

## **Johannes Blome-Drees und Reiner Rang**

### **Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland am Beispiel der Cewe Color AG**

Dokumentation auf der Grundlage leitfadengestützter Interviews mit Arbeitnehmervertretern der Cewe Color Ende 2007 im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung

---

#### **Auf einen Blick ...**

- Cewe Color ist europäischer Marktführer für industrielles Fotofinishing und hat den Wandel von der analogen zur digitalen Fotografie erfolgreich bewältigt - das allerdings auch zu Lasten der Beschäftigung, insbesondere durch zahlreiche Standortschließungen.
- Das Potential des Cewe-Geschäftsmodells, geringe Verschuldung und hohe Liquidität, lockte 2005 zahlreiche so genannte aktivistische Investoren und Hedgefonds an. Sie versuchten in der Folge, Vorstand und Aufsichtsrat zu höheren Ausschüttungen bzw. Sonderdividenden zu veranlassen.
- Der Vorstand widersetzte sich diesen Forderungen und bezog in seinen Kampf für eine langfristige Wachstumsstrategie auch die Öffentlichkeit und die Beschäftigten ein. Damit begann Anfang 2007 eine für Deutschland neuartige Form der Auseinandersetzung zwischen einem Unternehmen und aktivistischen Investoren. Neu war nicht nur die Härte der Auseinandersetzung, sondern auch, mit welchen Mitteln dieser Kampf in der Öffentlichkeit ausgetragen wurde.
- Die Mitarbeiter und ihre betrieblichen Interessenvertreter stellten sich in zahlreichen Aktionen hinter ihr Management, auch wenn sie sich keine Illusionen über einen lang anhaltenden Wandel in den Beziehungen gemacht haben.

## **Vorwort**

Für die Cewe Color AG waren die Angriffe so genannter aktivistischer Hedgefonds Bedrohung und Chance zugleich: Bedrohung, weil sie befürchten musste, von diesen Aktionären zu hohen kreditfinanzierten Sonderausschüttungen gezwungen zu werden, die ihre weitere Existenzfähigkeit im hart umkämpften Fotomarkt infrage gestellt hätte. Chance, weil sich das Unternehmen durch einen entschlossenen und äußerst professionellen Abwehrkampf große Sympathien und Solidarität der Öffentlichkeit erworben hat.

Der „Fall Cewe Color“ dokumentiert damit wie die übrigen, seit 2005 in dieser Reihe veröffentlichten Untersuchungen der Hans-Böckler-Stiftung das konkrete Verhalten aktivistischer Investoren im Umgang mit den von ihnen erworbenen Unternehmen.

**Alexandra Krieger**

Hans-Böckler-Stiftung

Leiterin Referat Wirtschaft I

## Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	4
Die Autoren.....	5
1. Die Unternehmensgruppe Cewe Color .....	6
1.1 Ein Blick in die Unternehmensgeschichte .....	6
1.2 Unternehmensstruktur .....	7
1.3 Aktuelle Aktionärsstruktur .....	8
1.4 Die Stellung von Cewe Color im Fotomarkt .....	9
1.5 Investitionen und Abschreibungen.....	10
1.6 Absatz und Umsatz .....	11
1.7 Die Ergebnisse des Geschäftsjahres 2007 .....	12
2. Die Finanzinvestoren .....	13
2.1 MarCap Investors .....	13
2.2 K Capital Partners LLC .....	13
2.3 Wyser-Pratte & Co.....	14
3. Der Fall Cewe Color .....	15
3.1 Die Ausgangssituation – Der Einstieg der Finanzinvestoren .....	15
3.2 Die Auseinandersetzung mit den Finanzinvestoren.....	16
3.2.1 Die Vorwürfe und Forderungen der Finanzinvestoren .....	16
3.2.2 Der Cewe Vorstand weist die Forderungen von M2 Capital zurück.....	19
3.2.2.1 Liquidität als strategische Ressource .....	19
3.2.2.2 Sonderausschüttung bei Personalabbau unvertretbar.....	20
3.2.2.3 Neue Wachstumspotenziale erfordern Investitionen .....	20
3.2.2.4 Hohe Dividendenrendite .....	20
3.2.2.5 Transformation in 2007 weitgehend abgeschlossen.....	21
3.2.2.6 Bisher kein korrektes Einberufungsverlangen für außerordentliche HV.....	21
3.2.2.7 Investitionen stärken Shareholder Value .....	21
3.2.2.8 Unterstützung für nachhaltige Strategie wächst .....	21
3.2.2.9 Keine Manipulation des Aktienkurses .....	22
4. Neumüller Cewe Color Stiftung unterstützt Cewe Color Management .....	22
5. Proxy Fighting – Vorbereitung auf die ordentliche Hauptversammlung .....	24
6. Auch auf die Mobilisierung der Mitarbeiter kommt es an! .....	28
7. Erfolgreicher Verlauf der ordentlichen Hauptversammlung am 26.04.2007.....	30
8. Endlich Ruhe an der Aktionärsfront – Konzentration auf das operative Geschäft	34
9. Trotz Finanzkrise: Cewe Color auf Kurs .....	36
Literatur .....	38

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Unternehmensstruktur der Cewe Color Gruppe.....	7
Abbildung 2: Aktuelle Aktionärsstruktur .....	8
Abbildung 3: Marktanteile von Cewe Color am industriellen Fotofinishing .....	10

## **Die Autoren**

### **Dr. rer. pol. Johannes Blome-Drees**

Dr. Johannes Blome-Drees ist Lehr- und Forschungsbeauftragter im Seminar für Genossenschaftswesen der Universität zu Köln, wo er bereits von 1992 bis 2004 als wissenschaftlicher Mitarbeiter von Prof. Dr. Dr. h. c. Jürgen Zerche und Prof. Frank Schulz-Nieswandt gearbeitet hat. In der Literatur ist er ausgewiesen in Fragen der theoretischen und empirischen Forschung von Genossenschaften. Zahlreiche Veröffentlichungen finden Sie im Internet unter <http://www.uni-koeln.de/wiso-fak/genosem/team/blome.htm>.

### **Reiner Rang**

Reiner Rang, Dipl.-Volkswirt, arbeitet als arbeitsorientierter Berater, Bilanzanalytiker und Seminaranbieter. Er hat sich auf betriebswirtschaftliche Themen für betriebliche Interessenvertreter spezialisiert. Von ihm sind mehrere Studien im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung erschienen, u. a. zur Qualität von Lageberichten sowie zur Publizität von Vorstandsvergütungen. Weitere Hinweise finden Sie auf [www.beraten-begutachten.de](http://www.beraten-begutachten.de)

# 1. Die Unternehmensgruppe Cewe Color

Die Cewe Color Unternehmensgruppe steht als Beispiel für eine börsennotierte Aktiengesellschaft, die sich gegen ehrgeizige Forderungen aktivistischer Investoren wehren musste. Während das Management auf der einen Seite im operativen Geschäft den technologischen Wandel von der analogen zur digitalen Fotografie sowie die zunehmende Konzentration in der Branche bewältigen musste, standen auf der anderen Seite steigende Ansprüche der Kapitalgeber an die Profitabilität. An der Spitze der Angriffe auf das Management standen so genannte Hedgefonds, die auf Sonderausschüttungen bestanden, die aus Sicht anderer Stakeholder das Unternehmen existenziell bedroht hätten.

Die Vorgänge mündeten in einer - für deutsche Verhältnisse - außergewöhnlichen Hauptversammlung, in deren Vorfeld und Verlauf auch die Arbeitnehmer ihr Management mit zahlreichen Aktionen unterstützten.

## 1.1 Ein Blick in die Unternehmensgeschichte

Das Unternehmen Cewe Color wurde 1961 von Heinz Neumüller in Oldenburg gegründet. Cewe steht für die Initialen des Fotoeinzelhändlers Carl Wöltje, dessen Tochter Heinz Neumüller 1949 geheiratet hatte. Heinz Neumüller hat das Unternehmen wie kein anderer geprägt. Von 1961 bis 1992 fungierte er als Geschäftsführer. Danach wechselte er in den Aufsichtsrat, dessen Vorsitzender er bis kurz vor seinem Tod 1998 blieb. Heinz Neumüller führte Cewe Color vom kleinen Labor- und Handelsbetrieb in Oldenburg zu einem europaweit agierenden Unternehmen. Von den bescheidenen Anfängen in Oldenburg bis hin zur Erschließung der Märkte in den europäischen Nachbarländern standen die Zeichen stets auf Wachstum. Im Zuge des Übergangs von der Schwarzweiß- zur Farbfotografie wurde Cewe Color mit der Übernahme zahlreicher Laborbetriebe in den 70er Jahren zum Marktführer für Fotofinishing in Deutschland.<sup>1</sup> Heute ist Cewe Color die führende Fotofinishing-Gruppe in Europa. Als solche entwickelt und verkauft Cewe Color knapp drei Milliarden Farbbilder jährlich, die sowohl von Fotofilmen als auch von Digitalfotos stammen. Darüber hinaus werden Mehrwertprodukte, wie Fotobücher, Fotogeschenkartikel und Fotoleinwände verkauft. In den aktuell 15 Produktionsstandorten in Europa arbeiten etwa 2.800 Mitarbeiter in einer hoch automatisierten industriellen Massenfertigung. Cewe Color ist Dienstleistungspartner für zahlreiche Handelsmarken im europäischen Fotomarkt. Das Unternehmen beliefert sowohl den stationären Handel als auch den Internethandel mit Fotoarbeiten. Täglich werden über 50.000 Handelspartner (Droge-

---

<sup>1</sup> Unter dem Sammelbegriff Fotofinishing werden sämtliche Dienstleistungen zusammengefasst, die bei der gewerblichen (Massen-)Produktion, Auftragsabwicklung und Auslieferung von fotografischen Auftragsarbeiten anfallen.

rie- und Elektronikfachmärkte, Fotofachhändler, Internethändler, etc.) in 24 europäischen Ländern von über 1.300 externen Kurierfahrern beliefert.<sup>2</sup>

## 1.2 Unternehmensstruktur

Cewe Color setzt sich aus den Unternehmensbereichen Neumüller Cewe Color Stiftung und Cewe Color Holding AG zusammen. Die beiden Organisationen halten gemeinsam die Cewe Color AG & Co. OHG („operative Gesellschaft“), wobei der Anteil der Gesellschafterin Cewe Color Holding AG größer als 75 Prozent ist. Die Firma Cewe Color AG & Co. OHG hat wiederum etwa 20 Tochtergesellschaften in ganz Europa. Das Grundkapital der börsennotierten Cewe Color Holding AG beträgt 19.188.052 Euro. Es ist eingeteilt in 7.380.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien und 20 auf den Namen lautende Stückaktien. Von den 20 auf den Namen lautenden Aktien können die zwei Aktien mit der Nummerierung 000.001 und 000.002 nur mit Zustimmung des Aufsichtsrates übertragen werden und verleihen das Recht, ein Mitglied des Aufsichtsrates zu bestimmen. Der Aufsichtsrat besteht insgesamt aus sechs Mitgliedern. Davon werden zwei Mitglieder von den Inhabern der oben genannten Aktien entsandt, und die übrigen Mitglieder werden von der Hauptversammlung gewählt.

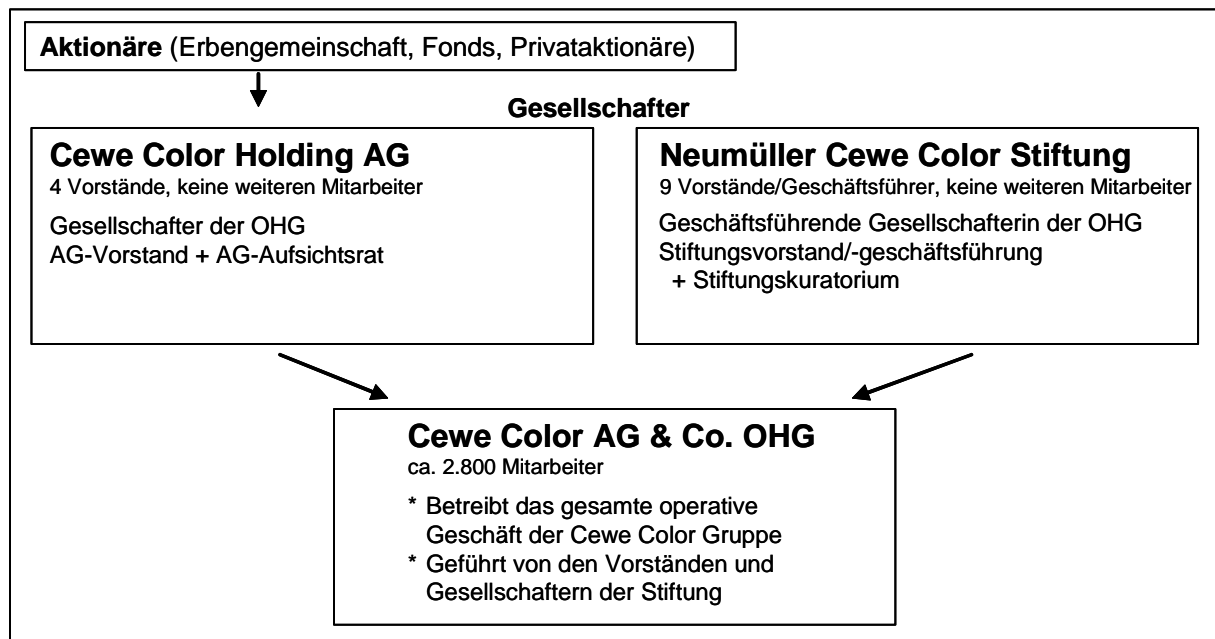


Abbildung 1: Unternehmensstruktur der Cewe Color Gruppe<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Vgl. Cewe Color: Herzlich willkommen bei Europas Fotodienstleister Nr. 1!, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=6>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>3</sup> Vgl. Cewe Color: Unternehmensportrait/Factbook, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=314>, Zugriff am 20.12.2008.

### 1.3 Aktuelle Aktionärsstruktur

Größter institutioneller Investor der Cewe Color Holding AG ist die Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h. c. Heinz Neumüller, Oldenburg, mit 27,4% vom Grundkapital (lt. Mitteilungen der ACN Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH & Co. KG und Neumüller Beteiligungsgesellschaft mbH vom 03.07.2008) gefolgt von Lincoln Vale European Partners GP LLC, George Town, Cayman Islands, mit 8,9% vom Grundkapital (nach eigenen Angaben), NORD/LB, Hannover, mit 7,8% vom Grundkapital (nach eigenen Angaben), Sentosa Beteiligungs GmbH, Hamburg, mit 6,69% (493.793 Aktien lt. Mitteilung vom 31. März 2008), Guy P. Wyser-Pratte, USA, mit 6,3% (465.506 Aktien lt. Mitteilung vom 30.01.2008), Cewe Color Holding AG, Oldenburg, mit 4,06% (299.608 Aktien lt. Mitteilung vom 14. November 2007), Sparinvest Holding A/S, Dänemark, mit 4,03% (297.542 Aktien lt. Mitteilung vom 13.04.2007). Zum 31. Dezember 2007 hielten Mitglieder des Vorstandes insgesamt 23.100 Aktien (Vorjahr: 11.000 Aktien), Mitglieder des Aufsichtsrates 50.000 Aktien (Vorjahr: 25.000 Aktien). Der Free Float beträgt 35,1%.

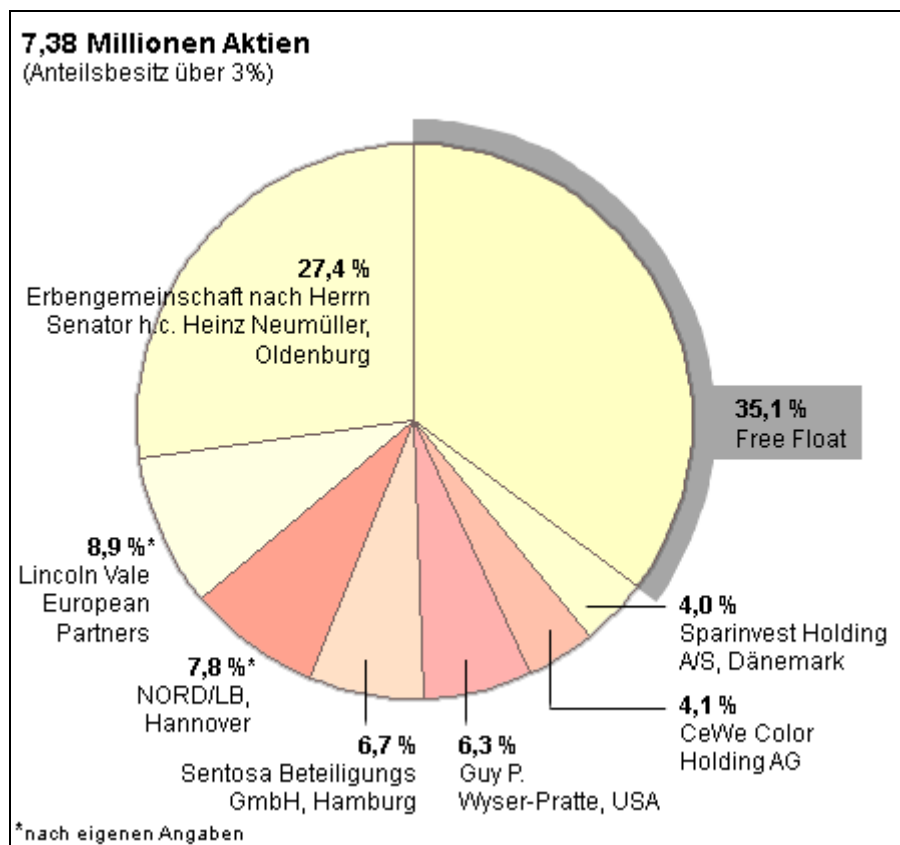


Abbildung 2: Aktuelle Aktionärsstruktur<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Vgl. Cewe Color: Aktionärsstruktur, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/index.php?id=85&no\\_cache=1&L=0](http://www.cewecolor.de/index.php?id=85&no_cache=1&L=0), Zugriff am 20.12.2008.

