

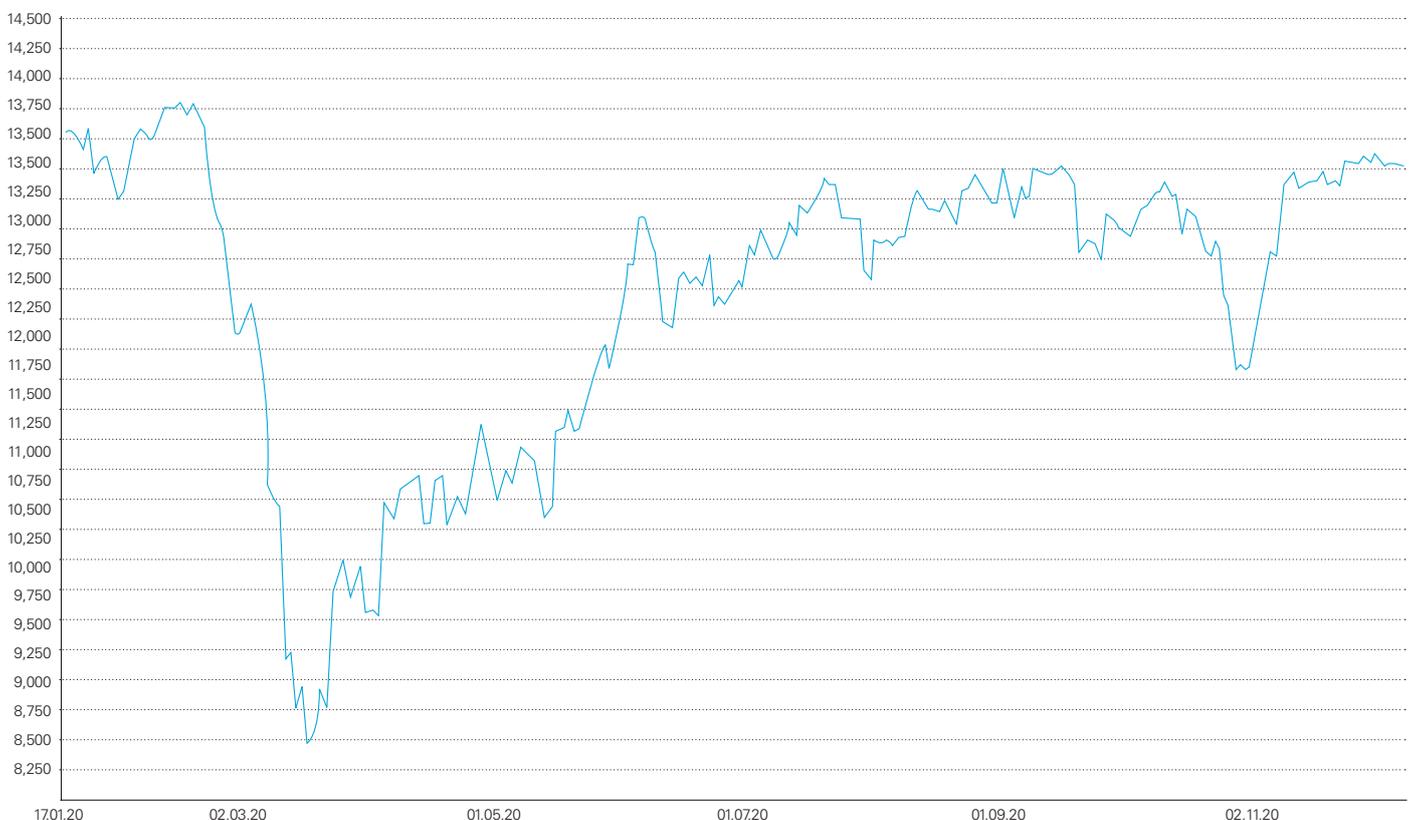
# Public Takeovers in Deutschland 2020: Überblick und aktuelle Themen

