

# „Taking Private“ in Deutschland – die Ermittlung der Total Cost of Ownership

Christian Aders, ValueTrust Financial Advisors SE, München, Hannes Kaltenbrunner & Bernhard Schwetzler, HHL Leipzig Graduate School of Management, Leipzig

## 1. Übernahmerecht und Minderheitenschutz in Deutschland

► Was kostet die vollständige Übernahme eines börsennotierten Unternehmens in der Bundesrepublik Deutschland? Diese Frage ist nicht einfach zu beantworten. Zwar existiert seit dem Jahr 2002 mit dem Wertpapiererwerbs- und -übernahmegesetz WpÜG ein gesetzlicher Rahmen, in dem Anforderungen an Übernahmeangebote, Fristen und Angebotsunterlagen detailliert festgelegt sind, so dass die Kosten der in diesem Rahmen erworbenen Anteile sich einfach ermitteln lassen. Auf der anderen Seite zeichnet sich das deutsche Aktienrecht durch einen starken gesetzlichen Schutz der nach dem Übernahmeangebot in der Gesellschaft verbleibenden Minderheitsaktionäre aus, die das Angebot nicht angenommen haben. Das deutsche Aktienrecht sieht verschiedene Maßnahmen vor, mit denen der Mehrheitsaktionär seinen Einfluss auf die Zielgesellschaft zugunsten der Minderheitsgesellschafter bis hin zu deren vollständigem Ausschluss ausbauen kann. Ein Beispiel für eine solche sogenannte Strukturmaßnahme<sup>1</sup> ist der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (BGAV). Für jede dieser Maßnahmen ist allerdings die Erreichung einer bestimmten qualifizierten Mehrheit für den Beschluss in der Hauptversammlung erforderlich. Zugleich sieht das AktG die „volle Entschädigung“ der Minderheitsgesellschafter als Ausgleich für den Verlust ihrer Rechte vor. Seit 2002 lässt das AktG unter bestimmten Bedingungen den vollständigen Ausschluss der Minderheitsaktionäre über einen sogenannten *Squeeze-out* im Aktiengesetz zu. Auch hier ist eine entsprechende Entschädigung an die ausgeschlossene Minderheit anzubieten. In allen Fällen hat der Minderheitsaktionär das Recht, die angebotene Entschädigung über ein „Spruchverfahren“ gerichtlich überprüfen zu lassen. Im Regelfall dauert diese Überprüfung mehrere Jahre. Eine Ursache für die fehlenden Informationen über die gesamten Kosten einer

Übernahme ist die hohe rechtliche Komplexität und die lange Dauer der damit verbundenen rechtlichen Verfahren.

Der starke Minderheitenschutz in Deutschland hat zudem dazu geführt, dass eine bestimmte Klientel von Anlegern gezielt Minderheitspositionen in Aktiengesellschaften eingeht und versucht, sich über Blockadepositionen, verbunden mit Anfechtungsklagen der entsprechenden Hauptversammlungsbeschlüsse, ökonomische Sondervorteile zugunsten des Mehrheitsaktionärs zu verschaffen.<sup>2</sup> Jede *Taking-Private*-Strategie ist also mit einigen rechtlichen Unwägbarkeiten verbunden. Wegen der Möglichkeit, verschiedene Maßnahmen parallel oder zeitlich aufeinanderfolgend einzusetzen, existiert eine Vielzahl von möglichen Strategien für einen Bieter, nach der Beendigung der Annahmefrist für ein abgegebenes Übernahmeangebot den vollständigen Auskauf der verbleibenden Minderheitsaktionäre zu betreiben. Aus diesem Grund ist der Umgang mit den nach dem Übernahmeangebot verbleibenden Minderheitsaktionären ein zentraler Bestandteil einer *Taking-Private*-Strategie für eine Zielgesellschaft in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft. Es ist deshalb von großem Interesse, welche Strategien in der Übernahmepraxis tatsächlich zur Anwendung kommen, wie lange die entsprechenden Verfahren dauern und vor allem: welche Kosten sie verursachen.

Tatsächlich existiert nach unserem Wissen derzeit keine Studie, die diesen Fragen nachgeht und dabei den gesamten Zeitraum von der Veröffentlichung des Übernahmeangebotes bis hin zur Beendigung des Spruchverfahrens nach dem vollständigen Ausschluss der Minderheitsgesellschafter abdeckt. Die existierenden Analysen decken lediglich entweder den Abschnitt der Übernahme bis zum Ende der Annahmefrist für ►►

1 Eine Übersicht über die verschiedenen Maßnahmen wird in Abschnitt 2 gegeben.

2 Die rechtsmissbräuchliche Ausübung von Anfechtungsklagen ist allerdings durch Inkrafttreten des Gesetzes für Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) im Jahre 2005 und des Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie (ARUG) im Jahre 2009 erheblich erschwert worden.

das Angebot<sup>3</sup> oder aber den Zeitraum vom Beschluss der entsprechenden Strukturmaßnahme bis zur Beendigung des zugehörigen Spruchverfahrens<sup>4</sup> ab. Bislang existiert weder eine übergreifende Untersuchung der Kosten des gesamten Taking-Private-Prozesses noch ein Schema, wie diese Kosten ermittelt werden könnten. In diesem Beitrag wird deshalb anhand eines tatsächlichen Falles eine Berechnung der gesamten Kosten der Übernahme als sogenannte *Total Cost of Ownership* (TCO) demonstriert.

