

Prof. Dr. Christian Aders, München / Renata Lavrova, M.Sc., Leipzig / Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, Leipzig

Taking Private in Deutschland: Total Cost of Acquisition (TCA)

Prof. Dr. Christian Aders ist Vorstandsvorsitzender der ValueTrust Financial Advisors SE, München. **Renata Lavrova, M.Sc.**, ist wiss. Assistentin am Lehrstuhl Finanzmanagement und Banken an der HHL Leipzig Graduate School of Management. **Prof. Dr. Bernhard Schwetzler** ist Leiter des CCT Center for Corporate Transactions und des Lehrstuhls Finanzmanagement und Banken an der HHL Leipzig Graduate School of Management.

Kontakt: autor@cf-fachportal.de

Der rechtliche Schutz von Minderheitsaktionären ist in Deutschland besonders stark ausgeprägt. Das macht die Erlangung der vollständigen Kontrolle über die Zielgesellschaft im Rahmen eines Übernahmeangebotes zu einem langwierigen, komplexen und oft auch teuren Unterfangen. In diesem Beitrag werden für einen proprietären Datensatz deutscher Übernahmen die gesamten Kosten einer Übernahme vom Übernahmeangebot selbst über die verschiedenen Strukturmaßnahmen und den damit verbundenen Abfindungsangeboten bis hin zu deren gerichtlichen Überprüfung und ggf. Anpassung im Spruchverfahren als „Total Cost of Acquisition“ (TCA) ermittelt. Sie betragen, gemessen als Prämie auf den VWAP des Übernahmeangebotes für alle Angebote durchschn. 39,5%, für Kontrollerwerbe 49,1% und für Angebote aus einer Mehrheitsposition 29,3%. In allen Fällen sind die Kosten der im Zuge der Strukturmaßnahmen erworbenen Anteile pro Aktie deutlich höher als das Übernahmeangebot.

I. „Taking Private“ in Deutschland

1. Einleitung

„Taking Private“ (bzw. „Going Private“ aus Sicht der Zielgesellschaft) bezeichnet eine Transaktion (oder mehrere Transaktionen), bei der eine börsennotierte AG in privates Eigentum ohne Listing an einer Börse überführt wird. Als Erwerber treten hier häufig Private Equity (PE)-geführte Fonds auf; sie streben regelmäßig die vollständige Eigentümerschaft mit einer Anteilsquote von 100% durch den Kauf sämtlicher ausstehender Anteile an. Der Weg bis zur Erlangung der vollständigen Kontrolle über das Zielunternehmen und einer vollständigen Eigentümerschaft wird in Deutschland von einer Vielzahl rechtlicher Regelungen beeinflusst:

- Das WpÜG bildet den rechtlichen Rahmen für Übernahmen in Deutschland; dort sind die Voraussetzungen für die Abgabe eines Übernahmeangebotes, der zeitliche Ablauf und die Pflichten der beteiligten Parteien geregelt.
- Zusätzlich sind im Aktienrecht gesetzliche Bedingungen fixiert, unter denen die Ausübung der direkten Kontrolle durch einen Mehrheitsaktionär über den Abschluss eines Gewinnabführungs-/Beherrschungsvertrags möglich ist. Als Entschädigung für den Verlust der Einflussmöglichkeiten ist den Minderheitsaktionären der Erwerb der Anteile gegen eine Abfindung (§ 305 AktG) und alternativ eine Garantiedividende (§ 304 AktG) anzubieten.

- Unter bestimmten Voraussetzungen besteht die Möglichkeit, Minderheitsaktionäre im Rahmen eines Squeeze-out gegen Zahlung einer Abfindung ganz aus der Gesellschaft auszuschließen (§§ 327a AktG bzw. § 62 UmwG).
- Im Zuge einer Verschmelzung wird das Vermögen eines Rechtsträgers – hier: der Zielgesellschaft – auf einen anderen Rechtsträger übertragen. Da der übertragende Rechtsträger erlischt, haben die verbleibenden Minderheitsgesellschafter einen Anspruch auf einen Ausgleich in Form von Anteilen der aufnehmenden Gesellschaft oder einer Barabfindung.

Die unterschiedlichen rechtlichen Regelungen haben zu einer Vielzahl von Maßnahmen und Strategien geführt, mit denen Käufer von börsennotierten Unternehmen versuchen, die vollständige Eigentümerschaft zu erlangen. Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich mit der Frage, welche Strategien wie häufig zum Einsatz gelangen, wie lange der Prozess bis zur Erlangung der 100%igen Eigentümerschaft dauert und welche zusätzlichen Kosten diese Erlangung für den Bieter bzw. Käufer insgesamt als sog. Total Cost of Acquisition (TCA) verursacht. Weitergehend wird untersucht, ob signifikante Kostenunterschiede zwischen den verschiedenen angewendeten Bieter-Strategien bestehen.¹

2. Rechtliche Rahmenbedingungen für die Erlangung der vollständigen Eigentümerschaft in Deutschland

Die im Rahmen eines „Taking Private“-Prozesses durchzuführenden Maßnahmen des Erwerbers zur Erlangung der 100%igen Eigentümerschaft unterliegen jew. spezifischen Regelungen des WpÜG, der WpÜGAngebV, des AktG und des UmwG.

a) Regelungen zum Übernahmeangebot

Der Erwerb von Anteilen durch ein Übernahmeangebot kann durch ein freiwilliges Übernahmeangebot nach § 10 WpÜG erfolgen. Sofern ein Erwerber nach § 29 WpÜG die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erwirbt, ist er nach § 35 Abs. 2 WpÜG zur Abgabe eines Übernahmeangebots verpflichtet (sog. Pflichtangebot). Maßgeblich für die Erlangung der Kontrolle über eine Zielgesellschaft ist grundsätzlich der Erwerb von mehr als 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft. Die angebotene Gegenleistung muss bei beiden Arten von Übernahmeangeboten nach § 31 WpÜG i.V.m. § 3 WpÜGAngebV angemessen sein. Sie muss gem. § 4 WpÜG mindestens dem höchsten Vorerwerbspreis des Bieters in den letzten sechs Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage entsprechen. Zudem bildet der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs (VWAP) während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots die Untergrenze der angemessenen Gegenleistung.

¹ Vgl. Aders/Kaltenbrunner/Schwetzler, CF 2016 S. 53 ff. Aders/Kaltenbrunner/Schwetzler, MAR 2016 S. 325 ff. Die jener Studie zugrundeliegende Datenbasis wurde in der Zwischenzeit erheblich ausgebaut und erweitert; sie ist die Grundlage für diese Untersuchung.

b) Regelungen zum „Endgame“

Die Zeitspanne zwischen der Beendigung des Übernahmeangebotes durch Ablauf der Annahmefrist und dem rechtswirksamen Ausschluss einer ggf. noch verbleibenden Minderheit wird als „Endgame“ bezeichnet. Hier ist ein zentraler Schritt zur Erweiterung der Einflussmöglichkeiten des Bieters hin zur Erlangung der vollständigen Eigentümerschaft der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (BGAV) gem. § 291 AktG zwischen dem Erwerber (als nunmehr Mehrheitsaktionär) und der Zielgesellschaft. Dieser bietet die rechtliche 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 gem. § 293 AktG auf einer Hauptversammlung einer Stimmenmehrheit von mindestens drei Viertel des vertretenen Grundkapitals. Den Minderheitsaktionären ist ein angemessener wiederkehrender Ausgleich nach § 304 AktG (sog. Garantiedividende) anzubieten und alternativ nach § 305 AktG die Möglichkeit zu gewähren, gegen Zahlung einer angemessenen Abfindung ihre Aktien an den Mehrheitsaktionär zu übertragen. Nach dem DAT/Altana-Beschluss des BVerfG gilt für die Bemessung der Abfindung ein „Meistbegünstigungsgebot“:² Zum einen hat die Abfindungszahlung den „wahren“ Wert des Anteilseigentums widerzuspiegeln; dieser ist im Zuge einer Unternehmensbewertung zu ermitteln. Darüber hinaus ist der ausscheidende Aktionär mindestens zum Börsenkurs abzufinden. Die anzubietende Abfindung entspricht somit faktisch dem höheren der beiden Beträge.³ Analog zu Übernahmeangeboten bestimmt der Dreimonatsdurchschnittskurs (VWAP) die Untergrenze der Angemessenheit des Ausgleichs und der Abfindung.

In Bezug auf den vollständigen Ausschluss verbleibender Minderheitsaktionäre existieren unterschiedliche Vorgehensweisen: Der **aktienrechtliche Squeeze-out** nach § 327a AktG kann durch die Hauptversammlung auf Verlangen des Mehrheitsaktionärs, der mindestens 95% des Grundkapitals an der Zielgesellschaft hält, beschlossen werden. Für die Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre an den Mehrheitsaktionär hat dieser eine angemessene Barabfindung nach § 327b AktG zu gewähren. Der **verschmelzungsrechtliche Squeeze-out** ist in § 62 UmwG geregelt. 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. Für beide Formen des Squeeze-outs ist eine angemessene Abfindung festzulegen, zu erläutern und durch einen gerichtlich bestellten Sachverständigen zu prüfen. Auch für die beiden genannten Squeeze-out-Formen gilt das o.a. Meistbegünstigungsgebot: Die zu gewährende Abfindung ist auch hier der höhere Betrag aus einem per Gutachten ermittelten Unternehmenswert und dem durchschnittlichen Börsenkurs (VWAP).

Eine weitere Strukturmaßnahme ist nach § 2 UmwG die **Verschmelzung**; dort wird Vermögen eines Rechtsträgers entweder auf einen bereits bestehenden Rechtsträger oder auf einen neu zu gründenden Rechtsträger übertragen. Den Aktionären des abgebenden Rechtsträgers werden i.d.R. Anteile an der aufnehmenden oder neu gegründeten Gesellschaft und in besonderen Fällen verpflichtend eine Barabfindung als Alternative gewährt.⁴

In allen genannten Strukturmaßnahmen (BGAV, aktienrechtlicher und umwandlungsrechtlicher Squeeze-out und Verschmelzung) steht den betroffenen Minderheitsaktionären die gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit der gebotenen Abfindung im Rahmen eines Spruchverfahrens offen.

