

Public to Private-Transaktion

Neue Entwicklungen

Public-to-Private ist der Oberbegriff für Transaktionen, durch die eine börsennotierte Aktiengesellschaft „von der Börse genommen“ wird, mit der Folge dass ihre Aktien nicht länger an der Börse gehandelt werden. Die Gründe für einen solchen Schritt sind unterschiedlich: die laufende Börsenöffentlichkeit kann Umstrukturierungen erschweren, die immer weiter steigenden **Transparenzanforderungen** für börsennotierte Gesellschaften lösen aus Sicht des Unternehmens zu hohe Kosten aus oder die Vorbereitung und Durchführung einer Publikumshauptversammlung wird als zu aufwendig empfunden. Für gesellschaftsrechtlich spezialisierte Wirtschaftskanzleien sind Public-to-Private Transaktionen ein hoch interessantes Beratungsfeld.

Allgemeine Struktur der Transaktion/Investition

Es gibt grundsätzlich zwei unterschiedliche Möglichkeiten für ein Public-to-Private, nämlich das **reguläre Delisting** und das **Delisting durch Strukturmaßnahme** (auch „kaltes Delisting“ genannt).

Reguläres Delisting

Reguläres Delisting bedeutet, dass die börsennotierte Aktiengesellschaft einen Antrag auf Widerruf der Zulassung ihrer Aktien bei den Börsen stellt, an denen die Gesellschaft notiert ist.

Nach der bisherigen Rechtsprechung des Bundesgerichtshof erforderte ein reguläres Delisting neben dem Widerrufs Antrag einen Beschluss der Hauptversammlung der börsennotierten Gesellschaft und ein Pflichtangebot an die außenstehenden Aktionäre, deren Aktien zum vollen Wert zu kaufen. Aufgrund dieser Voraussetzungen und da ein reguläres Delisting von der Börse verweigert werden kann, wählten die meisten Unternehmen bis dato den Weg des Delisting durch Strukturmaßnahmen.

Die vom Bundesgerichtshof aufgestellten Anforderungen für ein reguläres Delisting wurden aber vom Bundesverfassungsgericht im Jahr 2012 überprüft und für in der Regel nicht erforderlich erachtet. Erst kürzlich ist der Bundesgerichtshof der abweisen Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts gefolgt und hat entschieden, dass ein reguläres Delisting auch ohne die Zustimmung der Hauptversammlung und ohne Abfindung an die außenstehen-

den Aktionäre stattfinden kann. Von daher ist anzunehmen, dass das reguläre Delisting in der Zukunft populärer werden wird. Da die Börsen im Rahmen des Widerrufsverfahrens aber auch den Schutz der Anleger zu beachten haben, steht zu erwarten, dass sich die Streitigkeiten um ein Delisting künftig ins (Verwaltungs-)Verfahren vor den Börsen verlagern.

Delisting durch Strukturmaßnahmen

Fällt die Entscheidung für ein Delisting durch Strukturmaßnahme, muss in einem ersten Schritt ein potentieller Übernehmer für die börsennotierten Aktien der Gesellschaft gefunden werden, etwa ein bestehender Großaktionär oder ein externer Investor. Der Übernehmer hat ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot gemäß WpÜG zu veröffentlichen, oder – in Fällen, in denen er Kontrolle anders als durch ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot erlangt – grundsätzlich ein Pflichtangebot gemäß WpÜG zu unterbreiten. Kontrolle bedeutet, mindestens 30% der Stimmrechte der Zielgesellschaft ausüben zu können.

Strukturmaßnahmen, die im Anschluss an die öffentliche Übernahme zu einem Delisting der Aktiengesellschaft führen können, sind etwa Verschmelzung, Formwechsel, Verkauf des Vermögens mit nachfolgender Liquidation der Aktiengesellschaft und **Squeeze-Out**. Eine Verschmelzung, ein Formwechsel oder ein Verkauf des Gesamtvermögens mit nachfolgender Liquidation erfordern einen qualifizierten Mehrheitsbeschluss der Hauptversammlung mit 75% des Grundkapitals. Squeeze-Out-Beschlüsse erfordern zwar nur die einfache Mehrheit der in der Hauptversammlung abgegebenen Stimmen, sie setzen jedoch voraus, dass der Hauptaktionär 90 oder 95% des Grundkapitals der Zielgesellschaft hält (dazu unten).

Im Rahmen der Beschlüsse der Hauptversammlung über die Strukturmaßnahme dürfen aber die Risiken einer Anfechtung der Beschlüsse durch Minderheitsaktionäre nicht außer Acht gelassen werden. Die zur Wirksamkeit der Maßnahme in der Regel erforderliche Eintragung im Handelsregister erfolgt nur, wenn keine Anfechtungsklagen von Minderheitsaktionären gegen die Maßnahme (mehr) anhängig sind. Derart blockierende Anfechtungsklagen können im Rahmen eines sog. Freigabeverfahrens überwun-

KANZLEIBEITRAG

Die Autoren

Dr. Eva Nase und Dr. Wolfgang Grobecker sind Partner bei P+P Pöllath + Partners in München. Sie beraten institutionelle und private Investoren, Unternehmen und Organmitglieder bei öffentlichen und privaten Transaktionen, Umstrukturierungen, Taking-Privates und in allen Fragen des Gesellschafts-, Aktien- und Konzern- sowie Kapitalmarktrechts samt gesellschaftsrechtlichen Streitigkeiten.

