

## Analyse

# „Schwarze Raider“: Feindliche Übernahmen in der russischen Wirtschaft

Von Alexander Tschepurenko, Higher School of Economics, Moskau

## Zusammenfassung

Fusionen und Übernahmen haben in den letzten Jahren auch in Russland im Rahmen der Konsolidierung und Internationalisierung der Wirtschaft des Landes zunehmend an Bedeutung gewonnen. Die meisten dieser Deals vollziehen sich relativ friedlich und gemäß der geltenden Gesetze. Allerdings werden ca. 10% der Fälle als feindliche Übernahmen charakterisiert, bei denen im russischen Kontext häufig illegale Methoden zur Anwendung kommen. Zu den Methoden der ‚schwarzen Raider‘ gehört u.a. der Aktiendiebstahl, z.B. durch Kontrolle der Registrierungsinstanzen oder durch Scheinbuchungen und Transaktionen in den Geschäftsbüchern. Zentral ist die Kooperation mit korrupten Staatsorganen. Die wirtschaftliche Funktion der schwarzen Raider ist ambivalent. Einerseits zerstören sie rentable Unternehmen im kurzfristigen Gewinninteresse, andererseits übernehmen sie aber auch von alten Managern kontrollierte Unternehmen, um deren Effizienz zu steigern. Damit helfen sie, eine institutionelle Falle der ersten Privatisierungsphase zu verlassen.

## Einleitung

Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions – M&A) haben in den letzten Jahren auch in Russland im Rahmen der Konsolidierung und Internationalisierung der Wirtschaft des Landes zunehmend an Bedeutung gewonnen. Letztes Jahr gehörte Russland bereits erstmals zu den zehn größten Märkten für M&A, wie Grafik 1 auf Seite 6 zeigt.

„Raidertum“ ist üblicherweise einer der Mechanismen des M&A-Prozesses. Dieser Prozess begleitet die Entwicklung der modernen Marktwirtschaft überall. Er ist meist damit verbunden, dass eine Offerte entweder an Topmanager oder an Klein- und Minderheits-Aktionäre einer Firma über die Köpfe der Topmanager hinweg gemacht wird (letzteres wird als feindliche Übernahme charakterisiert), um die eigene Vertretung in den obersten Gremien der Firma zu sichern. Diese wird zur Durchführung von Übernahmen bzw. zum Verkauf von wichtigen Teilbereichen des Geschäfts an Dritte gebraucht. Der Wert der M&A in Russland stieg im Jahre 2005 auf über 30 Mrd. US-Dollar und im Jahre 2006 dann auf rund 100 Mrd. US-Dollar. Tabelle 2 auf Seite 7 zeigt die größten Geschäfte dieser Art.

Die meisten dieser Deals vollziehen sich relativ friedlich und gemäß der geltenden Gesetze und üblichen Geschäftsnormen. Allerdings werden ca. 10% der Fälle (mit einem Anteil von ca. 5% am wertmässigen Umfang der M&A) als feindliche Übernahmen charakterisiert, über die Tabelle 1 auf Seite 6 einen Überblick gibt. Davon entfiel fast die Hälfte auf ‚schwarze Raider‘.

## „Schwarzes Raidertum“

Der wirtschaftliche Zweck der Raider-Tätigkeit besteht im Erwerb des Mehrwerts zwischen dem

Aktienwert und dem Wert des Sachvermögens, vor allem der Immobilien der Firma. Geht es der Firma finanziell schlecht, entsteht oft eine Situation, in der der Erwerb des Immobilienbesitzes des Unternehmens sehr viel teurer wäre als der des Aktien-Kontrollpaketes. Nach Erwerb des Aktien-Kontrollpaketes erhält der Raider die Möglichkeit, gegen den Willen der Manager und der ehemaligen Großaktionäre Entscheidungen zu treffen, u.a. über den Verkauf der Immobilien. Dadurch werden beträchtliche Summen erwirtschaftet.