## 1.4 Die Stellung von Cewe Color im Fotomarkt

In den vergangenen zehn Jahren hat die Fotobranche durch den Technologiewandel von der analogen zur digitalen Fotografie einen gewaltigen Umbruch erfahren. Das wird bei der Betrachtung der Kamera- und Filmverkäufe deutlich. 2007 wurden weltweit 138 Millionen Kameras verkauft – davon 91% Digitalkameras. Dabei wuchs nach Angaben des Photoindustrie Verbandes und der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) der Verkauf von Digitalkameras in Deutschland um knapp 10% auf 8,6 Millionen. Der Anteil an Spiegelreflexkameras ist dabei überproportional gestiegen und beschert Herstellern und Handel entsprechende Umsatzgewinne. Untersuchungen der GfK und der amerikanischen NPD Group haben zudem ergeben, dass die Zahl der Kameras pro Haushalt deutlich zunimmt. Interessant ist auch die immer größer werdende Zahl an Camcordern und Handys mit Fotofunktion, die sich – wenn auch langsam – im Absatz von Digitalfotos aus dem Großlabor niederschlagen. Infolge der Marktzuwächse von Digitalkameras werden weniger Analogkameras genutzt und somit weniger Filme verbraucht. Der Absatz an Filmen erreichte in Deutschland im Jahr 2001 mit 187 Millionen Stück seinen bisherigen Spitzenwert. 2007 wurden nur noch 41,5 Millionen Stück verkauft. Damit ist der Absatz in sechs Jahren auf weniger als ein Viertel des ursprünglichen Volumens gefallen. Nach eigenen Angaben hat Cewe Color bereits drei Viertel des maximal möglichen Marktrückgangs von Filmen erfolgreich durch Aufbau und Entwicklung eines digitalen Produkt- und Dienstleistungsgeschäftes aufgefangen.

Der Bildermarkt in der Fotobranche ist in einen schrumpfenden Markt für Fotos von Filmen und einen Wachstumsmarkt für Digitalfotos und Fotobücher<sup>5</sup> aufgeteilt. Für Fotos von Filmen gibt es zwei Produktionswege: die Fertigung in Großlaboren des industriellen Fotofinishing und die Produktion an Entwicklungsgeräten (Minilabs) im Fotofachhandel. Das industrielle Fotofinishing bietet aufgrund großer Produktionsmengen einen deutlichen Stückkostenvorteil; das Minilab kann dagegen in der Regel zwar bereits nach einer halben Stunde fertige Fotos liefern, jedoch zu erheblich höheren Preisen. Das industrielle Fotofinishing hat in den Ländern mit starken Einzelhandelsanbietern einen durchschnittlichen Marktanteil von 85% bis 90%.

Cewe Color ist in fast allen europäischen Ländern Marktführer. Der Marktanteil liegt im Durchschnitt bei über 40%. Im Bereich der Digitalfotos gibt es zwei zusätzliche Produktionssysteme: das Homeprinting auf Druckern der Konsumenten und Sofortdruck mit Thermosublimations- oder Inkjet-Druckern in Geschäften des Fotoeinzelhandels. Beide Systeme liefern schnelle, aber relativ teure Fotos. Großlabore bieten dagegen innerhalb von ein bis zwei Liefertagen deutlich preisgünstigere Digitalfotos auf hochwertigem Fotopapier. Während das Homeprinting rückläufig ist, wächst die

---

<sup>5</sup> Als Fotobuch bezeichnet man ein digital gedrucktes Buch, dessen Seiten der Anwender am Computer mit Bildern und Texten selbst gestaltet hat.

Belichtung der Fotos im Großlabor und über so genannte Kiosksysteme<sup>6</sup>. Der Siegeszug der digitalen Fotografie wird inzwischen von persönlichen Fotobüchern wesentlich mitgeprägt. Allein im letzten Jahr wurden in Westeuropa sieben Millionen Fotobücher verkauft. Treibende Absatzmärkte sind dabei Deutschland, England, Frankreich und die Niederlande.<sup>7</sup>

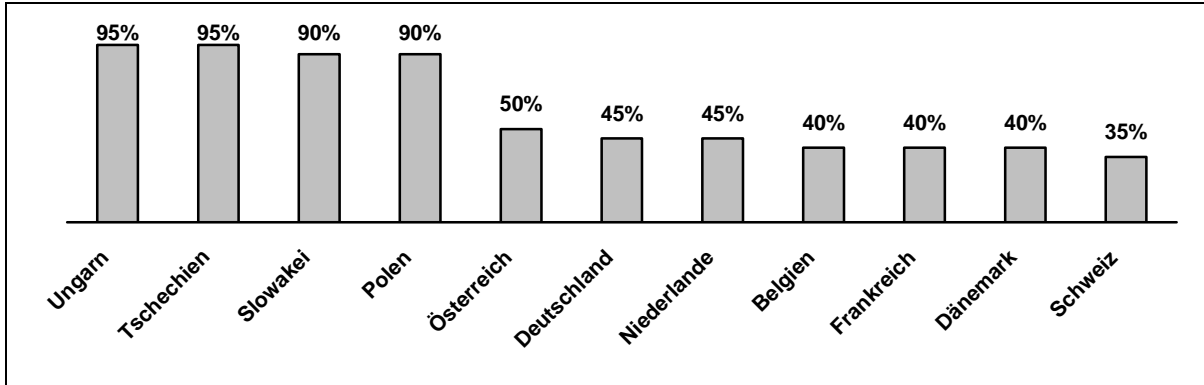


Abbildung 3: Marktanteile von Cewe Color am industriellen Fotofinishing<sup>8</sup>

## 1.5 Investitionen und Abschreibungen

In den vergangenen zehn Jahren hat Cewe Color über 380 Millionen Euro investiert – überwiegend in Geräte, Betriebsanlagen und Firmenakquisitionen. Davon wurden über 200 Millionen Euro eingesetzt, um neue Umsätze mit digitalen Produkten zu generieren. Ein für das künftige Wachstum sehr wichtiger Investitionsbereich liegt im Digitaldruck. Bisher wurden neun Cewe Color-Betriebe mit 22 digitalen Elektro-Ink-Druckern ausgestattet. Mit ihnen werden die Cewe-Fotobücher, aber auch individuelle Fotogrüßkarten, Kalender und andere Fotodruckprodukte erstellt. Cewe Color ist aktuell der größte Digitaldrucker im Segment des qualitativ hochwertigen Vier-Farben-Drucks in Europa. Da die Cewe Fotobücher auf positive Resonanz sowohl bei den Konsumenten als auch beim Handel treffen, sollen die Investitionen in den Digitaldruck ausgedehnt werden. Hier realisiert Cewe Color die für das Geschäftsmodell charakteristischen Größenvorteile einer effizienten industriellen Produktion. Vor diesem Hintergrund hat Cewe Color im Oldenburger Stammbetrieb in die Automatisierung der Cewe-Fotobuch-Produktion über den reinen Druckbetrieb hinaus investiert: Mit einer automatischen Buchdeckelfertigung, Buchblockproduktion sowie Bucheinhängung wurde die Industrialisierung der Cewe-Fotobuch-Produktion weiter vorangetrieben. Das deutlich gestiegene Absatzvolumen führt auch in der Weiterverarbeitung zu Größenvorteilen. Um den Aufbau dieser Kapazitäten und Fähigkeiten

<sup>6</sup> Kiosksysteme sind Computeranlagen, die in der Öffentlichkeit genutzt werden. Hier kann der Nutzer seine digitalen Speichermedien einführen und erhält als Output Fotos.

<sup>7</sup> Vgl. Cewe Color: Der Fotomarkt, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=1131&L=>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>8</sup> Vgl. Wieting, R.: Cewe Color auf der Uni-Recruiting-Messe Oldenburg, online im Internet unter URL: [http://www.uni-oldenburg.de/urmo/archive/urmo2007/pdf/presentation/6\\_CeWeColor.pdf](http://www.uni-oldenburg.de/urmo/archive/urmo2007/pdf/presentation/6_CeWeColor.pdf) -, Zugriff am 20.12.2008.

durchzuführen und damit die Marktführerschaft für Cewe Color im Fotofinishing zu sichern, hat das Unternehmen 2007 erheblich investiert. Mit 35,5 Millionen Euro lag das Investitionsvolumen 2007 um 9,3% über dem Vorjahr (32,5 Millionen Euro), jedoch unter dem Investitionsvolumen der Jahre 2003 bis 2005. In der Konsequenz stiegen auch die Abschreibungen wieder um 4,4% von 36,8 Millionen Euro im Jahr 2006 auf 38,5 Millionen Euro im Jahr 2007. Die Mittelfristplanung sieht ein Investitionsvolumen von 150 bis 200 Millionen Euro für die nächsten fünf Jahre vor. Ca. 30 Millionen Euro sind jährlich erforderlich für Produktentwicklung und Ausbau digitaler Produktionskapazitäten. 50 Millionen Euro will Cewe Color für Unternehmensakquisitionen zur Marktkonsolidierung und Produktprogrammergänzung aufwenden. Für das laufende Geschäftsjahr 2008 sind Investitionen von 35,0 Millionen Euro vorgesehen.<sup>9</sup>

## 1.6 Absatz und Umsatz

Die Umsatzerlöse legten im Geschäftsjahr 2007 um 4,4% auf 413,5 Millionen Euro zu (2006: 396 Millionen Euro). Damit wurde der Umsatzrückgang des Geschäftsjahres 2006 (– 35,1 Millionen Euro) gestoppt. Die positive Umsatzentwicklung im Jahr 2007 war in erster Linie auf den Einzelhandel zurückzuführen, dessen Umsatz um 19,8% von 74,9 Millionen Euro in 2006 auf 89,7 Millionen Euro in 2007 zulegte. Der Umsatz des Fotofinishing hingegen stieg nur leicht von 321,2 Millionen Euro in 2006 auf 323,8 Millionen Euro in 2007. Außerdem waren Digitalfotos (inkl. Cewe-Fotobuch Prints) und Fotogeschenkartikel im vierten Quartal 2007 besonders erfolgreich.

Sowohl die zunehmende Bedeutung des Einzelhandels mit seinem traditionell umsatzstarken vierten Quartal als auch die wachsende Bedeutung der Fotogeschenke verstärkten die Bedeutung des letzten Jahresquartals für das Geschäftsjahr. Neben der saisonalen Umsatzspitze der Urlaubsmonate im Sommer entstand eine zweite Saisonspitze am Jahresende. Das führte dazu, dass das vierte Quartal 2007 mit 110,5 Millionen Euro Umsatz 10,2% über dem Vergleichsquartal des Vorjahres (100,4 Millionen Euro) lag. Im Gesamtjahr 2007 war ein Rückgang der Farbfotos um – 3% von 2.879,5 Millionen Fotos im Jahr 2006 auf 2.791,8 Millionen Fotos in 2007 zu verzeichnen. Im Vorjahr betrug der Rückgang noch – 16,1%.

Ganz deutlich zeigte sich der verlangsamte Rückgang im vierten Quartal: Hier betrug er nur noch – 0,1% von 654,6 Millionen Fotos in 2006 auf 654,0 Millionen Fotos in 2007. Das stärkere Weihnachtsgeschäft ist also auch an den Bilderzahlen abzulesen. Der Rückgang der Fotos vom Film hält unvermindert an. Im Gesamtjahr war ein Rückgang um – 27,6% von 1.765 Millionen Fotos in 2006 auf 1.277,3 Millionen Fotos in 2007 zu verzeichnen.

---

<sup>9</sup> Vgl. Cewe Color: Investitionen und Abschreibungen, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=1123&L=1%2Findex.php%3Fid%3D402>, Zugriff am 20.12.2008.

Cewe Color hat in dieser Produktkategorie mit den Akquisitionen von FotoStar und FOTO CLASSIC im Jahr 2007 aktiv den Markt konsolidiert, Marktanteile hinzugekauft und zugleich Marktpotenzial für Digitalfotos erschlossen. 2007 hat Cewe Color erstmals in einem Jahr mehr Digitalfotos (1.514,5 Millionen) als Fotos vom Film (1.277,3 Millionen) verkauft. Im vierten Quartal konnten sogar fast doppelt so viele Digitalfotos (425,4 Millionen) wie Fotos vom Film (228,6 Millionen) verkauft werden. Die Anzahl der Digitalfotos wuchs von 1.114,4 Millionen in 2006 auf 1.514,5 Millionen in 2007. Mit einem Zuwachs von 35,9% übertraf das relative Wachstum 2007 sogar das hohe Wachstumstempo des Vorjahres (34,4%). Diese Zahlen verdeutlichen, dass sich der konsequente Ausbau des digitalen Produktspektrums und der Vermarktung auszahlt. Cewe Color hat einen wichtigen Schritt des Transformationsprozesses von der analogen zur digitalen Fotografie gemacht.<sup>10</sup>

### **1.7 Die Ergebnisse des Geschäftsjahres 2007**

Das Ergebnis vor Steuern, Restrukturierung und Sonderkosten der Hauptversammlung lag mit 27,8 Millionen Euro in 2007 auf dem Niveau des Vorjahres. Die hohen Restrukturierungsaufwendungen und Sonderkosten der Hauptversammlung von 14,9 Millionen Euro (+123% von 6,7 Millionen Euro in 2006!) belasteten das Ergebnis deutlich. Das waren die höchsten Restrukturierungsaufwendungen seit Beginn der Umstellung von der analogen auf die digitale Technik. Das Ergebnis vor Finanzierungskosten und Steuern (EBIT) lag mit 14,3 Millionen Euro 45,7% unter Vorjahr. Gleiches galt auch für das Ergebnis vor Steuern (EBT) von 12,8 Millionen Euro (–39,3% gegenüber Vorjahr) sowie für den Cash Flow von 44,4 Millionen Euro (–18,9% gegenüber Vorjahr). Das Ergebnis nach Steuern lag mit 5,9 Millionen Euro –67,0% unter dem des Vorjahres. Alle Ergebnisse übertrafen den am 8. November 2007 gegebenen Ausblick auf die Jahreszahlen 2007. Im Jahr 2007 fielen Restrukturierungsaufwendungen im engeren Sinne, d.h. ohne die Sonderkosten der Hauptversammlung, von 12,2 Millionen Euro an. Im ersten Quartal wurden 6,2 Millionen Euro Restrukturierungsaufwand für die Schließungen der Standorte Berlin und Nürnberg sowie der FOTO CLASSIC-Labore in Polen verbucht. Die Schließungskosten für zwei Betriebe in Frankreich wurden im vierten Quartal zurückgestellt. Im April 2007 musste eine aufwendige Hauptversammlung durchgeführt werden. Sie fand nicht nur in einem deutlich größeren Rahmen statt, als es bislang bei Cewe Color üblich war, sondern machte auch die Nutzung umfangreicher Rechts- und Beratungsdienstleistungen notwendig. Auch nach der Hauptversammlung waren weitere Aufwendungen für die Bearbeitung von Anfechtungsklagen gegen die Beschlüsse der Hauptver-

---

<sup>10</sup> Vgl. Cewe Color: Absatz und Umsatz, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=1129&L=1%2Findex.php%3Fid%3D402>, Zugriff am 20.12.2008.

sammlung 2007 notwendig. Die Kosten für die Vorbereitung, Durchführung und Nachbereitung dieser Hauptversammlung betragen 2007 2,75 Millionen Euro.<sup>11</sup>

## 2. Die Finanzinvestoren

### 2.1 MarCap Investors

MarCap Investors ist eine US-amerikanische, auf europäische Aktien fokussierte Beteiligungsgesellschaft. Sie wurde im Juli 2004 von David Marcus gegründet, der Vorstandsvorsitzender und Hauptgesellschafter ist. Am Anfang seiner Karriere war Marcus Aktienhändler bei Heine Securities und stieg schnell zum Portfolio-Manager auf. Danach wechselte er zu Franklin Mutual Advisers, einer US-Fondsgesellschaft mit einem Fonds-Vermögen von mehreren Milliarden US-Dollar, wo David Marcus zunächst Fonds-Manager und dann Direktor für die Investments in Europa wurde. Später agierte er als geschäftsführender Partner von Marcstone Capital Management L.P., um daraufhin sein eigenes Unternehmen M2 Capital – später in MarCap Investors umbenannt – zu gründen. Er lebt in New Jersey. Marcus verfügt über 15 Jahre Erfahrung als Investor in Europa. MarCap konzentriert sich auf kleine und mittelständische Unternehmen, die Wachstumspotential in dynamischen Märkten zeigen. Beteiligungen hält MarCap an zahlreichen europäischen Unternehmen, darunter Highlight Communications und EM.TV. Investoren sind Privatpersonen, Familienstiftungen und institutionelle Anleger, darunter einige Versicherungen.<sup>12</sup> Nach eigenen Angaben investiert MarCap Investors langfristig und mit der Absicht, Wertzuwächse für Aktionäre, Management und Mitarbeiter zu erzielen.<sup>13</sup>

### 2.2 K Capital Partners LLC

K Capital Partners ist eine US-amerikanische Beteiligungsgesellschaft, die sich nach eigenen Angaben auf unterbewertete europäische Kapitalanlagen konzentriert.<sup>14</sup> Ge-gründet wurde das Unternehmen 1999 in Boston von Abner Kurtin und Tom Knott, die vorher verschiedene Positionen in anderen Beteiligungsgesellschaften innehat-ten. K Capital Partners sucht Werttreiber, die eine Steigerung des (Unternehmens-) Wertes möglicher Anlageobjekte in Aussicht stellen. Solche Katalysatoren umfassen Aktienrückkäufe, Ausgliederungen von Unternehmensbereichen und Restrukturie-

<sup>11</sup> Vgl. Cewe Color: Die Ergebnisse des Geschäftsjahres 2007, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=1121>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>12</sup> Vgl. Fix Cewe Color Webseite für Aktionäre, online im Internet unter URL: [http://www.fixcewecolor.de/images/20070322\\_Brief\\_von\\_David\\_Marcus\\_MarCap\\_Investors\\_LP.pdf](http://www.fixcewecolor.de/images/20070322_Brief_von_David_Marcus_MarCap_Investors_LP.pdf).