Schließlich ergibt sich die Möglichkeit eines Anteilserwerbs aus der Durchführung eines **Delistings**, d.h. der Einstellung des Handels der Aktie an einem Börsenplatz. Nach § 39 BörsG ist den Aktionären bei Durchführung eines Delistings ein Pflichtangebot nach den Regeln des WpÜG zu unterbreiten, dessen Höhe sich primär an dem sechsmonatigen Durchschnittsbörsenkurs vor Ankündigung des Delistings orientiert. Eine gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit des Pflichtangebots im Rahmen eines Spruchverfahrens auf Antrag der Aktionäre ist nicht vorgesehen.

Der **übernahmerechtliche Squeeze-out** ist eng an den Erfolg eines freiwilligen Übernahmeangebotes oder eines Pflichtangebotes 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 dem vorangegangenen Übernahmeangebot 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 WpÜG als angemessen. Hier besteht keine Möglichkeit für die Minderheitsaktionäre, ein Spruchverfahren in Gang zu setzen. Der übernahmerechtliche Squeeze-out bedarf keiner Zustimmung der Hauptversammlung, sondern erfolgt per Beschluss des LG Frankfurt/M.

Schließlich besteht für den Käufer des Unternehmens bzw. den Mehrheits-Aktionär immer die Möglichkeit, weitere Anteile der Zielgesellschaft an der Börse oder außerbörslich zu erwerben und so seinen Anteil am Eigenkapital der zu erwerbenden Gesellschaft weiter zu erhöhen.

Aufgrund der zahlreichen möglichen Kombinationen von rechtlichen Maßnahmen ist die gesamte Übernahmestrategie auf die individuellen Zielsetzungen und Interessenlagen des Bieters zuzuschneiden. Zur zeitlichen Gestaltung des gesamten Übernahmeprozesses sind zusätzlich die Nacherwerbsfristen nach § 31 Abs. 4 ff. WpÜG zu beachten. Erwirbt der Bieter innerhalb einer Frist von einem Jahr außerbörslich weitere Anteile zu einem höheren Preis als der in einem Übernahmeangebot gebotenen Gegenleistung, erhöht sich dieses jew. für alle Aktionäre auf den im Rahmen des Nacherwerbs gezahlten Preis.

² BVerfG vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, DB 1999 S. 1693 = ZIP 1999 S. 1436 = DStR 1999 S. 694.

³ Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten AG, 2007 München S. 27 ff., S. 329 f.

⁴ Die Verschmelzung als Strukturmaßnahme hat in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung verloren und ist weitgehend durch den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out verdrängt worden. In dem Datensatz der Verf. datiert die letzte durchgeführte Verschmelzung aus dem Jahr 2013.

Abb. 1: „Taking Private“-Strategien

Strukturmaßnahmen nach dem Übernahmeangebot		Häufigkeit	Abgeschlossene Übernahme (inkl. Spruchverfahren)
1	AktG Squeeze-out	57	35
2	UmwG Squeeze-out	21	10
3	Verschmelzung	4	4
4	WpÜG Squeeze-out	1	1
5	1. WpÜG Squeeze-out	3	3
	▶ 2. BGAV		
6	BGAV	5	5
	= AktG Squeeze-out		
7	1. BGAV	14	11
	▶ 2. AktG Squeeze-out		
8	1. BGAV	3	2
	▶ 2. Verschmelzung		
9	1. BGAV	1	0
	▶ 2. UmwG Squeeze-out		
10	1. BGAV	3	3
	= 1. Delisting ^{a)}		
11	1. BGAV	2	2
	▶ 2. Delisting		
12	1. Delisting*	1	1
	▶ 2. AktG Squeeze-out		
13	1. Delisting*	1	0
	▶ 2. UmwG Squeeze-out		
14	1. Delisting*	1	0
	▶ 2. BGAV		
15	1. Delisting	5	2
	▶ 2. AktG Squeeze-out		
16	1. Delisting	2	1
	▶ 2. UmwG Squeeze-out		
17	1. Delisting	1	1
	▶ 2. WpÜG Squeeze-out		

^{a)} Delisting mit einem Angebot an die Aktionäre

II. Die Datenbasis

In diesem Beitrag sollen die gesamten Kosten eines Taking Private vom Übernahmeangebot nach dem WpÜG über alle Strukturmaßnahmen bis hin zur vollständigen 100%igen Eigentümerschaft des Käufers empirisch ermittelt werden. Die durchgeführte Studie basiert auf einer proprietären Datenbasis der Handelshochschule Leipzig (HHL) und ValueTrust Financial Advisors SE, die alle nach WpÜG veröffentlichten Übernahmeangebote seit dem 01.01.2005 sowie alle ggf. anschließend durchgeführten Strukturmaßnahmen enthält. Auf diese Weise können die gesamte Dauer des Prozesses bis zur Erlangung der 100%igen Eigentümerschaft und die gesamten Kosten bis dorthin ermittelt werden.

Die Datenbasis wird jährlich aktualisiert und durch neue Übernahmeangebote, Strukturmaßnahmen und abgeschlossene Spruchverfahren ergänzt. Insgesamt umfassen die Daten aktuell Informationen zu 391 Übernahmeverfahren, darunter Angebots-/ Abfindungsprämien, entsprechende Stellungnahmen nach § 27 WpÜG, ggf. eingeholte Fairness Opinions, Kapitalmarktreaktionen sowie die Veränderungen der Eigentümerstruktur der Zielgesellschaft. Im Nachgang zum Übernahmeangebot wurden in 177 dieser Fälle insgesamt 221 Beschlüsse bezüglich Strukturmaßnahmen getroffen. Bei insgesamt 169 Strukturmaßnahmen leiteten die Minderheitsaktionäre ein Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung und/oder des Ausgleichs ein, von denen 109 zum 31.12.2019 rechtskräftig abgeschlossen wurden. Die verbleibenden 60 Spruchverfahren sind noch bei dem jew. zuständigen Gericht anhängig.

Von den in den Jahren 2005–2019 veröffentlichten Übernahmeangeboten erlangten schließlich 127 Bieter über den vollständigen Ausschluss der nach dem Angebot verbleibenden Minderheitsaktionäre die vollständige Eigentümerschaft an der Zielgesellschaft. Der Datensatz enthält zahlreiche unterschiedliche Abfolgen von Maßnahmen/Aktionen zur Erlangung der

vollständigen Eigentümerschaft: Es gibt in der Stichprobe 17 verschiedene „Pfade“ der Umsetzung der „Taking Private“-Strategien. Abb. 1 zeigt die Häufigkeit dieser Pfade und die Anzahl der abgeschlossenen Übernahmeverfahren (einschließlich des Abschlusses des ggf. zugehörigen Spruchverfahrens).⁵ In den meisten abgeschlossenen Fällen kam es nach dem Ende der Annahmefrist für das Übernahmeangebot zu einem aktienrechtlichen Squeeze-out ohne eine weitere vorhergehende Strukturmaßnahme. In 32 abgeschlossenen Übernahmeverfahren war der Abschluss eines BGAV Bestandteil der gewählten „Taking Private“-Strategie. Der übernahmerechtliche Squeeze-out und die Verschmelzung wurden in der „Taking Private“-Praxis nur selten umgesetzt. Die Stichprobe, die als Grundlage für die Analyse der gesamten Kosten dient, enthält 80 abgeschlossene „Taking Private“-Verfahren,⁶ von denen in 72 Fällen alle für die Berechnung der gesamten Kosten von der Übernahme bis zum Squeeze-out erforderlichen Daten vorliegen.

In 26 der inkl. Spruchverfahren abgeschlossenen Fälle war der Abschluss eines BGAV Bestandteil der Endgame-Strategie. Für die ganz überwiegende Mehrheit der Fälle besteht der letzte Schritt des Taking Private⁷ aus dem aktienrechtlichen Squeeze-out: 59 von 81 Endgames (72,8%) endeten auf diese Weise. In insgesamt elf Fällen (13,6%) war der Squeeze-out nach UmwG, in sechs Fällen (7,4%) die Verschmelzung und in fünf Fällen (6,17%) der WpÜG Squeeze-out der letzte Schritt.⁸

5 Das Gleichheitszeichen (=) zeigt an, dass die Maßnahmen gleichzeitig beschlossen wurden; das Pfeilsymbol (>) zeigt die Reihenfolge der Maßnahmen.

6 Ein abgeschlossenes Übernahmeverfahren betraf nur Vorzugsaktien und ist daher von der Analyse ausgeschlossen.

7 Im Fall eines durchgeführten Delisting wird die betreffende Zielgesellschaft und ihre Aktie über alle weiteren Strukturmaßnahmen bis hin zum endgültigen Squeeze-out erfasst.

8 Die drei Fälle, in denen nach einem WpÜG Squeeze-out noch ein BGAV mit dem Mehrheitsaktionär abgeschlossen wurde, resultierten aus dem Versuch der Minderheitsaktionäre, den Squeeze-out Beschluss anzufechten. Der Mehrheitsgesellschafter hatte daraufhin vorsorglich noch einen zusätzlichen BGAV abgeschlossen.