## 2. Die Erlangung der vollständigen Eigentümerschaft – rechtliche Rahmenbedingungen

Am Anfang jeder Übernahme steht die Veröffentlichung eines entsprechenden Übernahmeangebotes. Sofern ein Erwerber nach § 29 WpÜG die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erwirbt, ist er nach § 35 Abs. 2 WpÜG zur Abgabe eines solchen Übernahmeangebots verpflichtet („Pflichtangebot“). Maßgeblich für die Erlangung der Kontrolle an einer Zielgesellschaft ist grundsätzlich der Erwerb von mehr als 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft. Die angebotene Gegenleistung muss gemäß § 4 WpÜG mindestens dem höchsten Vorerwerbspreis des Bieters in den letzten sechs Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage entsprechen. Zudem bildet der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots die Untergrenze der angemessenen Gegenleistung.

Über die Erreichung einer einfachen Mehrheit der Anteile hinaus ist der nächste Schritt zur Erweiterung der Einflussmöglichkeiten häufig der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (BGAV) gemäß § 291 AktG zwischen dem Erwerber und der Zielgesellschaft. Dieser bietet insbesondere für strategische Investoren die Möglichkeit, die Zielgesellschaft vollständig zu integrieren, Maßnahmen zur Realisierung von Synergien uneingeschränkt umzusetzen und steuerliche Vorteile einer Organschaft zu nutzen. Der Abschluss eines BGAV bedarf gemäß § 293 AktG einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des auf der über den BGAV beschlussfassenden Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals. Den Minderheitsaktionären ist bei Verbleib in der Gesellschaft ein angemessener wiederkehrender Ausgleich nach § 304 AktG („Garantiedividende“) und alternativ nach § 305 AktG die Möglichkeit zu gewähren, gegen Zahlung einer angemessenen Abfindung ihre Aktien an den Mehrheitsaktionär zu übertragen. Den Min-

derheitsaktionären steht die gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit des angebotenen Ausgleichs und der angebotenen Abfindung im Spruchverfahren nach § 1 SpruchG offen.

Für den letzten Schritt eines vollständigen Ausschlusses der Minderheitsaktionäre über einen Squeeze-out bestehen unterschiedliche Möglichkeiten:

- Ein aktienrechtlicher Squeeze-out (§ 327a AktG) kann durch die Hauptversammlung auf Verlangen des Mehrheitsaktionärs, der mindestens 95% des Grundkapitals an der Zielgesellschaft hält, beschlossen werden. Die Aktien der Minderheitsaktionäre werden an den Bieter bzw. Hauptaktionär übertragen; die Aktien werden von den Börsenplätzen delistet. Für die Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre an den Mehrheitsaktionär hat dieser eine angemessene Barabfindung nach § 327b AktG zu gewähren. Auf Antrag der betroffenen Aktionäre kann eine Überprüfung der Angemessenheit auf Antrag der betroffenen Aktionäre im Spruchverfahren erfolgen.
- Bei einem verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out (§ 62 UmwG) gehen die entsprechenden Aktien unter. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre erfolgt hier durch die Verschmelzung der Gesellschaft mit dem Bieter, der zu diesem Zweck mindestens 90% der Anteile an der Gesellschaft halten muss. Der Abschluss des Verschmelzungsvertrags bedarf der Zustimmung der Hauptversammlung mit mindestens 75% der auf der Hauptversammlung vertretenen Stimmrechte. Nach Vollzug der Verschmelzung erlischt die Gesellschaft. Da die Vorschriften des aktienrechtlichen Squeeze-outs § 327 ff. AktG ebenso auf den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out anzuwenden sind, ist eine angemessene Abfindung im Verschmelzungsbericht festzulegen, zu erläutern und durch einen gerichtlich bestellten Sachverständigen zu prüfen. Auch hier ist die Überprüfung der angebotenen Abfindung im Rahmen des Spruchverfahrens auf Antrag möglich.<sup>5</sup>
- Der übernahmerechtliche Squeeze-out ist eng an den Erfolg eines freiwilligen oder eines Pflichtübernahmeangebots gekoppelt. Nach § 39a Abs. 1 WpÜG kann ein Mehrheitsaktionär, der 95% der Anteile am Grundkapital der Gesellschaft hält, einen Squeeze-out beantragen. Die Art der Abfindung hat der des vorangegangenen Übernahmeangebots zu entsprechen. Obligatorisch ist alternativ eine gleichwertige Geldleistung anzubieten. Hat der Bieter im Rahmen eines Übernahmeangebots mindestens 90% des vom Übernahmeangebot betroffenen Grundkapitals erworben, gilt die im Rahmen des Angebots gewährte Gegenleistung nach § 39a Abs. 3

<sup>3</sup> Zu den bei deutschen Übernahmen gebotenen Prämien, kumulativen Überrenditen (CARs) von Ziel- und Bietergesellschaften vgl. die Studien von Dombret, A./Mager, F./Reinschmidt, T., *Applied Financial Economics Letters*, 2008, S. 293-297; Martynowa, M./Renneboog, L., *Mergers and Acquisitions in Europe*, in: *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Renneboog, L. (Ed.) 2006, S. 15 – 77. Vgl. aktuell den finexpert German takeover Report 2016, auch Aders, Ch./Schreiter, M./Schwetzler, B. CF 2016, S. 226 ff.