<sup>13</sup> Vgl. <http://www.fixcewecolor.de/weristMarCapinvestors.html>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>14</sup> Vgl. o. V.: K Capital Proposes Election of New, Independent Director, Karl L. Meyer, to OfficeMax Board of Directors, online im Internet unter URL: <http://rejournal.com/ne/sections/news/NENews.aspx?news ID=8257>, Zugriff am 20.12.2008.

rungen sowie Veränderungen im Managementbereich.<sup>15</sup> So hat K Capital Partners beispielsweise einen Proxyfight<sup>16</sup> bei der Bürobedarfsfirma OfficeMax gewonnen, woraufhin wesentlich höhere Dividenden an die Aktionäre ausgezahlt wurden.<sup>17</sup> In Deutschland war K Capital Partners unter anderem bei der Freenet AG und der ProSiebenSat.1 Media AG beteiligt.<sup>18</sup>

### 2.3 Wyser-Pratte & Co.

Das von Guy Wyser-Pratte geleitete Unternehmen Wyser-Pratte & Co. wurde 1929 von seinem Vater Eugene Wyser-Pratte als internationaler Arbitragehandel in Paris gegründet. Guy Wyser-Pratte ist Autor zweier vom Salomon Brothers Center der New York University 1971 und 1982 herausgegebenen Fachbücher über Risikoarbitrage, die als Standardwerke angesehen werden. In den 1970er Jahren war Guy Wyser-Pratte einer der führenden Köpfe des so genannten Shareholder Activist Movement (Aktionärsaktivisten). Er sagt, er habe sich während seiner über vierzigjährigen Karriere immer an deren Lehren über Aktionärsrechte und die Notwendigkeit aktiver Beteiligung von Managern am Erfolg wie Misserfolg ihrer Unternehmen gehalten. Auf die Frage, wie er deutsche Manager generell beurteile, antwortete Wyser-Pratte: „Jene, die Aktien an ihren Unternehmen halten, sind auf dem richtigen Weg. Jene, die keine Beteiligung haben, sind Witzfiguren. Sie sollten ein ökonomisches Interesse an dem Unternehmen haben, das sie managen, und dies den Anteilseignern durch den Besitz von eigenen Aktien anzeigen. Alles andere ist lächerlich“.<sup>19</sup>

In den vergangenen 15 Jahren hat sich Wyser-Pratte weltweit an mehr als 70 Unternehmen beteiligt. Dabei ist er auf keine bestimmte Branche spezialisiert. In Deutschland investierte er beispielsweise in Rheinmetall, Mannesmann, Mobilcom, Babcock Borsig, Vossloh, IWKA, Balda, TUI und CURANUM. Das Kapital für seine Investitionen stammt zum Großteil von institutionellen Investoren aus Frankreich, der Schweiz und Deutschland. Zu seiner Strategie sagt Wyser-Pratte: „Ich orientiere mich an der Gefechtstaktik der Marines. Das bedeutet unter anderem, das Element der Überraschung zu nutzen, Kräfte richtig zu verteilen, Koalitionen einzugehen und Waffen kombiniert einzusetzen“.

Wyser-Pratte beteiligt sich stets mit geringem Einsatz an nach seiner Ansicht unterbewerteten und schlecht geführten Unternehmen und versucht, über öffentlichen

<sup>15</sup> Vgl. o. V.: K Capital sells out of diversified sector, online im Internet unter URL: [http://enron.trampolinesystems.com/show\\_email/107359](http://enron.trampolinesystems.com/show_email/107359), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>16</sup> Mit Proxyfight wird ein Kampf um Aktionärsstimmen bezeichnet, bei dem versucht wird, über Stimmrechtsvollmachten oder das Anwerben von Aktionärsstimmen die Kontrolle über eine Hauptversammlung zu bekommen, ohne Mittel für den Aktienkauf einsetzen zu müssen.

<sup>17</sup> Vgl. Worden, N.: OfficeMax bows to pressure, <http://www.thestreet.com/stocks/retail/10262543.html>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>18</sup> Vgl. o. V.: K Capital Partners ups freenet stake to 5 pct, online im Internet unter URL: <http://www.reuters.com/article/mergersNews/idUSL155089020070815>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>19</sup> Vgl. Sucher, J.: Interview mit Firmenjäger, online im Internet unter URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,330739,00.html>, Zugriff am 20.12.2008.

Druck Änderungen durchzusetzen und damit den Aktienkurs zu steigern.<sup>20</sup> Dann steigt er aus: „Wir investieren, wenn wir für ein schlecht bewertetes Unternehmen in einem entsprechenden Zeitraum den wahren Wert erzielen können, um dann mit Gewinn zu verkaufen. Wenn diese Wertlücke groß genug ist, steigen wir ein. [...] Erst bei einem Anteil von, sagen wir fünf Prozent, klopfen wir an die Tür und erklären dem Management, was sich ändern muss, um den Wert zu steigern. [...] Wenn es [...] Probleme gibt, erhöhen wir sofort den Druck. Wir schicken Vertreter in den Aufsichtsrat oder organisieren auf der Hauptversammlung eine Mehrheit gegen den Vorstand, meist über die Presse“.<sup>21</sup>

### 3. Der Fall Cewe Color

#### 3.1 Die Ausgangssituation – Der Einstieg der Finanzinvestoren

Im Sommer 2005 steigen die US-amerikanische Beteiligungsgesellschaft MarCap Investors und K Capital Partners bei Cewe Color ein. Als sich die Erbgemeinschaft des Firmengründers Heinz Neumüller zu Beginn des Jahres 2005 von ihrem Paket von 22,5% der Cewe Color-Aktien trennen wollte, geht der Vorstand von Cewe Color im Frühling 2005 auf Roadshow durch die USA, um potentiellen Investoren das Unternehmen vorzustellen. Offenbar waren die Aktivitäten erfolgreich: Im Juli 2005 gab Cewe Color bekannt, dass die Cewe Color-Aktie eine große Resonanz sowohl bei privaten als auch bei institutionellen Investoren finde und Fonds aus der Schweiz, Skandinavien, Frankreich, England und den USA in Cewe Color-Aktien investiert hätten. Tatsächlich hatte die Erbgemeinschaft von Senator h.c. Heinz Neumüller ihren Aktienanteil in Höhe von 22,5% bis auf 10 Aktien verkauft. Sie hielt allerdings weiterhin eine atypisch stille Beteiligung, die einem Kapitalanteil von 25% an der Cewe Color Holding AG entsprach.<sup>22</sup>

Im Juli 2005 teilte K Capital Partners der Cewe Color Holding AG mit, dass man knapp 10,7% der Cewe Color Aktien erworben hätte. K Capital Partners, New York, erwarb 4,5% des Grundkapitals. Beide Investoren, K Capital und MarCap, betonten ihr langfristiges Interesse an Cewe Color. Sie investierten nach eigenen Angaben in die Cewe Color Holding AG, weil man das Unternehmen für unterbewertet hielt. Auf den Plan gerufen wurden die Finanzinvestoren durch eine vergleichsweise üppige Eigenkapitalquote von 41,5% und einen Free Cash-Flow, der 2005 über 15 Millionen Euro lag. Die Dividende für 2005 beanspruchte nur 3,3 Millionen Euro. Der Eindruck,

<sup>20</sup> Vgl. Becker, W.: Schöne neue Aktionärswelt: Aktivisten werden in der Flaute aufblühen, in: Börsenzeitung vom 29.12.2007, Nr. 249, S. 42.

<sup>21</sup> Vgl. Sucher, J.: Interview mit Firmenjäger Guy Wyser-Pratte, online im Internet unter URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,330739,00.html>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>22</sup> Vgl. o. V.: Cewe Color bleibt ein Liebling der Hedgefonds, in: Börsenzeitung vom 19.08.2005, Nr. 159, S. 17.

dass ein bisschen viel Liquidität herumlag, drängte sich den Finanzinvestoren auch durch 10% zurückgekaufte eigene Aktien auf.<sup>23</sup> Im März 2007 verkündete dann Guy Wyser-Pratte, er besitze gut drei Prozent an der Cewe Color Holding AG. Große Worte verlor der Mann aus New York nicht – nur, dass auch er das Unternehmen für unterbewertet hielt.<sup>24</sup> Am 28. März 2007 teilte Wyser-Pratte mit, seinen Anteil auf 5,01% aufgestockt zu haben.<sup>25</sup>

Cewe Color befand sich – wie bereits ausgeführt – im Wandel von analogen zu digitalen Technologien, und man hoffte, in einer digitalen Zukunft großes Wachstumspotential erschließen zu können. Als Beispiele dienten die US-Firmen Shutterfly und Snapfish. Über das Cewe Management äußerte sich David Marcus positiv: „We believe that Dr. Hollander is an excellent manager of the business and has managed the company well through the transition from analog to digital“. Und noch Ende 2006: „[...] the management, which we believe is excellent at managing the business“.<sup>26</sup>

Auch der Vorstand der CeweColor Holding AG stand dem Engagement der beiden US-amerikanischen Beteiligungsgesellschaften anfangs positiv gegenüber. Dr. Rolf Hollander, Vorstandsvorsitzender der Cewe Color Holding AG: „Ich freue mich, dass die erfolgreiche digitale Unternehmensentwicklung auf steigendes Interesse bei Finanzinvestoren trifft. Die Expansion von Cewe Color auf den europäischen Absatzmärkten wird jetzt begleitet durch eine verstärkte Resonanz der internationalen Kapitalmärkte. Die positiven Entwicklungen auf Absatz- und Kapitalmärkten stärken die Position des Unternehmens“.<sup>27</sup>

## 3.2 Die Auseinandersetzung mit den Finanzinvestoren

### 3.2.1 Die Vorwürfe und Forderungen der Finanzinvestoren

Im ersten Jahr herrschte zwischen den US-Investoren und dem Vorstand der Cewe Color Holding AG tatsächlich Einvernehmen, dann jedoch verlor MarCap-Chef David Marcus nach eigenem Bekunden das Vertrauen in die Führung von Ralf Hollander. Im Herbst 2006 klagte er, dass der Vorstand das Vertrauen der Aktionäre wiederholt enttäuscht habe: Die mit dem Wechsel von der analogen zur digitalen Technologie verbundenen Herausforderungen an die Gesellschaft würden zu langsam und zu spät angegangen. Im Vergleich zu Wettbewerbern hinke Cewe Color hinterher. Die Qualität der Finanzplanung sei unzureichend, wiederholt seien in der Vergangenheit

<sup>23</sup> Vgl. o. V.: Wertberichtigt: Cewe riskiert Filmriss, in: Börsenzeitung vom 31.01.2007, Nr. 21, S. 8.

<sup>24</sup> Vgl. o. V.: Wyser-Pratte springt bei Cewe auf, in: Börsenzeitung vom 17.03.2007, Nr. 54, S. 9.

<sup>25</sup> Vgl. o. V.: Wyser-Pratte baut Cewe-Anteil aus, in: Börsenzeitung vom 30.03.2007, Nr. 63, S. 14.

<sup>26</sup> Vgl. Cewe Color: Die Auseinandersetzung mit M2 Capital (MarCap Investors) – eine Dokumentation, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=640&L=1%252Findex.php%253Fid%253D3>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>27</sup> Vgl. Cewe Color: Verstärkte Resonanz auf den internationalen Kapitalmärkten, online im Internet unter URL: [http://www.presseportal.ch/de/pm/100004867/100493902/cewe\\_color\\_ag\\_co\\_ohg-33k](http://www.presseportal.ch/de/pm/100004867/100493902/cewe_color_ag_co_ohg-33k), Zugriff am 20.12.2008.

Gewinnwarnungen veröffentlicht worden. Durch Fehlinvestitionen im Ausland aufgelaufene Verluste hätten bislang nicht ausgeglichen werden können. Das Cewe Management führe das Unternehmen wie seine eigene Gesellschaft. Es scheine sich den Aktionären gegenüber in keiner Weise verantwortlich zu fühlen. Die Führungskräfte besäßen kaum Aktien und hätten anscheinend kein Interesse am Aktienkurs. Im Übrigen sei die Cewe Color Holding AG überkapitalisiert und vernichte das Kapital der Aktionäre. Das Unternehmen sei zu hundert Prozent mit Eigenkapital finanziert. Zugleich lägen Zinsen für Fremdkapital auf einem beispiellos niedrigen Niveau. Der Wandel von der analogen zur digitalen Technologie sei vollzogen. Daher solle Cewe seine Kapitalstruktur korrigieren und seine Kapitalkosten senken. Das dadurch freigesetzte Kapital solle an die Aktionäre zurückgezahlt werden.<sup>28</sup> Die Akquisitionen in Frankreich und England wurden als Desaster bezeichnet, die nur getätigt worden wären, um überschüssige Liquidität unterzubringen. Im Zusammenhang mit der Fünfjahresplanung von Cewe Color stellte man fest, dass das Wachstum der Fotoindustrie weltweit auf 22% pro Jahr über die nächsten drei bis fünf Jahre geschätzt würde. Das Cewe Management strebe aber lediglich ein Wachstum von 3,3% pro Jahr an. Man sei jedoch der Meinung, dass ein fähiges Management ein Wachstum in Höhe von 80% des durchschnittlichen Wachstums der Fotoindustrie erreichen könne. Das würde eine 50%ige Steigerung der vom Cewe-Management für 2011 geplanten Einnahmen bedeuten und mehr als eine Verdoppelung des geplanten Gewinns ermöglichen.<sup>29</sup>

Die Finanzinvestoren verlangten eine Sonderdividende von 5 Euro je Aktie. Cewe Color wollte hingegen nur 1,20 Euro je Aktie zahlen und dafür mehr investieren. Um ihr Anliegen durchzusetzen, forderte MarCap Investors den Cewe-Vorstand auf, zum nächstmöglichen Zeitpunkt eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen, auf der die Aufsichtsräte Hartmut Fromm, Fritz Kröger, Manfred Bodin und Hans-Jürgen Appelrath abberufen und vier neue, damals nicht benannte Personen, gewählt werden sollten. Ferner sollte drei Mitgliedern des Vorstands, namentlich Dr. Rolf Hollander, Andreas F.L. Heydemann und Michael Wefers, ausdrücklich das Misstrauen ausgesprochen werden.<sup>30</sup>

Hätten die Angreifer auf der außerordentlichen Hauptversammlung eine einfache Mehrheit mobilisieren können, wäre das Spiel für das Cewe-Management gelaufen gewesen. Die nächsten Schritte wären die Abberufung des alten und die Neueinsetzung eines den aktivistischen Aktionären wohlgesonnenen Aufsichtsrats gewesen. Dieser hätte dann den jetzigen Vorstand gekippt und ein neues Management instal-

---

<sup>28</sup> Vgl. Fix Cewe Color Webseite für Aktionäre: Hintergrund, online im Internet unter URL: <http://www.fixcewecolor.de/hintergrund.html>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>29</sup> Vgl. Fix Cewe Color Webseite für Aktionäre: Brief von David Marcus MarCap Investors LP, online im Internet unter URL: <http://www.fixcewecolor.de/hintergrund.html>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>30</sup> Vgl. Fix Cewe Color Webseite für Aktionäre: MarCap Investors Pressemitteilung 9. Februar 2007, online im Internet unter URL: <http://www.fixcewecolor.de/hintergrund.html>, Zugriff am 20.12.2008.

liert. In der nächsten Runde wäre dem veränderten Aufsichtsrat dann der Vorschlag einer Sonderausschüttung unterbreitet worden, den dann eine neu einberufene Hauptversammlung mit einfacher Mehrheit hätte beschließen können.<sup>31</sup>

Der Vorschlag von MarCap, eine höhere Dividende zu zahlen als Cewe-Vorstand und Cewe-Aufsichtsrat beabsichtigten, basierte auf folgender Analyse der Finanzsituation der Gesellschaft: Auf Basis der von Cewe für das 3. Quartal 2006 veröffentlichten Ergebnisse schätzte man, dass Cewe zum Jahresende Gewinnrücklagen von etwa 70 Millionen Euro, einen operativen Cash Flow von etwa 30 Millionen Euro, langfristige Finanzverbindlichkeiten in Höhe von maximal 5 Millionen Euro und Liquidität in Höhe von 20 bis 25 Millionen Euro erwirtschaftet haben würde. Cewe habe seine Investitionspläne minimal revidiert, prognostiziere ab 2007 Investitionen von etwa 30 Millionen Euro pro Jahr und könne bis zu 15 Millionen Euro in ein laufendes Aktienrückkaufprogramm investieren. Somit sei die Gesellschaft eindeutig überkapitalisiert. Des Weiteren seien der Fünfjahres-Investitionsplan und die für Akquisitionen angehäuften Kriegskasse von 50 Millionen Euro ein klares Indiz dafür, dass sich an der Überkapitalisierung in Zukunft nichts ändern solle. Cewe müsse keine Investitionspläne ändern, um eine Dividende von 5 Euro pro Aktie oder 35 Millionen Euro insgesamt zu zahlen.<sup>32</sup>

Anfang 2007 verschärfte sich die monatelang andauernde öffentliche Auseinandersetzung zwischen dem Cewe-Management und MarCap Investors noch einmal deutlich.<sup>33</sup> Cewe-Aufsichtsrat und MarCap-Berater Sebastian Freitag fuhr starke Geschütze gegen Cewe Color auf: Aufsichtsratsvorsitzender Hubert Rothärmel und Vorstandsvorsitzender Dr. Rolf Hollander sollten, so Freitag, verbotene Absprachen zur Manipulation des Aktienkurses getroffen haben, um die Finanzinvestoren zur Aufgabe zu zwingen. Quelle dieses Vorwurfes: ein Telefongespräch, das ein ungenannter Mitarbeiter von Freitag nach einer Telefonkonferenz zwischen Hollander, Rothärmel, MarCap-Chef Marcus und Freitag abgehört haben will, da die Leitungen nicht ordnungsgemäß abgeschaltet wurden. Freitag erklärte, er habe den Aufsichtsrat umgehend über den Vorgang informiert, und nachdem das Gremium seiner Ansicht nach unangemessen reagiert habe, sein Aufsichtsratsmandat am 8. Februar niedergelegt, um nicht wegen Mitwisserschaft in Haftung genommen zu werden. Interpretieren lässt sich der Rückzug Freitags aber auch dahingehend, dass er ohne die Verantwortung in dem Gremium leichter die Interessen der Finanzinvestoren vertreten konnte. Freitag hatte unter anderem auch Guy Wyser-Pratte bei IWKA vertre-

---

<sup>31</sup> Vgl. o. V.: Hedgefonds wollen Cewe-Liquidität abgreifen, in: Börsenzeitung vom 31.01.2007, Nr. 21, S. 9.