III. Der Erwerb von Anteilen der Zielgesellschaft durch den Bieter und dessen Kosten

1. Phase 1: Die Kosten des Übernahmeangebotes

Der erste Schritt des „Taking Private“ ist ein Übernahmeangebot des Bieters an die Aktionäre der Zielgesellschaft. Die gesamten Kosten des Erwerbs sind hier empirisch einfach zu messen: sie bestehen aus dem gebotenen Preis multipliziert mit der Anzahl der bis zum Ablauf der Angebotsfrist durch die Aktionäre der Zielgesellschaft angedienten Aktien. Für diese Studie sind die zusätzlichen, über den Börsenkurs hinausgehenden Kosten des Erwerbs interessant; sie lassen sich durch die Multiplikation der Prämie auf den Börsenkurs mit der Anzahl der erworbenen Aktien berechnen. Die angebotene Prämie spielt hier eine doppelte Rolle: Sie legt zum einen die gesamten Kosten durch die Multiplikation mit der Zahl der durch das Angebot angedienten Aktien die gesamten zusätzlichen Kosten fest. Zum anderen hängen der Erfolg eines Übernahmeangebotes und die Anzahl der angedienten Aktien entscheidend von der Höhe der gebotenen Prämie ab. Für unsere Berechnungen definieren wir die Angebotsprämie als den Aufschlag des Angebotspreises auf den volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots (VWAP). Der VWAP bildet gem. § 31 WpÜG die Untergrenze der angemessenen Gegenleistung.

2. Phase 2: Die Kosten des „Endgames“-aktien- und umwandlungsrechtliche Strukturmaßnahmen

Zur Erreichung der angestrebten Anteilsquote von 100% stehen dem Bieter nach Beendigung der Annahmefrist des Übernahmeangebotes verschiedene Maßnahmen offen, um weitere Anteile an der Zielgesellschaft zu erwerben und seinen Anteil an der Zielgesellschaft weiter zu erhöhen:

- 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.⁹
- 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 (Abschluss eines BGAV i.V.m. § 305 AktG, aktienrechtlicher Squeeze-out nach § 327a AktG, verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out nach § 62 UmwG). Akzeptieren im Fall eines BGAV die Minderheitsgesellschafter das Abfindungsangebot und dienen ihre Aktien dem Mehrheitsgesellschafter an, dann ergeben sich die Kosten des damit verbundenen Erwerbs zunächst in Höhe des gebotenen 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 Einzuges der verbleibenden Anteile.

⁹ Prinzipiell ist auch ein weiterer Erwerb von Anteilen außerhalb der Börse möglich. Hier ist allerdings die o.a. Einschränkung durch § 31 Abs. 5 WpÜG zu beachten.

In beiden Fällen (BGAV, Squeeze-out) können die Minderheitsaktionäre die angebotene Abfindung im Zuge eines Spruchverfahrens gerichtlich überprüfen lassen. Kommt es dabei zu einer gerichtlichen Erhöhung der Abfindung, so ist diese in beiden Fällen bis zum Tag der Beendigung des Spruchverfahrens aufzuzinsen.¹⁰ Die zweite Komponente der Erwerbskosten für die im Zuge eines BGAV bzw. Squeeze-out angedienten Aktien ist somit der Wert der ggf. am Ende des Spruchverfahrens zu leistenden, aufgezinsten Nachbesserung.

- Der Erwerb junger Aktien über eine Kapitalerhöhung:* Neben dem Kauf und der Andienung von Anteilen sind Veränderungen der Anteilsquote auch über Kapitalmaßnahmen möglich. Der Mehrheitsaktionär kann über die Durchführung einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Minderheitsaktionäre seinen Anteil am Grundkapital der AG erhöhen. Wir ermitteln die Kosten des Erwerbs von Anteilen über eine Kapitalerhöhung grundsätzlich durch die Multiplikation der Anzahl von ausgegebenen jungen Aktien mit dem Börsenkurs am Tag der Ausgabe. Auf diese Weise wird sowohl der entsprechende Mittelzufluss über die erhöhte Marktkapitalisierung und den Börsenkurs als auch die erhöhte Anzahl von Aktien berücksichtigt. Die entsprechenden Anteilsquoten werden anschließend auf die jew. geltende, angepasste Zahl von insgesamt ausstehenden Anteilen bezogen. Wenn der Ausgabekurs nahe dem aktuellen Börsenkurs liegt, ist der Wert des ausgeschlossenen Bezugsrechts nahe Null und die Durchführung der Kapitalerhöhung ist für alle (Minderheits- und Mehrheits-) Aktionäre vermögensneutral.^{11,12}
- In zwei Fällen gab es in der Stichprobe Veränderungen der ausstehenden Aktienanzahl über eine Kapitalherabsetzung durch Einzug zuvor erworbener eigener Aktien. In diesen Fällen wurde ebenfalls angenommen, dass der „Rückerwerb“ der Anteile zum jeweiligen Börsenkurs stattgefunden hat.

In einigen Fällen konnte die zur Berechnung der Kosten erforderliche Information bezüglich der gehaltenen Anteilsquote im Zeitpunkt der Durchführung bzw. Ankündigung einer Strukturmaßnahme nicht exakt ermittelt werden. Hier wurde wie folgt vorgegangen: Es wird generell unterstellt, dass die Anteilsquote bei Ankündigung einer Strukturmaßnahme der zeitlich letzten verfügbaren Anteilsquote im Datensatz entspricht, wenn diese über der erforderlichen Schwelle für die entsprechende Maßnahme liegt (z.B. 77% für den Beschluss eines BGAV, der eine Mehrheit von 75% in der HV erfordert).

¹⁰ 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 01.09.2009 betrug der Zinsanspruch 2 Prozentpunkte über dem Basiszinssatz.

¹¹ Vgl. Aders/Kaltenbrunner/Schwetzler, CF 2016 S. 58. Eine Voraussetzung für den Ausschluss des Bezugsrechts ist lt. § 186 Abs. 3 S. 4 AktG dass der Börsenkurs „nicht wesentlich“ unterschritten wird.

¹² Die Stichprobe enthält neben einigen kleineren Fällen einen großen und prominenten Fall einer zwischenzeitlichen Kapitalerhöhung: Die Hauptversammlung der HRE AG hat auf Betreiben des Finanzmarktstabilisierungsfonds als Mehrheitsaktionär am 02.06.2009 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. Die Besonderheit an diesem Fall bestand darin, dass der Ausgabepreis der jungen Aktien mit 3 € weit über dem aktuellen Börsenkurs der Aktie lag. Am 02.06.2009 betrug der Börsenkurs der HRE Aktie lt. Capital IQ 1,46 €. Da der Börsenkurs den Mittelzufluss wegen spekulativer Einflüsse nicht korrekt widerspiegelte, haben wir uns in diesem Fall dazu entschlossen, in Abweichung zum o.a. Vorgehen den höheren Ausgabekurs für die Ermittlung der TCA zu verwenden.

Liegt die letzte kommunizierte und erhältliche Anteilsquote unter der für diese Strukturmaßnahme erforderlichen Quote (z.B. 68% bei einem Beschluss eines BGAV), wird angenommen, dass der Bieter die bis zur erforderlichen Schwelle fehlenden Anteile an der Börse erworben hat (in diesem Fall $75\% - 68\% = 7\%$ der Anteile).

Zusätzlich bestanden in einigen Fällen auch bei einer beobachtbaren Entwicklung der Anteilsquote zwischen zwei Zeitpunkten theoretisch mehrere Wege, wie der Mehrheitsgesellschafter die zusätzlichen Anteile bis zur nächsten Schwelle erworben haben könnte. Es handelt sich dabei um Fälle, in denen der Erwerb der zusätzlichen Anteile entweder über die Andienung im Zusammenhang mit einem Abfindungsangebot nach § 305 AktG oder über den weiteren Erwerb der Anteile an der Börse möglich war. In diesem Fall wurden die TCA für beide Möglichkeiten getrennt ermittelt:

- Szenario I: Andienung im Zusammenhang mit § 305 AktG. Die zusätzlichen Anteile wurden im Rahmen der Annahme des Abfindungsangebotes nach § 305 AktG im Zusammenhang mit dem Abschluss des BGAV zunächst zum gebotenen Abfindungspreis erworben. Diese Anteile nehmen dann am entsprechenden Spruchverfahren teil und erzielen die damit ggf. verbundenen Nachzahlungen (inkl. Zinsen).
- Szenario II: 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.

Schließlich ist noch zu klären, wie die zeitliche Dauer des Verfahrens in die Ermittlung der TCA einzubeziehen ist. Im Regelfall liegen zwischen der Beendigung der Annahmefrist des Übernahmeangebotes und der Beendigung des zugehörigen Spruchverfahrens für den Squeeze-out mehrere Jahre. In dieser Studie werden die TCA als einfache Summe über alle Auszahlungen für den Erwerb der Anteile im Verhältnis zum VWAP ermittelt.¹³

IV. Die gesamten Kosten des „Taking Private“- Total Cost of Acquisition (TCA)

1. Ein Beispiel

Die Berechnungsweise der TCA soll anhand eines theoretischen Beispiels verdeutlicht werden.¹⁴ Der Bieter hat im Zeitpunkt der Abgabe des Übernahmeangebotes eine Anteilsquote von 15% der Aktien (Toehold); der relevante Drei-Monats-Durchschnittkurs (VWAP) für das Angebot beträgt 100 €.

Phase 1: Übernahmeangebot

Der Bieter macht ein Erwerbsangebot i.H.v. 125 € p.A.; die Prämie auf den VWAP beträgt somit 25%. Zum Ablauf der Annahmefrist sind 50% der gesamten Aktien von den Aktionären der Zielgesellschaft angedient worden. Die Erfolgsquote des Angebotes, gemessen in Prozent der im Angebotszeitpunkt noch nicht im Besitz des Bieters befindlichen Aktien, beträgt somit $\frac{50\%}{1 - 15\%} = 58,82\%$.

¹³ Eine Abzinsung der Zahlungen auf den Zeitpunkt der Angebotsveröffentlichung schien uns wegen des positiven Effekts der Verfahrensdauer auf die Höhe der Kosten nicht sinnvoll.

¹⁴ Aders/Kaltenbrunner/Schwetzer, MAR 2016 zeigen die Berechnung anhand eines konkreten Beispiels aus der Datenbasis, S. 329 ff.