In Russland und anderen GUS-Staaten weist dieser Prozess spezifische Merkmale auf: (a) es handelt sich meistens um eine *feindliche* Übernahme, (b) betroffen sind nicht unbedingt nur schwache Firmen, sondern auch solche, die profitabel sind, (c) die Übernahme wird nicht öffentlich, im Einklang mit geltendem Recht, sondern mithilfe rechtswidriger Praktiken ausgeübt (Betrug, Nutzung der Untreue der Manager, Fälschung von Papieren, Aktionärsbüchern etc.), d.h. also unter Einbeziehung der Dienstleistungen von so genannten ‚schwarzen Raidern‘, (d) solche Übernahmen wären ohne Lücken in der Gesetzgebung und/oder Korruption in Gerichtshöfen und Rechtsschutzorganen nicht möglich.

Zu den Methoden der ‚schwarzen Raider‘ gehört u.a. der Aktiendiebstahl, z.B. durch Kontrolle der Registrierungsinstanzen oder durch Scheinbuchungen und Transaktionen in den Geschäftsbüchern sowie sonstige Betrugsmethoden. Die Methoden sind oft sehr einfach. Im Tscheljabinsker Gebiet gab es z.B. einen Fall, wo der Registrierungsbehörde eine Festplatte zur „Überprüfung“ entwendet wurde. Als diese zurück kam, hatte die ‚Magnitogorsker Stahl‘ AG bereits eine andere Aktionärsliste. Die meisten Aktien der russischen Aktiengesellschaften existieren

per Gesetzesvorgabe nicht auf Papier, sondern sind lediglich als Datei gespeichert. Insofern ist es relativ einfach die Zusammensetzung der Aktionäre virtuell zu ändern, es bedarf lediglich einiger IT-Kenntnisse.

Nachdem sie sich so die Mehrheit der Stimmen sichern, berufen die Raider Aktionärsversammlungen ein, organisieren die Wahl von neuen Unternehmensgremien und leiten die Umstrukturierung oder den Verkauf von Unternehmensbesitz ein. In der Regel gelten vor allem unterbewertete Immobilien und sonstige Aktiva (z.B. Warenmarken) als Hauptziel. Die Gewinnrate von Raidern in Russland beträgt dabei laut Expertenschätzungen bis zu 1.000 %.

Den Impuls, um unterbewertete Immobilien mit allen Mitteln zu kämpfen, schafft vor allem die Immobilienpreissteigerung in den beiden russischen Metropolen Moskau und St. Petersburg sowie in weiteren Großstädten. Die Wertsteigerung von gewerblichen Immobilien betrug in den letzten Jahren mehrere Dutzend Prozent jährlich. Dies war bestimmt sehr viel mehr als die Profitsteigerung im regulären Geschäft der produzierenden Unternehmen. Die Gründe dafür sind auf der Angebotsseite eine immer noch defizitäre Lage am Immobilienmarkt, langwierige Prozeduren in der Bauwirtschaft (über 2 Jahre sind in der Regel notwendig, um alle juristischen Formalitäten vor dem Beginn eines großen Bauprojekts zu erledigen), hohe administrative Eintrittsbarrieren auf diesem Markt usw. Auf der Nachfrageseite ist vor allem ein Mangel an gewinnbringenden Investmentprojekten zu nennen, was in dem immer noch bürokratisch überregulierten Geschäftsklima kaum wundern kann.

Typische Beispiele für den Kampf um Immobilienbesitz sind die Übernahmen von zwei großen Moskauer Forschungsinstitutionen, des größten Projektinstituts in der Metallurgie ‚Gipromes‘ und des Forschungsinstituts der Reifenindustrie (NIISChP). Beide wurden von Raidern unter Nutzung krimineller Techniken des Aktien- und Immobiliendiebstahls angegriffen. Trotz juristischer Verfolgung der Initiatoren dieser beiden Deals blieb z.B. der Immobilienkomplex von NIISChP, übernommen im August 2004, bis Anfang Herbst 2006 unter Kontrolle der Raider, die Eigentümer und das Management hatten keinen Zutritt zum Territorium des Instituts.