<sup>32</sup> Vgl. o. V.: Hedgefonds stockt bei Cewe Color auf, in: Börsenzeitung vom 10.02.2007, Nr. 29, S. 9.

<sup>33</sup> Vgl. Iwersen, S.: Aktienkrieg bei Cewe Color, online im Internet unter URL: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/aktienkrieg-bei-cewe-color;1245496>, Zugriff am 20.12.2008.

ten.<sup>34</sup> Auch die Staatsanwaltschaft bekam Arbeit: Freitag zeigte Cewe Color wegen verbotener Absprachen und Aufsichtsrat-Chef Rothärmel zudem wegen verbotendem Insider-Handels an.<sup>35</sup>

### 3.2.2 Der Cewe Vorstand weist die Forderungen von M2 Capital zurück

Der Vorstand der Cewe Color Holding AG wies die Forderungen der Finanzinvestoren als völlig unangebracht zurück: „Der Hedge-Fonds hat uns in einem Brief mit zahlreichen Vorwürfen konfrontiert, die unbegründet sind und vor allem verschleiern sollen, dass M2 Capital<sup>36</sup> dem Unternehmen massiv Kapital entziehen will“, so Dr. Rolf Hollander.<sup>37</sup> Im Vorwege seien in mehreren Briefen und Gesprächen von den Finanzinvestoren kreditfinanzierte Sonderausschüttungen in Höhe von 37 bis 120 Millionen Euro gefordert worden – bei 113 Millionen Euro Eigenkapital. Hollander: „Um dieses Ziel zu erreichen, hat M2 Capital mit der Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung gedroht, in der Aufsichtsräte abgewählt und den Vorständen das Misstrauen ausgesprochen werden solle. Wir haben uns nicht erpressen lassen und werden uns auch zukünftig nicht erpressen lassen.“<sup>38</sup> In einer Pressemitteilung vom 31.01.2007 wehrt sich der Cewe Vorstand gegen die Ansprüche von M2Capital und brachte die im Folgenden aufgeführten Argumente vor.<sup>39</sup>

#### 3.2.2.1 Liquidität als strategische Ressource

Eine Sonderausschüttung enge den Gestaltungsspielraum des Unternehmens massiv ein und schade in der aktuellen Situation sowie der langfristigen Entwicklung: „Um die Potenziale unseres Marktes vollständig im Sinne unserer Aktionäre zu nutzen, brauchen wir die Liquidität“, betonte Hollander. Die Liquidität des Unternehmens sei eine strategische Ressource. Das Management dürfe das berechtigte Interesse von Kunden, Mitarbeitern und langfristig orientierten Investoren nicht kurzfristig motivierten Interessen opfern: „Hier sind wir in der Pflicht“, so Hollander. Jeder Euro, den das Unternehmen in seine Wachstumsstrategie investiere, werde sich weit überdurchschnittlich verzinsen. Innerhalb der kommenden fünf Jahre plane Cewe Color Investitionen in Produktentwicklung und zusätzliche Vertriebswege von 150 bis 200 Millionen Euro.<sup>40</sup> Hollander mutmaßte, dass MarCap Investors seine Cewe-Beteiligung wohl zu teuer erworben habe und mit der bisherigen Wertentwicklung der Cewe Aktie

<sup>34</sup> Vgl. o. V.: Eskalation bei Cewe Color, in: Börsenzeitung vom 09.02.2007, Nr. 28, S. 9.

<sup>35</sup> Vgl. o. V.: Rosenkrieg ohne Ausstiegschance, in: Börsenzeitung vom 19.04.2007, Nr. 75, S. 8.

<sup>36</sup> M2 Capital wurde später in MarCap Investors umbenannt.

<sup>37</sup> Vgl. Cewe Color: Wir lassen uns nicht erpressen, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/fileadmin/user\\_upload/PDF/PR/20070228\\_worldofphoto.pdf](http://www.cewecolor.de/fileadmin/user_upload/PDF/PR/20070228_worldofphoto.pdf) -, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>38</sup> Ebenda.

<sup>39</sup> Vgl. für die genannten Argumente und ihre Begründung: Cewe Color: Cewe Color weist Forderungen von M2 Capital zurück, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/index.php?id=157&no\\_cache=1&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=1272&tx\\_ttnews\[backPid\]=114&cHash=953d234d45](http://www.cewecolor.de/index.php?id=157&no_cache=1&tx_ttnews[tt_news]=1272&tx_ttnews[backPid]=114&cHash=953d234d45), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>40</sup> Vgl. o. V.: Machtkampf macht Aktie von Cewe Color nicht attraktiver, online im Internet unter URL: [www.faz.net/s/.../Doc~E965AE058B7A743C1AA53194F961058C2~ATpl](http://www.faz.net/s/.../Doc~E965AE058B7A743C1AA53194F961058C2~ATpl), Zugriff am 20.12.2008.

nicht zufrieden sei: „Viele unserer Aktionäre sind bei Kursen zwischen 12 und 20 Euro eingestiegen. Die sind mit der Kursentwicklung natürlich zufrieden. Marcus dagegen hat vor zwei Jahren beim Stand von 39 Euro gekauft, also nicht weit entfernt vom heutigen Kurs. Und das ist ihm bei einigen Unternehmen in Schweden auch passiert. Offenbar hat der MarCap-Fonds damit 2006 nicht die Performance gebracht, die man sich erhofft hat. Jetzt braucht David Marcus Geld. Und das hofft er bei uns zu finden“.<sup>41</sup>

### **3.2.2.2 Sonderausschüttung bei Personalabbau unvertretbar**

Das Unternehmen befinde sich zurzeit mitten im Transformationsprozess von der analogen zur digitalen Fotografie. Der jährliche Rückgang von über 30% der Filmentwicklungen erfordere erhebliche Anstrengungen. Cewe Color habe in der Spitze 29 Fotogroßlabore in Europa unterhalten. Aktuell seien es noch 20. Hollander: „Mit mir wird es keine Sonderausschüttung geben, wenn zugleich Mitarbeiter entlassen und Sozialplanverhandlungen geführt werden. Das ist unverantwortlich. Wir benötigen motivierte Mitarbeiter. Das Kapital ist erforderlich für Investitionen in die Zukunft sowie die Sicherung der verbleibenden Arbeitsplätze“. In diesem Punkte wisse man sich im Einklang mit dem seit 1. Januar 2007 größten Aktionär, der Erbengemeinschaft des Unternehmensgründers Senator h.c. Heinz Neumüller.<sup>42</sup>

### **3.2.2.3 Neue Wachstumspotenziale erfordern Investitionen**

Die Digitalfotografie eröffne neue Wachstumspotenziale, von denen Cewe Color und damit die Aktionäre mittelfristig profitieren könnten. Dazu gehörten ein erweitertes Produktportfolio und die Erschließung von neuen Geschäftsfeldern, in denen Cewe Color sowohl die Kernkompetenzen nutzen als auch die Wertschöpfung vertiefen könne. Hinzu kämen neben den Investitionen in die regionale Expansion Konsolidierungschancen. Deshalb werde Cewe Color auch den laufenden Aktienrückkauf nutzen, um damit eine Akquisitionswährung zu schaffen.

### **3.2.2.4 Hohe Dividendenrendite**

Schon im vergangenen Jahr habe Cewe Color auf Basis des Schlusskurses von 41,35 Euro zum 31. Dezember 2005 eine Dividende von 1,20 Euro je Aktie ausgeschüttet und eine Dividendenrendite von 2,9 Prozent erreicht. Das Unternehmen strebe Dividendenkontinuität und eine weiterhin hohe Ausschüttungsquote an.

---

<sup>41</sup> Vgl. Becker, W.: Die Kasse von Cewe Color ist dicht, in: Börsenzeitung vom 15.03.2007, Nr. 52, S. 12.

<sup>42</sup> Vgl. Abschnitt 4.

### **3.2.2.5 Transformation in 2007 weitgehend abgeschlossen**

„Wir sind auf dem besten Wege, den Transformationsprozess von der analogen zur digitalen Fotografie erfolgreich umzusetzen“, erklärt Hollander. Selbst in einem Transformationsjahr wie 2006 hätte das Unternehmen sein Ergebnis stabilisieren können. 2007 werde dieser Prozess weitgehend abgeschlossen und ab 2008 auf Wachstum umgeschaltet, was sich auch positiv auf das Ergebnis auswirken werde. Wichtige Meilensteine seien erreicht: Cewe Color sei der erfolgreichste Fotofinisher in Europa, habe seine Marktposition im analogen Fotomarkt verteidigt, die Liquidität als strategische Ressource genutzt und sei durch frühzeitige Investitionen zum Marktführer im europäischen Digitalmarkt geworden.

### **3.2.2.6 Bisher kein korrektes Einberufungsverlangen für außerordentliche HV**

„Wir werden nach heutigem Stand keine außerordentliche Hauptversammlung einberufen“, so Dr. Rolf Hollander. Die ordentliche Hauptversammlung des Unternehmens finde wie geplant am 26. April 2007 statt. Der Vorstand der Cewe Color Holding AG habe von MarCap Investors noch immer kein den Anforderungen entsprechendes Einberufungsverlangen für die geforderte außerordentliche Hauptversammlung erhalten. Cewe Color habe die Finanzinvestoren bereits in zwei Schreiben auf die formalen Kriterien hingewiesen. Bisher habe MarCap die Anforderungen nicht erfüllt.

### **3.2.2.7 Investitionen stärken Shareholder Value**

„Unsere Investitionen in die Expansion unseres Unternehmens sind die zentrale Voraussetzung für einen nachhaltig wachsenden Shareholder Value“, betont Dr. Rolf Hollander. Deshalb seien die völlig unangebrachten Forderungen einzelner Finanzinvestoren, die während der Transformation des Unternehmens eine hohe fremdkapitalfinanzierte Sonderausschüttung erzwingen wollen, kontraproduktiv.

### **3.2.2.8 Unterstützung für nachhaltige Strategie wächst**

„Nach einer fremdkapitalfinanzierten Ausschüttung könnten wir Chancen nicht nutzen und würden der langfristigen Entwicklung des Unternehmens schaden“, erklärte Hollander. Deshalb sei der Vorstand entschlossen, für sein Zukunftskonzept einzutreten. Mit dem wachsenden Erfolg der Cewe-Fotobücher habe das Unternehmen bewiesen, dass Cewe Color attraktive neue Märkte zügig erschließen könne: Im vierten Quartal 2006 hätten die Cewe Fotobücher bereits 12,1% zum Gesamtvolumen der Digitalfotos beigesteuert. Ebenso sei die Expansion im Internetgeschäft auf einem sehr guten Weg: Im Jahr 2006 stieg die Zahl der internetbasierten Bestellungen um 59,3%. Voraussetzung für solche Erfolge seien Investitionen und unternehmerisches Handeln. Hollander: „Die weitaus größte Zahl unserer Investoren ist gegen kurzfristiges Quartalsdenken und Einmalausschüttungen – die Unterstützung für unsere am langfristigen und nachhaltigen Erfolg orientierte Strategie wächst von Tag zu Tag“.

### 3.2.2.9 Keine Manipulation des Aktienkurses

Schließlich wies die Cewe Color Holding AG die Vorwürfe mit Entschiedenheit zurück, der Vorstandsvorsitzende Hollander und Aufsichtsratsvorsitzende Rothärmel hätten den Aktienkurs manipuliert. Ein unabhängiges Rechtsgutachten, das der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende aufgrund der Schwere der Vorwürfe in Auftrag gegeben hatte, habe diese Vorwürfe ohne jeden Zweifel entkräftet. Vor dem Hintergrund der Auseinandersetzung um eine Sonderdividende versuchten Einzelne offenbar, durch böartige Unterstellungen ihre Lage zu verbessern. Bereits die positive Kursentwicklung widerspreche der Behauptung, dass Vorstand und Aufsichtsrat den Kurs negativ manipuliert hätten. Das ehemalige, für die Finanzinvestoren entsandte Aufsichtsratsmitglied Sebastian Freitag habe schon einmal ähnliche Behauptungen benutzt, um Vorstand und Aufsichtsrat zu drohen und sie damit gefügig zu machen. Dieser durchsichtige Versuch habe aber auch damals nicht zum angestrebten Erfolg geführt. Im vorliegenden Zusammenhang habe das Unternehmen jetzt wegen Verletzung der Vertraulichkeit des Wortes Strafanzeige erstattet.<sup>43</sup>

Im August 2007 hat die Staatsanwaltschaft die Ermittlungen wegen Verdachts der Kursmanipulation eingestellt. Es liege keine strafbare verbotene Marktmanipulation nach dem Wertpapierhandelsgesetz vor, teilte die Behörde mit.<sup>44</sup>

## 4. Neumüller Cewe Color Stiftung unterstützt Cewe Color Management

Auch die Neumüller Cewe Color Stiftung kritisierte die Forderung der Finanzinvestoren, eine hohe kreditfinanzierte Sonderdividende auszuschütten: „Damit torpedieren kurzfristig orientierte Spekulanten die langfristige Wachstumsstrategie des Unternehmens“, betonte Wilfried Mocken, Vorsitzender des Kuratoriums der Neumüller Cewe Color Stiftung. Die Liquidität des Unternehmens dürfe nicht für ein Feuerwerk verpulvert werden, das nur eine ausgebrannte Hülle zurücklasse: „Wenn dafür auch noch ein Kredit aufgenommen werden soll, wäre das in einer Transformationsphase – wie wir sie gerade zu bestehen haben – unternehmerisch verantwortungslos“, so der Vorsitzende des Kuratoriums. Die Forderung der Finanzinvestoren, vier Aufsichtsräte abzuwählen und dem Vorstand das Misstrauen auszusprechen, solle offensichtlich das wahre Ziel einer kreditfinanzierten Sonderausschüttung verschleiern und die Organe unter Druck setzen. Diese Strategie werde allerdings nicht aufgehen,

---

<sup>43</sup> Vgl. o. V.: Bei Cewe Color verschärft sich der Ton, in: Börsenzeitung vom 19.04.2007, Nr. 75, S. 10.

<sup>44</sup> Vgl. o. V.: Ermittlungen gegen Cewe Color eingestellt, in: Börsenzeitung vom 04.08.2007, Nr. 175, S. 10.

da das Unternehmen durch seine besondere Aktionärsstruktur den schädlichen Einfluss kurzfristig orientierter Finanzinvestoren abwehren könne.<sup>45</sup>

Die Cewe Color-Gruppe habe 2005 und 2006 trotz fundamentaler Verschiebungen im Markt die höchsten Gewinne der vergangenen sechs Jahre erwirtschaftet. Das sei dem Management in einem Umfeld gelungen, in dem etablierte Wettbewerber Verluste verkraften mussten oder völlig aus dem Markt ausgeschieden seien. Zugleich habe Cewe Color in neue, erfolgreiche Produkte, wie das Cewe Fotobuch, investiert. Deshalb unterstütze die Stiftung die Strategie des Managements, jährlich 30 Millionen Euro in Produktinnovationen und neue Vertriebswege zu investieren und die regionale Expansion voranzutreiben. Auch die bis zu 50 Millionen Euro, die das Unternehmen in Akquisitionen investieren wolle, seien strategisch eine entscheidende Option. Mocken: „Durch den laufenden Aktienrückkauf steht außerdem eine Akquisitionswährung zur Verfügung, die für die Eigentümer von Zielunternehmen attraktiver sind als Bargeld, weil Cewe damit eine Beteiligung am Wachstum und Erfolg der Unternehmensgruppe anbieten kann“. Vor dem Hintergrund der erreichten Erfolge und der strategischen Weichenstellungen sei die Kritik der Finanzinvestoren nicht nachvollziehbar.

Außerdem teilte die Erbengemeinschaft des Firmengründers Senator h.c. Heinz Neumüller dem Vorstand der Cewe Color Holding AG mit, dass sie mit Wirkung zum 31. Dezember 2006 durch die Ausübung ihres Aktienbezugsrechts ihre bestehende atypisch stille Beteiligung ohne Stimmrechte in eine stimmberechtigte Beteiligung von 27,18% Cewe Aktien wandeln wird. Damit besaß sie eine Sperrminorität.

Die Cewe Color Holding AG verfügte gemäß den Hauptversammlungsbeschlüssen vom 16. Juni 1992, 17. Juni 1999 und 24. Juni 2004 über ein bedingtes Kapital in Höhe von insgesamt 5.200.000,00 Euro. Durch die Ausübung des Bezugsrechts für die Wandlung der atypisch stillen Beteiligung erhöhte sich das Grundkapital mit Wirkung zum 01. Januar 2007 von 14.040.052,00 Euro um 5.148.000,00 Euro auf 19.188.052,00 Euro. Die Anzahl der Aktien der Gesellschaft veränderte sich entsprechend um 1.980.000 Stück auf 7.380.000 Inhaberaktien und 20 Namensaktien.<sup>46</sup> Durch die Kapitalerhöhung verschoben sich die bisherigen Beteiligungsverhältnisse: So verwässerte sich der Anteil des bisher größten beteiligten Finanzinvestors MarCap Investors von 13,4% auf 8,97%. Ähnlich verlief die Entwicklung beim bis dahin zweitgrößten Finanzinvestor K Capital Partners, dessen Anteil von 12,3% auf 7,59% rutschte.<sup>47</sup> Zur Wahrung ihrer Interessen beschloss die Neumüller Cewe Color Stiftung außerdem, Otto Korte, Rechtsanwalt aus Oldenburg, als Nachfolger von Sebastian Freitag in den Aufsichtsrat der Cewe Color Holding AG zu entsenden. Aus Sicht

<sup>45</sup> Vgl. Becker, W.: Vor dem Showdown in Oldenburg, in: Börsenzeitung vom 17.02.2007, Nr. 34, S. 11.

