öffentlich mitteilte, dass sie ihre Option zum Erwerb der Stimmrechtsaktien ausüben und sich so rund 50 % aller Stimmen sichern würde.

Der Stiftungsrat der KPN Stiftung machte geltend, dass die Übernahme den von der Stiftung geschützten Interessen zuwiderlaufen würde und dass insbesondere Kunden, Arbeitnehmer und Minderheitsaktionäre, welche das Angebot nicht annehmen würden, gefährdet seien. Im Wesentlichen machte die Stiftung aber geltend, dass es grundsätzlich nicht angehe, feindliche Übernahmen durchzuführen, da in den Niederlanden freundliche Transaktionen mit Abschluss einer Transaktionsvereinbarung üblich seien. In einer Pressekonferenz sagte Peter Wakkie, Mitglied des Stiftungsrates, *«The process is that you are supposed to have a relationship agreement acceptable to both sides and then bring out the bid document»*, wobei er sich dabei auf ungeschriebene Regeln des niederländischen Übernahmerechts berief. Jacques Schraven, Präsident des Stiftungsrates, machte dabei auch noch den Vergleich zum Sport *«In Football the rules in the Netherlands and Mexico are the same but this isn't Football»*[11]. Damit war allerdings nicht ganz klar, ob die Stiftung die Übernahme der KPN gänzlich verhindern oder ob sie nur eine Verbesserung der Bedingungen für die Aktionäre und anderen Stakeholders erreichen wollte, indem sie América Móvil und KPN zu Gesprächen zwang. Jedenfalls führte die Intervention der KPN Stiftung tatsächlich zu intensiven Gesprächen zwischen América Móvil und dem Verwaltungsrat von KPN, wobei dieser offenbar einen höheren Preis verlangte – informierte Kreise gingen dabei von Preisvorstellungen in Höhe von EUR 2.65 aus. Der Verwaltungsrat der KPN begründete die Forderung nach einem höheren Preis im Wesentlichen damit, dass die hohen Verlustvorträge der KPN für América Móvil einen grossen finanziellen Vorteil darstellen würden – der Verwaltungsrat verwies dabei insbesondere auf den beim Verkauf von E-Plus erlittenen Verlust in Höhe von EUR 3.7 Mrd. América Móvil widersetzte sich allerdings den Forderungen des Verwaltungsrates der KPN und begründete ihre Haltung damit, dass KPN aufgrund ihrer Beschränkung auf den niederländischen und belgischen Markt nur noch beschränktes Ertragspotential hätte und dass in den nächsten Jahren hohe Investitionen anfallen würden.

Zustimmung der KPN Aktionäre zum Verkauf von E-Plus

Am 2. Oktober 2013 fand die ausserordentliche Generalversammlung der KPN statt, die über den Verkauf von E-Plus entscheiden sollte. Mit Unterstützung von América Móvil wurde die Transaktion genehmigt. Die Transaktion kann dementsprechend vollzogen werden, sobald die zuständigen Kartellbehörden, d.h. entweder das deutsche Bundeskartellamt oder die EU Kommission die Transaktion genehmigt haben. Bis zu diesem Zeitpunkt haben sich KPN und América Móvil aber noch nicht auf die Bedingungen einer Übernahme geeinigt, weshalb América Móvil auch kein offizielles Übernahmeangebot publiziert hat.

---

[11] Aussagen zitiert gemäss Financial Times «América Móvil falls foul of informal Dutch Takeover Rules», FT August 30, 2013, elektronische Ausgabe www.ft.com.

Eine ungewisse Zukunft

Im heutigen Zeitpunkt ist der Ausgang der hängigen Transaktionen für alle Beteiligten weitgehend offen:

- **Das öffentliche Angebot von América Móvil für KPN**
  Es ist völlig offen, ob América Móvil und KPN zu einer Einigung kommen und ob sich die KPN Stiftung dann aufgrund dieser Einigung tatsächlich zurückziehen bzw. ihre Stimmrechtsposition aufgeben wird. Mit dem Erwerb von KPN könnte América Móvil zwar in Europa Fuss fassen[12], würde aber letztlich «nur» in den Niederlanden und in Belgien eine starke Position aufbauen, d.h. in Märkten, die wesentlich weniger gross und auch weniger interessant sind als Deutschland oder Grossbritannien.
  América Móvil könnte wegen der Abwehrhaltung der KPN Stiftung und des Verwaltungsrates aber auch auf die Publikation eines Angebotes verzichten, was Management und Verwaltungsrat der KPN einem starken Druck der eigenen Aktionäre aussetzen würde, weil sie dann mit eigener Leistung den Kurs verbessern und mittelfristig über den verschmähten Angebotspreis von EUR 2.40 bringen müssten.
- **E-Plus**
  Auch bei E-Plus ist die Lage weitgehend offen, da bisher weder die Frage, ob der Zusammenschluss von deutschen oder EU Behörden beurteilt werden soll, noch die Frage, welche Zahl von Wettbewerbern im Mobilfunk notwendig ist, um einen wirksamen Wettbewerb aufrechtzuerhalten, entschieden worden ist. Es ist auch unklar, wie sich KPN in den massgebenden kartellrechtlichen Verfahren verhalten wird. Übernimmt América Móvil aufgrund eines öffentlichen Angebotes doch noch die Kontrolle über KPN, ist es auch möglich, dass sich KPN nicht mehr positiv für eine Genehmigung durch die Kartellbehörden einsetzt, sodass América Móvil am Ende doch nicht zu einem Mobilfunkanbieter in Deutschland kommt.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass KPN, E-Plus, Telefónica und América Móvil zeigen, dass die wirtschaftliche Logik für eine Konsolidierung im Mobilfunkmarkt spricht und dass die möglichen Synergiegewinne aufgrund der Struktur dieses Marktes sehr hoch sind. Gleichzeitig zeigt sich aber auch, wie stark die kartellrechtlichen und nationalistischen Hindernisse in diesem Bereich sind. M.E. ist davon auszugehen, dass sich die wirtschaftliche Notwendigkeit zur Konsolidierung im Telekom-Sektor mittel- und langfristig gegenüber diesen Widerständen durchsetzen wird – Kostenreduktionen durch Konsolidierung sind nicht nur betriebswirtschaftlich eine absolute Notwendigkeit, sondern sind auch für Konsumenten positiv, da allein schon der Wettbewerb mit anderen Kommunikationsformen dazu führen wird, dass die Telekom-Anbieter einen Grossteil der Synergiegewinne in Form tieferer Preise an die Kunden weitergeben. Eine Monopolrendite dürfte sich daher auch bei einer Reduktion der Anbieterzahl nicht ergeben.

Die schweizerische Perspektive

In der Schweiz zeigen sich einige interessante Parallelen, aber auch starke Differenzen zur oben dargestellten Transaktion:

- **Konsolidierung im Mobilfunkbereich**
  Die Marktkräfte, welche zum Zusammenschluss von E-Plus und Telefónica Deutschland führten, existieren auch in der Schweiz. Dies war der Hintergrund für den im Jahr 2009 angekündigten Zusammenschluss von Sunrise und Orange. Genau wie bei der oben beschriebenen Übernahme von E-Plus durch Telefónica zeigte die Wettbewerbskommission im Verfahren nach Art. 9 KG aber Bedenken, weil durch den Zusammenschluss der beiden Unternehmen die Zahl der Wettbewerber im schweizerischen Mobilfunkmarkt zurückgehen und die Wettbewerbsintensität entsprechend abnehmen würde. Die Situation war dabei in der Schweiz allerdings noch etwas schwieriger als in Deutschland, da durch den geplanten Zusammenschluss von Sunrise und Orange nur noch zwei Telekomanbieter mit eigenen Netzen tätig gewesen wären – Sunrise / Orange einerseits und Swisscom andererseits, was nach Ansicht der Wettbewerbskommission nicht nur die Wettbewerbsintensität reduziert, sondern auch die Gefahr erhöht hätte, dass die verbleibenden Unternehmen bewusst auf Wettbewerb verzichten würden.
  Da auch in der Schweiz die Margen im Mobilfunk immer enger werden, wird sich in Zukunft wahrscheinlich wieder einmal die Frage nach einem Zusammenschluss von Sunrise und Orange stellen. Genau wie andere Fusionskontrollbehörden kann sich auch die schweizerische Wettbewerbskommission langfristig nicht der industriellen Logik versperren; ein durch die Fusion von Orange und Sunrise gestärkter Wettbewerber dürfte gegenüber Swisscom ein stärkerer Konkurrent sein als zwei kleinere Unternehmen, die zur Wahrung ihrer Marge weitgehend auf Wettbewerb verzichten müssen. Vielleicht gelangt die Wettbewerbskommission aber auch schon aufgrund des Wettbewerbsdrucks anderer Kommunikationsmittel früher zum Ergebnis, dass ein derartiger Zusammenschluss möglich ist oder dass der Wettbewerb dadurch aufrechterhalten werden kann, dass durch geeignete Auflagen Wiederverkäufern, die ohne Betrieb

[12] Neben der Beteiligung an KPN hat América Móvil auch eine Beteiligung von etwas über 20 % an Austria Telekom, kann aber diese aufgrund der Zusammensetzung des Aktionariats dieser Gesellschaft nicht zu einer Mehrheitsbeteiligung ausbauen, weshalb América Móvil bei dieser Gesellschaft keinen unternehmerischen Einfluss ausüben kann.

eines eigenen Netzes Mobilfunkdienstleistungen anbieten, der Zugang zum Markt gesichert wird[13].