P+P Pöllath + Partners

ist eine international tätige Wirtschafts- und Steuerkanzlei mit 34 Partnern und mehr als 100 Anwälten und Steuerberatern an den Standorten Berlin, Frankfurt und München.

Die Sozietät berät überwiegend transaktionsbezogen in den Bereichen Corporate/Corporate Litigation, M&A/Private Equity, Fonds, Immobilien, Vermögens- und Nachfolgeplanung sowie Steuerrecht.

P+P-Berater stehen oft in mehreren Arbeitsbereichen als „leading“ bzw. „highly recommended“ konstant an der Spitze renommierter Ranglisten.

Stichworte

Transparenzanforderungen

Reguläres Delisting

Kaltes Delisting

Squeeze-Out

Upstream Merger



Dr. Wolfgang Grobecker
und Dr. Eva Nase

Ansprechpartner:
Dr. Wolfgang Grobecker
Partner
wolfgang.grobecker@
pplaw.com

Dr. Eva Nase
Partner
eva.nase@pplaw.com

P+P Pöllath + Partners
München
T +49 (89) / 24 240 280

www.pplaw.com
E-Book <http://www.pplaw.com/ebooks/corporate/>

den werden. Es ist erfolgreich, wenn die gegen den Hauptversammlungsbeschluss erhobenen Klagen unzulässig, offensichtlich unbegründet sind oder ein vorrangiges Vollzugsinteresse für die Maßnahme besteht.

Zudem ist es bei allen Strukturmaßnahmen erforderlich, den Minderheitsaktionären eine Abfindung für den Verlust ihrer Aktien bzw. als Kompensation für die nach dem Delisting stark beeinträchtigte Fungibilität der Aktien anzubieten. Die Angemessenheit der angebotenen Abfindung wird von den Minderheitsaktionären in aller Regel im Rahmen eines Spruchverfahrens angegriffen. Ein solches Spruchverfahren blockiert die Maßnahme selbst nicht, dauert in der Regel aber mehrere Jahre und kann im Fall des Obsiegens der Minderheitsaktionäre zu erheblichen Erhöhungen der Barabfindung führen. Seit Sommer 2011 bestehen in Deutschland drei Formen eines Squeeze-Outs:

Aktienrechtlicher Squeeze-Out

Der Hauptaktionär kann einen aktienrechtlichen Squeeze-Out anstrengen, wenn er mindestens 95% des Grundkapitals hält. Ein Squeeze-Out erfordert unter anderem einen Beschluss der Hauptversammlung und eine Bewertung des Unternehmens durch Wirtschaftsprüfer nach dem IDW S1-Standard, um die den Minderheitsaktionären anzubietende Barabfindung zu bestimmen. Zur Wirksamkeit muss der Squeeze-Out im Handelsregister eingetragen werden, wodurch der Hauptaktionär die übrigen Aktien ipso iure erwirbt. Ficht ein Minderheitsaktionär den Beschluss zum Squeeze-Out an, gilt das zur blockierenden Anfechtungsklage und zum Freigabeverfahren zuvor Gesagte. Die Angemessenheit der Barabfindung untersteht der nachträglichen richterlichen Überprüfung im Spruchverfahren.

Verschmelzungsspezifischer Squeeze-Out

Der erforderliche Prozentsatz des Aktienbesitzes für den verschmelzungsspezifischen Squeeze-Out

beträgt 90% des Grundkapitals. Die Maßnahme setzt voraus, dass der Squeeze-Out in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem anschließenden **Upstream Merger** der Aktiengesellschaft auf eine andere Aktiengesellschaft, eine Kommanditgesellschaft auf Aktien oder eine SE durchgeführt wird. Neben dem Beschluss der Hauptversammlung zum Squeeze-Out ist eine Zustimmung zur Verschmelzung nicht nötig. Der Squeeze-Out tritt erst nach Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister in Kraft. Abgesehen davon folgt das verschmelzungsspezifische Squeeze-Out den Regeln des aktienrechtlichen Squeeze-Out.

Übernahmerechtlicher Squeeze-Out

Der übernahmerechtliche Squeeze-Out gibt einem Übernehmer im Nachgang zu einem freiwilligen Übernahmeangebot, die zu mindestens 95% der Stimmrechte bei der Zielgesellschaft führten, die Möglichkeit, die übrigen Aktien innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist für das Übernahmeangebot durch einen Antrag bei dem hierfür in Deutschland allein zuständigen Landgericht Frankfurt am Main gegen angemessene Barabfindung zu erwerben. Das Squeeze-Out tritt mit Rechtskraft der Gerichtsentscheidung in Kraft. Da noch keine Rechtssicherheit hinsichtlich der Angemessenheit der Vergütung im übernahmerechtlichen Squeeze-Out besteht, ist er in der Praxis bisher vereinzelt geblieben.

Zusammenfassung

In allen Fällen einer Publicto-Private Transaktion kommt der beratenden Wirtschaftskanzlei eine besondere Rolle zu. Sie erörtert die strategischen Optionen der beteiligten Unternehmen, ist für die Dokumentation des Übernahmeverfahrens und die Beschlüsse der Organe verantwortlich und führt die gerichtlichen Prozesse, welche sich an den Beschluss der Hauptversammlung zur Strukturmaßnahme anschließen können.