<sup>46</sup> Vgl. o. V.: Neue Schachtel bei Cewe Color, in: Börsenzeitung vom 04.01.2007, Nr. 2, S. 13.

<sup>47</sup> Vgl. o. V.: Bei Cewe Color braut sich was zusammen, in: Börsenzeitung vom 30.01.2007, Nr. 20, S. 13.

der Stiftung wurde Freitag – wie oben ausgeführt – zum Sprachrohr der falschen Seite. Die Neumüller Cewe Color Stiftung hat als Eigentümer der oben genannten 20 Namensaktien das vertragliche Recht, zwei Aufsichtsratsmitglieder zu entsenden. Das war neben Sebastian Freitag der Vorsitzende des Kontrollgremiums Hubert Rothärmel.<sup>48</sup>

## 5. Proxy Fighting — Vorbereitung auf die ordentliche Hauptversammlung

Unternehmen mit Finanzinvestoren als Aktionären sollten ihre Hauptversammlungen präzise vorbereiten. Das gilt besonders, wenn es sich um so genannte aktive Investoren oder Aktionäre handelt, deren Vorstellungen nicht mit denen der Verwaltung eines Unternehmens konform gehen.<sup>49</sup> Vorstand und Aufsichtsrat sehen sich dann auf der Hauptversammlung oftmals mit unliebsamen Forderungen nach Erhöhung der Dividende durch eine Sonderausschüttung oder bei anstehenden Aufsichtsratswahlen auch mit Gegenanträgen hinsichtlich der Besetzung des Aufsichtsrats konfrontiert.<sup>50</sup> Das zentrale Einfallstor für unerwünschte Aktionärsaktivisten sind die regelmäßig niedrigen Hauptversammlungspräsenzen. In solchen Fällen genügen Finanzinvestoren in der Regel schon geringe Beteiligungen, um Entscheidungen im eigenen Interesse durchzusetzen.<sup>51</sup> Deshalb muss ein Unternehmen alles daran setzen, genügend Aktionäre für die eigenen Vorstellungen und eine Teilnahme an der Hauptversammlung zu gewinnen.

Unternehmen, die sich gegen die Interessen von Finanzinvestoren verteidigen wollen, müssen um jede Stimme kämpfen und so genanntes Proxy Fighting betreiben.<sup>52</sup> Der Begriff Proxy Fight oder Proxy Contest stammt aus dem amerikanischen Recht und bezeichnet den Kampf von Verwaltung und oppositionellen Aktionären um Stimmvollmachten (Proxies) der passiven Aktionäre.<sup>53</sup> Aus der Perspektive der Manager ist es deren vordringlichste Aufgabe, einen intensiven Dialog mit allen Aktionären zu führen und aktiv zu versuchen, die Wahrnehmung und das Stimmungsbild des Kapitalmarktes zu beeinflussen. Das Management muss eine konsistente Botschaft kommunizieren, die den passiven Aktionären die Mission und Strategie des Unternehmens schlüssig vermittelt.<sup>54</sup> Es sind persönliche Gespräche mit möglichst vielen

<sup>48</sup> Vgl. o. V.: Bei Cewe beginnt die heiße Phase, in: Börsenzeitung vom 13.02.2007, Nr. 30, S. 10.

<sup>49</sup> Vgl. Becht, M.: Der Aktionärsaktivismus wird die Finanzkrise überleben, in: Neue Zürcher Zeitung vom 29./30. 11.2008, Nr. 280, S. 15.

<sup>50</sup> Vgl. Höfinghoff, T.: Aktionäre machen Druck, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 09.03.2008, Nr. 10, S. 57.

<sup>51</sup> Vgl. o. V.: Selbstbewusste Aktionäre setzen dem Management zu, in: Neue Zürcher Zeitung vom 29./30.03.2008, Nr. 73, S. 9.

<sup>52</sup> Vgl. Schuster, M.: Feindliche Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften. Abwehrstrategien des Vorstandes der Zielgesellschaften, Berlin 2003, S. 30.

<sup>53</sup> Vgl. Watter, R., Rampini, C.: Proxy Fights, Sonderdruck aus Mergers & Acquisitions III, hrsg. Von R. Tschäni, Zürich 2001, S. 3.

<sup>54</sup> Vgl. Becker, W.: Schöne neue Übernahmewelt, in: Börsenzeitung vom 16.02.2007, Nr. 33, S. 8.

passiven Aktionären zu führen, um die wichtigsten Punkte der Unternehmensstrategie zu präsentieren und deutlich zu machen, wie das Management im Gegensatz zu den Forderungen der oppositionellen Aktionäre Wert zu generieren beabsichtigt.<sup>55</sup>

Beim Proxy Fighting müssen die Mehrheitsverhältnisse laufend überwacht werden. Hierbei sollte man einen kurzen Draht zur Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) suchen. So sollten in Absprache mit der Aufsicht zur Vermeidung eines etwaigen Stimmrechtsausschlusses die kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten gemäß § 21 ff. Wertpapierhandels-Gesetz exakt überprüft werden. Mit einer umfassenden Bevollmächtigung des Stimmrechtsvertreters des Unternehmens kann außerdem Ad-hoc-Anträgen entgegengetreten werden. Besteht diese Vollmacht nicht, kann der Stimmrechtsvertreter des Unternehmens nämlich sein Stimmrecht bei möglichen Ad-hoc-Anträgen nicht stellvertretend für seine Vollmachtgeber ausüben. Außerdem ist der Termin der Hauptversammlung entscheidend. Möglicherweise kann das Management der Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung zuvorkommen, wenn die ordentliche Hauptversammlung entsprechend terminiert wird.<sup>56</sup> Das erfordert eine perfekte Abstimmung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat. Wer gut vorbereitet ist, kann viel abfedern.<sup>57</sup>

Selbstverständlich gehört daneben jeder organisatorische Punkt der Hauptversammlung auf den Prüfstand: Setzt das Unternehmen für die Hauptversammlung einen oder besser zwei Tage an, nach welchem Verfahren soll abgestimmt werden<sup>58</sup>? Die Frage ist, mit welchem Auszählungsverfahren das Unternehmen am besten fährt? Einzelwahl des Aufsichtsrates oder Listenwahl, Einzelentlastung der Organe oder Gesamtentlastung, zusätzliche Beschlüsse oder schlanke Tagesordnung? Das Unternehmen und seine Anwälte müssen eine umfassende Liste mit Fragen und Antworten vorbereiten. Im Extremfall werden Antworten auf mehrere hundert mögliche Fragen erstellt und bis zum Tag der Hauptversammlung kontinuierlich aktualisiert. Schließlich ist Stimmkarte nicht gleich Stimmkarte: Um Zeitverluste zu vermeiden, müssen Stimmkarten wie gesagt von vornherein die Möglichkeit bieten, auch über alle Ad-hoc-Anträge von Finanzinvestoren abzustimmen.<sup>59</sup>

Während der Hauptversammlung ist ein funktionierendes Back Office vonnöten. Dort beraten Mitarbeiter und Juristen den Vorstand und Aufsichtsrat aus dem Hintergrund,

<sup>55</sup> Vgl. Fieseler, C., Meckel, M.: Der Feind in meinem Board, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 04.02.2008, Nr. 29, S. 20.

<sup>56</sup> Vgl. Becker, W.: Interview mit Matthias Heisse: „Bei Aktivisten im Aktionärskreis früh Kontakt mit der BaFin aufnehmen“, in: Börsenzeitung vom 12.09.2007, Nr. 175, S. 2.

<sup>57</sup> Vgl. o. V.: Aktive Investoren gewinnen an Bedeutung, in: Börsenzeitung vom 22.05.2007, Nr. 96, S. 10.

<sup>58</sup> Solche Entscheidungen im Vorfeld der Hauptversammlung sind wichtig, damit das Unternehmen keine formellen Rechtsvorschriften verletzt und sich der Gefahr aussetzt, dass die Beschlüsse der Hauptversammlung später von Aktionären angefochten werden.

<sup>59</sup> Vgl. o. V.: Hauptversammlungen mit Hedge-Fonds, in: Heisse Kursawe Eversheds, Kanzlei News, Nr. 5, 09/2007, S. 4, online im Internet unter URL: [www.heisse-kursawe.com/files/HKE\\_05\\_Newsonline.pdf](http://www.heisse-kursawe.com/files/HKE_05_Newsonline.pdf), Zugriff am 20.12.2008.

entwerfen Antworten auf kritische Fragen und geben rechtlichen Flankenschutz. Für den Ablauf der Hauptversammlung sollten verschiedene Szenarien durchgespielt werden. Für das Verzögern der Abstimmung durch die aktiven Aktionäre mittels einer Flut von Fragen bis hin zu Angriffen auf den Versammlungsleiter mit dem Ziel einer Vertagung der Hauptversammlung sollten organisatorische und rechtliche Vorbereitungen getroffen werden. In allen Situationen ist darauf zu achten, dass die Beschlüsse der Hauptversammlung juristisch wasserdicht sind. Insbesondere bei den zentralen Themen, wie etwa Aufsichtsratswahlen, wichtigen Satzungsänderungen und Kapitalbeschaffungen darf kein Fehler passieren, denn im Nachgang sind erfahrungsgemäß Anfechtungsklagen von aktiven Aktionären gegen HV-Beschlüsse zu erwarten. Diese Prozesse müssen gewonnen werden. Andernfalls könnten aktive Aktionäre die weitere geschäftliche Entwicklung des Unternehmens behindern.<sup>60</sup>

Vor dem Hintergrund dieser Aspekte wurde die Aktionärsversammlung der Cewe Color Holding AG professionell vorbereitet und organisiert. Dazu zählten zunächst die sehr frühe Aufstellung des Jahresabschlusses und ein sehr zeitiger Dividendenbeschluss des Aufsichtsrats. Dieser Ausschüttungsbeschluss war bindend und auch durch eine Hauptversammlung nicht mehr abänderbar, was mit Blick auf die absehbaren Wünsche nach einer kreditfinanzierten Sonderausschüttung von 5 Euro je Aktie von großer Bedeutung war. Die Cewe-Verantwortlichen hatten es zudem verstanden, im Vorhinein ausreichend Aktionäre auf ihre Seite zu holen. Zum Schluss hatte der Vorstand selbst die Inhaber kleinerer Aktienpakete von seiner Strategie zu überzeugen und zur Teilnahme an der Hauptversammlung zu bewegen versucht. Im Ergebnis konnte die Präsenz auf 87,1% gehoben werden. Im Jahr zuvor hatte sie nur bei rund 37% gelegen.<sup>61</sup>

Um den Angriff der Finanzinvestoren abzuwehren, und zur Vorbereitung auf die Hauptversammlung hatte der Vorstand überdies umfangreichen juristischen Sachverstand eingekauft. „Wir hatten ein großes und kompetentes Team“, sagte Gesellschaftsrechtler Dr. Matthias Heisse, der Cewe Color seit Mitte 2005 beriet. Er wurde zu dem Zeitpunkt mandatiert, als sich MarCap Investors und K Capital Partners an dem Oldenburger Unternehmen beteiligten. Heisse, Managing Partner von Heisse Kursawe, war auf der Hauptversammlung die wichtigste Stütze von Aufsichtsratschef Rothärmel. Immer wieder steckten die beiden die Köpfe zusammen, besprachen das weitere Vorgehen.

Per Laptop hielt Heisse ständigen Kontakt zum Backoffice. Hinter der Bühne saßen weitere 30 Personen; sie berieten den Vorstand aus dem Hintergrund, entwarfen Antworten auf kritische Fragen der Aktionäre, gaben juristischen Flankenschutz. Ne-

---

<sup>60</sup> Vgl. Becker, W.: Interview mit Matthias Heisse: „Bei Aktivisten im Aktionärskreis früh Kontakt mit der BaFin aufnehmen“, in: Börsenzeitung vom 12.09.2007, Nr. 175, S. 2.

<sup>61</sup> Vgl. Mehner, G.: Die Lehren aus der Cewe-Schlammschlacht. Hohe Präsenzen und ausgefeiltes Hauptversammlungsmanagement sind unabdingbar, in: Börsenzeitung vom 12.09.2007, Nr. 175, S. 2.

ben weiteren Juristen von Heisse Kursawe arbeiteten dort auch Dr. Wolfgang Richter und Johannes Perlitz aus dem Frankfurter Büro von Clifford Chance, die Cewe seit Ende 2006 berieten.<sup>62</sup> Damals entschied das Cewe-Management, eine zweite Meinung einzuholen und vor allem die US-rechtliche Expertise zu stärken – denn bereits zu diesem Zeitpunkt zeichnete sich ja ab, dass die Zusammenarbeit mit den Finanzinvestoren schwieriger werden würde. Spätestens, als sich um die turnusgemäß anstehende Wahl des Aufsichtsrats ein Machtkampf mit MarCap Investors und K Capital Partners abzeichnete und die Finanzinvestoren mit Gegenkandidaten an die Öffentlichkeit gingen, wurde dem Cewe-Management klar, dass die Amerikaner es ernst meinten. Dass eine turbulente Hauptversammlung bevorstehen würde, wussten nun alle Verantwortlichen. So wurde zwei Wochen vor dem Aktionärstreffen der HV-Experte Hans Ulrich Wilsing von Linklaters hinzugezogen. Einen ganzen Tag coachte Wilsing Vorstand und Aufsichtsrat: „Wir haben mit der Konzernführung gezielt durchgespielt, was auf einer turbulenten HV passieren kann“, sagte Wilsing. Neben juristischen Überlegungen stand insbesondere die mentale Vorbereitung der Cewe-Verantwortlichen im Vordergrund: Wie geht man mit einer schier endlosen Fragen- und Antragsflut um? Wie reagiert man auf Störer und Krawallmacher?<sup>63</sup>

So waren die Cewe-Verantwortlichen auch auf die üblichen Spielchen und Tricks bei der Stimmauszählung vorbereitet, mit denen einzelne Aktionäre gemeinhin versuchen, Verfahrensfehler zu provozieren, um damit Gründe für eine Anfechtung zu sammeln: Beispielsweise entschwindet ein Aktionär bei der Abstimmung durch eine Feuertür, um hinterher die gesamte Basis der Auszählung anzufechten. Oder mit fadenscheinigen Behauptungen werden Abstimmblöcke als verloren gemeldet, die dann nach der Ausstellung von Ersatzkarten im Abstimmungsgang wundersam wieder auftauchen. Oder voluminöse Aktienpakete werden bei der Anmeldung zur Hauptversammlung zunächst als Eigenbesitz deklariert mit entsprechender Stimmblockausgabe. Und später erfolgt die Umbuchung als Fremdbesitz mit erneuter Stimmkartenausgabe. Wenn dann die alten Karten nicht gesperrt worden sind, liegt wegen einer falschen Präsenz ein Anfechtungsgrund vor. Diese „tricky“ Geschichten sind bei der Cewe Hauptversammlung alle vorgekommen. Zur Sicherheit war dort mit verplombten Stimmkästen abgestimmt worden. Gezielt war zudem das Teilnehmerverzeichnis erst kurz vor dem Abstimmungsgang veröffentlicht worden, um Gegenstrategien zu erschweren.<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> Vgl. o. V.: Cewe Color rüstet sich für den Showdown, in: Börsenzeitung vom 03.03.2007, Nr. 44, S.11.

<sup>63</sup> Vgl. Nohlen, M.: Perfektes Rollenspiel, in: JUVE Rechtsmarkt, 10. Jahrgang, Heft 6, 2007, S. 36-38, hier S. 37.

<sup>64</sup> Vgl. Mehner, G.: Die Lehren aus der Cewe-Schlammschlacht. Hohe Präsenzen und ausgefeiltes Hauptversammlungsmanagement sind unabdingbar, in: Börsenzeitung vom 12.09.2007, Nr. 175, S. 2.

Im Fall der Cewe Color Holding AG ging auch die Strategie der Verwaltung auf, von den befreundeten Aktionären umfassende Vollmachtserklärungen einzuholen. Hier galt es die Klippe zu umschiffen, dass eine Bevollmächtigung nur zu der veröffentlichten Tagesordnung erteilt werden kann. Zu Ad-hoc-Anträgen – etwa der Abwahl des Versammlungsleiters – kann dann kein Stimmrecht ausgeübt werden. Entsprechend hatte Cewe um „erweiterte“ Vollmachten gebeten. Damit hier nicht neue Meldepflichten auftauchten, war die Formulierung mit der BaFin abgestimmt worden. Mit Leitfäden und Sonderleitfäden hatte sich Cewe für alle möglichen Szenarien präpariert. Auch für den Fall einer Bombendrohung oder eines Feueralarms. Um notfalls die Hauptversammlung an einem anderen Ort fortsetzen zu können, war ein zweiter Satz von Eintrittskarten vorbereitet worden.<sup>65</sup>

## 6. Auch auf die Mobilisierung der Mitarbeiter kommt es an!

Treten aktivistische Investoren auf, muss ein Unternehmen sofort reagieren. Um den eigenen Standpunkt einem möglichst breiten Adressatenkreis bekannt zu machen, sollte die Unternehmensstrategie über verschiedene Kanäle öffentlich kommuniziert werden. Dabei müssen die Stärken des Unternehmens und der eigenen Strategie im Vordergrund stehen. Nicht nur die Aktionäre, sondern alle wichtigen Stakeholder sollten auf die eigene Linie eingeschworen werden. Vor allem auf die Mitarbeiter und deren Interessenvertreter kommt es an. Wenn deren Mobilisierung gelingt, kann der eigene Standpunkt in der öffentlichen Debatte wesentlich besser verteidigt werden.<sup>66</sup>

Im Fall der Cewe Color Holding AG machte der Vorstandsvorsitzende Hollander den bis dahin verborgenen Schlagabtausch im Januar 2007 öffentlich. Da Cewe im Rahmen des Wertpapierhandelsgesetzes und nicht der Übernahmevorschriften agierte<sup>67</sup>, konnte sich Hollander wesentlich offensiver äußern als Kollegen, deren Unternehmen akquiriert werden soll und die daher zur Neutralität verpflichtet sind. Diesen Freiheitsgrad nutzte Hollander aus. Er warf dem vom Fan zum Gegenspieler gewandelten MarCap-Chef Marcus vor, mit Falschaussagen zu operieren und ohne jede Sachkenntnis zu urteilen. Marcus agiere unseriös und habe keinen Bezug zur Wahrheit.<sup>68</sup> Hollanders Kommunikationsstrategie, die ihm in ganz Deutschland Sympa-

<sup>65</sup> Vgl. ebenda.