Phase 2: Endgame

a) Nach Beendigung der Annahmefrist hält der Bieter $15\% + 50\% = 65\%$ der Anteile. Um die erforderliche Zustimmungsschwelle zum Abschluss von 75% des angestrebten BGAV zu erreichen, erwirbt er weitere 10% der Anteile an der Börse zu einem Durchschnittspreis von 137 €.

b) Nach Erreichen einer 75%-Anteilsquote schließt der Mehrheitsgesellschafter einen Gewinnabführungsvertrag mit der Gesellschaft ab. Die Gesellschaft macht den Minderheitsaktionären nach § 305 AktG ein Abfindungsangebot i.H.v. 140 €; dieses Angebot erfüllt die rechtlichen Anforderungen an eine angemessene Abfindung. 5% der Anteile werden im Zusammenhang mit dem Angebot angedient; im Zuge des angestrebten Spruchverfahrens wird die Abfindung vom angerufenen Gericht nochmals um 2 € pro Aktie auf insgesamt 142 € erhöht.¹⁵

c) Nach dem Abschluss des BGAV erwirbt der Bieter weitere 15% der Anteile über die Börse zu einem durchschnittlichen Kaufpreis von 150 € p.A. und erreicht damit die für einen aktienrechtlichen Squeeze-out nach § 327a AktG erforderliche Anteilsschwelle von 95%. Die den noch verbliebenen Minderheitsaktionären angebotene (wiederum angemessene) Abfindung beträgt 152 €; sie wird im Zuge des angestrebten Spruchverfahrens auf 155 € p.A. erhöht.¹⁶

Tab. 1 veranschaulicht die Ermittlung der Total Cost of Acquisition (TCA).

Die gesamte gewichtete Prämie auf den VWAP als zusätzliche Kosten der kompletten Übernahme beträgt 33,59%. Die VWAP-Prämie als TCA-Kosten der Phase 1 beläuft sich auf 25%; für die Endgame-Phase 2 beträgt die durchschnittliche Prämie auf den VWAP 45,86%. Der volumengewichtete Durchschnitt über beide Phasen ergibt die gesamten TCA: $0,5882 \times 25\% + (1 - 0,5882) \times 45,86\% = 33,59\%$. Das heißt, die gesamten TCA resultieren aus der Summe der Angebotskomponente ($0,5882 \times 25\%$) und der Endgame-Komponente ($0,4118 \times 45,86\%$). Der Anteil der Angebots-Prämie an den TCA beträgt $\frac{14,71\%}{33,59\%} = 43,8\%$, derjenige der Endgame-Kosten

$$13,0\% + 7,4\% + 26,3\% + 9,6\% = \frac{(1 - 0,5882) \times 45,86\%}{33,59\%} = 56,2\%.$$

Im Beispiel sind die Kosten pro erworbenen Anteil in der Endgame-Phase um $45,86\% - 25\% = 20,86\%$ höher als der Angebotspreis. Volumengewichtet beträgt die zusätzliche Prämie auf den Angebotspreis $0,4118(45,86\% - 25\%) = 8,59\%$, als absoluter Betrag 8,59 € pro insgesamt erworbener Aktie. Der Anteil der zusätzlichen, über den Angebotspreis hinausgehenden Endgame-Kosten an den gesamten TCA ist $\frac{8,59\%}{33,59\%} = 25,57\%$.

2. Empirische Ergebnisse – die Total Cost of Acquisition

a) **Phase 1: Kosten des Übernahmeangebotes – die Angebots-Prämie**
Für die gesamte Anzahl der Übernahmeangebote in der Stichprobe sind die über den Mindestpreis VWAP hinaus angebotenen Prämien recht moderat: Die durchschnittliche Angebotsprämie seit 2005 beträgt 18,1%. In der Stichprobe der 80 endgültig mit einem Squeeze-out final abgeschlossenen „Taking Private“-Verfahren ist die durchschnittliche Prämie mit 30,4% auf den VWAP deutlich höher. Für die hier betrachteten abgeschlossenen Übernahmen in der Stichprobe

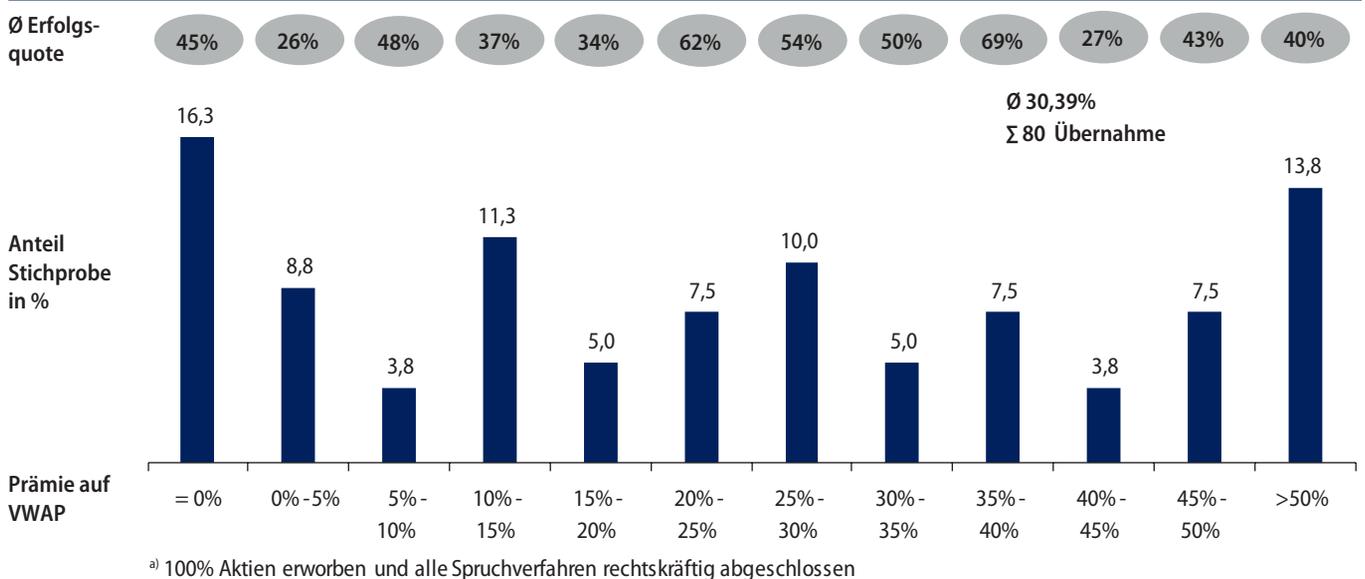
¹⁵ Dieser Betrag enthält bereits die erforderliche Verzinsung der Erhöhung.

¹⁶ Dieser Betrag enthält bereits die erforderliche Verzinsung der Erhöhung.

Tab. 1: Ermittlung der Total Cost of Acquisition

	Angebot	Endgame					Total
		Börse	BGAV	Börse	Squeeze-out	Total Endgame	
(1) Erworbener Anteil	50%	10%	5%	15%	5%	35%	85%
(2) Gewicht des erworbenen Anteils im Übernahmepaket	58,82%	11,76%	5,88%	17,65%	5,88%	41,18%	100,00%
(3) Preis pro Aktie	125,00 €	137,00 €	142,00 €	150,00 €	155,00 €	145,86 €	133,59 €
(4) Durchschnittliche Prämie auf den VWAP (Erwerbskosten)	25,00%	37,00%	42,00%	50,00%	55,00%	45,86%	33,59%
(5) Total Cost of Acquisition (TCA)							33,59%
(6) TCA in Komponenten = (2)×(4)	14,71%	4,35%	2,47%	8,82%	3,24%	18,88%	33,59%
(7) Anteil an TCA = (6)/TCA	43,78%	12,96%	7,36%	26,27%	9,63%	56,22%	100,00%
(8) Zusätzliche Prämie auf das Angebot anteilig = ((4)-25%)×(2)		1,41%	1,00%	4,41%	1,76%	8,59%	
(9) Anteil an TCA = (8) / TCA		4,20%	2,98%	13,13%	5,25%	25,57%	

Abb. 2: Angebotsprämien der abgeschlossenen Übernahmen



ist die Verteilung der Angebotsprämie in Abb. 2 dargestellt. In 13,8% der Fälle überstieg die Angebotsprämie 50%; 16,3% der Erwerber boten gar keine Prämie über den festgelegten Mindestangebotspreis hinaus an.¹⁷

Die durchschnittliche Erfolgsquote¹⁸ für alle Übernahmeangebote in der Datenbank (einschließlich der noch nicht abgeschlossenen „Taking Private“-Fälle) liegt bei 31,3%. Dagegen liegt die Erfolgsquote der Angebote mit abgeschlossenen Squeeze-out in der Stichprobe im Durchschnitt bei 44,7%. Die obere Zeile von Abb. 2 zeigt die Erfolgsquoten über Prämienintervalle in dieser Stichprobe von 80 Fällen. Die Verteilung der Erfolgsquote bestätigt die Vermutung, dass die Höhe der gebotenen Prämie einen positiven Einfluss auf die Erfolgsquote aufweist. Sie macht allerdings auch deutlich, dass die gebotene Angebotsprämie nicht der einzig entscheidende Faktor für den

Erfolg einer Übernahme ist. Der Anteilsbesitz des Bieters bei Abgabe des Angebotes (Toehold) und die Eigentümerstruktur des Zielunternehmens haben ebenfalls erheblichen Einfluss auf die Erfolgsquote des Angebotes.¹⁹