## 1. Überblick über den deutschen Public M&A-Markt 2020

### 1.1 Wesentliche Kennzahlen

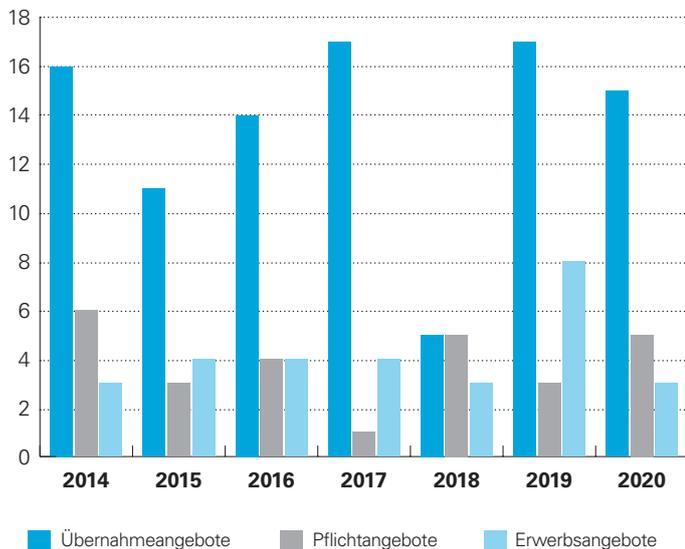
Die COVID-19-Pandemie hat aufgrund der den Aktienmarkt prägenden Unsicherheit auch den deutschen Übernahmemarkt im Jahr 2020 beeinflusst, aber nicht nachhaltig gebremst. Die das Weltgeschehen prägenden Sorgen nach Ausbruch

der Pandemie in Europa und Nordamerika hatten ab März kurzfristig den Aktienmarkt fest im Griff. Nachdem der DAX-30 am 21. Februar 2020 noch bei mehr als 13.500 Punkten gestanden hatte, erreichte dieser am 18. März 2020 nach einem Tagesverlust von 5,6 Prozent mit 8441 Punkten den niedrigsten Schlussstand seit sechseinhalb Jahren. Wegen der rasanten Talfahrt der Börsen wurde am gleichen Tag der Börsenhandel in den USA kurzzeitig ausgesetzt.



Entwicklung des DAX 30 im Jahr 2020

Rückblickend war der Übernahmemarkt 2020 wie schon im Jahr 2019 im Jahresdurchschnitt lebhaft. Trotz des starken Kurseinbruchs Mitte März 2020 wurden die kurz vor dem „Minicrash“ angekündigten Transaktionen wie beispielsweise Schneider Electric/RIB, Hyundai Capital Bank/ Sixt Leasing, Covivio X-Tend/Godewind Immobilien und Asklepios Kliniken/Rhön-Klinikum dennoch durchgeführt. Insgesamt wurden 2020 in 23 Fällen Angebotsunterlagen sowie in drei Fällen Untersagungsbescheide veröffentlicht. Damit war der Übernahmemarkt zwar schwächer als 2019, aber trotz der COVID-19-Pandemie immer noch deutlich lebhafter als 2018 mit nur 13 Übernahmeverfahren. Von den 23 Übernahmeverfahren im Jahr 2020 waren 15 freiwillige Übernahmeangebote, fünf Pflichtangebote und drei Delisting-Erwerbsangebote. Bei zwei freiwilligen Übernahmeangeboten wurde dieses jeweils mit einem Delisting-Erwerbsangebot kombiniert.