<sup>66</sup> Vgl. Fieseler, C., Meckel, M.: Der Feind in meinem Board, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 04.02.2008, Nr. 29, S. 20.

<sup>67</sup> Der Vorstandsvorsitzende Hollander konnte sich wesentlich offensiver äußern als Kollegen, deren Unternehmen akquiriert werden sollen und die daher zur Neutralität verpflichtet sind. Diesen Freiheitsgrad nutzte Hollander aus. Er warf dem vom Fan zum Gegenspieler gewandelten MarCap-Chef Marcus vor, mit Falschaussagen zu operieren und ohne jede Sachkenntnis zu urteilen. Das ist im Falle einer Übernahme wegen des Neutralitätsgebotes nicht möglich.

<sup>68</sup> Vgl. Becker, W.: Die Kasse von Cewe Color ist dicht, in: Börsenzeitung vom 15.03.2007, Nr. 52, S. 12.

thien einbrachte, ging auf.<sup>69</sup> Mit wohlidosierter Polemik gelang es ihm, die öffentliche Meinung für seinen Standpunkt zu gewinnen: „Oldenburg gegen New York“, so hieß die einfache Botschaft.<sup>70</sup>

Dabei war seine Kommunikationsstrategie auch deshalb erfolgreich, weil es Hollander gelang, die Cewe-Mitarbeiter und -Betriebsräte sowie die Gewerkschaftsvertreter von seinen Argumenten zu überzeugen. Die Cewe-Belegschaft stand sehr schnell geschlossen hinter dem Management und tat das auf außerordentlichen Betriebsversammlungen an verschiedenen Standorten am 30.03.2007 öffentlich kund.<sup>71</sup> Dem Aufruf des Betriebsrates und der Industriegewerkschaft Bergbau, Chemie und Energie folgten allein in Oldenburg etwa 700 Beschäftigte. Bundesweit waren es an allen Cewe-Standorten etwa 1.700 Beschäftigte. Betriebsratsvorsitzende der Cewe Color Holding AG in Oldenburg Thekla von Holdt bekräftigte ebenso wie Hollander, dass es keine Sonderausschüttung geben dürfe: „Mit dieser Versammlung wollen wir dem Management unser Vertrauen aussprechen. Herr Hollander, Sie machen einen guten Job, wir wollen Sie behalten“, sagte die Betriebsratsvorsitzende.<sup>72</sup> „Wir haben die Aktionäre aufgefordert, ihr Stimmrecht wahrzunehmen und gegen die Forderungen mancher Hedgefonds zu stimmen“, so von Holdt weiter.<sup>73</sup>

Am Standort Eschbach bei Freiburg im Breisgau folgten rund 150 der 180 Mitarbeiter dem Aufruf des Betriebsrates und der Gewerkschaft. Gewerkschaftssekretär Oliver Hecker: „Die Investoren versuchen auf Kosten der Cewe Color ihre Gewinne zu maximieren. Dies ist nicht nur fahrlässig, sondern grob schädigend für Unternehmen und Mitarbeiter“. Man werde es nicht kampflos hinnehmen, dass ein sehr erfolgreiches Unternehmen, welches in den letzten Jahren durch einen vorbildlichen Umbau des Geschäftsfeldes von der analogen zur digitalen Fotografie sowie viele andere Innovationen bestach, durch solche „Geld-Spielchen“ zu Grunde gerichtet wird, so Hecker weiter. Barbara Rapp vom Betriebsrat bekräftigte noch einmal, dass die Belegschaft geschlossen hinter dem Unternehmen stehe. Man habe in den letzten Jahren auch als Belegschaftsvertreter einige schmerzhaft Einschnitte spüren müssen,

---

<sup>69</sup> Vgl. o. V.: Operation Oldenburg, online im Internet unter URL: [http://www.welt.de/wams\\_print/article776744/Operation\\_Oldenburg.html](http://www.welt.de/wams_print/article776744/Operation_Oldenburg.html), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>70</sup> Vgl. Dierig, C.: Geschickter Teamspieler in eigener Sache, online im Internet unter URL: [http://www.welt.de/wams\\_print/article840635/Geschickter\\_Teamspieler\\_in\\_eigener\\_Sache.html](http://www.welt.de/wams_print/article840635/Geschickter_Teamspieler_in_eigener_Sache.html), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>71</sup> Vgl. Miethke, N.: Im Aktien-Krieg mit Hedgefonds, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/fileadmin/user\\_upload/PDF/Im\\_Aktien\\_Krieg\\_mit\\_Hedgefonds.pdf](http://www.cewecolor.de/fileadmin/user_upload/PDF/Im_Aktien_Krieg_mit_Hedgefonds.pdf), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>72</sup> Vgl. Schicke, S.: Mit voller Kraft gegen Hedge-Fonds angetreten, online im Internet unter URL: [http://www.nwzonline.de/index\\_aktuelles\\_spezial\\_cewecolor\\_artikel.php?id=1269988&offset=3](http://www.nwzonline.de/index_aktuelles_spezial_cewecolor_artikel.php?id=1269988&offset=3), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>73</sup> Vgl. o. V.: Mitarbeiter unterstützen Führung bei Cewe Color, online im Internet unter URL: [http://www.welt.de/welt\\_print/article786431/Mitarbeiter\\_unterstuetzen\\_Fuehrung\\_bei\\_CeWe\\_Color.html](http://www.welt.de/welt_print/article786431/Mitarbeiter_unterstuetzen_Fuehrung_bei_CeWe_Color.html), Zugriff am 20.12.2008.

stehe aber gerade jetzt absolut hinter dem Kurs der Geschäftsleitung, so Rapp weiter.<sup>74</sup>

Aufgrund der situativ gleichgerichteten Interessen von Führung und Mitarbeitern musste sich der Betriebsrat der Belegschaft gegenüber auch nicht rechtfertigen, so eng mit dem Management zusammenzuarbeiten: „Unser Interesse war es, die Arbeitsplätze zu sichern – und das gleiche Interesse hatte der Vorstand auch. Das operative Geschäft lief natürlich nebenher weiter, und da gibt es ja immer das übliche Spannungsfeld zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern,“ so von Holdt.<sup>75</sup>

Ein wichtiger Faktor für das Funktionieren der Zusammenarbeit zwischen Betriebsrat und Management war die Glaubwürdigkeit von Hollander. Die Betriebsräte wurden von Hollander – wenn auch erst nach eigenem Drängen – nach eigenen Angaben ausreichend informiert: „Durch ihn haben wir eine Menge mitbekommen“, so Thekla von Holdt.<sup>76</sup> Auch die Argumente, mit denen nationale und internationale Standort-schließungen – die im Übrigen nichts mit dem Einstieg von Finanzinvestoren zu tun haben - sind gerechtfertigt wurden, wurden als plausibel angesehen und im Großen und Ganzen nicht in Zweifel gezogen.

Insgesamt betrachtet sei es schon erstaunlich zu sehen, was man erreichen könnte, wenn das Management und die Belegschaft in einer Sache an einem Strang und in eine Richtung ziehen. Gleichwohl waren sich die Betriebsräte darüber im Klaren, dass das Verhältnis zwischen Verwaltung und Belegschaft nicht auf Dauer so harmonisch verlaufen werde wie in der Zeit des gemeinsamen Kampfes gegen die Finanzinvestoren. Man ging vielmehr davon aus, dass das Engagement der Arbeitnehmer schnell wieder in Vergessenheit geraten würde, zumal es auch nicht so gewesen sei, dass alle Führungskräfte die Aktionen des Betriebsrates für gut heißen und unterstützt hätten.

## **7. Erfolgreicher Verlauf der ordentlichen Hauptversammlung am 26.04.2007**

Nachdem es aus formalen Gründen nicht zu der von MarCap Investors geforderten, außerordentlichen Hauptversammlung gekommen war,<sup>77</sup> steuerten die Ereignisse in der ordentlichen Hauptversammlung der Cewe Color Holding AG am 26. April 2007 auf ihren Höhepunkt zu. Eine rekordverdächtige Präsenz von 87,1% signalisierte überdeutlich, dass beide Lager ihre Bataillone mobilisiert hatten. Während die Verwal-

<sup>74</sup> Vgl. o. V.: US-Hedge-Fonds gefährden wissentlich Unternehmen und Arbeitsplätze, online im Internet unter URL: <http://www.freiburg.igbce.de/portal/site/freiburg/menuitem643a8874cafc60a42a2f3386c5bf21ca/>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>75</sup> Vgl. Holdt von, T.: Ich kann nur empfehlen zu kämpfen, online im Internet unter URL: [http://www.boeckler.de/163\\_88898.html](http://www.boeckler.de/163_88898.html), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>76</sup> Vgl. ebenda.

<sup>77</sup> Vgl. o. V.: Cewe Color bietet Hedgefonds die Stirn, in: Börsenzeitung vom 02.03.2007, Nr. 43, S. 13.

tung, bezogen auf die Präsenz, über 51% zusammentrommeln konnte, brachten es die Opponenten nur auf rund 36%. Damit waren die Machtverhältnisse klar.<sup>78</sup>

Positiv wirkte sich aus, dass mit der Erbegemeinschaft Neumüller (27,1%) und der Nord/LB (knapp 5,7%) zwei Großaktionäre auf Seiten der Verwaltung standen. Die Verwaltung der Cewe Color Holding AG hatte gleich zu Beginn der Hauptversammlung zudem erklärt, dass die bislang noch gehaltenen eigenen Aktien von 262.752 Stück an die befreundete Nord/LB verkauft worden seien.<sup>79</sup> Zuvor hatte bereits der Verkauf von Cewe-Aktien an den betrieblichen Pensionsfonds für hochgezogene Augenbrauen gesorgt. Auch diese Aktien wurden dadurch stimmberechtigt.<sup>80</sup>

Mit diesem Wissen im Hintergrund konnte die Verwaltung von Anfang an vergleichsweise gelassen und selbstbewusst auftreten. Cewe Color-Aufsichtsratsvorsitzender Hubert Rothärmel eröffnete die ordentliche Hauptversammlung mit der Bitte um eine faire Debatte. Dann sprach er in eigener Sache und nahm Bezug auf die in der Woche vor der Hauptversammlung von MarCap-Berater Sebastian Freitag im Handelsblatt gegen ihn erhobenen Vorwürfe des Insiderhandels und der versuchten Absprache der Kursmanipulation mit dem Vorstandsvorsitzenden Dr. Rolf Hollander. Rothärmel zitierte aus einer Presseerklärung der Staatsanwaltschaft Oldenburg, dass die Vorermittlungen gegen ihn wegen verbotenen Insiderhandels mangels Tatverdacht eingestellt worden seien. Die Vorermittlungen wegen des Vorwurfes der Kursabsprache seien zwar noch nicht abgeschlossen, aber er weise diesen nochmals deutlich zurück.<sup>81</sup>

Bevor Rothärmel als ersten Tagesordnungspunkt den Bericht des Vorstandes über das Geschäftsjahr 2006 aufrufen konnte, platzieren die Finanzinvestoren ihren ersten Nadelstich. Professor Dr. Wilhelm Haarmann gab zu Protokoll, Hubert Rothärmel sei laut Satzung nicht berechtigt, diese Hauptversammlung zu leiten. Rothärmel reagierte sachlich, nahm die Aussage zur Kenntnis und stellte fest, dass die Vorermittlungen wegen der angeblichen Kursmanipulation zwar noch nicht abgeschlossen seien, aber diese erst der Überprüfung dienen, ob überhaupt ein Tatverdacht vorliege. Da dieser bisher nicht festgestellt worden sei, sei die Verwaltung der Ansicht, der Aufsichtsratsvorsitzende könne die ihm satzungsgemäß zukommenden Aufgaben der Sitzungsleitung übernehmen.

Anschließend nahmen sich der Vorstandsvorsitzende Dr. Rolf Hollander und seine Vorstandskollegen Dr. Rainer Fageth, Andreas F. L. Heydemann und Michael Wefers

---

<sup>78</sup> Vgl. o. V.: Cewe lässt Hedgefonds ziemlich blass aussehen, in: Börsenzeitung vom 28.04.2007, Nr. 82, S. 11.

<sup>79</sup> Vgl. o. V.: Cewe Color droht juristische Paralyse, in: Börsenzeitung vom 27.04.2007, Nr. 81, S. 11.

<sup>80</sup> Vgl. o. V.: Cewe Color kämpft weiter gegen Finanzinvestoren, in: Börsenzeitung vom 27.03.2007, Nr. 60, S. 14.

<sup>81</sup> Vgl. o. V.: Staatsanwalt prüft Cewe-Kursverlauf, in: Börsenzeitung vom 24.04.2007, Nr. 78, S. 13.

viel Zeit, den Aktionären das bereits auf der Bilanzpressekonferenz von Cewe Color vorgestellte Ergebnis für das Jahr 2006 zu präsentieren und zu erläutern. Hollander versprach den Aktionären, Cewe Color werde bis 2012 ein Umsatzvolumen von deutlich über 500 Millionen Euro erreichen – und zwar zum allergrößten Teil mit Digitalprodukten. Um das zu erreichen, brauche man Investitionen, betonte der Cewe-Chef und erteilt damit Forderungen nach einer Sonderdividende nochmals eine Absage.<sup>82</sup>

David Marcus und Guy Wyser-Pratte kamen selber nicht zu Wort – alle Redner mussten deutsch sprechen. Die beiden Herren schickten ihre Berater in die Schlacht: Sebastian Freitag und Albrecht Münch. „Ihre Hauptversammlungen waren bisher Familienfeste, dies ist nun anders“, sagte Freitag. In der Tat hatte Cewe-Color seine Versammlungen bisher in einem Bremer Hotel abgehalten, nur wenige Aktionäre waren erschienen, zum Mittagessen war immer über alles abgestimmt.

Freitag beklagte, dass Hollander persönlich auf einer Tour in den USA mit großen Versprechungen neue Finanzgebern gesucht habe: „Warum haben sie Ihre Investoren denn nicht in Oldenburg gesucht, wenn ihnen die amerikanischen nicht passen?“ Die Vorstellung, Cewe-Color sei von Heuschrecken überfallen worden, sei jedenfalls falsch.<sup>83</sup> Am Ende seines Auftritts hatte Freitag insgesamt 78 Fragen an den Vorstand gerichtet. Nach weiteren Wortmeldungen unabhängiger Aktionäre kam Albrecht Münch zu Wort. Erneut prasselten rund 80 Fragen auf den Vorstand nieder, die meisten davon glichen denen von Sebastian Freitag wie ein Ei dem anderen. Die Strategie: Das Management mit einer Flut von Fragen aus dem Konzept zu bringen. Doch die Strategie ging nicht auf. Die Stimmung unter den Aktionären kippte nicht. Für die meisten der anwesenden Aktionäre waren die US-amerikanischen Finanzinvestoren Heuschrecken, die das Unternehmen ausplündern wollten. Viele Redner hielten dem Cewe-Management die Stange. Sie kritisierten das Vorgehen der Finanzinvestoren, stellten manipulierte Aussagen zur Position von Cewe Color richtig und sprachen dem Vorstand das Vertrauen aus. Kritische Fragen an die Verwaltung blieben dabei nicht aus – sie bezogen sich vor allem auf die Unternehmensstruktur und die Rolle der Stiftung.<sup>84</sup>

MarCap Investors hatte eine Reihe von Anträgen gegen die Verwaltung gestellt, in denen vorgeschlagen wurde, den Mitgliedern des Cewe-Vorstands keine Entlastung für das Geschäftsjahr 2006 zu erteilen, vier eigene Kandidaten und einen Ersatzkandidaten statt der vom amtierenden Cewe-Aufsichtsrat vorgeschlagenen Kandidaten in den Cewe-Aufsichtsrat zu wählen, gegen eine von Cewe-Vorstand und Cewe-

<sup>82</sup> Vgl. o. V.: Cewe Color droht juristische Paralyisierung, in: Börsenzeitung vom 27.04.2007, Nr. 81, S. 11.

<sup>83</sup> Vgl. Detering, M.: Investoren stecken bei Cewe-Color Niederlage ein, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/index.php?id=158&no\\_cache=1&L=0&tx\\_ttnews\[pS\]=1220739244&tx\\_ttnews\[pointer\]=17&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=3845&tx\\_ttnews\[backPid\]=164&cHash=cddcbb0074](http://www.cewecolor.de/index.php?id=158&no_cache=1&L=0&tx_ttnews[pS]=1220739244&tx_ttnews[pointer]=17&tx_ttnews[tt_news]=3845&tx_ttnews[backPid]=164&cHash=cddcbb0074), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>84</sup> Vgl. o. V.: Cewe Color ganz digital, in: Börsenzeitung vom 17.02.2007, Nr. 34, S. 8.

Aufsichtsrat vorgeschlagene Satzungsänderung zu stimmen und drei Mitgliedern des Cewe-Vorstands das Vertrauen zu entziehen. Über einen neu besetzten Aufsichtsrat wollten die opponierenden Finanzinvestoren ein neues ausschüttungsfreundlicheres Management installieren. Aufgrund der gegebenen Machtverhältnisse ging dieses Ansinnen jedoch nicht auf. Nach 12-stündiger Sitzung stimmten knapp 59 Prozent des anwesenden Kapitals in Einzelabstimmungen für die Entlastung des Vorstandes und Aufsichtsrates und bestätigten die zur Wiederwahl stehenden Aufsichtsräte.<sup>85</sup> Außerdem folgte die Mehrheit dem Vorschlag des Vorstandes, die Satzung zu ändern: Künftig wird der Aufsichtsrat mit 75 Prozent plus einer Stimme statt wie bisher mit 50 Prozent plus einer Stimme gewählt.

