

P2P-Transaktionen im Fokus von Finanzinvestoren

Die Aufholjagd hat begonnen – Keine generelle Erfolgsstrategie – Ohne Zweifel steht die nächste öffentliche Übernahme durch Private Equity vor der Tür

Börsen-Zeitung, 27.3.2019
Der globale Private-Equity-Markt läuft von Rekord zu Rekord. Finanzinvestoren verfügen nach Schätzungen aktuell über freie Mittel von mehr als 1 Bill. Dollar. Gleichzeitig ist es für die Branche nicht einfacher geworden. Gedämpftes Wirtschaftswachstum, volatile Märkte, steigender Protektionismus und hohe Verkaufsmultiples bei Auktionen erschweren die Suche nach attrakti-

ven Investments. Investoren schauen fortwährend nach neuen Optionen, auch um dem hohen Investitionsdruck gerecht zu werden und bessere Renditen als die Wettbewerber zu erzielen. In Deutschland hat dies unter anderem zur Folge, dass öffentliche Übernahmen (P2Ps) vermehrt im Fokus von Finanzinvestoren stehen.

Im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern waren P2P-Transaktionen durch Sponsoren in Deutschland bisher eher der Einzelfall. In den letzten Jahren gab es nur eine Handvoll Transaktionen, bei denen zudem oft ein verkaufswilliger Großaktionär existierte, von dem sich der Bieter ein signifikantes Aktienpaket sichern konnte. Die eigentliche Übernahme trat dann eher in den Hintergrund. Eine öffentliche Über-

nahme durch Finanzinvestoren mit faktisch 100% Streubesitz und einer entsprechend großen Marktkapitalisierung gab es nicht. Das hat sich nun geändert.

Die erfolgreiche Übernahme von Stada, die angekündigte Übernahme von Scout24 und Gerüchte um eine Vielzahl von anderen Unternehmen belegen, dass sich Finanzinvestoren vermehrt große öffentliche Übernahmen in Deutschland zutrauen, ohne sich eine einzige Aktie im Vorfeld gesichert zu haben.

Woher kommt der Sinneswandel? Während die Kaufpreise bei privaten Mergers-&-Acquisitions-Transaktionen Höchststände erreicht haben, sind die Bewertungen an den Aktienmärkten im letzten Jahr teilweise erheblich gesunken. Börsennotierte Unternehmen stehen aufgrund der teilweise drastisch veränderten Aktionärsstruktur mit einem hohen Anteil von Indexfonds und einem Anstieg von aktivistischen Aktionären einer Übernahme auch grund-

sätzlich offener gegenüber als noch vor einigen Jahren, insbesondere wenn sich das Geschäftsmodell unter dem Kurzzeitdruck des Kapitalmarkts nur schwer umsetzen lässt. Zudem ist das Wettbewerbsumfeld bei öffentlichen Übernahmen besser als bei privaten Auktionsprozessen. Gerade bei Unternehmen mit einer großen Marktkapitalisierung gibt es einfach zu wenig Sponsoren, die eine P2P-Transaktion stemmen können.

Die Beteiligten scheinen sich auch nicht mehr daran zu stören, dass P2P-Transaktionen gemeinhin als rechtlich komplex und finanziell kaum kontrollierbar gelten. Zu Recht, denn die Spielregeln sind in Deutschland zwar etwas komplexer als in anderen Jurisdiktionen. Das konkrete Regelwerk ist insgesamt aber überschaubar. Das Verhalten von Hedgefonds, Indexfonds und anderen Akteuren kann von erfahrenen Beratern eingeschätzt und gelenkt werden. Der gesamte Taking-Private-Prozess lässt sich mit der richtigen Strategie und einer entsprechenden Vorbereitung hinreichend steuern.

Ganz entscheidend hierbei ist für Finanzinvestoren die optimale Strukturierung der Übernahme mit der Wahl der richtigen Annahmeschwelle. In der Vergangenheit betrug die Mindestannahmeschwelle bei öffentlichen Übernahmen zumeist 75% der Aktien der Zielgesellschaft. Dies wurde überwiegend als angemessener Kompromiss zwischen Transaktionssicherheit und Flexibilität für Strukturmaßnahmen nach der Übernahme angesehen. Diese Standardvorgehensweise hat sich geändert. Die Gründe hängen eng mit der Veränderung der Aktionärsstruktur in börsennotierten Unternehmen und dem Verhalten von Hedgefonds zusammen.

Der Anteil von Indexfonds an börsennotierten Unternehmen ist stark gestiegen. Echte Indexfonds können ihre Aktien jedoch nicht in das Angebot einliefern, weil ihr Investmentmandat auf die Replizierung des Index limitiert ist. Ähnliches gilt für von Privataktionären gehaltene Aktien. Denn gerade Privataktionäre aus Deutschland können erfahrungsgemäß zumeist nur in Teilen mobilisiert werden, das Angebot anzunehmen. Liegt der Anteil der Privataktionäre und der Indexfonds über einer bestimmten Zahl, kann eine Mindestannahmeschwelle von 75% nur erreicht werden, wenn die

Hedgefonds einen deutlich überproportionalen Anteil ihrer Aktien andienen. Ein solches Annahmeverhalten von Hedgefonds ist häufig unrealistisch.