Das Raidertum kann als eine Wachstumskrankheit der russischen Wirtschaft angesehen werden, wobei deren Höhepunkt, zumindest in den beiden Metropolen, offensichtlich überschritten ist. So wurden in Moskau 2004 insgesamt 177 mutmaßlich von Raidern initiierte Konflikte, einschließlich gewaltsamer Betriebsübernahmen registriert, im Jahr 2005 waren es 117, in der ersten Hälfte 2006 lediglich 49.

Größtenteils ist dies damit verbunden, dass unter dem Druck von Geschäftskreisen die Rechtsschutzorgane zielstrebigere Verfahren einleiten und die Raider verfolgen: allein in Moskau standen Anfang 2006 insgesamt 120 Personen unter Anklage, in St. Petersburg ca. 80. Trotzdem bleibt aber das Ausmaß dieser Erscheinung bedeutend: Mitte 2006 waren in Russland ca. 60 offene Konflikte verzeichnet, wobei es sich um Aktiva im Wert von über 3,5 Mrd. US-Dollar handelte.

### Strategien der Raider

Wo kommen die Raider her? Gemäß dem besten Kenner der Szene, Juri Borisov, sind es Leute, die bis ca. 2002/2003 im Auftrag von Oligarchen-Holdings deren Aktiva durch Übernahmen von kleineren oder weniger erfolgreichen Firmen vergrößert haben. Mittlerweile besteht die Hauptaufgabe der Oligarchen-Holdings aber nicht mehr so sehr in einer weiteren Expansion, sondern eher darin, die bereits aufgebauten Imperien zu konsolidieren. Dazu braucht man Manager, nicht aber Spezialisten für feindliche Übernahmen.

So wurden Hunderte von hochqualifizierten Juristen, Ökonomen, Wirtschaftsprüfern sowie PR- und GR-Fachleute, die sich auf M&A spezialisiert hatten, zu Raidern. Sie waren gezwungen, ihre teuren Dienstleistungen auf dem Markt anzubieten. Gemäß den Angaben der Zeitschrift „Slijanija i pogloshenija“ gibt es in Russland derzeit 172 Raider-Teams.

Der Unterschied der jetzigen Raider-Affären zu den großen Umverteilungskämpfen der Oligarchen-Holdings Mitte der 1990er Jahre besteht hauptsächlich im Umfang der dazu notwendigen Finanzmittel. Ein durchschnittliches Raider-Budget beträgt heute ca. 1,5 bis 2 Mio. US-Dollar, so viel oder mehr wurde Mitte/Ende der 1990er allein in PR-Maßnahmen investiert. Ein anderer Unterschied ist nicht weniger bedeutend: die Oligarchen haben um die Vermehrung des eigenen Besitzes gekämpft, die Raider sind dagegen Dienstleister, sie versuchen potentielle Abnehmer zu finden und starten dann die Aktion für den Auftraggeber.

Eine der wichtigsten Ursachen des Erfolgs der ‚schwarzen Raider‘ ist die Korruption der Mitarbeiter der Rechtsschutzorgane. Einen gewichtigen Teil eines üblichen Raider-Projektetats machen Schmiergelder an Richter und Entscheidungsträger in Rechtsschutzorganen aus. Dabei spielen die staatlichen ‚Siloviki‘ oft die Rolle von Initiatoren von Raider-Attacken. Deshalb ist es nicht verwunderlich, dass Unternehmer, welche zum Objekt der Raider-Attacke geworden sind, oft nicht bereit sind, sich mit einer Beschwerde an die Rechtsschutzorgane zu wenden. Da viele von ihnen selbst genug ‚Leichen im Keller‘ haben und da die Eigentumsstruktur wenig transparent ist,

befürchten sie, dass eine solche Beschwerde lediglich dazu führt, dass statt der ‚schwarzen Raider‘ Vertreter der Staatsgewalt auf sie aufmerksam werden. Dabei könnten dann die Eigeninteressen der Staatsdiener zu Interessen des Gemeinwohls deklariert werden.

