

# Zähne gezeitigt

*Shareholder Activism: einen Milliarden-Konzern zum Einlenken gebracht*

Von Roland Klaus\*

*Der ganze Ärger begann mit einer unscheinbaren Unternehmensmeldung im August 2010. Zwei der drei Aufsichtsräte der Intershop Communications seien auf Druck des amerikanischen Großaktionärs zurückgetreten, hieß es. Jener Jenaer Intershop AG, von der viele Börsianer erstaunt fragen: „Gibt es die überhaupt noch?“ Ja, es gibt ihn noch, den ehemaligen Highflyer des Neuen Marktes. Zwar mit reichlich zerfleddertem Aktienkurs, aber dafür wirtschaftlich gesundet. In der Spitze mehr als 10 Mrd. EUR groß, ist die Marktkapitalisierung mittlerweile auf rund 65 Mio. EUR zusammengeschnürt. Dafür ist das Unternehmen seit drei Jahren nachhaltig profitabel, hat einen ordentlichen Batzen Bargeld auf dem Bankkonto und stellt laut Experten immer noch eines der weltweit besten Programme für den Betrieb von Online-Shops her.*

Alles in allem eine Konstellation, die das amerikanische E-Commerce-Unternehmen GSI (Börsenkürzel: GSIC) Anfang 2010 zu einer Beteiligung an Intershop veranlasste. Von einer Investorengruppe übernahmen die Amerikaner, die mit einer Marktkapitalisierung von rund 2 Mrd. USD an der Nasdaq notieren, 10% der Aktien. Ein Schritt mit strategischen Hintergedanken. Denn GSI ist ein sogenannter Komplett-Dienstleister. Für große Kunden wie Toys“R“Us, Adidas oder die wichtigsten amerikanischen Profisport-Ligen NFL, NBA und MLB übernimmt GSI nicht nur den Betrieb der Online-Shops, sondern gleichzeitig das Marketing, die Logistik und Warenhaltung sowie die Zahlungsabwicklung. Wer also das Shirt seines Lieblings-Footballers im Internet bestellt, kauft bei GSI. Das Problem war allerdings, dass das Herzstück eines solchen Prozesses, die Shopsoftware, den immer anspruchsvollen Wünschen der Kunden nach Performance und Internationalität nicht standhielt. Ersatz musste her. GSI suchte und fand Ersatz: in Jena.

## GSI greift nach mehr ...

Zeitgleich mit dem Einstieg bei Intershop begann eine Zusammenarbeit, die die Software von Intershop auf die Bedürfnisse von GSI zuschneiden sollte. Innerhalb weniger Monate wurde GSI zum größten Kunden und Entwicklungspartner. Weil die Kunden der Amerikaner auf eine leistungsfähige Softwarelösung drängten, wollte GSI nichts dem Zufall überlassen. Mit Hilfe zweier Kapitalerhöhungen und mittels Abgabe durch weitere Aktionäre erhöhte man



Roland Klaus

die Beteiligung auf 27%. Eine Größe, die die Kontrolle über die Gesellschaft versprach. Denn nach dem Ausstieg von Gründer Stephan Schambach hatte Intershop keinen dominanten Aktionär mehr. Die Aktien verteilten sich auf viele Zehntausend Anleger, die meisten von ihnen private Kleinanleger. Die Präsenz auf den Hauptversammlungen der zurückliegenden Jahre bewegte sich im Bereich von 30%. GSI konnte sich also sicher fühlen.

## ... und wird ungemütlich

Möglicherweise fühlten sich die Amerikaner aber auch einfach nur zu sicher. Im Sommer 2010 begannen sie damit, den Aufsichtsrat von Intershop, der aus einem GSI-Manager und zwei unabhängigen Kandidaten der freien Aktionäre bestand, unter Druck zu setzen: GSI-Projekte sollten Vorrang haben. Kosten in siebenstelliger Höhe sollten von Intershop als eigene Forschung und Entwicklung verbucht werden, anstatt sie GSI als Kunden in Rechnung zu stellen, so war zu hören. Bei den beiden unabhängigen Aufsichtsratskandidaten, selbst gestandene IT-Unternehmer, bissen die Amerikaner auf Granit. Bernhard Wöbker und Peter Georg Baron von der Howen wiesen die Begehlichkeiten ab. So lange, bis ihnen ein

\*) Roland Klaus ist Finanzjournalist und langjähriger Aktionär von Intershop. Er war Stimmrechtsvertreter der Initiative von Intershop-Aktionären ([www.hv-initiative.de](http://www.hv-initiative.de)) und vertrat auf der vergangenen Hauptversammlung mehr als 15% der Stimmen von rund 500 Aktionären.