<sup>4</sup> Die gebotenen Prämien und Ankündigungseffekte von Squeeze-outs, die erzielte Nachbesserung im Rahmen von Spruchverfahren werden in den Studien von Croci, E./Ehrhardt, O./Nowak, E., *The Corporate Governance Endgame – An Economic Analysis of Minority Squeeze-out Regulation in Germany*, Working Paper 2013, Henselmann, K./Munkert, M./Winkler, N./Schrenker, C. Wpg 2013, S. 1093, Weimann, M., *Spruchverfahren nach Squeeze-Out*, Berlin/Boston 2015 und Rathausky, U., *Squeeze-out in Deutschland*, Baden-Baden 2008, abgebildet.

<sup>5</sup> Vor der Einführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs im Jahr 2011 wurden regelmäßig direkte Verschmelzungen durchgeführt, die für den Minderheitsaktionär der abgebenden Gesellschaft eine Entschädigung vorsahen, in der Regel in Form von Anteilen an der aufzunehmenden oder neugegründeten Gesellschaft und in besonderen Fällen verpflichtend eine Barabfindung. Das Umtauschverhältnis und eine etwaige Barabfindung konnten im Spruchverfahren überprüft werden.

WpÜG als angemessen. Es besteht für die Minderheitsaktionäre keine Möglichkeit, ein Spruchverfahren in Gang zu setzen. Eine Zustimmung der Hauptversammlung ist nicht erforderlich, der Squeeze-out erfolgt per Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main.

Aufgrund der zahlreichen möglichen Maßnahmen<sup>6</sup> ist die gesamte Übernahmestrategie auf die individuellen Zielsetzungen und Interessenlagen des Bieters anzupassen. Zur zeitlichen Gestaltung des gesamten Übernahmeprozesses sind zusätzlich die Nacherwerbsfristen gemäß § 31 Abs. 4 ff. WpÜG zu beachten: Erwirbt der Bieter innerhalb einer Frist von einem Jahr außerbörslich Anteile zu einem höheren Preis als der in einem Übernahmeangebot gebotenen Gegenleistung, erhöht sich dieses jeweils für alle Aktionäre auf die im Rahmen des Nacherwerbs gezahlten Preise. Dies gilt nicht für den Erwerb von Aktien im Zusammenhang mit einer gesetzlichen Verpflichtung zur Gewährung einer Abfindung an Aktionäre der Zielgesellschaft und für den

<sup>6</sup> Eine weitere häufig eingesetzte Maßnahme ist das sogenannte Delisting, d.h. die Einstellung des Handels der betreffenden Aktie an einem Börsenplatz. Mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie sieht das Börsenrecht vor, dass ein Delisting ohne Hauptversammlungsbeschluss auf Antrag der Gesellschaft durchgeführt werden kann. Den Aktionären ist ein Abfindungsangebot zu unterbreiten, dessen Höhe sich primär an dem sechsmonatigen Durchschnittsbörsenkurs vor Anündigung des Delisting orientiert. Eine gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit des Pflichtangebots im Rahmen eines Spruchverfahrens ist nicht vorgesehen.

Erwerb des Vermögens oder von Teilen des Vermögens der Zielgesellschaft durch Verschmelzung, Spaltung oder Vermögensübertragung.

### 3. Die Ermittlung der Total Cost of Ownership (TCO)

#### 3.1. Möglichkeiten zum Aktienerwerb für den Bieter

Ziel dieses Beitrags ist die Ermittlung der vollständigen Kosten und der gesamten Dauer einer Übernahme vom ersten Angebot bis hin zur vollständigen Erreichung der 100%igen Eigentümerschaft und der nachfolgenden gerichtlichen Überprüfung im Spruchverfahren anhand eines konkreten Fallbeispiels. Die Kosten des Erwerbs lassen sich in mehrere Komponenten einteilen:

- *Kosten der Übernahme bis zum Ende der Annahmefrist (Phase I)*  
Diese Kosten lassen sich einfach über die im Zuge des Übernahmeangebotes erworbenen zusätzlichen Anteile, multipliziert mit dem gebotenen Übernahmepreis, ermitteln.
- *Kosten für den weiteren Erwerb nach Abschluss der Annahmefrist (Phase II)*

Zur Erreichung der angestrebten Anteilsquote von 100% stehen dem Bieter nach Beendigung der Annahmefrist des Übernahmeangebotes ▶▶

ANZEIGE

## Mercuri Urval

Making Strategies work. It's all about people.

Die Sicherung der Zukunftsfähigkeit gehört zu den neuen Hauptaufgaben von Führungskräften. Erfolg haben langfristig nur die Unternehmen, denen es gelingt, die besten Führungskräfte und Talente von heute für die Aufgaben von morgen zu gewinnen.

#### Ihr Ziel:

Die richtigen Führungskräfte und Talente für Ihr Unternehmen zu finden und langfristig an sich zu binden.

#### Unsere Kompetenz:

Wir analysieren die Potenziale, die Ihr Unternehmen für die Sicherung seiner Zukunft heute schon benötigt. Auf dieser Basis identifizieren wir die Personen, die Sie voranbringen. Gemeinsam erarbeiten wir mit Ihnen die notwendigen Maßnahmen, um diese Menschen für Ihr Unternehmen zu gewinnen und im Anschluss daran für die Übernahme von verantwortlichen Positionen zu entwickeln.