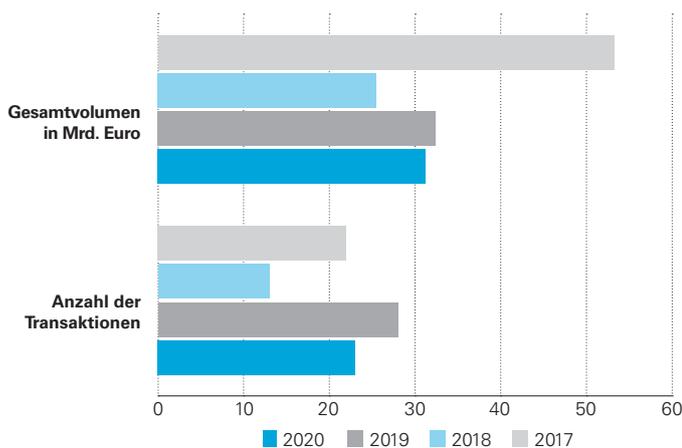
Zahl der WpÜG-Verfahren 2014 – 2020

Bei dem kombinierten Übernahme-/Delisting-Erwerbsangebot von ADO Properties an die WESTGRUND-Aktionäre (Transaktionsvolumen knapp 935 Mio. Euro) wurde die Bieterin von White & Case beraten. White & Case hatte ADO Properties bereits bei dem Anfang 2020 veröffentlichten Umtauschangebot mit einem Transaktionsvolumen von knapp Euro 1,3 Mrd an die Aktionäre der ADLER Real Estate beraten. Weiterhin wurde der PE-Investor Battery Ventures bei der Übernahme der EASY SOFTWARE AG (Transaktionsvolumen ca. Euro 77 Mio.) von White & Case unterstützt. Weiterhin war White & Case als Berater von Jefferies International Ltd. bei der Erstellung des Opinion Letter für die Stellungnahme des Aufsichtsrats der Rhön-Klinikum AG zum Übernahmeangebot von Asklepios Kliniken tätig.

Bedingt durch das unsichere Marktumfeld überwogen 2020 erneut kleinere Transaktionen; sog. Megadeals im zweistelligen Milliarden-Bereich wurden in Deutschland 2020 nicht durchgeführt. Die größte Übernahme wäre die des niederländischen (und in Frankfurt börsennotierten) Pharmakonzerns QIAGEN durch den US-Konzern Thermo Fisher Scientific mit einem Transaktionsvolumen von knapp unter Euro 10 Mrd. gewesen, die aber trotz Erhöhung der Gegenleistung und Verringerung der Mindestannahmeschwelle nicht erfolgreich vollzogen werden konnte. Damit war 2020 nur ein MDAX-Unternehmen - nämlich erneut die Metro - Ziel eines erfolgreichen Übernahmeverfahrens.

Die Analyse der Transaktionsvolumina 2020 zeigt wie schon in den Vorjahren wenige große Transaktionen. Von den 23 Übernahmeverfahren hatten nur 10 Transaktionen ein Volumen > Euro 1 Mrd.; dazu gehörten auch die Delisting-Erwerbsangebote Springer SE und Rocket Internet SE. Wie schon in den Vorjahren gab es fast ebenso viele Transaktionen im Small Cap Bereich (neun Transaktionen mit einem Volumen < Euro 100 Mio.). Hintergrund für die insgesamt niedrigeren Transaktionsvolumina ist auch die teilweise rückläufige Aktienkursentwicklung im Jahr 2020. Bestes Beispiel hierfür ist das erneute Übernahmeangebot des tschechischen Investors Daniel Křetínský für den Handelskonzern Metro AG - der Metro-Aktienkurs und damit auch das Transaktionsvolumen des Übernahmeangebots 2020 im Vergleich zu dem im Jahr 2019 veröffentlichten Übernahmeangebot hatte sich innerhalb eines Jahres mehr als halbiert. Neben der nicht erfolgreichen Übernahme des MDAX-Unternehmens QIAGEN mit einem Transaktionsvolumen > Euro 1 Mrd. waren mit ADLER Real Estate und ISRA VISION zwei CDAX-Unternehmen Ziel öffentlicher Übernahmen.