2005 und 2006 waren durch die Dominanz der ‚Rechtsschutz-Ressource‘ gekennzeichnet. In jedem der Konflikte nahmen, sowohl auf der Seite des Angreifers als auch des Angegriffenen, Vertreter der Rechtsschutzorgane teil. Auf beidseitige Initiative wurden mehrere Anklagen erhoben, wobei die Rechtsschutzorgane diese Konflikte als Gegenstand des eigenen Interesses betrachteten.

### Abwehrstrategien

Eine effiziente Methode gegen die ‚schwarzen Raider‘ zu entwickeln heißt also, das Geschäft transparent und legal zu betreiben: keine „schwarzen Kassen“, keine dubiosen Konten bei Topmanagern etc. Solche Beispiele gibt es nunmehr auch in Russland! Der Moskauer Betrieb „Vodopribor“ ist binnen 4 Jahren 42 Mal von Raidern attackiert worden, da die Eigentumsstruktur die Tätigkeit von Raidern sehr begünstigt, die Aktien sind weit gestreut. Allerdings gelang es den Raidern nicht, die Abwehr der Manager zu durchbrechen, weil diese ihr Geschäft völlig legal und unter Berücksichtigung der Interessen von Aktionären und Kunden betrieben.

Eine andere Abwehrstrategie gegen ‚schwarze Raider‘ besteht in guten Kontakten zu staatlichen Strukturen. Wenn staatliche Organe plötzlich nach Informationen über Firmen fragen, ist dies als Warnsignal zu verstehen. Um aber ein solches Signal rechtzeitig zu erhalten, braucht die Firma „Freundschaftsbeziehungen“ zu Steuerbehörden, Register-Institutionen, der Miliz etc., mit allen also, die solche Signale als erste bekommen und frühzeitig an das Firmenmanagement weitergeben können. In dieser frühen Phase kann das Unternehmen z.B. eigene Aktien aufkaufen oder diese in Treuhandverwaltung übergeben, damit sie nicht willkürlichen aufgekauft oder beschlagnahmt werden können. Weiterhin kann ein Unternehmen zum Schutz vor Raidern alle Immobiliengeschäfte blockieren, die Steuerorgane benachrichtigen, sie mögen Dritten keine Informationen über die Firma verfügbar machen, oder auch die Wirtschafts-Rechtsschutzorgane einschalten. Dadurch kann unter Umständen eine feindliche Übernahme durch ‚schwarze Raider‘ abgewehrt werden.

Selbstverständlich ist eine solche Abwehrkampagne ziemlich aufwändig und bedarf gut funktionierender Vertrauensverhältnisse zu unterschiedlichen – oft auf dem Markt der M&A gegenseitig konkur-

rierenden – staatlichen Behörden und einzelnen Entscheidungsträgern. Deswegen werden immer öfter die ‚schwarzen Raider‘ selbst eingeschaltet, um einer Raider-Attacke zu widerstehen. Mit der wachsenden Attraktivität der ‚schwarzen Raider‘ als gewinnbringende Tätigkeit ist die Konkurrenz auf diesem Markt gegen Mitte der 2000er Jahre immens gestiegen. Unter Berücksichtigung des Drucks seitens der oberen Staatsgremien und der sinkenden Rentabilität haben sich manche Vertreter des Markts entschlossen, sich als Bekämpfer der ‚schwarzen Raider‘ zu profilieren.

Üblicherweise versucht der Verteidiger mithilfe einer künstlich erzeugten Verschuldung der Firma, diese für eine feindliche Übernahme weniger attraktiv zu machen. Hat der ‚schwarze Raider‘ bereits ein Aktienpaket akkumuliert, startet man eine zusätzliche Aktienemission und kauft das zusätzliche Aktienpaket selbst, um möglichst Stimmrechte zu konsolidieren. Aber um zu garantieren, dass die Firma nicht erneut angegriffen wird, muß der Verteidiger das bereits aufgekaufte Aktienpaket unbedingt zurückkaufen.