#### Unsere Leistungen:

- Board & Executive Search
- Post Merger Integration
- Talent Management
- Business Transformation
- Executive Onboarding

Unsere Mitarbeiter unterstützen Sie gerne. Sprechen Sie mit uns darüber, wie wir Ihr HR Management verbessern können:



**Michael Güttes**  
Vice President,  
Head of Board & Executive

Mobile: (+49) 172 66 00 924  
michael.guettes@mercuriurval.com

## Abb. 1 • Zeitliche Entwicklung der Übernahme der LHS AG

Quelle: Eigene Darstellung

Datum	Ereignis	Anteilsquote Bieter	Angebot bzw. Abfindung
05.06.2007	Bekanntgabe Übernahmeangebot	2,75%	22,50 EUR
09.07.2007	Beginn der Annahmefrist	2,75%	
17.09.2007	Ende der Annahmefrist	23,89%	
08.10.2007	Ende der weiteren Annahmefrist	84,04%	
01.11.2007	BGAV Ankündigung		
29.04.2008	BGAV Beschluss HV		26,19 EUR
08.10.2008	BGAV Eintragung in das Handelsregister		
03.07.2009	Squeeze-out § 327a AktG Ankündigung		
16.10.2009	Bekanntgabe Abfindungsangebot		33,89 EUR
21.12.2009	Squeeze-out § 327a AktG HV-Beschluss	99,83%	
09.02.2010	Squeeze-out § 327a AktG Eintragung in Handelsregister	100,00%	
28.07.2014	Beendigung Spruchverfahren BGAV		29,27 EUR
19.09.2014	Beendigung Spruchverfahren Squeeze-out		36,00 EUR

verschiedene Maßnahmen offen, um weitere Anteile an der Zielgesellschaft bzw. seinen Anteil am Grundkapital der Zielgesellschaft zu erhöhen:

- a) Der Erwerb von Anteilen an der Börse: Solange die Anteile der Zielgesellschaft an einer Börse gehandelt werden, ist es für den Bieter möglich, bis zur Eintragung des Squeeze-out in das Handelsregister und der damit verbundenen Einstellung des Börsenhandels der Anteile entsprechend Aktien an der Börse zum jeweiligen Börsenkurs nachzukaufen. Die Kosten pro erworbenem Anteil entsprechen hier dem aktuellen Kurs im Erwerbszeitpunkt.<sup>7</sup>
- b) Der Erwerb der Anteile im Zuge der Annahme eines Abfindungsangebotes durch die Minderheitsaktionäre. Für alle hier betrachteten Strukturmaßnahmen ist der Mehrheitsaktionär verpflichtet, den Minderheitsgesellschaftern ein Abfindungsangebot in bar zu unterbreiten.<sup>8</sup> Die Minderheitsaktionäre haben die Möglichkeit, die Angemessenheit der Abfindung im Zuge eines Spruchverfahrens gerichtlich überprüfen zu lassen. Nehmen im Fall eines BGAV die Minderheitsgesellschaftler das Abfindungsangebot an und dienen ihre Aktien dem Mehrheitsgesellschaftler an, dann ergeben sich die Kosten des damit verbundenen Erwerbs zunächst in Höhe des ge-

botenen Abfindungsbetrages pro Aktie im Zeitpunkt der Annahme des Angebotes. Im Fall eines Squeeze-out besteht keine Wahlmöglichkeit; hier geschieht der Erwerb zur gebotenen Abfindung im Zeitpunkt des Einzugs der verbleibenden Anteile. Kommt es im Zuge der gerichtlichen Überprüfung zu einer Nachbesserung der Abfindung, so ist diese in beiden Fällen bis zum Tag des Urteils aufzuzinsen<sup>9</sup>. Die zweite Komponente dieser Erwerbskosten ist somit der Wert der gegebenenfalls am Ende des Spruchverfahrens erhaltenen, aufgezinnten Nachbesserung.

- c) Der Erwerb junger Aktien über eine Kapitalerhöhung: Neben dem Kauf und der Andienung von Anteilen sind Veränderungen der Eigentümerquote auch über Kapitalmaßnahmen möglich. Der Mehrheitsaktionär kann über die Durchführung einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Minderheitsaktionäre seinen Anteil am Grundkapital der Aktiengesellschaft erhöhen. Dies ist eine Möglichkeit, die erforderliche Anteilsquote von 95% für einen aktienrechtlichen Squeeze-out zu erreichen, wenn die Minderheitsaktionäre nicht bereit sind, ihre Anteile abzugeben.<sup>10</sup>

<sup>7</sup> Prinzipiell ist auch ein weiterer Erwerb von Anteilen außerhalb der Börse möglich. Allerdings legt § 31 Abs. 5 WpÜG fest, dass bis zu einem Jahr nach dem Übernahmeangebot ein außerbörslicher Nacherwerb zu einem höheren Preis als dem Angebotspreis dazu führt, dass eine entsprechende Nachbesserung an die Aktionäre geleistet werden muss, die das Angebot angenommen haben.