Das Gesamttransaktionsvolumen der Übernahmeangebote auf Grundlage des potenziellen Erwerbs aller Aktien betrug 2020 Euro 31,2 Mrd. Berücksichtigt man die im Vorfeld abgeschlossenen und durch Depotsperrevereinbarung abgesicherten Non-Tender Agreements mit Aktionären, reduziert sich das Gesamttransaktionsvolumen auf Euro 20,9 Mrd. Damit lag das Transaktionsvolumen (ohne Berücksichtigung von Non-Tender Agreements) trotz der Sondersituation des Jahres 2020 nahezu auf dem Niveau des Vorjahres (2019: Euro 32,4 Mrd.) und höher als 2018 (Euro 25,5 Mrd.).



Anzahl/Volumen der WpÜG-Transaktionen 2017 – 2020

## 1.2 Herkunft der Bieter und Branchenfokus

Formal wurden im Jahr 2020 die Mehrheit der Angebote von deutschen Bietern abgegeben. Lediglich in sechs Fällen war der Bieter eine ausländische Gesellschaft (Luxemburg (zwei Angebote von ADO Properties), Niederlande (Übernahme von QIAGEN durch das niederländische Bietervehikel der US-amerikanischen Thermo Fisher Gruppe), Malaysia (Pflichtangebot für Phicomm), Hongkong (Pflichtangebot für S&O Beteiligungen) sowie ein Angebot durch eine Schweizer Privatperson (für CENTROTEC)). Allerdings standen in weiteren acht Fällen hinter dem Bieter(-vehikel) ausländische Erwerber (Atlas Copco (Schweden) für ISRA VISION, Schneider Electric (Frankreich) für RIB Software, Hyundai Capital Bank (Südkorea, gemeinsam mit Santander, Spanien) für Sixt Leasing sowie das erneute Angebot des tschechischen Investors Daniel Křetínský für Metro, ebenso wie bei den Private Equity Bietern deltuS 36 (Battery Ventures)/ Easy Software (Cayman Islands), FS DE Energy (Mitsubishi) /MVV (Japan), Rebecca BidCo (Triton)/Renk (Luxemburg) sowie Traviata (KKR)/Springer (USA). Damit wurden mehr als 50% aller Angebote von ausländischen Bietern veröffentlicht. Bemerkenswert ist, dass in dem durch die Corona-Pandemie und einem nochmals verschärften Außenwirtschaftsrecht geprägten Jahr 2020 nicht ein Angebotsverfahren durch einen chinesischen Bieter eingeleitet wurde.

Private Equity (PE-)Investoren waren auch im letzten Jahr auf dem Übernahmemarkt in Deutschland aktiv, dominierten diesen aber nicht. In sechs (der 23) Übernahmeverfahren waren PE-Investoren beteiligt, darunter beim Rückzug der Axel Springer SE von der Börse nach Übernahme durch KKR. Vor Ausbruch der COVID-19-Pandemie übernahm Triton von der VW Vermögensverwaltung die 76%ige Beteiligung an der Renk AG und veröffentlichte ein Übernahmeangebot. Macquarie erwarb eine Beteiligung in Höhe von 45,75% an der Mannheimer MVV Energie AG. Zwei der Angebote im

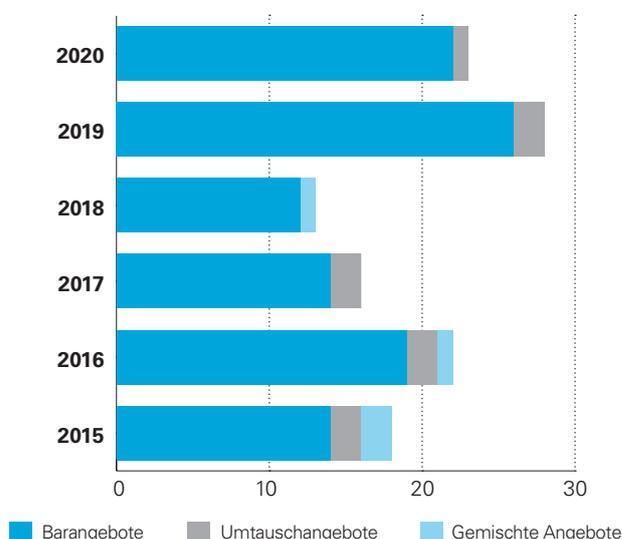
Gesundheitssektor (für 4basebio und Vital34) wurde von PE-Investoren abgegeben. Schließlich übernahm der PE-Investor Battery Ventures erfolgreich die EASY SOFTWARE AG.