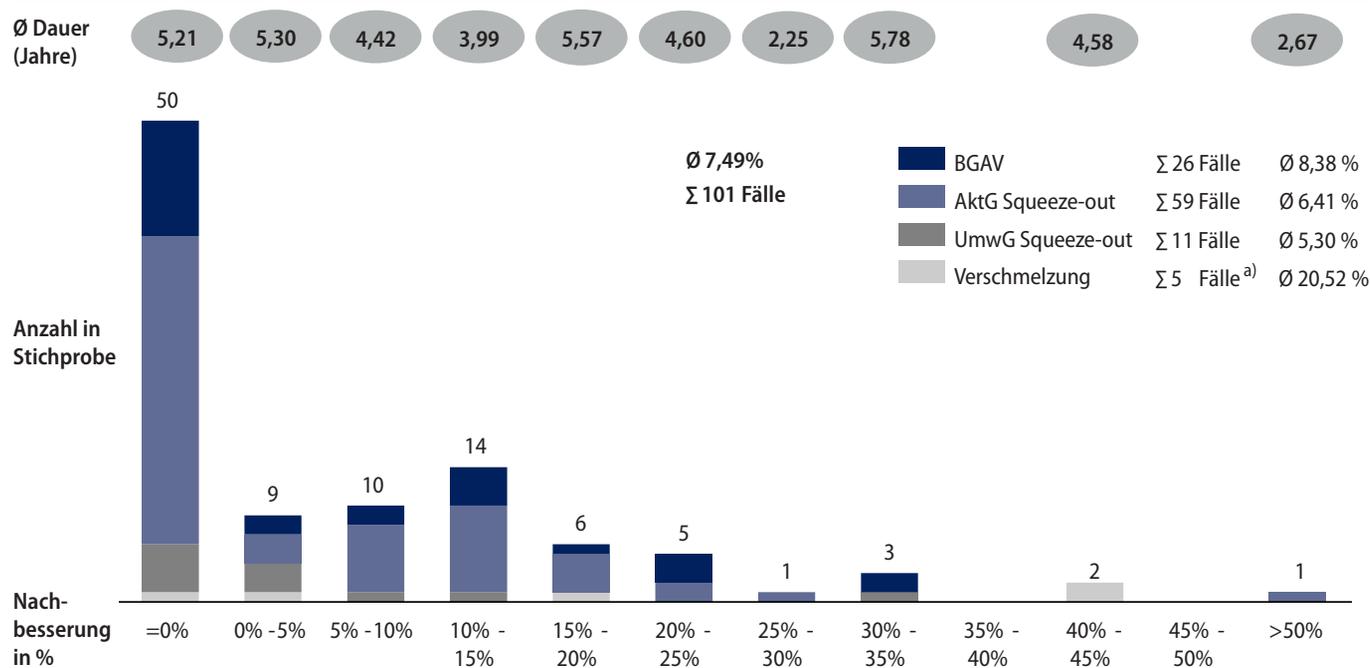
b) Phase 2: Die Kosten des Endgames

Von besonderem Interesse sind hier die zusätzlichen Kosten und Prämien, die im Zusammenhang mit den erforderlichen Strukturmaßnahmen entstehen. Die Tab. 2 zeigt die Prämien, die a) bei den entsprechend erforderlichen Abfindungsangeboten auf den jew. zum Stichtag der Maßnahme geltenden gewichteten Durchschnittspreis (VWAP) und b) auf den nach der Rspr. gebotenen Mindestpreis angeboten wurden. Die dritte Spalte in Tab. 2²⁰ zeigt die durchschnittlichen Prämien des Abfindungsangebotes auf den Börsenkurs (VWAP); sie liegen über alle Maßnahmen bei 9,86%. Der höchste Wert liegt hier beim aktienrechtlichen Squeeze-out mit 11,53%

17 Übernahmeangebote mit einer VWAP Prämie von Null treten im Rahmen von Pflichtangeboten (nach § 35 Abs. 2 WpÜG) und/oder bei zwischenzeitlichen Kursrückgängen der Aktie der Zielgesellschaft auf.
 18 Die Erfolgsquote ist definiert als die Anzahl der vom Bieter während der Annahmefrist erworbenen Aktien geteilt durch die Anzahl der Aktien, die zum Zeitpunkt der Angebotsunterbreitung nicht unter der Kontrolle des Bieters stehen. Diese Variable berücksichtigt den Toehold des Bieters und hat einen Wertebereich von 0% bis 100% für alle Angebote.

19 Dobmeier/Lavrova/Schwetler (2019), Index fund and ETF ownership and the German market for corporate control, Working Paper 2019, HHL Leipzig Graduate School of Management
 20 Abb. 3 enthält alle Strukturmaßnahmen in unserem Datensatz. Das erklärt die geg. Abb. 1 höhere Anzahl an BGAV (enthält auch Fälle, in denen noch kein Squeeze-out stattgefunden hat) und Squeeze-outs (Squeeze-out ist wirksam, aber Spruchverfahren ist noch offen).

Abb. 3: Nachbesserung von Abfindungsangeboten durch Gerichte im Spruchverfahren



^{a)}In einem abgeschlossenen Verschmelzungsfall gab es kein Spruchverfahren.

Tab. 2: Prämien des Abfindungsangebotes auf den VWAP/ das Mindestabfindungsangebot

Strukturmaßnahme	Anzahl der Fälle ^{a)}	Durchschnittliche Prämie über VWAP	Anzahl der Fälle ^{b)}	Durchschnittliche Prämie über max (VWAP, Ertragswert)
BGAV	43	8,89%	43	2,08%
AktG Squeeze-out	67	11,53%	61	1,03%
UmwG Squeeze-out	22	5,89%	21	0,42%
Alle Strukturmaßnahmen	132	9,86%	125	1,33%

^{a)} Umfasst nur Fälle, bei denen der VWAP vor Ankündigung der Strukturmaßnahme vorhanden ist.

^{b)} Umfasst nur Fälle, bei denen sowohl der VWAP vor Ankündigung der Strukturmaßnahme als auch der Ertragswert vorhanden sind.

(BGAV: 8,89% bzw. Squeeze-out nach UmwG: 5,89%). Der Börsenkurs ist nach der st. Rspr. nur eine von zwei relevanten Größen für die Bemessung der Abfindung: Zusätzlich ist noch der „innere Wert“ des Anteils im Zuge einer Unternehmensbewertung zu bestimmen. Der höhere der beiden Werte ist dann die Untergrenze für die zu bietende Abfindung. Man erkennt diese Anforderung am Vergleich mit der Prämie, die als freiwilliger Zuschlag auf diese Untergrenze aus Börsenkurs und innerem Wert gewährt wird, in der ganz rechten Spalte: Sie liegt deutlich niedriger und beträgt im Durchschnitt über alle Maßnahmen 1,33%. Der deutliche Unterschied zur Prämie auf den VWAP erklärt sich durch die Maximum-Bedingung der Untergrenze. Tab. 2 zeigt auch, dass die Mehrheitsgesellschafter im Falle einer BGAV-Abfindung (§ 305 AktG) bereit sind, eine etwas höhere freiwillige, über die geforderte Untergrenze einer angemessenen Abfindung hinausgehende Prämie

zu gewähren (2,08%) als für die beiden Abfindungsangebote im Zusammenhang mit Squeeze-outs (1,03% bzw. 0,42%). Die Ursache hierfür ist der Umstand, dass für das Erreichen der nächsten, für den Squeeze-out erforderlichen Zustimmungsschwelle noch weitere Anteile erworben werden müssen und daher das BGAV-Abfindungsangebot attraktiver gestaltet wird als in dem Fall eines Squeeze-outs, wo die hierfür erforderliche Anteilsschwelle bereits erreicht wurde.

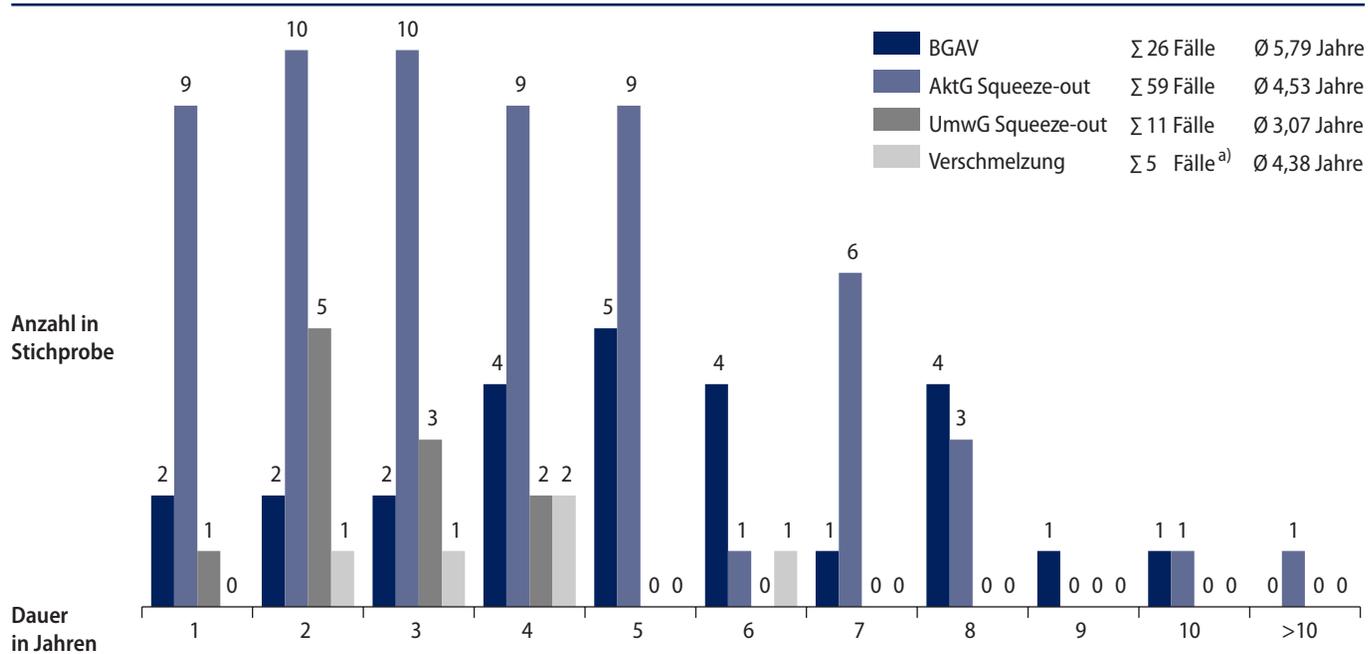
Die vom Gesetz angebotene Möglichkeit der gerichtlichen Überprüfung des Abfindungsangebotes in einem Spruchverfahren wird von den Minderheitsaktionären regelmäßig wahrgenommen. Abb. 3 zeigt die Verteilung der durch die zuständigen Gerichte festgelegten Nachbesserungen für die Fälle der Stichprobe. Es wird ersichtlich, dass sich die (kostenlose) Inanspruchnahme des Spruchverfahrens für die Minderheitsaktionäre lohnt:²¹ Über alle Maßnahmen beträgt die absolute Nachbesserung (ohne die erforderliche zusätzliche Verzinsung) 7,49%. Sie ist überdurchschnittlich hoch bei Abfindungsangeboten im Zusammenhang mit Verschmelzungen (20,52%) und beim Abschluss eines BGAV (§ 305 AktG) (8,38%); für die beiden Squeeze-out-Varianten liegen die Werte niedriger (AktG-Squeeze-out 6,41% bzw. UmwG-Squeeze-out 5,30%).²² In nahezu der Hälfte aller Verfahren wurde das Abfindungsangebot nicht erhöht.²³