Denn im Gegensatz zu reinen Arbitragefonds verdient der Backend-Hedgefonds nicht nur an der Übernahme, sondern auch gerade an den nachfolgenden Strukturmaßnahmen, insbesondere an der Zinsarbitrage im Zusammenhang mit einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (BGAV). Hedgefonds befinden sich im sogenannten Prisoner's Dilemma: Sie wollen zwar den Erfolg des Angebots, möchten ihre Aktien aber in möglichst großem Umfang behalten. Der Bieter kann dieses spieltheoretische Problem durch bestimmte Gegenmaßnahmen reduzieren, beispielsweise durch eine aktive Kommunikation mit der Hedgefonds-Szene oder der Einschaltung spezieller Hedgefonds-Berater.

Der Erfolg dieser Gegenmaßnahmen setzt jedoch voraus, dass die Interessen zwischen Hedgefonds und Übernehmer überhaupt gleich gerichtet sind. Wenn der Hedgefonds daher der Erfolg der Übernahme kein Geld verdienen kann, weil er sämtliche seiner Aktien in das Angebot einliefern muss, ist dieser Interessensgleichlauf nicht mehr gesichert, und der Hedgefonds wird versuchen durch verschiedene, komplexe Sicherungsgeschäfte sein Ausfallrisiko zu reduzieren. Diese Maßnahmen machen das Angebot zur Zitterpartie.

Die Wahl der Mindestannahmeschwelle hängt auch stark davon ab, ob der Investor tatsächlich darauf angewiesen ist, unmittelbar nach Abschluss der Übernahme einen BGAV mit der Zielgesellschaft abzuschließen. Bei einem strategischen Übernehmer ist der Abschluss eines BGAV erforderlich, damit die Synergien zwischen der Bietergruppe und der Zielgesellschaft gehoben werden können. Bei einem Finanzinvestor steht dieser Gesichtspunkt nicht im Vordergrund. Allerdings bietet der Abschluss eines BGAV dem Investor ein ganz erhebliches Optimierungspotenzial für seine Eigenkapitalrendite, weil er durch das Konzept der jährlichen Ausgleichszahlungen an die Minderheitsaktionäre als Gegenleistung für die Abschöpfung von 100% des Gewinns, den Gesamtleverage auf sein Investment erhöhen kann.

Für den Abschluss eines BGAV benötigt der Bieter allerdings mindestens 75% der abgegebenen Stimmen in der Hauptversammlung. In der Regel lässt sich der BGAV zwar mit weniger als 75% Aktienbesitz erfolgreich beschließen, zumal auch die Hedgefonds an dem Abschluss interessiert sind. Das kann im Übrigen eine sehr attraktive Konstellation sein, weil der Sponsor weniger Eigenkapital zur Verfügung stellen muss und trotzdem die volle operative und finanzielle Kontrolle über die Zielgesellschaft erhält. Bei Annahmeschwellen von unter 70% verbleiben aber gewisse Unsicherheiten, ob es zeitnah zum Abschluss des BGAV kommt. Das muss der Sponsor in seinem Investmentmodell berücksichtigen.

Verschiedene Wege zum Ziel

Der Knackpunkt für die jeweilige Transaktionsstruktur sind jedoch letztlich die Finanzierungsbedingungen. Denn der BGAV erlaubt für Finanzierungszwecke den Zugriff auf die Vermögensgegenstände des Zielunternehmens und reduziert daher die Finanzierungskosten. Eine niedrige Mindestannahmeschwelle von beispielsweise 50% ist daher für einen Sponsor nur ein gangbarer Weg, wenn die Bedingungen der Fremdfinanzierung bei dieser Schwelle attraktiv genug sind. Das hängt davon ab, ob das Zielunternehmen eine stabile Geschäftsentwicklung, frei verfügbaren Cash-flow und Superdividen-denpotenzial aufweist, so dass eine Finanzierung auf der Ebene des Bieters auch zunächst ohne BGAV finanziert werden kann. Bei manchen Zielunternehmen ist das der Fall, bei anderen nicht.

Für Finanzinvestoren führen deshalb verschiedene Wege zum Ziel. Die optimale Strukturierung der Transaktion hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab, zum Beispiel der Aktionärsstruktur, dem Verhalten von Hedgefonds, der Stabilität des Cash-flows und dem Finanzierungsumfeld. Es gibt keine „One size fits all“-Übernahmestrategie. Unabhängig davon besteht kein Zweifel, dass die nächste öffentliche Übernahme durch Private Equity vor der Tür steht. Die Aufholjagd von P2P-Transaktionen durch Finanzinvestoren in Deutschland hat gerade erst begonnen.



Von
**Dr. Benjamin
Leyendecker**

Partner der Sozietät
Kirkland & Ellis in
München, spezialisiert
auf Private-Equity- und
M&A-Transaktionen