- **Poison Pills in der Schweiz**
  Die Abwehrmassnahmen, die KPN bzw. die KPN Stiftung im oben geschilderten Fall trafen, sind in der Schweiz nicht möglich. Statutarische «Poison Pills» die zu einer derartigen Verwässerung der Stimmrechte der bestehenden Aktionäre führen, sind nach schweizerischem Aktienrecht von vorneherein nicht möglich, da eine entsprechende Optionsklausel in den Statuten den Vorschriften über Kapitalerhöhungen widersprechen und auch die Bestimmungen über Stimmrechtsaktien verletzen würde. Ein ähnliches Ergebnis könnte nur dadurch erreicht werden, dass ein bedingtes Kapital geschaffen wird, das sich aus Stimmrechtsaktien im Sinne von Art. 693 OR zusammensetzt. Auf der Basis dieses bedingten Kapitals könnte dann bei einer Unternehmensstiftung, die der KPN Stiftung ähnlich ist, eine Wandelanleihe platziert werden, die diesen das Recht gibt, bei einem Kontrollwechsel[14] die Anleihe in Stimmrechtsaktien zu wandeln, womit die Stimmrechte der übrigen Aktionäre so stark verwässert würden, dass eine Übernahme verunmöglicht würde. Einem derartigen Vorgehen sind allerdings schon rechtlich Grenzen gesetzt: Die Stiftung müsste 10 % des Kapitals der betreffenden Gesellschaft aufbringen, wenn sich die «Poison Pill» auf 50 % des Stimmrechts beziehen soll, da gemäss Art. 693 OR Stimmrechtsaktien einen Nennwert aufweisen müssen, der sich auf mindestens 10 % des Nennwerts der normalen Aktien beläuft[15]. Auch die Ausgabe einer derartigen Wandelanleihe wäre aber schwierig, da die übrigen Aktionäre gemäss Art. 653e OR bei der Emission dieser Wandelanleihe ein Vorwegzeichnungsrecht hätten und dieses kaum einer Stiftung überlassen würden, die nur das Ziel verfolgt, Übernahmen zu vermeiden. Eine derartige «Poison Pill», die dem KPN-Modell nahe kommt, kann aber m.E. vor allem aber deshalb nicht verwirklicht werden, weil der Kapitalmarkt derartige Konstruktionen nicht toleriert. Die Machtübernahme durch eine Stiftung, die dem Verwaltungsrat nahesteht, widerspricht den heutigen Corporate Governance Konzepten, in deren Mittelpunkt die Interessen des Aktionärs stehen, da diese «Poison Bill» letztlich nur dazu dient, Verwaltungsrat und Management der disziplinierten Wirkung[16] des Kapitalmarktes zu entziehen[17]. Daher wäre es kaum möglich bei einer Gesellschaft, die schon kotiert ist, nachträglich eine derartige Struktur zu schaffen. Bei der Neukotierung einer Gesellschaft im Rahmen eines IPOs könnte eine derartige Struktur dagegen nicht verwirklicht werden, da dies den Erfolg der Emission in Frage stellen würde.

- **Die Tendenz zu «freundlichen» Übernahmen**
  Wie in den Niederlanden besteht auch in der Schweiz eine gewisse Tendenz zu «freundlichen» Übernahmen, bei denen der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft mit dem Anbieter eine Transaktionsvereinbarung abschliesst und dann den Aktionären die Annahme des Angebots empfiehlt. In der Schweiz kann allerdings nicht von einer «ungeschriebenen Regel» gesprochen werden, da Übernahmen, die nicht vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft unterstützt werden, durchaus möglich sind und von der Übernahmekommission auch nicht schlechter behandelt werden als freundliche Übernahmen. Überdies zeigt die Erfahrung, dass auch in der Schweiz die meisten «freundlichen» Übernahmen nicht auf Freundschaft und Euphorie über einen möglichen Zusammenschluss zurückzuführen sind, sondern allein darauf, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einsieht, dass ein Widerstand nicht möglich ist und sich deshalb dazu entschliesst, eine Transaktionsvereinbarung abzuschliessen[18].