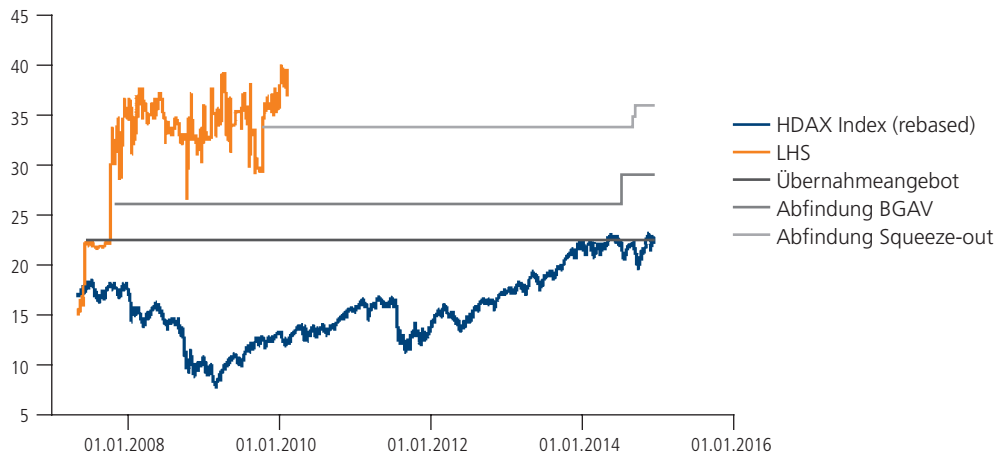
<sup>8</sup> Abschluss eines BGAV i.V.m. § 305 AktG, Squeeze-out nach § 327a AktG, verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out.

<sup>9</sup> Als Zinssatz für die erforderliche Aufzinsung bei einem Squeeze-out ist nach § 327b AktG der jeweilige Basiszinssatz ab der letzten Bekanntmachung der Eintragung des entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses, erhöht um einen Zuschlag um 5 Prozentpunkte, anzuwenden. Vor dem 1.9.2009 betrug der Zinsanspruch 2 Prozentpunkte über dem Basiszinssatz.

<sup>10</sup> Der prominenteste diesbezügliche Fall in Deutschland war die HRE AG: Die Hauptversammlung der Gesellschaft hat auf Betreiben des Finanzmarktstabilisierungsfonds als Mehrheitsaktionär am 2.6.2009 eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts nach §§ 182 ff. AktG i.V.m. § 7 FMStBG beschlossen, um die für einen Squeeze-out nach §§ 327a ff. AktG i.V.m. § 12 Abs. 4 FMStBG erforderliche Anteilsquote von 90% zu erreichen.

## Abb. 2 • Übernahme der LHS AG – relevante Kursdaten

Quelle: Eigene Darstellung



### 3.2. Die Berechnung der Total Cost of Ownership: ein Beispiel

Die Summe der Kosten für alle erworbenen Anteile wird im Weiteren als die Total Cost of Ownership (TCO) bezeichnet. Wegen der Vielzahl von unterschiedlichen Strukturmaßnahmen und Pfaden für die Erlangung der vollständigen Eigentümerschaft ist die Berechnung der TCO nicht trivial und erfordert teilweise weitergehende Annahmen. Sie soll deshalb für ein konkretes Fallbeispiel, die Übernahme der LHS Aktiengesellschaft durch die E/LHS Acquisition GmbH (eine 100%ige Tochtergesellschaft von Ericsson), demonstriert werden.<sup>11</sup>

Die zeitliche Entwicklung der Übernahme hat folgendes Aussehen:

Nach der Ankündigung des Übernahmeangebotes am 05.06.2007 gelang es dem Bieter, bis zum Ende der weiteren Annahmefrist am 08.10.2007 seinen Anteil von 2,75% auf 84,04% der insgesamt ausstehenden 14.545.500 Aktien zum Angebotspreis von 22,50 EUR zu erhöhen. Gegenüber dem gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs von 15,45 EUR entsprach dies einer Prämie von 45,63%. Nach der Ankündigung des Abschlusses eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages zum 01.11.2007 machte der Mehrheitsaktionär den Minderheitsgesellschaftern ein Abfindungsangebot (§ 305 AktG) in bar in Höhe von 26,19 EUR. Zum 03.07.2009 kündigte der Mehrheits-

aktionär einen Squeeze-out nach § 327a AktG an, am 16.10.2009 wurde das zugehörige Abfindungsangebot bekanntgegeben. Der Eintrag in das Handelsregister erfolgte zum 09.02.2010. Der Mehrheitsaktionär hatte zum Zeitpunkt der Ankündigung 99,83% der Anteile an der Gesellschaft. Als Barabfindung für die auszu-schließenden Minderheitsaktionäre wurden 33,89 EUR pro Aktie angeboten. Das Spruchverfahren des BGAV wurde am 28.07.2014 mit einer Abfindung von 29,27 EUR, das Spruchverfahren des Squeeze-outs am 19.09.2014 mit einer Abfindung von 36,00 EUR rechtskräftig und damit abgeschlossen. Gegen den HV-Beschluss des Beherrschungs-/Gewinnabführungsvertrages wurden von Aktionären Anfechtungs- bzw. Nichtigkeitsklagen angestrengt, die jedoch vom Landgericht Frankfurt am Main abgewiesen wurden.

Abb. 2 zeigt die zeitliche Entwicklung des Aktienkurses der LHS Aktiengesellschaft und des HDAX Index (skaliert auf drei Tage vor der Ankündigung des Übernahmeangebotes) und die jeweiligen Abfindungsangebote inkl. der Nachbesserungen zum Ende der Spruchverfahren.

Man erkennt zum einen, dass sowohl das Übernahmeangebot als auch die beiden Abfindungsangebote des BGAV und des Squeeze-out eine Untergrenze für den Börsenkurs der jeweils nachfolgenden Perioden darstellen. Der Aktienkurs der LHS nimmt erkennbar nicht an der allgemeinen negativen Börsenentwicklung 2008/2009 im Zuge der Finanzkrise teil. Zum anderen ist aus Abb. 2 erkennbar, dass nach der Eintragung des Squeeze-out in das Handelsregister am 09.02.2010 kein weiterer börslicher Handel mit LHS-Aktien mehr stattfindet.

