

# „Strukturierung oft entscheidend für den Erfolg von Übernahmeangeboten“

Wie Bieter sich gegen Hedgefonds wappnen können – Auch Indexfonds wichtig

Börsen-Zeitung, 2.4.2021

■ Herr Traugott, kürzlich wurde der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Renk AG ins Handelsregister eingetragen. Triton ist damit Alleinaktionär und die Renk-Aktien werden kurz nach dem öffentlichen Übernahmeangebot von der Börse genommen. Das lief erstaunlich schnell?

Eine Übernahme mit anschließendem Squeeze-out in derart kurzer Zeit durchzuführen, ist in der Tat nicht selbstverständlich. Es gibt etliche Faktoren, die für den Erfolg ausschlaggebend sind. Zunächst kommt es darauf an, welche Aktienpakete sich der Bieter vor Ankündigung des Übernahmeangebots sichern kann. Dies kann durch Aktienkaufverträge, verbindliche Verpflichtungen von Aktionären zur Angebotsannahme und durch Marktkäufe geschehen. Wesentlich sind auch die Bedingungen des Angebots, insbesondere Preis und Mindestannahmeschwelle. Für einen Squeeze-out muss der Bieter auf 90 % des Grundkapitals kommen. Wird dieser Wert nicht erreicht, streben Bieter häufig einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag an; dafür benötigen sie 75 % der Stimmen in der Hauptversammlung.

■ Oft funken aber Hedgefonds dazwischen?

Hedgefonds sind bei Übernahmen wesentliche Spieler und erwerben oft bedeutende Aktienpakete. Zu antizipieren, wie sich die Hedgefonds in einer Übernahmesituation verhalten, kann für den Erfolg entscheidend sein. Da ist zunächst die Spekulation, der Bieter werde den Angebotspreis während der Annahmefrist erhöhen, so dass die erworbenen Aktien mit Gewinn eingeliefert werden können. Auch mögen Hedgefonds versuchen, Aktienpakete aufzubauen, ohne deren Erwerb der Bieter nicht die gewünsch-



Rainer Traugott

te Beteiligungshöhe erreichen kann. Ferner kann der angestrebte Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages Hedgefonds ermuntern, sich zu engagieren.

■ Inwiefern?

Bei diesem muss der herrschende Aktionär allen anderen Aktionären eine Abfindung und eine Garantiedividende anbieten. Hedgefonds sehen die Garantiedividende häufig als risikolose Anleihe, deren Verzinsung jedenfalls ihre Finanzierungskosten deckt. Die Abfindung ist für sie eine Möglichkeit, attraktive Gewinne zu erzielen, da sie nach IDW S1 zu berechnen ist und daher den tatsächlichen Ertragswert des Unternehmens reflektieren muss, welcher unter Umständen über dem Börsenkurs liegt.

■ Können sich Bieter gegen Hedgefonds wappnen?

Zunächst gilt es, sich möglichst große Aktienpakete bereits im Vorfeld zu sichern. Es sollte bei der Strukturierung auch darauf geachtet werden, dass der Bieter nicht auf eine kurzfristige Umsetzung von Strukturmaßnahmen wie Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag oder Squeeze-out angewiesen ist. Signalwirkung hat

dabei die Höhe der Mindestannahmeschwelle. Indiziert diese z. B., dass ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wichtiger Bestandteil des Übernahmeprojekts ist, mag dies für Hedgefonds ein Anreiz sein. Zugleich eröffnet eine Mindestannahmeschwelle dem Bieter aber auch Bewegungsspielraum: Verzichtet der Bieter nicht auf die Schwelle und scheitert das Angebot, so sitzt der Hedgefonds unter Umständen auf einem teuer eingekauften Aktienpaket, während der Börsenkurs nachgibt. Es gibt auch noch weitere Möglichkeiten, mit Hedgefonds umzugehen. Werden z. B. ganz oder teilweise Aktien als Gegenleistung angeboten, ist dies für Hedgefonds oft weniger attraktiv. Man sollte aber neben Hedgefonds auch andere Aktionärsgruppen nicht aus dem Blick verlieren.

■ Wen haben Sie hier im Blick?

Zu beachten ist die Bedeutung von Indexfonds. Während der Bieter bei Hedgefonds damit umgehen muss, dass sie sehr aktiv sind, stellt sich bei Indexfonds das entgegengesetzte Problem: Sie sind passiv und müssen dies nach ihren Fonds-Statuten auch sein. Für gewinnmaximierendes Agieren in einer Übernahmesituation sind sie nicht geschaffen. Stattdessen müssen sie Index-Aktien halten, selbst wenn die Annahme des Übernahmeangebots wirtschaftlich sinnvoll wäre. Der Bieter sollte daher sein Angebot so strukturieren, dass die in das Übernahmeangebot eingelieferten Aktien rechtzeitig in den Index aufgenommen werden und dadurch die Indexfonds das Übernahmeangebot annehmen können und gegebenenfalls auch müssen.

.....  
Rainer Traugott ist Corporate/M&A-Partner von Latham & Watkins und hat bei der öffentlichen Übernahme der Renk AG beraten. Die Fragen stellte Sabine Wadewitz.