Die Honorare der Verteidiger hängen von dem Angriffsstadium und der Kompliziertheit der Situation ab. Nach Experteneinschätzungen machen diese üblicherweise 5–20% des Marktwerts der angegriffenen Firma aus. Am teuersten wird die Abwehrkampagne, wenn der Raider bereits die Generaldirektoren und das Management ausgewechselt hat, in solchen Fällen kann der Abwehrkampf über 1 Jahr dauern und bis zu 50% des Marktwertes kosten. An die Raider werden Vorschüsse in Höhe von ca. 30.000 bis 50.000 US-Dollar gezahlt. PR-Maßnahmen und ‚richtige‘ Beschlüsse des Gerichtshofs werden extra bezahlt. Immer öfter wird die Belohnung in letzter Zeit nicht in Geldform, sondern in Form von Aktiva verlangt. Dies hat u.a. damit zu tun, dass die Verteidiger ihr Geschäft immer häufiger zur Gründung von eigenen kleinen Holdings auszunutzen versuchen.

Ein Beispiel für die fragwürdige Rolle staatlicher Behörden ist der Fall des Chemiekombinats „Togliattiazot“, das seit einigen Jahren unter dem Druck der ‚schwarzen Raider‘ steht. Merkwürdigerweise wurden die Attacken ihrerseits praktisch zur gleichen Zeit gestartet, als eine Anklage seitens Rosimushestvo, der staatlichen russischen Treuhand, an das Schiedsgericht des Gebiets Samara erhoben wurde. Rosimushestvo forderte, den Tausch von 6,1% der Aktien von „Togliattiazot“ gegen 51% der Aktien der „Transmiamiak“ AG, welcher Mitte der 1990er Jahre stattgefunden hat, zu annullieren. Dabei hatte Rosimushestvo bis dahin keine Einwände gegen den Privatisierungsprozess von „Togliattiazot“, es gibt sogar einen Sonderbeschluß der Regierung bezüglich

des Aktientausches zwischen den beiden Firmen, worin diese Transaktion gebilligt worden ist.

Trotzdem unterstützte das Schiedsgericht des Gebiets Samara die Anklage von Rosimushestvo. Im Laufe dieses Streites, welcher mehrmals durch Entscheidungen der oberen Gerichtsorgane zugunsten von „Togliattiazot“ korrigiert wurde, hat das Kombinat seit 2004 mehrmals unter Strafen und sonstigen Sanktionen gelitten. Dabei wurden unter anderem stimmberechtigte Aktien von staatlichen Behörden konfisziert. Es ist klar, daß unter solchen Umständen die Abwehrmöglichkeit des Kombinats gegen die Raider geschwächt wurden.

Die seit der Privatisierung bestehende lückenhafte rechtliche Legitimität der meisten großen und mittleren Unternehmen in Russland ist ein guter Nährboden für die Entwicklung des Raidertums. Doch auch die in der geltenden Gesetzgebung vorgesehenen Prozeduren erleichtern sowohl die Greenmail-Praxis als auch das Raidertum. So reicht z.B. eine einzige Aktie aus, um Information über die AG und deren Aktionäre zu bekommen (laut Art. 91 des Föderalen Gesetzes über die AG, Art. 8 des Föderalen Gesetzes über den Wertpapiermarkt) oder Einspruch gegen die Entscheidungen der Exekutivorgane der AG oder die von ihnen bewilligte Transaktionen einzuleiten, sowie gegen die Leiter der AG vor Gericht zu gehen. Auch kann ein Inhaber von 1% der Aktien gegen Topmanager, Vorstandsmitglieder oder Mitglieder des Direktorenrats vor dem Schiedsgericht eine Anklage initiieren, mit der Forderung nach Entschädigung für den Verlust, welcher durch deren Handlungen oder unterbliebene Handlungen entstanden ist (Art. 71 des Föderalen Gesetzes über die AG).