Unter dem Beifall des Auditoriums und nach dem Dank von Vorstand und Aufsichtsrat für das ausgesprochene Vertrauen schloss eine historische Hauptversammlung von Cewe Color.<sup>86</sup> Es war 22.04 Uhr: „Die Hauptversammlung von Cewe hat sich für die Zukunftsfähigkeit dieses innovativen und erfolgreichen Unternehmens und dessen Arbeitsplätze ausgesprochen“, erklärte Ministerpräsident Christian Wulff, der dem Management den Rücken gestärkt hatte: „Wir haben unseren Beitrag geleistet“.<sup>87</sup> Damit meinte Wulff das Engagement der Norddeutschen Landesbank. Oldenburgs Oberbürgermeister Gerd Schwandner, selbst Cewe-Kleinaktionär, wandte sich direkt an die Finanzinvestoren und sagte: „Sie sind hier nicht willkommen.“<sup>88</sup> Applaus brandete auf, als sich ein Aktionär mit der Aufforderung an die Adresse der Finanzinvestoren wandte: „Satteln Sie Ihre Pferde und reiten Sie der Sonne entgegen, nach Westen!“<sup>89</sup>

Die Hauptversammlung sei in allen Bereichen ordnungsgemäß verlaufen, sagte Cewe-Vorstandsmitglied Michael Wefers. Insbesondere seien auch bezüglich der Ausgabe der Stimmkarten und der Stimmenauszählung die öffentlich behaupteten Unregelmäßigkeiten völlig aus der Luft gegriffen. So sei etwa die Abstimmung bis in alle Einzelheiten der automatischen Auszählung vom Notar überwacht worden. Auch dabei habe es keinerlei Hinweise für einen nicht ordnungsgemäßen Ablauf gegeben: „Leider gab es die üblichen Versuche einzelner Teilnehmer in der Hauptversammlung, Verfahrensfehler zu provozieren, um damit Gründe für eine Anfechtung zu

<sup>85</sup> Vgl. Ridder, O.: Cewe-Color-Führung gewinnt den Kampf um die Macht, online im Internet unter URL: [http://boersen.manager-magazin.de/spo\\_mmo/kurse\\_einzelkurs\\_news.htm?id=27051161&r=30&u=0&p=0&k=&seite=kurse&s=540390&b=2&l=276&n=CEWE%20COLOR%20HOLDING%20AG%20INHABER-AKTIEN%20O.N&sektion=nachrichten1&popup=0](http://boersen.manager-magazin.de/spo_mmo/kurse_einzelkurs_news.htm?id=27051161&r=30&u=0&p=0&k=&seite=kurse&s=540390&b=2&l=276&n=CEWE%20COLOR%20HOLDING%20AG%20INHABER-AKTIEN%20O.N&sektion=nachrichten1&popup=0), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>86</sup> Vgl. o. V.: Cewe lässt Hedgefonds ziemlich blass aussehen, in: Börsenzeitung vom 28.04.2007, Nr. 82, S. 11.

<sup>87</sup> Vgl. Stelzl, D.: Erleichterung bei Cewe Color, online im Internet unter URL: [www.cewecolor.de/fileadmin/user\\_upload/PDF/Erleichterung\\_bei\\_CeWe\\_](http://www.cewecolor.de/fileadmin/user_upload/PDF/Erleichterung_bei_CeWe_), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>88</sup> Vgl. Dierig, C.: Geschickter Teamspieler in eigener Sache, online im Internet unter URL: [http://www.welt.de/wams\\_print/article840635/Geschickter\\_Teamspieler\\_in\\_eigener\\_Sache.html](http://www.welt.de/wams_print/article840635/Geschickter_Teamspieler_in_eigener_Sache.html), Zugriff am 20.12.2008.

<sup>89</sup> Vgl: o. V.: Cewe-Vorstand kann sich vorerst durchsetzen, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/index.php?id=164&L=0&tx\\_ttnews\[pS\]=1177970400&tx\\_ttnews\[pL\]=2678399&tx\\_ttnews\[arc\]=1&tx\\_ttnews\[pointer\]=1&cHash=b13fda4c6d](http://www.cewecolor.de/index.php?id=164&L=0&tx_ttnews[pS]=1177970400&tx_ttnews[pL]=2678399&tx_ttnews[arc]=1&tx_ttnews[pointer]=1&cHash=b13fda4c6d), Zugriff am 20.12.2008.

sammeln. Das hat und wird auch nicht zu den von diesen Personen gewünschten Ergebnissen führen“, betont Wefers.

Diese Störversuche und die im Nachgang der Hauptversammlung eingereichten Klagen der Enzo Holding GmbH und des Finanzinvestors MarCap Investors seien der durchsichtige Versuch, von der Tatsache abzulenken, dass die Mehrheit der Aktionäre den Kurs von Vorstand und Aufsichtsrat eindrucksvoll bestätigt habe. Im Übrigen sei der Vollzug der Beschlüsse bereits erfolgt, so Matthias Heisse, so dass das Ganze nicht blockiert werde. Michael Wefers hob hervor: „Die Hedgefonds sollten endlich ihre Niederlage anerkennen. Die Hauptversammlung hat den Verwaltungsvorschlägen zugestimmt, die Satzungsänderungen sind eingetragen. Wer jetzt versucht, den eindeutigen Willen der Mehrheit der Aktionäre außerhalb der Hauptversammlung zu umgehen, schadet der Gesellschaft und demonstriert, dass es ihm gerade nicht darum geht, die Interessen aller Aktionäre und der Gesellschaft zu wahren“.<sup>90</sup> Die klare Mehrheit der Aktionäre habe sich durch ihr Votum für die Zukunftsstrategie des Managements und des Aufsichtsrats und gegen die schädlichen, auf kreditfinanzierte Sonderausschüttungen zielenden Interessen einzelner Finanzinvestoren ausgesprochen. Das Beispiel Cewe Color zeigt, dass diese Finanzinvestoren schlechte Verlierer sind.

## **8. Endlich Ruhe an der Aktionärsfront – Konzentration auf das operative Geschäft**

Mittlerweile hat sich die Lage an der Aktionärsfront merklich beruhigt. Im Frühjahr 2008 hat das Landgericht Hannover die Nichtigkeits- und Anfechtungsklage der Enzo Holding GmbH gegen die Beschlüsse der letztjährigen Hauptversammlung des Fotodienstleisters Cewe Color Holding abgewiesen. Bereits einige Wochen zuvor hatte sich MarCap Investors entschlossen, seine Klage zurückzunehmen. Weitere Klagen sind nicht erhoben worden. „Mit der Zurückweisung der verbliebenen Nichtigkeits- und Anfechtungsklage gegen die mehrheitlich von der Hauptversammlung 2007 gefassten Beschlüsse und der zuvor erfolgten Klagerücknahme durch den Finanzinvestor MarCap sollten die Auseinandersetzungen des letzten Jahres nun beendet sein und wieder operative Themen im Vordergrund stehen“, erklärte Vorstandschef Rolf Hollander.<sup>91</sup>

Im April 2008 trennte sich MarCap Investors unter hohen Verlusten von sämtlichen seiner rund 750.000 Cewe-Aktien. Bereits im November 2007 hatte Cewe Color bekannt gegeben, dass der Anteil der K Capital Partners an der Cewe Color Holding AG die Schwelle von 3% der Stimmrechte unterschritten habe. Nur Guy Wyser-Pratte will an seiner Beteiligung festhalten. „Ich bin angesprochen worden, ob ich verkaufe“,

<sup>90</sup> Vgl. o. V.: Cewe gelassen bei Hedgefonds-Klagen, in: Börsenzeitung vom 08.06.2007, Nr. 107, S. 9.

<sup>91</sup> Vgl. o. V.: Klagewelle bei Cewe läuft aus, in: Börsenzeitung vom 29.04.2008, Nr. 82, S. 14.

sagte Wyser-Pratte dem Handelsblatt. „Aber ich denke gar nicht daran. Im Gegenteil. Ich kaufe sogar zu“.<sup>92</sup>

Neu eingestiegen ist mit 6,9% die zum Einflussbereich der Familie Jacobs gehörende Sentosa Beteiligungs GmbH.<sup>93</sup> Zudem stockte die Investmentfirma Lincoln Vale des deutschen Investors Hans Liebler ihren Anteil um drei auf 8,9% auf. Cewe-Firmenchef Rolf Hollander äußerte die Hoffnung, dass es der Fotoentwickler mit den neuen Aktionären leichter haben wird als mit den alten: „Die an der langfristig positiven Entwicklung unseres Unternehmens interessierten Investoren unterstützen unsere Wachstums- und Investitionsstrategie und werden damit zu einer soliden und positiven Entwicklung von Cewe Color beitragen“.<sup>94</sup>

Cewe Color gestalte die Transformation proaktiv, betonte Hollander anlässlich der Bilanzpressekonferenz im April 2008. Die Konzentration auf wenige hocheffiziente Standorte müsse fortgesetzt werden. Das bedeute im Inland das Aus für die zwei Betriebe in Bad Schwartau und Eisenach. Im Ausland würden mit Valence und Bordeaux zwei der fünf französischen Standorte aufgegeben. Auch in Polen und Tschechien sei eine Konsolidierung angesagt.<sup>95</sup> Das eigene Geschäftsmodell beruhe auf der Kostenführerschaft, die große Mengen und Losgrößen voraussetze. Das gelte sowohl in der Produktion als auch in der Logistik. Hollander zeigte sich aber zurecht, dass das Unternehmen gestärkt aus der Transformation des Marktes – dem Übergang von der Analog- zur Digitalfotografie – hervorgehe.<sup>96</sup>

In diesem Transformationsprozess kann sich das Unternehmen weiterhin auf die Rückendeckung seines Großaktionärs verlassen: Die Erbgemeinschaft Neumüller, die mit 27,1% engagiert ist, erklärte im April 2008, dass sie mehrere Kaufangebote abgelehnt und auch Vorschläge von Finanzinvestoren in Richtung einer veränderten Unternehmensstruktur zurückgewiesen habe. Vielmehr wurde bekräftigt, dass das Cewe-Engagement langfristig angelegt sei. Die ausbalancierte Struktur der Unternehmensgruppe, die der Cewe Color Holding AG lediglich eine Rolle als Finanzholding zuweist, werde den negativen Einfluss kurzfristig motivierter und investierter Aktionäre blockieren. Cewe Color solle als unabhängiges, börsenorientiertes Unternehmen unter der alleinigen operativen Leitung der Neumüller Cewe Color Stiftung erhalten bleiben. Unverändert unterstütze die Erbgemeinschaft das Management im Transformationsprozess von der analogen zur digitalen Technologie. Hier sei es

<sup>92</sup> Vgl. Iwersen, S.: Finanzinvestor gibt bei Cewe Color auf, online im Internet unter URL: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/finanzinvestor-gibt-bei-Cewe-color-auf;1411264>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>93</sup> Vgl. o. V.: Teurer Umbau von Cewe Color, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 16.04.2008, Nr. 89, S. 17.

<sup>94</sup> Vgl. o. V.: Jacobs beteiligt sich an Cewe Color, online im Internet unter URL: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/jacobs-beteiligt-sich-an-Cewe-color;1411856>, Zugriff am 20.12.2008.

<sup>95</sup> Vgl. o. V.: Digitalisierung hält Cewe auf Trab, in: Börsenzeitung vom 16.04.2008, Nr. 73, S. 12.

<sup>96</sup> Vgl. o. V.: Gewinn bei Cewe bricht ein, in: Börsenzeitung vom 02.04.2008, Nr. 63, S. 11.

wichtig, Liquidität als strategische Ressource im Unternehmen zu halten: Investitionen in Produktentwicklung und zusätzliche Vertriebswege ebenso wie regionale Expansion und selektive Akquisition, die den sich wandelnden Markterfordernissen Rechnung tragen und den Wert des Unternehmens steigern, nützten allen langfristig orientierten Aktionären.<sup>97</sup>

Das Unternehmen befinde sich in der Schlussphase der Analog-Digital-Transformation, erklärte Rolf Hollander im Halbjahresbericht 2008. Drei Viertel des maximal möglichen Rückgangs des analogen Filmgeschäfts seien inzwischen bewältigt. Derzeit verfüge Cewe Color europaweit noch über 15 Standorte. In den ersten sechs Monaten des Jahres 2008 schrumpfte die Zahl der entwickelten analogen Bilder um 34,2% auf 413,4 Millionen gegenüber dem ersten Halbjahr des Vorjahres. Gegenläufig nahm die Zahl der produzierten Digitalfotos um 17,1% auf 708,2 Millionen zu. Das reichte jedoch nicht aus, um das analoge Minus auszugleichen. Insgesamt ergab sich ein Minus von 9% bei den entwickelten Farbfotos. Den stetigen Preisverfall bei Digitalbildern konnte das Unternehmen durch die Einführung einer höherwertigen Premiumlinie stoppen. Sehr erfolgreich operierte Cewe Color auch bei den Fotobüchern. Hier konnte der Absatz fast verdoppelt werden.<sup>98</sup> Hollander will Cewe Color zu einem Internetunternehmen mit breiter Distributionsbasis umbauen. Die Verknüpfung der Internetkompetenz mit der Vermarktungs- und Distributionskraft der 50.000 Handelspunkte der Vertriebspartner soll die europäische Wettbewerbsposition stärken. Deshalb wird parallel zur Restrukturierung in die Entwicklung und Vermarktung neuer digitaler Angebote investiert. Wie im Jahr zuvor ist für 2008 insgesamt ein Investitionsvolumen von 35 Millionen Euro vorgesehen.<sup>99</sup>

## 9. Trotz Finanzkrise: Cewe Color auf Kurs

Vor dem Hintergrund des aktuell kritischen Kapitalmarktumfeldes sieht der Vorstandschef in der soliden Finanzposition des Unternehmens einen klaren Wettbewerbsvorteil: „Die überaus solide, risikoarme Finanzierungsstruktur mit geringer Bankenabhängigkeit und geringem Fremdwährungsrisiko sowie die Eigenkapitalquote von rund 40% ist ein zentraler Wettbewerbsvorteil und eröffnet attraktive Wachstumschancen“, so Hollander.<sup>100</sup> „Auch die konjunkturellen Risiken für Cewe Color sind – wie sich in den vergangenen Konjunkturzyklen gezeigt hat – gering“, erklärt Hollander. Selbst ein Konsumrückgang, der aus einem Übergreifen der Finanzmarktkrise auf die Realwirtschaft resultieren könne, wirke sich erfahrungsgemäß anders

<sup>97</sup> Vgl. o. V.: Cewe erhält Rückendeckung, in: Börsenzeitung vom 16.04.2008, Nr. 73, S. 9.

<sup>98</sup> Vgl. Schmid, S.: Der Trend geht klar zu weniger Bildern, in: Börsenzeitung vom 26.08.2008, Nr. 164, S. 13.

<sup>99</sup> Vgl. o. V.: Cewe hält die Transformation für bewältigt, in: Börsenzeitung vom 20.08.2008, Nr. 160, S. 13.

<sup>100</sup> Vgl. o. V.: Cewe Color erwartet starkes Schlussquartal, in: Börsenzeitung vom 19.11.2008, Nr. 224, S. 10.

als im Kameramarkt weit unterproportional auf das Fotofinishing aus.<sup>101</sup> „Die Investitionen sind vollständig aus dem Brutto Cash Flow finanzierbar. Aufgrund der weitgehend nachhaltig zur Verfügung stehenden Finanzierungsrahmen (insgesamt über 70 Millionen Euro, davon derzeitig ca. 35 Millionen Euro in Anspruch genommen), die wir auch in Saisonspitzen bei weitem nicht ausschöpfen, sind wir – auch was die Wachstumsfinanzierung angeht – von der Finanzmarktkrise nicht betroffen“, so Hollander. Die Basis für die Sicherheit dieser Finanzierung sei die komfortable Eigenkapitalausstattung, die zu einer hohen Bonität und großen Liquiditätsspielräumen des Unternehmens führe. Die Partnerbanken von Cewe Color, die Landessparkasse zu Oldenburg, Oldenburg, die Bremer Landesbank, Oldenburg/Bremen, die Oldenburgische Landesbank AG, Oldenburg, die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Hamburg sowie die DZ Bank AG, Frankfurt am Main haben in ihrem jeweiligen bankinternen Rating Cewe Color nach wie vor entsprechend dem „Investmentgrade“ eingestuft und die hohe Kreditwürdigkeit bestätigt. Die HVB hebt explizit die solide Finanzierung sowie das große Potenzial der Wachstumsstrategie hervor. Die HVB ist eine wichtige Cashpool-Bank der Cewe Color-Gruppe. Die regionalen Cewe-Partnerbanken hätten in den jüngsten Gesprächen bestätigt, dass sich Cewe Color mit seinem attraktiven Geschäftsmodell, seiner gesunden Kapitalstruktur, den geringen operativen und bilanziellen Risiken und seiner wertorientierten Wachstumsstrategie unabhängig von der Finanzmarktkrise weiter erfolgreich entwickelt. Die Banken teilten die Einschätzung, dass Unternehmen, die in der aktuellen Finanzmarktkrise über hohe Finanzressourcen verfügen, diesen Vorteil aktiv nutzen könnten, um die eigene Wettbewerbsposition weiter zu verbessern.<sup>102</sup>

---

<sup>101</sup> Vgl. o. V.: Cewe fühlt sich gestärkt, in: Fürstfeldbrucker Tagblatt vom 24.10.2008, S. 6.

<sup>102</sup> Vgl. Cewe Color: Cewe trotz Finanzmarktkrise: Solide Finanzierung als Wettbewerbsvorteil, online im Internet unter URL: [http://www.Cewecolor.de/index.php?id=210&no\\_cache=1&L=0&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=4081&tx\\_ttnews\[backPid\]=95&cHash=d3afb7045](http://www.Cewecolor.de/index.php?id=210&no_cache=1&L=0&tx_ttnews[tt_news]=4081&tx_ttnews[backPid]=95&cHash=d3afb7045), Zugriff am 20.12.2008.