Schließlich ist noch der zeitliche Aspekt des Spruchverfahrens von Interesse. Abb. 4 zeigt die Verteilung der Verfahrensdauer für die verschiedenen Strukturmaßnahmen anhand der Daten der Stichprobe:

Trotz der Bemühungen des Gesetzgebers um eine Verkürzung ist die Dauer der Spruchverfahren immer noch sehr lang; speziell für die Fälle des BGAV beträgt sie für die Fälle der Stichprobe

21 Zur zunehmenden „Abfindungsarbitrage“ in Deutschland vgl. z.B. Fleischer/Kolb, AG 2019 S. 57 ff.
 22 Die Werte für die älteren Spruchverfahren im Fall einer Verschmelzung sind nicht aktuell und nicht repräsentativ.
 23 Eine Verringerung des Abfindungsangebotes in einem Spruchverfahren ist nicht möglich.

Abb. 4: Dauer des Spruchverfahrens in Jahren



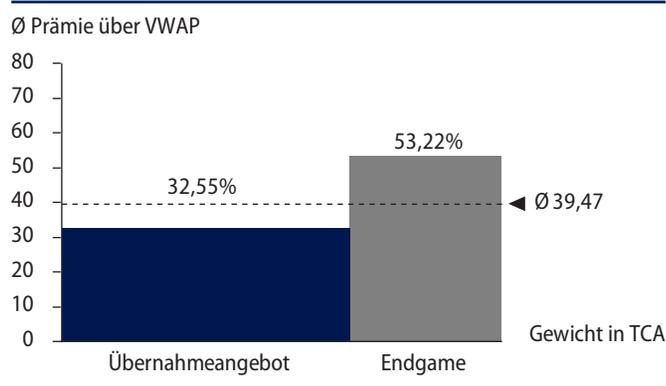
a) In einem abgeschlossenen Verschmelzungsfall gab es kein Spruchverfahren.

im Durchschnitt 5,79 Jahre. Für die beiden relevanten Squeeze-out-Formen dauern die Verfahren im Durchschnitt 4,53 Jahre (AktG) bzw. 3,07 Jahre (UmwG), im Falle von Verschmelzungen 4,38 Jahre. Der Mehrheitsaktionär bzw. die Gesellschaft haben aus zwei Gründen ein besonderes Interesse an einer Verkürzung der Verfahrensdauer: Zum einen reduziert sich die Zeitdauer, in der sie der Unsicherheit von zusätzlichen Zahlungen ausgesetzt sind. Zum anderen führt die lange Verfahrensdauer im Fall einer Nachbesserung dazu, dass die zusätzliche Belastung durch die erforderlichen Zinszahlungen höher ausfällt.

c) Die Total Cost of Acquisition (TCA)

Abb. 5 verdeutlicht die gesamten Akquisitionskosten für die insgesamt 72 vollständig erfolgten Übernahmen der Stichprobe, für die alle relevanten Daten vorhanden sind.

Abb. 5: Total Cost of Acquisition – gesamte Stichprobe

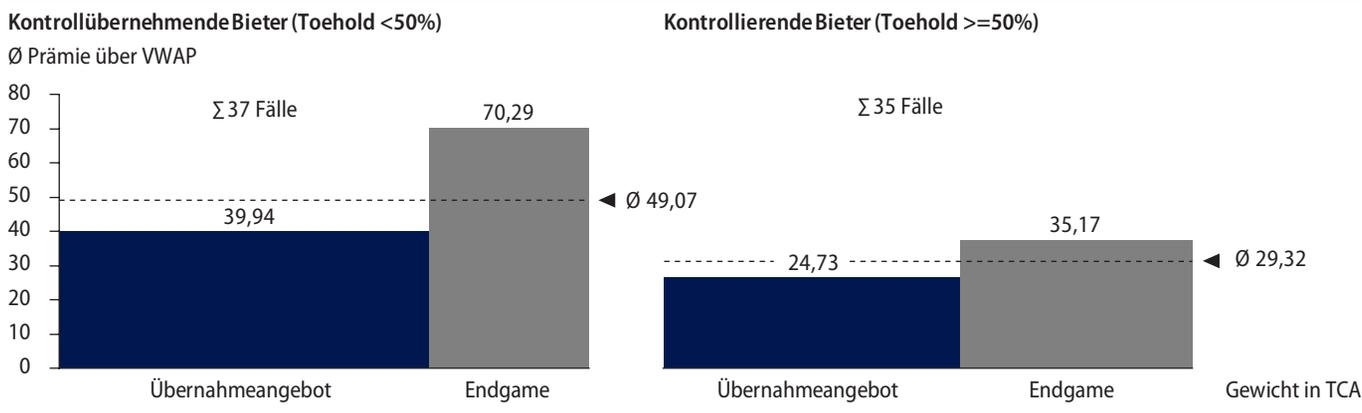


Die durchschnittlichen Total Cost of Acquisition betragen für das gesamte Sample 39,47% auf den VWAP des Übernahmeangebotes. Die Kosten wurden unter der Annahme des

Erwerbs der „fehlenden“ Anteile an der Börse zum durchschnittlichen Börsenkurs berechnet. Zusätzlich wurde in den o.a. Zweifelsfällen bezüglich der Annahme des Abfindungsangebotes nach § 305 AktG das Szenario I unterstellt, also von der Annahme des Abfindungsangebotes nach § 305 AktG inkl. Nachbesserung ausgegangen.²⁴ Man erkennt, dass die im Zuge des Endgames erworbenen Anteile pro Aktie deutlich höhere Erwerbskosten (53,22%) aufweisen im Verhältnis zum Angebots-VWAP als die Kosten des Angebotes (32,55%).²⁵ Für jede Beobachtung des Datensatzes werden die Angebotsprämie, die Kosten des Endgames und die gesamten TCA individuell berechnet. Die so ermittelten Werte werden über alle Fälle aggregiert; die Gewichte der beiden Komponenten an den gesamten TCA werden auf Basis der aggregierten Werte der Stichprobe berechnet. Der Durchschnitt über alle volumengewichteten TCA beträgt 39,47%.²⁶

Die hier ermittelten durchschnittlichen Kosten beziehen sich auf jew. einen in dem entsprechenden Abschnitt (Offer, Endgame) erworbenen Anteil. Im Regelfall ist die Anzahl der erworbenen Aktien in der Offer-Phase höher als in der Endgame-Phase. Daher ist es sinnvoll, für jede Beobachtung die jeweiligen Kosten der beiden Phasen nach dem Volumen der beiden Anteilserwerbe zu gewichten und damit auf alle insgesamt erworbenen Anteile zu beziehen. Über alle Transaktionen betragen die so ermittelten volumen-anteilsgewichteten Kosten der Offer-Phase durchschnittlich 23,29%, diejenigen der Endgame-Phase 16,18%; zusammen ergeben sie als Summe wiederum die durchschnittlichen TCA von 39,47%. Der Anteil der Offer-Komponente an den gesamten TCA beträgt somit 59,01%, derjenige der Endgame-Komponente 40,09%.

24 Im Fall von Szenario II liegen die gesamten TCA mit 40,8% leicht höher.
 25 Der Unterschied zu der in Abb. 2 dargestellten Übernahmeprämie erklärt sich durch die erforderliche Reduktion der Beobachtungen von 80 auf 72.
 26 In fünf Fällen waren die TCA negativ: Die Bieter hatten hier die Möglichkeit genutzt, Anteile im „Endgame“ zu einem gesunkenen Börsenkurs unterhalb des ursprünglichen Angebots-VWAP zu erwerben.

Abb. 6: Total cost of Acquisition (TCA) nach Toehold des Bieters (< 50%, >= 50%)**Tab. 3: Total Cost of Acquisition – Anteil Übernahmeangebot/Endgame**

	ØTCA	Ø gewichtete Angebots-Komponente	Ø gewichtete Endgame-Komponente	Anteil der Angebots-Komponente an TCA	Anteil der Endgame-Komponente an TCA
Gesamte Stichprobe	39,47%	23,29%	16,18%	59,01%	40,99%
Toehold < 50%	49,07%	32,93%	16,14%	67,11%	32,89%
Toehold >= 50%	29,32%	13,10%	16,23%	44,66%	55,34%

In der Bundesrepublik wird eine größere Anzahl von Übernahmeangeboten von Bietern gemacht, die bereits eine Mehrheitsposition an der Zielgesellschaft haben. Dies erklärt sich wiederum aus dem starken Minderheitenschutz im AktG: Mehrheitsaktionäre verwenden häufiger Übernahmeangebote, um im Rahmen des Endgames ihre Position weiter auszubauen, weitere Anteile zu erwerben und auf diesem Weg die erforderliche Anteilsschwelle für einen endgültigen Squeeze-out zu erreichen. Trennt man die Analyse deshalb in kontrollübernehmende Angebote (Toehold < 50%) und Angebote aus einer bereits erreichten Mehrheitsposition (Toehold >= 50%), bietet sich ein differenzierteres Bild (Abb. 6).