<sup>11</sup> Der Fall ist Bestandteil einer proprietären Datenbasis der HHL Leipzig Graduate School of Management und von ValueTrust Financial Advisors SE zu Übernahmeangeboten und Strukturmaßnahmen in Deutschland, die alle Übernahmeangebote nach dem WpÜG seit dem 1.1.2005 enthält, jährlich aktualisiert und um neue Übernahmeangebote bzw. beendete Spruchverfahren ergänzt wird. Die Börsenkurse wurden aus Capital IQ gewonnen. Darüber hinaus wurden ausschließlich öffentlich zugängliche Informationsquellen genutzt: Die Website des BaFin für Angebotsunterlagen, der Bundesanzeiger für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen und entsprechende Websites und Informationsquellen zur Beendigung von Spruchverfahren.

**Abb. 3 • Übernahme der LHS AG – Kosten der ersten Tranche gekaufter Anteile**

Quelle: Eigene Darstellung

Anteilsquote vor Erwerb	Anteilsquote nach Erwerb	Delta-Anteilsquote	Anzahl Aktien gesamt	Zusätzlicher Aktienerwerb	Preis pro Aktie	Kosten Erwerb gesamt
2,75%	23,89%	21,14%	14.545.500	3.075.462	22,50 EUR	69.197.895 EUR
23,89%	84,04%	60,15%	14.545.500	8.748.575	22,50 EUR	196.842.938 EUR
<b>Insgesamt</b>						
2,75%	84,04%	81,29%	14.545.500	11.824.037	22,50 EUR	266.040.833 EUR

Die LHS Aktiengesellschaft weist insgesamt 14.545.500 Stück Aktien auf. Ausgehend von einer Anteilsquote von 2,75% hatte der Bieter, die E/LHS Acquisition GmbH, bis zum Ende der (weiteren) Annahmefrist zum 17.09.2007 (07.10.2007) eine Quote von 23,89% (84,04%) zum Angebotspreis von 22,50 erworben. Für diese erste Tranche der gekauften Anteile betragen die gesamten Kosten somit wie in Abb. 3 dargestellt.<sup>12</sup>

Auf Basis der verfügbaren Information über die Entwicklung der Anteilsquote des Bieters an der Zielgesellschaft sind einige weitergehende Annahmen für die Berechnung der TCO der LHS AG erforderlich:

- Es liegen keine genauen Informationen bezüglich der Anteilsquote des Bieters bei Ankündigung des BGAV am 01.11.2007 vor. Da bereits nach Ablauf der weiteren Annahmefrist am 08.10.2007 mit 84,04% die erforderliche Mehrheit für einen entsprechenden Beschluss der Hauptversammlung erreicht war, wird angenommen, dass zwischen dem 08.10.2007 und dem 29.04.2008 keine weiteren Anteile durch den Bieter erworben wurden. Somit ist die Anteilsquote beim entsprechenden Beschluss des BGAV ebenfalls 84,04%.
- Das Verlangen zum aktienrechtlichen Squeeze-out wurde am 03.07.2009 auf der Basis einer Anteilsquote des Mehrheitsgesellschafters von 99,83% angekündigt. Es liegen keine Informationen darüber vor, auf welchem Wege der Bieter die zusätzlichen 99,83% - 84,04% = 15,79% der Anteile erhalten hat. Folgende Möglichkeiten sind denkbar:<sup>13</sup>
  - a) Die zusätzlichen Anteile wurden von Minderheitsaktionären erworben, die das Abfindungsangebot nach § 305 AktG im Zusammenhang mit dem Abschluss des BGAV angenommen und ihre Anteile angedient hatten. Diese Anteile nehmen dann am entsprechenden Spruchverfahren teil und erzielen die damit gegebenenfalls verbundenen Nachzahlungen (inkl. Zinsen).

b) Die zusätzlichen Anteile wurden vom Bieter an der Börse zu den jeweiligen Marktpreisen erworben. In diesem Fall wird unterstellt, dass die Anzahl der gekauften Aktien an der Börse zeitlich über die gesamte Zeitspanne proportional verteilt wird. Der gesamte Erwerbspreis entspricht der Summe über die täglichen Ausgaben für die gekauften Anteile.

- Hier werden die TCO jeweils für beide Fälle berechnet: Der Anteilszuwachs erfolgt vollständig durch die Annahme des Abfindungsangebotes ohne Börsenerwerb (Fall I) oder der Anteilszuwachs erfolgt ausschließlich durch Börsenerwerb ohne eine Annahme des Abfindungsangebotes (Fall II).

**Fall (I): Annahme des Abfindungsangebotes nach § 305 AktG i.V.m. dem BGAV**

Am 29.04.2007 wird auf der Hauptversammlung der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages beschlossen. Die in diesem Zusammenhang in Verbindung mit § 305 AktG gebotene Abfindung an ausscheidende Minderheitsgesellschaftler liegt bei 26,19 EUR. Die zusätzlichen 15,79% der Aktien wurden über die Annahme des Abfindungsangebotes und die damit verbundene Andienung der Anteile erworben. Als Zahlungszeitpunkt wird der Tag der Eintragung der Maßnahme in das Handelsregister am 08.10.2008 angenommen. Die gesamten Kosten betragen somit wie in Abb. 4 dargestellt.

Die 2.296.462 Aktien nehmen annahmegemäß auch an dem im Zusammenhang mit dem entsprechenden Abfindungsangebot angestregten Spruchverfahren teil.