---

13 Wettbewerb entsteht ja auch dadurch, dass Wiederverkäufer eigene preisgünstige Angebote machen, wie z.B. Migros mit dem M-Budget Mobile, das auf dem Netz der Swisscom basiert oder Cablecom, die ihren Kunden Mobiletelefonie anbieten wird, die auf dem Netz von Orange aufbaut. Derartige Wettbewerber haben allerdings nur eine Chance, wenn durch geeignete Auflagen sichergestellt wird, dass sie die Dienstleistungen der Netzbetreiber günstig einkaufen können.

14 Z.B. wenn ein bestimmter Aktionär oder eine Gruppe von Aktionären mehr als 33,3 % der Aktien erwirbt.

15 10 % des Nominalkapitals ergeben bei zehnfacher Stimmkraft die gleiche Anzahl Stimmen wie das bisherige Kapital, so dass die Stimmrechtsaktien nach der Wandelung tatsächlich 50 % der gesamten Stimmen repräsentieren.

16 Zu Übernahmen kommt es ja vor allem auch dann, wenn es Verwaltungsrat und Management nicht gelingt, das Wertpotential eines Unternehmens auszuschöpfen. Ein potentieller Anbieter wird durch die Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert des Unternehmens und dem bei optimaler Führung möglichen Wert angezogen, da er davon ausgehen kann, dass er den Wert des Unternehmens durch eine verbesserte Führung steigern kann. Letztlich befindet sich auch die KPN in einer derartigen Situation: América Móvil konnte ja vor allem deshalb ein Angebot machen, weil der Aktienkurs aufgrund der Probleme von KPN sehr stark zurückgegangen war und sich trotz des Verkaufs von E-Plus nahe dem historischen Tiefpunkt befand.

17 Zur disziplinierenden Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle vgl. F. Easterbrook/D. Fischel «The proper role of a target's management in responding to a tender offer», in: Harvard Law Review 94 (1981), S. 1161 ff., S. 1169, welche die disziplinierende Wirkung wie folgt beschreiben: «*A tender bidding process polices management whether or not a tender offer occurs... replaces them if they stray too far from the services of the Shareholders*»; M. Ruffner, Reformbedarf des Aktienrechts, eine «Law and Economic»-Perspektive, SJZ 2005, S. 255; M. Kronenberg, «Der helvetische Unternehmenskontrollmarkt», Diss. St. Gallen 2005, S. 36, der auf S. 43 ff. sowie S. 65 ff. diverse Studien aufführt, welche den Disziplinierungseffekt bestätigen.

18 Wenn sich der Verwaltungsrat von KPN doch noch dazu entschliesst, mit América Móvil eine Transaktionsvereinbarung abzuschliessen und ein Angebot zu unterstützen, so wird dies nicht auch auf das plötzliche Aufflammen von Sympathie gegenüber América Môvil zurückzuführen sein, sondern nur auf die Einsicht, dass Widerstand in Anbetracht der Kapitalkraft von América Móvil langfristig unmöglich ist – dies ist auch der Beweggrund, der bei vielen

- **Die Gefahren «freundlicher» Übernahmen: Freundlich für wen?**

  Der Zug zu «freundlichen» Übernahmen birgt auch Gefahren, da «freundlich» im Übernahmerecht ja nur bedeutet, dass der Verwaltungsrat einer Übernahme zustimmt[19] – Aktionäre haben bezüglich Übernahmen dagegen häufig eine völlig andere Optik:

  Bei «freundlichen» Übernahmen besteht die Gefahr, dass sich der Anbieter darauf konzentriert, den Wünschen von Verwaltungsrat und Management der Zielgesellschaft nachzukommen, d.h. diesen Vorteile zuzuführen und dafür weniger danach trachtet, mit einem möglichst hohen Angebotspreis die Aktionäre zu überzeugen. Auf diese Weise verschieben sich die Ressourcen des Anbieters zu Ungunsten der Aktionäre in die Richtung von Management und Verwaltungsrat[20].