Für Übernahmeangebote, die aus einer Minderheitsposition heraus mit einem Toehold von unter 50% gemacht werden, liegen die gesamten Kosten mit durchschnittlich 49,07% deutlich höher als in den Fällen, in denen der Bieter im Zeitpunkt des Angebotes bereits die Mehrheit der Anteile hatte (29,32%). Die Angebots-Prämien auf den VWAP als Kosten der Phase I liegen für die kontrollübernehmenden Angebote mit durchschnittlich 39,94% ebenfalls deutlich über derjenigen, die für Angebote aus einer Mehrheitsposition heraus (24,73%) geboten wurden. Auch die Endgame-Kosten pro Aktie sind mit 70,29% des Angebots-VWAP deutlich höher (35,17%). Weil der Anteil der im Endgame erworbenen ausstehenden Anteile jedoch bei kontrollübernehmenden Angeboten deutlich niedriger ausfällt als für Angebote aus einer Mehrheitsposition heraus, schlagen diese zusätzlichen Kosten weniger stark auf die gesamten TCA durch. Die volumen-anteilsgewichteten Kosten betragen im Durchschnitt 16,14%, diejenigen der Offer-Prämie 32,93%. Die entsprechenden Anteile an den gesamten TCA betragen 67,11% bzw. 32,89%.

Ein abweichendes Bild ergibt sich für Übernahmen aus einer Mehrheitsposition mit einem Toehold > 50%: Hier liegen wegen des höheren Volumens der im Endgame erworbenen Aktien die volumen-anteilsgewichteten Kosten des Endgames mit 16,22% über denjenigen der Offer-Komponente

(13,10%). Der Anteil an den TCA für die Kosten des Offers beträgt hier 44,66% gegenüber demjenigen des Endgames von 55,34%. Tab. 3 zeigt die Zusammensetzung der Total Cost of Acquisition.

Die Ergebnisse der Analyse zeigen auch, dass im Endgame noch einmal signifikante **zusätzliche, über die Angebots-Prämie hinausgehende** Kosten anfallen: Berechnet man für jede Transaktion den Anteil dieser zusätzlichen Endgame-Kosten an den TCA und aggregiert über alle Transaktionen, erhält man zusätzliche Kosten im Endgame von durchschnittlich 20,67% pro dort erworbener Aktie. Bezogen auf alle in der Transaktion erworbenen Anteile betragen die Kosten 6,92% pro Anteil. Sie machen im Durchschnitt über alle relevanten Beobachtungen²⁷ 28,54% der gesamten TCA aus (vgl. Tab. 4). Tab. 4 zeigt auch die korrespondierenden Werte für die beiden Sub-Samples. Für die Übernahmeangebote mit Toehold unter 50% beträgt die zusätzliche Prämie im Endgame (bezogen auf den Angebots-Preis) 30,35% pro im Endgame erworbener Aktie. Bezogen auf alle Aktien betragen die zusätzlichen Endgame-Kosten im Durchschnitt 9,13%; der Anteil an den TCA liegt im Durchschnitt aller Beobachtungen dieses Subsamples bei 21,24%. Wird das Übernahmeangebot von einem Toehold > 50% aus abgegeben, beträgt der Aufschlag auf die Übernahmeprämie im Endgame für die dort erworbenen Anteile 10,43%, bezogen auf alle Anteile ergeben sich durchschnittliche Zusatzkosten von 4,59%. Der Anteil an den TCA beträgt 37,84%.

Abb. 7 stellt die detaillierte Zusammensetzung der gesamten TCA für unterschiedliche Toehold-Klassen dar. Sie zeigt, dass die gesamten Kosten bei zunehmender Anteilsquote im Zeitpunkt der Angebotsabgabe (Toehold) abnehmen; zusätzlich wird deutlich, dass in den Toehold-Klassen unter 30% die Kosten des Übernahmeangebotes den mit Abstand größten Anteil an den TCA aufweisen. Die Abbildung zeigt zusätzlich

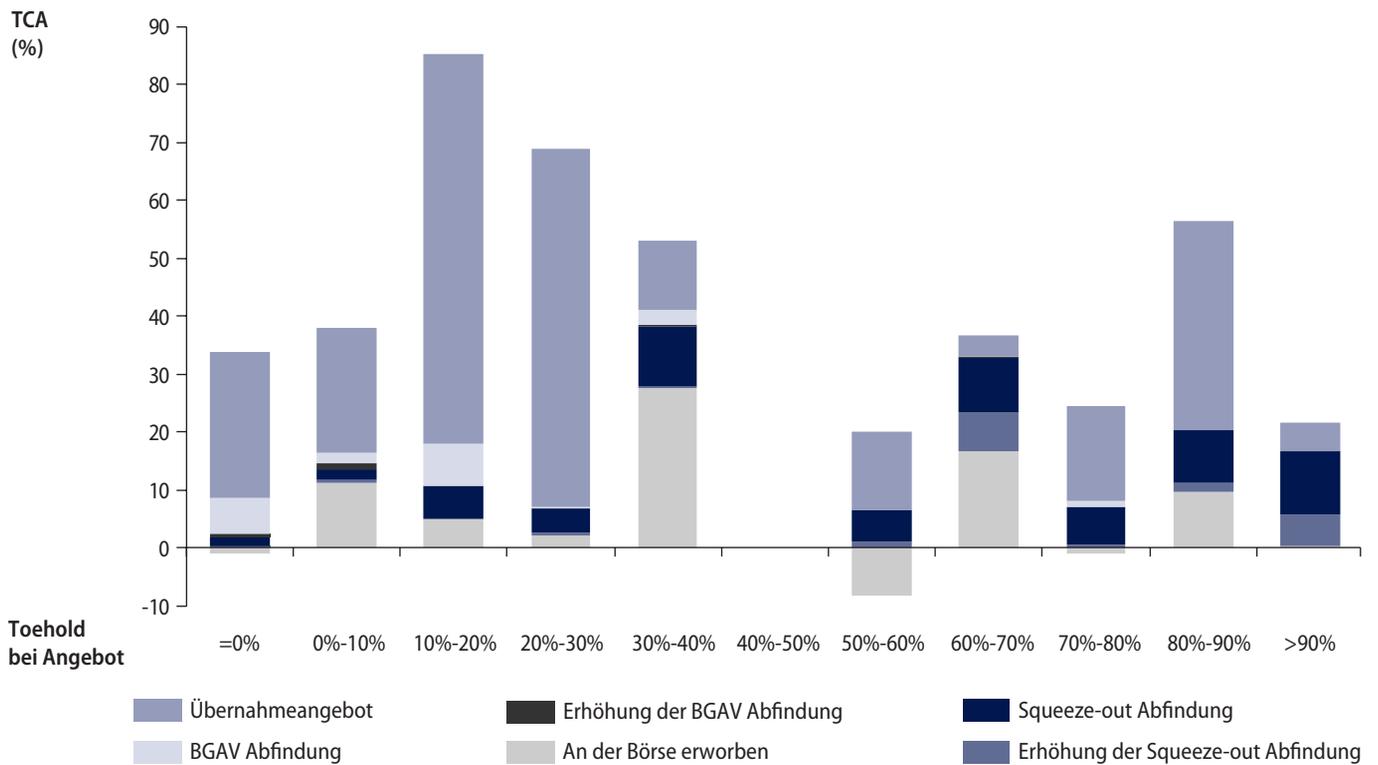
²⁷ In den sechs Fällen mit negativen TCA waren auch die Endgame-Kosten negativ, sodass sich als Relation eine positive Zahl ergab. Diese Fälle wurden aus der Berechnung der Anteile an den TCA herausgenommen.

Tab. 4: Zusätzliche Kosten des Endgame

	Ø Zusätzliche Endgame-Prämie pro erworbene Aktie im Endgame	Ø Zusätzliche Endgame-Prämie pro erworbene Aktie insgesamt	Anteil zusätzliche Endgame-Prämie an den TCA ^{a)}
gesamte Stichprobe	20,67%	6,92%	28,54%
Toehold < 50%	30,35%	9,13%	21,24%
Toehold ≥ 50%	10,43%	4,59%	37,84%

^{a)} Für die Berechnung des Anteils an den TCA wurden wiederum die sechs Fälle mit negativen TCA und negativen Endgame-Kosten herausgenommen.

Abb. 7: Total Cost of Acquisition gestaffelt nach Toehold im Angebotszeitpunkt



die Zusammensetzung der Endgame-Kosten über die verschiedenen in Abschn. III dargestellten Komponenten.²⁸

Schließlich interessiert noch der Vergleich der gesamten Kosten über die verschiedenen Endgame-Strategien hinweg. Abb. 8 zeigt die TCA für die vier häufigsten Kombinationen an Strukturmaßnahmen.

In Abb. 8 wurde für die Zweifelsfälle i.V.m. dem Abfindungsangebot nach § 305 AktG das Szenario I gewählt und die Annahme des Angebotes durch alle betroffenen Aktionäre (inkl. Nachbesserung im Spruchverfahren) angenommen. Wenig überraschend erweisen sich die wenigen (vier) Fälle mit einem erfolgreichen durchgeführten WpÜG Squeeze-out als Strategie mit den niedrigsten gesamten Kosten (18,8% auf den VWAP) und der kürzesten Gesamtdauer (1,02 Jahre).²⁹ Die restlichen Kombinationen weisen deutlich höhere Gesamtkosten und längere Verfahrensdauern auf:³⁰

- Die Kombination „Übernahmeangebot + Squeeze-out UmwG“ hat gesamte Kosten von 37,8% des Angebots-VWAP

²⁸ Hierfür wurde wiederum in den o.a. Zweifelsfällen das Szenario I, also der „Erwerb“ über die vollständige Annahme eines Abfindungsangebotes i.V.m. § 305 AktG (incl. möglicher Nachbesserung) angenommen.