**Fall (II): Erwerb der Anteile an der Börse**

Die zusätzlichen 2.296.462 Aktien wurden vom Bieter an der Börse zwischen der Beendigung der weiteren Annahmefrist am 08.10.2007 und der Ankündigung des Squeeze-out am 03.07.2009 zum jeweils geltenden, aktuellen Börsenkurs erworben. Wir nehmen an, dass an den zwischen den beiden Terminen liegenden 633 Tagen jeweils  $2.296.462 / 633 = 3.628$  Aktien pro

<sup>12</sup> Die Anteilsquote am Eigenkapital wurde auf zwei Stellen nach dem Komma gerundet; dadurch können sich geringfügige Rundungsabweichungen zu den hier präsentierten Zahlen an ausstehenden Aktien ergeben.

<sup>13</sup> Ein außerbörslicher Erwerb eines Anteilspaketes und eine durchgeführte Kapitalerhöhung waren nicht beobachtbar.

**Abb. 4 • Übernahme der LHS AG – Kosten des ersten Abfindungsangebots**

Quelle: Eigene Darstellung

Anteilsquote vor Erwerb	Anteilsquote nach Erwerb	Delta-Anteilsquote	Anzahl Aktien gesamt	Zusätzlicher Aktienerwerb	Preis pro Aktie	Kosten Erwerb gesamt
84,04%	99,83%	15,79%	14.545.500	2.296.462	26,19 EUR	60.144.340 EUR

**Abb. 5 • Übernahme der LHS AG – Kosten des finalen Abfindungsangebots**

Quelle: Eigene Darstellung

Anteilsquote vor Squeeze-out	Anteilsquote nach Squeeze-out	Delta-Anteilsquote	Anzahl Aktien gesamt	Zusätzliche Aktien Squeeze-out	Abfindungsangebot pro Aktie	Kosten gesamt
99,83%	100,0%	0,17%	14.545.500	25.001	33,89 EUR	847.284 EUR

**Abb. 6 • Übernahme der LHS AG – Nachbesserungszahlungen durch BGAV und Squeeze-out**

Quelle: Eigene Darstellung

	Delta-Anteilsquote	Nachbesserung	Anzahl Aktien	Betrag absolut	Aufzinsungsfaktor	Kosten gesamt
BGAV	15,79%	29,27 EUR – 26,19 EUR = 3,08 EUR	2.296.462	7.073.103 EUR	1,3416	9.489.576 EUR
Squeeze-out	0,17%	36,00 EUR – 33,89 EUR = 2,11 EUR	25.001	52.752 EUR	1,2490	65.887 EUR

Tag erworben wurden. Bei einem unterstellten Erwerb der Anteile an der Börse musste der Bieter zwischen 97.953 EUR und 143.338 EUR für die täglich erworbenen 3.628 Anteile ausgeben. Unter den Annahme des Börsenerwerbs der zusätzlichen Anteile ergeben sich kumulierte Erwerbskosten in Höhe von 79.427.728 EUR. Unabhängig davon, auf welchem der beiden Wege die Anteilsquote von 99,83% bei Ankündigung des Squeeze-out erreicht wurde, nehmen die noch fehlenden 100% - 99,83% = 0,17% der Anteile (25.001 Aktien) an dem Spruchverfahren des am 03.07.2009 angekündigten Squeeze-out teil. Das Abfindungsangebot in Höhe von 33,89 EUR pro Aktie wird qua Annahme am Tag der Eintragung in das Handelsregister, dem 09.02.2010, ausbezahlt. Für diesen Teil der erworbenen Anteile berechnen sich die gesamten vorläufigen Abfindungszahlungen dann wie in Abb. 5 dargestellt.

Schließlich sind bei der Ermittlung der gesamten TCO noch die gegebenenfalls erfolgten Nachbesserungen im Zuge der Spruchverfahren einzubeziehen. Für den Fall der LHS Aktiengesellschaft sind dies die beiden

Spruchverfahren in Verbindung mit dem Abschluss des BGAV (nur bei angenommenem Fall (I))<sup>14</sup> und dem Squeeze-out nach §327a AktG. Das Spruchverfahren des BGAV wurde am 28.07.2014 mit einer Abfindung von 29,27 EUR, das Spruchverfahren des Squeeze-outs am 19.09.2014 mit einer Abfindung von 36,00 EUR rechtskräftig und damit abgeschlossen. Bei der Ermittlung der finanziellen Konsequenzen ist zu berücksichtigen, dass die Nachbesserung als Differenz zwischen dem im Spruchverfahren als angemessen festgelegten Betrag und dem vom Mehrheitsaktionär gebotenen Betrag zum gebotenen Zinssatz auf den Tag der Beendigung des Spruchverfahrens und der Auszahlung der Nachbesserung aufzuzinsen ist.<sup>15</sup> Im Fall der LHS Aktiengesellschaft ergeben sich dadurch die in Abb. 6 dargestellten Kosten. ►►

<sup>14</sup> Werden alle „fehlenden“ Anteile über die Börse erworben (Fall (II)), werden keine Anteile der Minderheitsaktionäre angedient und es kommt zu keinem Spruchverfahren.

<sup>15</sup> Als Zinssatz für die erforderliche Aufzinsung bei einem Squeeze-out ist nach § 327b AktG der jeweilige Basiszinssatz ab der letzten Bekanntmachung der Eintragung des entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses, erhöht um einen Zuschlag um 5 Prozentpunkte, anzuwenden. Vor dem 1.9.2009 betrug der Zinsanspruch 2 Prozentpunkte über dem Basiszinssatz.

