

Public to Private für Finanzinvestoren trotz prozessualen Risiken interessant

Absicherung schwieriger – Erwerbsstruktur aktienrechtlich begrenzt möglich

Börsen-Zeitung, 26.10.2019

- Herr Hesse, Herr Larisch, Private-Equity-Investoren nehmen vermehrt börsennotierte Unternehmen ins Visier. Kommen Finanzinvestoren inzwischen besser mit den Besonderheiten des deutschen Übernahmerechts zurecht?

Hesse: Wir haben in Deutschland in den letzten drei Jahren mehr öffentliche Übernahmen durch Private Equity – sogenannte P2P – gesehen als in den fünf Jahren davor. Dieser Trend wird sich unseres Erachtens fortsetzen und weiter voranschreiten. Dies gilt insbesondere, sollte sich der konjunkturelle Abschwung weiter verstärken und die Börsenkurse allgemein fallen. Dann könnte auch die Zahl der wieder attraktiver bewerteten Börsenunternehmen und damit die Zahl möglicher Zielunternehmen für P2P steigen.

- Warum?

Larisch: Großer Anlagedruck, intensiver Wettbewerb bei Auktionen und hohe Bewertungen im deutschen M&A-Markt lassen die generelle Bereitschaft bei Finanzinvestoren für P2P Transaktionen steigen, trotz der damit verbundenen prozessualen Herausforderungen. Viele haben bereits erste Erfahrungen mit diesen Transaktionen in Deutschland gesammelt und in den Aufbau von entsprechendem Know-how investiert. Erfolgreich vollzogene Transaktionen wie die Übernahmen von WMF, Douglas, Stada oder VTG haben einen zusätzlichen Verstärkereffekt.

- Sie haben die Herausforderungen von P2P-Transaktionen angesprochen. Wodurch unterscheiden sich diese Deals von anderen M&A-Prozessen?

Hesse: Mindestpreisregeln, die der Gesetzgeber vorsieht, sind ein ganz



Burc Hesse



Tobias Larisch

wesentlicher Unterschied zu normalen M&A-Transaktionen. Erwerben der Bieter beziehungsweise ihm zuzurechnende Personen außerhalb des Übernahmeverfahrens Aktien der Zielgesellschaft, um die Erfolgsaussichten zu erhöhen (Stakebuilding), kann dies den Mindestpreis beeinflussen.

Larisch: Zudem erhält der Bieter bei deutschen P2P-Transaktionen erst mit Abschluss des Übernahmeverfahrens Gewissheit darüber, welchen Anteil er an der Zielgesellschaft erwirbt. Da das in der Regel nicht 100% sind, muss er weitere Maßnahmen ergreifen, um die operative und finanzielle Integration der Zielgesellschaft sicherzustellen – zum Beispiel durch eine Konzernverschmelzung, den Abschluss eines Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrags, kurz BEAV, oder den Squeeze-out.

- Und die Absicherung?

Hesse: Bieter können sich im Rahmen einer P2P-Transaktion nicht in vergleichbarer Weise gegen unbekannte Risiken absichern, wie dies aus normalen M&A-Transaktionen bekannt ist. Weder die Zielgesellschaft noch deren Aktionäre werden bereit sein, solche Risiken durch Gewährleistungen oder Freistellungen abzusichern. Auch die Due Dili-

gence des Bieters ist meist auf öffentlich verfügbare Informationen und Expert Sessions mit dem Vorstand und einzelnen Wissensträgern der Zielgesellschaft beschränkt.

- Wodurch unterscheiden sich Finanzinvestoren als Bieter von Unternehmen?

Hesse: Finanzinvestoren greifen typischerweise auf eine Kombination aus Eigen- und Fremdmitteln zurück. Die Kreditgeber verlangen in der Regel eine Erwerbsstruktur, durch welche die Zielgesellschaft in die Finanzierung und damit in die spätere Bedienung und Besicherung des Kredits eingebunden wird. Dies ist aktienrechtlich nur sehr eingeschränkt möglich.

Larisch: Die meisten Bieter beabsichtigen als Integrationsmaßnahme daher den Abschluss eines BEAV, da dieser die Einbindung der Zielgesellschaft in die Akquisitionsfinanzierung des Bieters ermöglicht.

- Welche Möglichkeiten eröffnen sich für Aktionäre in diesem Zusammenhang und welche Risiken für den Bieter?

Larisch: Der Abschluss des BEAV verteuert die Übernahme. Denn die Minderheitsaktionäre haben in diesem Fall Anspruch auf eine Garantiedividende und eine Barabfindung, deren Höhe im Rahmen einer Unternehmensbewertung ermittelt wird. Genau hieran knüpft die Strategie von Hedgefonds an, die opportunistisch in P2P-Transaktion intervenieren. Nach Ankündigung des Angebots kaufen sie Aktien der Zielgesellschaft und spekulieren auf die „Prämie“ aus der Barabfindung.

Burc Hesse und Dr. Tobias Larisch sind Partner von Latham & Watkins. Die Fragen stellte Walther Becker.