Verlangen von GSI auf eine außerordentliche Hauptversammlung auf den Tisch flatterte. Einziger Tagesordnungspunkt: die Abwahl der beiden missliebigen Aufsichtsräte.

### Freie Bahn nach AR-Rücktritten?

Da der Verlust des Amtes zu diesem Zeitpunkt nur Formsache gewesen wäre, traten Wöbker und von der Howen zurück – der Aufsichtsrat musste durch das Amtsgericht Jena komplettiert werden. Wer allerdings gedacht hatte, dass GSI damit freie Bahn habe, sah sich getäuscht. Denn das Vorgehen der Amerikaner hatte den Ehrgeiz einiger langjähriger Intershop-Aktionäre geweckt. Sie nominierten für das gerichtliche Bestellungsverfahren zwei Hochkaräter als Kandidaten für den Aufsichtsrat: Herbert May, ehemaliger Vorstand der Deutschen Telekom, und Günter Lorenz, Ex-Vorstand von BMW, bewarben sich. Auf der Gegenseite fühlte sich GSI wohl seiner Sache sehr sicher. Beraten von der Frankfurter Vertretung von Skadden, nominierte man zwei Top-Manager des Großaktionärs für die beiden Aufsichtsratsposten: Finanzvorstand Michael Conn und Personalchef James Flanagan.

### Abgeblitzt

Damit wäre wohl ein Novum in der deutschen Börsengeschichte geschaffen worden: Ein Aufsichtsrat einer deutschen börsennotierten AG, besetzt ausschließlich mit (des Deutschen unkundigen) Vertretern eines Minderheitsaktionärs, der gleichzeitig größter Kunde und



wichtigster Entwicklungspartner ist – und dessen Interessen ganz offenbar mit jenen des Streubesitzes „kollidierten“. Auf diese Tatsachen wiesen auch die Schreiben mehrerer Dutzend Aktionäre das Amtsgericht Jena hin. Die zuständige Richterin zeigte sich konsequent. Trotz Drucks der Anwälte des Großaktionärs, die unverhohlen mit der Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung drohten, bestellte sie im Oktober 2010 May und Lorenz zu Aufsichtsräten und ließ die GSI-Kandidaten abblitzen. Im Begründungsschreiben heißt es dazu: „Die Herren Conn und Flanagan sind [...] bei einem wichtigen Kunden der Gesellschaft tätig. Hieraus können sich naturgemäß erhebliche Interessenkonflikte ergeben.“

### Generalmobilmachung

Wenige Tage nach dieser Entscheidung machte GSI seine Ankündigung wahr und verlangte nach einer außerordentlichen Hauptversammlung. Ziel: die Abwahl der gerade erst gerichtlich bestellten Aufsichtsräte May und Lorenz. Was folgte, hatten die Amerikaner trotz ihrer Schlappe vor Gericht wohl nicht erwartet: Der Streubesitz war nun erst so richtig aufgestachelt. Ohnehin kannte sich ein harter Kern der privaten Intershop-Aktionäre von etlichen Hauptversammlungen persönlich und führte angeregte Diskussionen in einem Internetforum. Die Mobilmachung wurde dadurch erleichtert: Innerhalb weniger Tage wurde eine Website ([www.hv-initiative.de](http://www.hv-initiative.de)) präsentiert, auf der zur Stimmrechtübertragung aufgerufen und entsprechende Vollmachten und detaillierte Handlungsanweisungen zur Verfügung gestellt wurden. Mit Hilfe des erfahrenen



Aktienrechtlers Prof. Klaus Steiner (Heidelberg) reichte die Initiative Gegenanträge ein. Ziel: die gerichtlich bestellten Aufsichtsräte May und Lorenz im Amt zu halten. Außerdem stellte die Initiative einen Antrag auf Sonderprüfung: Diese sollte das Verhalten von GSI unter die Lupe nehmen (nachzulesen im elektronischen Bundesanzeiger vom 19. November 2010).