**Abb. 7 • Gesamtkosten der Übernahme der LHS AG**

Quelle: Eigene Darstellung

Ermittlung der TCO	Fall (I): Annahme Abfindung § 305 AktG	Fall (II): Erwerb der fehlenden Anteile am Markt
Erwerb Übernahmeangebot	266.040.833 EUR	266.040.833 EUR
Erwerb Abfindung § 305 AktG	60.144.340 EUR	–
Erwerb über Börse	–	79.427.728 EUR
Erwerb Abfindung Squeeze-out	847.284 EUR	847.284 EUR
Nachbesserung SpruchVerf BGAV	9.489.576 EUR	–
Nachbesserung SpruchVerf Squeeze-out	65.887 EUR	65.887 EUR
<b>Summe TCO</b>	<b>336.587.920 EUR</b>	<b>346.381.731 EUR</b>
<b>Anzahl erworbene Aktien</b>	<b>14.145.500</b>	<b>14.145.500</b>
<b>Kosten pro Aktie</b>	<b>23,79 EUR</b>	<b>24,49 EUR</b>

**Abb. 8 • Übernahme LHS Aktiengesellschaft – Prämie TCO auf 3-Monats-Durchschnittskurs und Übernahmegebot in %**

Quelle: Eigene Darstellung

Komponenten der TCO	Fall (I): Annahme Abfindung § 305 AktG	Fall (II): Erwerb der fehlenden Anteile am Markt
Kosten pro Aktie	23,79 EUR	24,49 EUR
Als Prämie auf den 3-Monats-Durchschnittskurs (15,45 EUR) in %	53,98%	58,51%
Übernahmeprämie in auf 3-Monats-Durchschnittskurs	45,6%	45,6%
Als Prämie auf den gebotenen Übernahmepreis (22,50 EUR) in %	5,75%	8,83%

Die Ermittlung der gesamten TCO stellt sich für die beiden unterschiedlichen Annahmen wie in Abb. 7 dar.

Für den Fall der LHS liegen die Gesamtkosten der Übernahme der „fehlenden“ Anteile für die Annahme des Börsenerwerbs leicht höher als unter der Annahme des angenommenen Abfindungsangebotes nach § 305 AktG. Von besonderem Interesse ist die Aufteilung der TCO auf verschiedene Komponenten wie in Abb. 8 dargestellt.

In Abb. 8 werden die Kosten ohne Zinseffekte ausgewiesen.<sup>16</sup> Für das Beispiel der LHS AG liegen die gesamten zusätzlichen Kosten der Übernahme für beide Annahmen (Erwerb durch Andienung nach § 305 AktG bzw. Erwerb an der Börse) gemessen als Prämie über dem 3-Monats-Durchschnittskurs leicht oberhalb der gezahlten Übernahmeprämie. Das bedeutet, dass es für den Bieter trotz der negativen Börsenentwicklung im Nachgang des Übernahmeangebots nicht möglich war, die noch ausstehenden Anteile zu einem Preis unterhalb des Übernahmeangebots zu erwerben.

<sup>16</sup> Eine Abzinsung der Zahlungen auf den Zeitpunkt des Übernahmeangebots hätte den Effekt, dass unerwünschte Verlängerungen des Spruchverfahrens zu niedrigeren TCO führen. Eine Aufzinsung der Zahlungen würde wegen der starken „Frontlastigkeit“ der TCO dazu führen, dass längere Spruchverfahren für einen kleinen Anteil von Aktien wegen des hohen Anfangsbetrags des Übernahmeangebots eine erhebliche Zunahme der Kosten für einen nur geringfügigen noch ausstehenden Eigenkapitalanteil zur Folge haben.

**4. Fazit**

In diesem Beitrag wurde ein Vorschlag entwickelt, die TCO einer Übernahme vom Übernahmeangebot bis zur Beendigung der Spruchverfahren des Squeeze-outs zu ermitteln. Die TCO werden als Summe über die Erwerbe aller Aktien durch Übernahmeangebot, Andienung im Zusammenhang mit Abfindungsangeboten, Erwerb an der Börse, Kapitalerhöhungen etc. und unter Einbezug von Nachbesserungen von angebotenen Abfindungen mit Beendigung des Spruchverfahrens ermittelt. ■



**Prof. Dr. Christian Aders** ist Vorstandsvorsitzender der ValueTrust Financial Advisors SE, einer Unternehmensberatung mit Schwerpunkt auf Unternehmensbewertung und Corporate Finance. Außerdem ist er Honorarprofessor für „Praxis der transaktionsorientierten Unternehmensbewertung und der wertorientierten Unternehmensführung“ der LMU München. christian.aders@value-trust.com

**Hannes Kaltenbrunner** ist externer Doktorand am Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken der HHL Leipzig Graduate School of Management. Zuvor war er sechs Jahre bei Rothschild in Frankfurt und Singapur tätig, zuletzt als Vice President in der Abteilung Mergers & Acquisitions. Er ist Mitgründer und Geschäftsführer von zwei Unternehmen. hannes.kaltenbrunner@hhl.de

**Prof. Dr. Bernhard Schwetzler** ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzmanagement und Banken der HHL Leipzig Graduate School of Management. Seine Forschungsschwerpunkte umfassen u.a. Unternehmensbewertung, Private Equity und M&A. Bernhard.Schwetzler@hhl.de