²⁹ Die Höhe der Abfindung im Squeeze-out entspricht hier dem Angebotspreis.

³⁰ Die Differenz zur Gesamtzahl der Fälle bilden 10 Fälle mit abweichenden Kombinationen von Strukturmaßnahmen im Endgame.

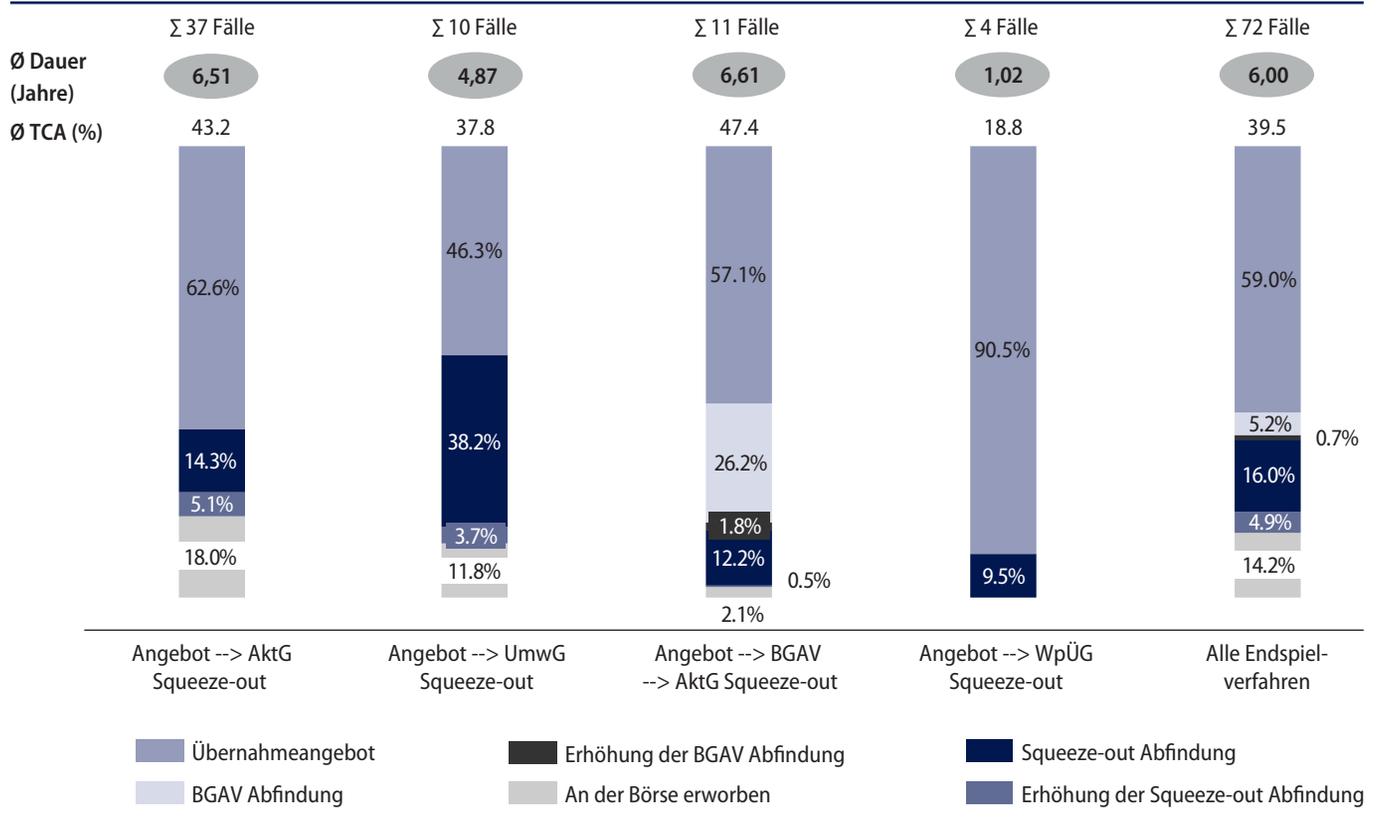
und eine Dauer von 4,87 Jahren. Hier weist die Squeeze-out-Abfindung mit ca. 42% (incl. Erhöhung im Spruchverfahren) den höchsten relativen Anteil aller Strategien auf.

- Die beiden Varianten mit einem aktienrechtlichen Squeeze-out weisen TCA von mehr als 40% auf. Bei einem direkten Übergang vom Übernahmeangebot zum Squeeze-out betragen die gesamten Kosten 43,2% (Dauer 6,51 Jahre); auffallend ist hier der hohe Anteil der Börsenerwerbe (18%) an den TCA. Ursache hierfür ist der Umstand, dass die „Distanz“ zwischen der Anteilsquote nach dem Ende der Angebotsfrist und der 95%-Schwelle für den Squeeze-out durch Anteilskäufe überbrückt werden muss. Die höchsten Kosten von allen Strategien weist diejenige mit Einbeziehung eines BGAV auf (47,4% und 6,61 Jahre Dauer). Hier spielen i.V.m. der o.a. Annahme zugunsten des Szenario I die Kosten der Abfindung nach § 305 AktG eine bedeutende Rolle.

V. Fazit

Dieser Beitrag ermittelt die gesamten Total Cost of Acquisition (TCA) vom Zeitpunkt der Veröffentlichung des Übernahmeangebotes bis zur Beendigung der Spruchverfahren des Squeeze-outs für eine proprietäre Stichprobe von deutschen Übernahmeangeboten von 2005 bis 2019. Die TCA werden als

Abb. 8: Total Cost of Acquisition für unterschiedliche „Taking Private“-Strategien



Summe über die Erwerbe aller Aktien durch Übernahmeangebot, Andienung, Erwerb an der Börse, Kapitalerhöhungen etc. und unter Einbezug von Nachbesserungen von angebotenen Abfindungen mit Beendigung des Spruchverfahrens ermittelt. Folgende Ergebnisse werden abgeleitet:

- Die gesamten zusätzlichen Kosten einer Übernahme liegen bei ca. 40% des Angebots-VWAP. Sie sind für Kontrollübernahmeangebote aus einer Minderheitsposition (Toehold < 50%) deutlich höher (49%) als für Übernahmeangebote aus einer Mehrheitsposition (29,3%).
- Bieter verwenden unterschiedliche „Taking Private“-Strategien für das sog. Endgame; diese Strategien führen zu unterschiedlichen Gesamtkosten mit unterschiedlicher Zusammensetzung. Die höchsten Kosten ergeben sich für die Strategie „Übernahmeangebot – BGAV – Squeeze-out AktG“ mit 47,4% des Angebots-VWAP, die niedrigsten mit 18,8% des Angebots-VWAP für die Strategie „Angebot – WpÜG Squeeze-out“.
- Die starke rechtliche Position der Minderheitsaktionäre in Deutschland führt zu erheblichen weiteren, über die Angebots-Prämie hinausgehenden Kosten. Über alle „Taking Private“-Fälle der Stichprobe beträgt der zusätzliche Aufschlag auf die Offer-Prämie im Endgame 20,67% des Angebots-VWAP pro im Endgame erworbenem Anteil. Wird das Übernahmeangebot aus einer Minderheitsposition gemacht, betragen die zusätzlichen Kosten pro erworbenen Anteil 30,35% des Angebots-VWAP, bei einem Übernahmeangebot aus einer Mehrheitsposition 10,43%. Bezogen auf die Gesamtzahl der erworbenen Anteile (Offer plus Endgame) betragen die Kosten 16,18% über alle Offers und 16,14% bzw. 16,23% für die Offers mit Toehold < 50% bzw. > 50%.
- Die zusätzlichen Kosten des Endgame sind auch bezogen auf die gesamten TCA signifikant: Ihr Anteil an den Total

Cost of Acquisition ist über alle Transaktionen 28,54%, für Toeholds < 50% 21,24% und für Toeholds >= 50% 37,84% pro im Endgame erworbene Aktie. Wiederum bezogen auf alle erworbenen Anteile betragen die zusätzlichen Kosten 6,92% (alle Fälle) bzw. 9,13% (Toehold < 50%) und 4,59% (Toehold > 50%).

Die zentrale Erkenntnis dieser Studie ist, dass für „Taking Private“-Akquisitionen in Deutschland die Kosten des sog. Endgames nicht vernachlässigbar sind. Dies gilt auch bei Übernahmeangeboten aus einer Minderheitsposition, wenn bereits im ersten Schritt des „Taking Private“ eine hohen Prämie auf den VWAP geboten wird. Im Durchschnitt beträgt der nochmalige Aufschlag in Form von erhöhten Abfindungsangeboten, höheren Aktienpreisen beim Nacherwerb an der Börse, Nachbesserungen im Spruchverfahren mehr als 20% auf den Angebots-Preis für jede im Endgame erworbene Aktie und ca. 7% auf alle erworbenen Aktien; der Anteil dieser zusätzlichen Kosten des Endgames an den gesamten TCA beträgt 21%. Vor diesem Hintergrund sind potenzielle Bieter gut beraten, auch die Strategie für das Endgame sorgfältig in ihre Planungen einzubeziehen. Das gilt umso mehr, als sich in jüngerer Vergangenheit verstärkt Hedge-Fonds in sog. Endgame-Arbitrage-Strategien engagieren; dadurch könnte sich die Bedeutung des Endgame bei Übernahmeangeboten mit deutschen AG als Zielgesellschaft weiter erhöhen.³¹

31 Vgl. Dobmeier/Lavrova/Schwetler, Determinants of Hedge Fund Investments in Corporate Endgames, Working Paper 2020, HHL Leipzig Graduate School of Management.