### Öffentliches Interesse springt an

Auch die Medien sprangen auf die David-gegen-Goliath-Geschichte an: Binnen weniger Tagen berichteten nicht nur die lokalen Zeitungen in Thüringen, sondern auch bundesweite Blätter wie Handelsblatt, Wirtschaftswoche, Börsen-Zeitung, Börse Online, Euro am Sonntag und Der Aktionär ausführlich und zumeist mit offen zur Schau gestellter Sympathie für die Kleinaktionäre. Fast immer wurde dabei auf die Website der Initiative hingewiesen, die sich zum Dreh- und Angelpunkt für die Stimmübertragung entwickelte. Immerhin galt es einen Streubesitz zu aktivieren, der zwar rund 70% der Intershop-Kapitals ausmachte, bei dem aber viele tausend Aktionäre ihre Papiere noch aus der Neuer-Markt-Episode in ihren Depots hielten und häufig mental abgeschrieben hatten. Die Aktionärsvereinigungen gaben ein sehr gemischtes Bild ab. Während die SdK die Ziele der HV-Initiative offen unterstützte, blamierte sich die DSW. Trotz etlicher Anrufe und E-Mails zeigte sie im Vorfeld der Hauptversammlung keinerlei Interesse.

### Präsenz von über 50% auf der HV

Kurz vor der Hauptversammlung wurde es richtig spannend. Rund 500 Intershop-Aktionäre hatten ihre Stimmrechte der Initiative übertragen. Ihr Stimmrechtsvertreter, der Autor dieses Berichts, besaß Vollmachten über mehr als 15% des Kapitals. Weitere knapp 10% der Aktien wurden von ihren Besitzern auf der Hauptversammlung selbst vertreten. Erstmals in der Geschichte von Intershop stieg die Präsenz auf einer Hauptversammlung über 50%. Ein beachtliches Ergebnis für eine der größten Shareholder-Acivism-Aktionen in Deutschland. Allerdings war damit auch klar, dass die freien Aktionäre ein Ausrufezeichen gesetzt hatten, aber es trotzdem nicht ganz dazu reichen würde, die 27% von GSI zu übertrumpfen.

Zwar hatten die Vertreter der Streubesitz-Aktionäre im Vorfeld der Hauptversammlung darüber diskutiert, inwieweit es sinnvoll sein könne, durch Koalition mit sogenannten Berufsaktionären die Hauptversammlung



Intershop-Firmensitz in Jena

zu torpedieren. Letztlich entschied man sich aber ganz bewusst gegen diesen Weg, um das Ansehen der Gesellschaft nicht zu gefährden.

### Kompromiss im beiderseitigen Einvernehmen

Mit dazu beigetragen hat auch ein Entgegenkommen von GSI. Offenbar beeindruckt von den Wellen, die ihr Auftreten in Deutschland erzeugt hatte, schlugen die Amerikaner wenige Tage vor der Hauptversammlung vor, auf einen ihrer Kandidaten zu verzichten und statt dessen Herbert May in den Aufsichtsrat zu wählen und ihn anschließend mit den Stimmen der GSI-Vertreter zu dessen Vorsitzenden zu machen. Aufgrund dieses Kompromisses ging die Hauptversammlung letztlich vergleichsweise ruhig über die Bühne. Derzeit verfügt Intershop somit über ein Kontrollgremium, in dem zwar zwei Vertreter des amerikanischen Großaktionärs sitzen, dessen Vorsitzender jedoch ein Kandidat der Streubesitzaktionäre ist. Damit kann zumindest eine effektive Kontrollfunktion im Sinne des Free Floats wahrgenommen werden.

### Ausblick

Das letzte Kapitel dieser Geschichte scheint übrigens noch nicht geschrieben. Denn Ende März gab eBay bekannt, man werde GSI übernehmen. Das größte Auktionshaus der Welt wird also aller Voraussicht nach zum mittelbaren Großaktionär eines kleinen deutschen Softwareproduzenten. Hoffentlich erzählt das GSI-Management den neuen Besitzern, dass 27% der Aktien in Deutschland noch keinen Freibrief darstellen. Mit Widerstand bleibt jedenfalls zu rechnen.