Es besteht kein Zweifel, dass diese formal demokratischen Regelungen die leitenden Gremien der AG bei Angriffen der Raider verwundbar machen. Es hat die Geschäftslobby mehrere Jahre gekostet, bis am 01.07.2006 schließlich Korrekturen zum Föderalen Gesetz über die AG eingebracht waren, welche die Raider-Chancen minimieren sollen. Die Neufassung des Gesetzes erlaubt es, Aktien von Minderheits-Aktionären ohne deren Zustimmung zu kaufen, wenn diese unter 5% der Aktien der betreffenden AG kontrollieren.

## Resümee

Das „schwarze Raidertum“ ist als Teil eines komplexen Prozesses zu verstehen, nämlich der Kon-

solidierung und wirklichen Markterschließung vieler Unternehmen, die sich in Russland während der Privatisierung zwar in Aktiengesellschaften wandelten, aber nicht im eigentlichen Sinne privatisiert wurden, da die Kontrolle an Firmeninsider, insbesondere an das Management, ging. Der Unterschied dieser Form der Insider-Kontrolle zu privaten Unternehmen, die vom Eigentümer selbst verwaltet werden, besteht darin, dass in diesen Unternehmen den wirklichen Insidern nur Bruchteile der Aktien gehören, wobei aber jegliche Versuche einer effizienten „Einmischung von außen“, sei es von Investoren oder Hausbanken, abgewehrt werden.

Daraus ist einer der derzeit in der russischen Presse verbreiteten Mythen entstanden: Raider sind demnach die ‚Sanitäter‘, welche helfen, schlecht geführte ineffiziente Unternehmen in gute Hände zu überführen. Diese These vertreten auch die PR-Macher der Raider selbst. Das stimmt nicht, denn oft werden ausgerechnet rentable und erfolgreiche Unternehmen zum Ziel der ‚schwarzen Raider‘.

Eine entgegengesetzte Vorstellung (auch ein Mythos, der von potentiellen oder aktuellen Opfern verbreitet wird) besteht darin, dass die ‚schwarzen Raider‘ nie an einer effizienten Weiterführung des Geschäfts, sondern lediglich am einmaligen Verkaufsgewinn der übernommenen Aktiva und Rechte interessiert wären. Eine effiziente Verwaltung der feindlich übernommenen Firma seitens der Raider oder deren Auftraggeber ist durchaus möglich, allerdings nur, wenn durch die Übernahme keine spekulativen, sondern strategische Ziele realisiert wurden, das heißt Vervollkommen der horizontalen oder vertikalen Struktur einer Holding etc.

Der Staat, welcher einst das russische Privatisierungsmodell ins Leben gerufen hat (wohl unter sehr vielen Systemeinschränkungen und unter Zeitdruck), hat die Herausbildung der gegenwärtigen Eigentumsformen mitverantworten – somit auch die Methoden der (notfalls widerrechtlichen) Überwindung der als Folge entstandenen institutionellen Sackgassen. Darüber hinaus ist es nur mit Hilfe der Staatsdiener – welche den Aktivitäten von ‚schwarzen Raidern‘ Rückendeckung sichern und Informationsressourcen zur Verfügung stellen – möglich, dass Attacken mit semilegalen Techniken effizienter als andere – rechtmäßige – Methoden der M&A sind.

### Über den Autoren:

Prof. Dr. Alexander Tschepurenko ist Dekan der Soziologischen Fakultät der State University – Higher School of Economics in Moskau.

### Lesetipp:

Eine ausführliche Fassung des Beitrages erscheint im Sommer in: Heiko Pleines (Hg.): Corporate Governance in post-sozialistischen Volkswirtschaften, Ibidem-Verlag (Stuttgart) 2007