  Gerade wenn sich der Anbieter darauf konzentriert, die Wünsche von Verwaltungsrat und Management zu erfüllen und deshalb ein sehr enges Verhältnis zwischen Anbieter und Zielgesellschaft besteht, versagt letztlich auch das im Übernahmerecht vorgesehene Verfahren, da dieses vor der Übernahmekommission nicht mehr kontradiktorisch zwischen Anbieter und Zielgesellschaft geführt wird, sondern die Parteien zusammenwirken, um die gemeinsamen Interessen durchzusetzen. Zu diesem Zweck können sie auch die Prüfstelle instrumentalisieren, da diese nicht nur vom Anbieter bezahlt, sondern auch von diesem instruiert wird und alle Informationen vom Anbieter erhält. Deshalb nimmt die Prüfstelle im Allgemeinen auch keine kritische Haltung gegenüber dem Angebot mehr ein, wenn sie aufgrund der engen Zusammenarbeit von Anbieter und Zielgesellschaft weiss, dass sie auch keinerlei Kritik von der Zielgesellschaft zu erwarten hat. Die Übernahmekommission nimmt in derartigen Situationen meist eine sehr passive Rolle ein, da sie keinerlei Neigung hat, die Feststellungen der Prüfstelle kritisch zu beurteilen – gerade bei der Bewertung von Leistungen, die der Anbieter den Managern, Verwaltungsräten oder Mehrheitsaktionären erbringt und der Bewertung der Gegenleistungen dieser Personen, welche die Vorzugsbehandlung rechtfertigen sollen, haben Prüfstellen einen geradezu extremen Freiheitsraum, den sie konsequent zugunsten der von ihnen vertretenen Interessen ausnützen können, ohne dass die Übernahmekommission einschreiten würde[21]. Minderheitsaktionäre können in dieser Situation kaum wirksam in das Verfahren eingreifen, da diese nur gerade 5 Börsentage[22] Zeit haben, um nach Veröffentlichung der ersten Verfügung gemäss Art. 69 Abs. 5 UEV Akteneinsicht zu nehmen und eine Beschwerde einzureichen und überdies auch bei einer relativ geringen Beteiligung das volle Kostenrisiko des Verfahrens tragen.

  Freundliche Übernahmen sind aber auch für Anbieter problematisch. Feindliche Übernahmen sind für den Anbieter wirtschaftlich häufig erfolgreicher als freundliche Übernahmen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Anbieter nach einer feindlichen Übernahme die Integration konsequent vorantreiben kann, während er bei einer freundlichen Übernahme durch die Zugeständnisse, die er den Stakeholdern der Zielgesellschaft machen musste, an der Integration und der konsequenten Realisierung von Synergien gehindert wird.

Übernahmen in der Schweiz dazu geführt hat, dass Transaktionsvereinbarungen abgeschlossen werden. Der Begriff «freundlich» ist bei Übernahmen in diesem Sinne oft etwas euphemistisch. «Resigniert» wäre oft angemessener; vgl. KRONENBERG, a.a.O., S. 92; M. GLATTHAAR, Der Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Diss. Zürich, 2007, S. 19 f.

19 N. EPPER, Die freundliche öffentliche Übernahme, Diss. Bern 2008, S. 12 f.

20 Dies zeigte sich deutlich im Fall Quadrant, wo Mitsubishi Plastics dem Management Team gemäss dem Bericht der Prüfstelle finanzielle Leistungen im Wert von insgesamt CHF 28–36 Mio. zuführte, damit sie die betreffenden Personen von der Transaktion überzeugen konnte. Vgl. Verfügung der Übernahmekommission vom 13. Dezember 2012 i.S. Quadrant und Bericht der von Keppler Capital Market (Prüfstelle) vom 9. Oktober 2012 (www.takeover.ch).

21 Im oben zitierten Fall von Quadrant stellte die Prüfstelle fest, dass die Leistungen des Anbieters an das Management Team einerseits durch die Erfahrung des Managements aufgewogen wurde (sie bewertete diese mit CHF 7 Mio. bis 15 Mio.), wobei die Bewertung auf Gewinnen basierte, welche das Management Team in den vorangegangenen Jahren jeweils mit Optionen erzielt hatte, die ausdrücklich nicht Teil der Entschädigung des Managements waren. Überdies bewertete sie ein zweiseitiges Vorkaufsrecht, das sich Management Team und Anbieterin an gewissen Aktien eingeräumt hatten, als einseitige Leistung des Managements an die Anbieterin und mass diesem einen Mindestwert von CHF 25 Mio. bis 32 Mio. zu, was bis zu 125 % über dem Wert der Aktien lag, auf die sich das Vorkaufsrecht bezog – die Übernahmekommission schützte diese Bewertungen in der Verfügung 410/05 vom 13. Dezember 2012 ausdrücklich (vgl. S. 15 und 24 der Verfügung 410/05 vom 13. Dezember 2012 www.takeover.ch).

22 Art. 33c BEHG und Art. 58 UEV.