## Literatur

- Becht, M.: Der Aktionärsaktivismus wird die Finanzkrise überleben, in: Neue Zürcher Zeitung vom 29./30. 11.2008, Nr. 280, S. 15.
- Becker, W.: Die Kasse von Cewe Color ist dicht, in: Börsenzeitung vom 15.03.2007, Nr. 52, S. 12.
- Becker, W.: Interview mit Matthias Heisse: „Bei Aktivisten im Aktionärskreis früh Kontakt mit der BaFin aufnehmen“, in: Börsenzeitung vom 12.09.2007, Nr. 175, S. 2.
- Becker, W.: Schöne neue Aktionärswelt: Aktivisten werden in der Flaute aufblühen, in: Börsenzeitung vom 29.12.2007, Nr. 249, S. 42.
- Becker, W.: Schöne neue Übernahmewelt, in: Börsenzeitung vom 16.02.2007, Nr. 33, S. 8.
- Becker, W.: Vor dem Showdown in Oldenburg, in: Börsenzeitung vom 17.02.2007, Nr. 34, S. 11.
- Cewe Color: Absatz und Umsatz, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=1129&L=1%2Findex.php%3Fid%3D402>, Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Aktionärsstruktur, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/index.php?id=85&no\\_cache=1&L=0](http://www.cewecolor.de/index.php?id=85&no_cache=1&L=0), Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Cewe Color weist Forderungen von M2 Capital zurück, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/index.php?id=157&no\\_cache=1&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=1272&tx\\_ttnews\[backPid\]=114&cHash=953d234d45](http://www.cewecolor.de/index.php?id=157&no_cache=1&tx_ttnews[tt_news]=1272&tx_ttnews[backPid]=114&cHash=953d234d45), Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Cewe trotz Finanzmarktkrise: Solide Finanzierung als Wettbewerbsvorteil, online im Internet unter URL: [http://www.Cewecolor.de/index.php?id=210&no\\_cache=1&L=0&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=4081&tx\\_ttnews\[backPid\]=95&cHash=d3afbf7045](http://www.Cewecolor.de/index.php?id=210&no_cache=1&L=0&tx_ttnews[tt_news]=4081&tx_ttnews[backPid]=95&cHash=d3afbf7045), Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Die Auseinandersetzung mit M2 Capital (MarCap Investors) – eine Dokumentation, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=640&L=1%252Findex.php%253Fid%253D3>, Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Die Ergebnisse des Geschäftsjahres 2007, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=1121>, Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Herzlich willkommen bei Europas Fotodienstleister Nr. 1!, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=6>, Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Investitionen und Abschreibungen, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=1123&L=1%2Findex.php%3Fid%3D402>, Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Unternehmensportrait/Factbook, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=314>, Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Verstärkte Resonanz auf den internationalen Kapitalmärkten, online im Internet unter URL: [http://www.presseportal.ch/de/pm/100004867/100493902/cewe\\_color\\_ag\\_co\\_ohg-33k](http://www.presseportal.ch/de/pm/100004867/100493902/cewe_color_ag_co_ohg-33k), Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Wir lassen uns nicht erpressen, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/fileadmin/user\\_upload/PDF/PR/20070228\\_worldofphoto.pdf](http://www.cewecolor.de/fileadmin/user_upload/PDF/PR/20070228_worldofphoto.pdf) -, Zugriff am 20.12.2008.
- Cewe Color: Der Fotomarkt, online im Internet unter URL: <http://www.cewecolor.de/index.php?id=1131&L=>, Zugriff am 20.12.2008.
- Detering, M.: Investoren stecken bei Cewe-Color Niederlage ein, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/index.php?id=158&no\\_cache=1&L=0&tx\\_ttnews\[pS\]=1220739](http://www.cewecolor.de/index.php?id=158&no_cache=1&L=0&tx_ttnews[pS]=1220739)

244&tx\_ttnews[pointer]=17&tx\_ttnews[tt\_news]=3845&tx\_ttnews[backPid]=164&cHash=cddcbb0074, Zugriff am 20.12.2008.

- Dierig, C.: Geschickter Teamspieler in eigener Sache, online im Internet unter URL: [http://www.welt.de/wams\\_print/article840635/Geschickter\\_Teamspieler\\_in\\_eigener\\_Sache.html](http://www.welt.de/wams_print/article840635/Geschickter_Teamspieler_in_eigener_Sache.html), Zugriff am 20.12.2008.
- Fieseler, C., Meckel, M.: Der Feind in meinem Board, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 04.02.2008, Nr. 29, S. 20.
- Fix Cewe Color Webseite für Aktionäre, online im Internet unter URL: [http://www.fixcewecolor.de/images/20070322\\_Brief\\_von\\_David\\_Marcus\\_MarCap\\_Investors\\_LP.pdf](http://www.fixcewecolor.de/images/20070322_Brief_von_David_Marcus_MarCap_Investors_LP.pdf).
- Fix Cewe Color Webseite für Aktionäre: Brief von David Marcus MarCap Investors LP, online im Internet unter URL: <http://www.fixcewecolor.de/hintergrund.html>, Zugriff am 20.12.2008.
- Fix Cewe Color Webseite für Aktionäre: Hintergrund, online im Internet unter URL: <http://www.fixcewecolor.de/hintergrund.html>, Zugriff am 20.12.2008.
- Fix Cewe Color Webseite für Aktionäre: MarCap Investors Pressemitteilung 9. Februar 2007, online im Internet unter URL: <http://www.fixcewecolor.de/hintergrund.html>, Zugriff am 20.12.2008.
- Fix Cewe Color Webseite für Aktionäre: Wer ist MarCap Investors?, online im Internet unter URL: <http://www.fixcewecolor.de/weristMarCapinvestors.html>, Zugriff am 20.12.2008.
- Höfinghoff, T.: Aktionäre machen Druck, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 09.03.2008, Nr. 10, S. 57.
- Holdt von, T.: Ich kann nur empfehlen zu kämpfen, online im Internet unter URL: [http://www.boeckler.de/163\\_88898.html](http://www.boeckler.de/163_88898.html), Zugriff am 20.12.2008.
- Iwersen, S.: Aktienkrieg bei Cewe Color, online im Internet unter URL: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/aktienkrieg-bei-cewe-color;1245496>, Zugriff am 20.12.2008.
- Iwersen, S.: Finanzinvestor gibt bei Cewe Color auf, online im Internet unter URL: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/finanzinvestor-gibt-bei-cewe-color-auf;1411264>, Zugriff am 20.12.2008.
- Mehner, G.: Die Lehren aus der Cewe-Schlammschlacht. Hohe Präsenzen und ausgefeiltes Hauptversammlungsmanagement sind unabdingbar, in: Börsenzeitung vom 12.09.2007, Nr. 175, S. 2.
- Miethke, N.: Im Aktien-Krieg mit Hedgefonds, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/fileadmin/user\\_upload/PDF/Im\\_Aktien\\_Krieg\\_mit\\_Hedgefonds.pdf](http://www.cewecolor.de/fileadmin/user_upload/PDF/Im_Aktien_Krieg_mit_Hedgefonds.pdf), Zugriff am 20.12.2008.
- O. V.: Aktive Investoren gewinnen an Bedeutung, in: Börsenzeitung vom 22.05.2007, Nr. 96, S. 10.
- O. V.: Bei Cewe beginnt die heiße Phase, in: Börsenzeitung vom 13.02.2007, Nr. 30, S. 10.
- O. V.: Bei Cewe Color braut sich was zusammen, in: Börsenzeitung vom 30.01.2007, Nr. 20, S. 13.
- O. V.: Bei Cewe Color verschärft sich der Ton, in: Börsenzeitung vom 19.04.2007, Nr. 75, S. 10.
- O. V.: Cewe Color bietet Hedgefonds die Stirn, in: Börsenzeitung vom 02.03.2007, Nr. 43, S. 13.
- O. V.: Cewe Color bleibt ein Liebling der Hedgefonds, in: Börsenzeitung vom 19.08.2005, Nr. 159, S. 17.
- O. V.: Cewe Color droht juristische Paralysisierung, in: Börsenzeitung vom 27.04.2007, Nr. 81, S. 11.
- O. V.: Cewe Color erwartet starkes Schlussquartal, in: Börsenzeitung vom 19.11.2008, Nr. 224, S. 10.
- O. V.: Cewe Color ganz digital, in: Börsenzeitung vom 17.02.2007, Nr. 34, S. 8.

- O. V.: Cewe Color kämpft weiter gegen Finanzinvestoren, in: Börsenzeitung vom 27.03.2007, Nr. 60, S. 14.
- O. V.: Cewe Color rüstet sich für den Showdown, in: Börsenzeitung vom 03.03.2007, Nr. 44, S.11.
- O. V.: Cewe erhält Rückendeckung, in: Börsenzeitung vom 16.04.2008, Nr. 73, S. 9.
- O. V.: Cewe fühlt sich gestärkt, in: Fürstenfeldbrucker Tagblatt vom 24.10.2008, S. 6.
- O. V.: Cewe gelassen bei Hedgefonds-Klagen, in: Börsenzeitung vom 08.06.2007, Nr. 107, S. 9.
- O. V.: Cewe hält die Transformation für bewältigt, in: Börsenzeitung vom 20.08.2008, Nr. 160, S. 13.
- O. V.: Cewe lässt Hedgefonds ziemlich blass aussehen, in: Börsenzeitung vom 28.04.2007, Nr. 82, S. 11.
- O. V.: Cewe-Vorstand kann sich vorerst durchsetzen, online im Internet unter URL: [http://www.cewecolor.de/index.php?id=164&L=0&tx\\_ttnews\[pS\]=1177970400&tx\\_ttnews\[pL\]=2678399&tx\\_ttnews\[arc\]=1&tx\\_ttnews\[pointer\]=1&cHash=b13fda4c6d](http://www.cewecolor.de/index.php?id=164&L=0&tx_ttnews[pS]=1177970400&tx_ttnews[pL]=2678399&tx_ttnews[arc]=1&tx_ttnews[pointer]=1&cHash=b13fda4c6d), Zugriff am 20.12.2008.
- O. V.: Digitalisierung hält Cewe auf Trab, in: Börsenzeitung vom 16.04.2008, Nr. 73, S. 12.
- O. V.: Ermittlungen gegen Cewe Color eingestellt, in: Börsenzeitung vom 04.08.2007, Nr. 175, S. 10.
- O. V.: Eskalation bei Cewe Color, in: Börsenzeitung vom 09.02.2007, Nr. 28, S. 9.
- O. V.: Gewinn bei Cewe bricht ein, in: Börsenzeitung vom 02.04.2008, Nr. 63, S. 11.
- O. V.: Hauptversammlungen mit Hedge-Fonds, in: Heisse Kursawe Eversheeds, Kanzlei News, Nr. 5, 09/2007, S. 4, online im Internet unter URL: [www.heissekursawe.com/files/HKE\\_05\\_Newsonline.pdf](http://www.heissekursawe.com/files/HKE_05_Newsonline.pdf), Zugriff am 20.12.2008.
- O. V.: Hedgefonds stockt bei Cewe Color auf, in: Börsenzeitung vom 10.02.2007, Nr. 29, S. 9.
- O. V.: Hedgefonds wollen Cewe-Liquidität abgreifen, in: Börsenzeitung vom 31.01.2007, Nr. 21, S. 9.
- O. V.: Jacobs beteiligt sich an Cewe Color, online im Internet unter URL: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/jacobs-beteiligt-sich-an-Cewe-color;1411856>, Zugriff am 20.12.2008.
- O. V.: K Capital Partners ups freenet stake to 5 pct, online im Internet unter URL: <http://www.reuters.com/article/mergersNews/idUSL155089020070815>, Zugriff am 20.12.2008.
- O. V.: K Capital Proposes Election of New, Independent Director, Karl L. Meyer, to OfficeMax Board of Directors, online im Internet unter URL: [http://rejournal.com/ne/sections/news/NENews.aspx?news\\_ID=8257](http://rejournal.com/ne/sections/news/NENews.aspx?news_ID=8257), Zugriff am 20.12.2008.
- O. V.: K Capital sells out of diversified sector, online im Internet unter URL: [http://enron.trampolinesystems.com/show\\_email/107359](http://enron.trampolinesystems.com/show_email/107359), Zugriff am 20.12.2008.
- O. V.: Klagewelle bei Cewe läuft aus, in: Börsenzeitung vom 29.04.2008, Nr. 82, S. 14.
- O. V.: Machtkampf macht Aktie von Cewe Color nicht attraktiver, online im Internet unter URL: [www.faz.net/s/.../Doc~E965AE058B7A743C1AA53194F961058C2~ATpl](http://www.faz.net/s/.../Doc~E965AE058B7A743C1AA53194F961058C2~ATpl), Zugriff am 20.12.2008.
- O. V.: Mitarbeiter unterstützen Führung bei Cewe Color, online im Internet unter URL: [http://www.welt.de/welt\\_print/article786431/Mitarbeiter\\_unterstuetzen\\_Fuehrung\\_bei\\_Cewe\\_Color.html](http://www.welt.de/welt_print/article786431/Mitarbeiter_unterstuetzen_Fuehrung_bei_Cewe_Color.html), Zugriff am 20.12.2008.
- O. V.: Neue Schachtel bei Cewe Color, in: Börsenzeitung vom 04.01.2007, Nr. 2, S. 13.
- O. V.: Operation Oldenburg, online im Internet unter URL: [http://www.welt.de/wams\\_print/article776744/Operation\\_Oldenburg.html](http://www.welt.de/wams_print/article776744/Operation_Oldenburg.html), Zugriff am 20.12.2008.

- Nohlen, M.: Perfektes Rollenspiel, in: JUVE Rechtsmarkt, 10. Jahrgang, Heft 6, 2007, S. 36-38, hier S. 37.
- O. V.: Rosenkrieg ohne Ausstiegschance, in: Börsenzeitung vom 19.04.2007, Nr. 75, S. 8.
- O. V.: Selbstbewusste Aktionäre setzen dem Management zu, in: Neue Zürcher Zeitung vom 29./30.03.2008, Nr. 73, S. 9.
- O. V.: Staatsanwalt prüft Cewe-Kursverlauf, in: Börsenzeitung vom 24.04.2007, Nr. 78, S. 13.
- O. V.: Teurer Umbau von Cewe Color, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 16.04.2008, Nr. 89, S. 17.
- O. V.: US-Hedge-Fonds gefährden wissentlich Unternehmen und Arbeitsplätze, online im Internet unter <http://www.freiburg.igbce.de/portal/site/freiburg/menuitem643a8874cafc60a42a2f3386c5bf21ca/>, Zugriff am 20.12.2008.
- O. V.: Wertberichtigt: Cewe riskiert Filmriss, in: Börsenzeitung vom 31.01.2007, Nr. 21, S. 8.
- O. V.: Wyser-Pratte baut Cewe-Anteil aus, in: Börsenzeitung vom 30.03.2007, Nr. 63, S. 14.
- O. V.: Wyser-Pratte springt bei Cewe auf, in: Börsenzeitung vom 17.03.2007, Nr. 54, S. 9.
- Ridder, O.: Cewe-Color-Führung gewinnt den Kampf um die Macht, online im Internet unter URL: [http://boersen.managermagazin.de/spo\\_mmo/kurse\\_einzelkurs\\_news.htm?id=27051161&r=30&u=0&p=0&k=&seite=kurse&s=540390&b=2&l=276&n=CEWE%20COLOR%20HOLDING%20AG%20INHABER-AKTIEN%20O.N&sektion=nachrichten1&popup=0](http://boersen.managermagazin.de/spo_mmo/kurse_einzelkurs_news.htm?id=27051161&r=30&u=0&p=0&k=&seite=kurse&s=540390&b=2&l=276&n=CEWE%20COLOR%20HOLDING%20AG%20INHABER-AKTIEN%20O.N&sektion=nachrichten1&popup=0), Zugriff am 20.12.2008.
- Schicke, S.: Mit voller Kraft gegen Hedge-Fonds angetreten, online im Internet unter URL: [http://www.nwzonline.de/index\\_aktuelles\\_spezial\\_cewecolor\\_artikel.php?id=1269988&offset=3](http://www.nwzonline.de/index_aktuelles_spezial_cewecolor_artikel.php?id=1269988&offset=3), Zugriff am 20.12.2008.
- Schmid, S.: Der Trend geht klar zu weniger Bildern, in: Börsenzeitung vom 26.08.2008, Nr. 164, S. 13.
- Schuster, M.: Feindliche Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften. Abwehrstrategien des Vorstandes der Zielgesellschaften, Berlin 2003, S. 30.
- Stelzl, D.: Erleichterung bei Cewe Color, online im Internet unter URL: [www.cewecolor.de/fileadmin/user\\_upload/PDF/Erleichterung\\_bei\\_CeWe\\_](http://www.cewecolor.de/fileadmin/user_upload/PDF/Erleichterung_bei_CeWe_), Zugriff am 20.12.2008.
- Sucher, J.: Interview mit Firmenjäger Guy Wyser-Pratte, online im Internet unter URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,330739,00.html>, Zugriff am 20.12.2008.
- Sucher, J.: Interview mit Firmenjäger Guy Wyser-Pratte, online im Internet unter URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,330739,00.html>, Zugriff am 20.12.2008.
- Watter, R., Rampini, C.: Proxy Fights, Sonderdruck aus Mergers & Acquisitions III, hrsg. Von R. Tschäni, Zürich 2001, S. 3.
- Wieting, R.: Cewe Color auf der Uni-Recruiting-Messe Oldenburg, online im Internet unter URL: [http://www.uni-oldenburg.de/urmo/archive/urmo2007/pdf/presentation/6\\_CeWeColor.pdf](http://www.uni-oldenburg.de/urmo/archive/urmo2007/pdf/presentation/6_CeWeColor.pdf) -, Zugriff am 20.12.2008.
- Worden, N.: OfficeMax bows to pressure, <http://www.thestreet.com/stocks/retail/10262543.html>, Zugriff am 20.12.2008.