Die Zielgesellschaften kamen 2020 wie in den Vorjahren aus diversen Branchen, ein klarer Schwerpunkt der Übernahmeaktivitäten ist weiterhin nicht zu erkennen. Zu Beginn des Jahres 2020 erfolgte erneut eine Neuordnung des Immobiliensektors. Das Jahr startete aus Public Takeoversicht mit der durch White & Case begleiteten Übernahme der ADLER Real Estate durch ADO Properties im Wege eines Tauschangebots, nachdem das Jahr 2019 mit der Übernahme der TLG Immobilien AG durch Aroundtown geendet hatte. Im Februar 2020 wurde die Übernahme der Godewind Immobilien AG durch Covivio X-Tend angekündigt. ADO komplettierte – erneut mit White & Case – seine Neuaufstellung durch Abgabe eines Übernahmeangebots für die WESTGRUND AG.

Ziel von öffentlichen Übernahmen waren im letzten Jahr darüber hinaus insbesondere Unternehmen des Technologiesektors (ISRA VISION (Automatisierungslösungen), Teles (Kommunikationslösungen), RIB Software, Phicomm (Router etc.), EASY SOFTWARE und Siltronic (Halbleitertechnologie) sowie im Gesundheits- und Pharmabereich (QIAGEN, 4basebio, Vita34 und Rhön-Klinikum). Darüber hinaus sind Neupositionierungen im Bereich der Automobilzulieferer auch im Übernahmemarkt zu beobachten (InTiCa Systems und Renk).

## 1.3 Gegenleistung

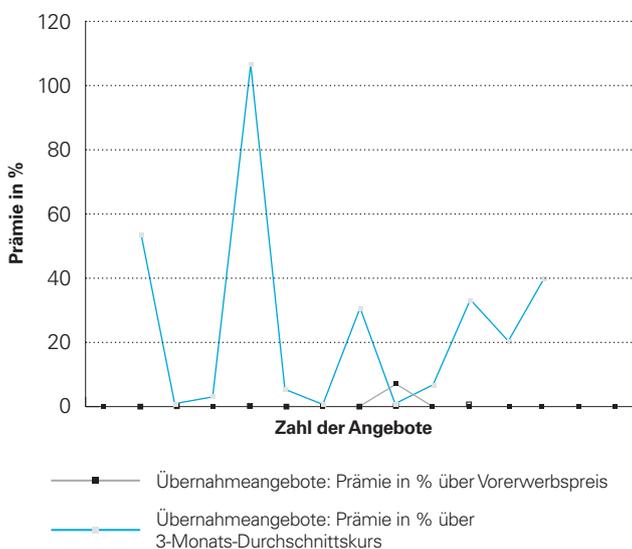
Barangebote bleiben weiterhin der Regelfall in deutschen öffentlichen Übernahmeverfahren. Nur das von White & Case unterstützte Übernahmeangebot der ADO Properties für ADLER Real Estate Anfang 2020 wurde als Tauschangebot ausgestaltet. Alle anderen Angebote waren reine Barangebote.



Art der Gegenleistung

## 1.4 Prämien

Bei Übernahmeangeboten bewegten sich die Prämien wie schon in den Vorjahren im eher niedrigen Bereich. Soweit relevante Vorerwerbe im Sinne des § 4 WpÜG-Angebotsverordnung, also in dem Zeitraum von sechs Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage vorlagen, bestimmten diese in der Regel den Mindestpreis. Eine relevante Prämie auf den Vorerwerbspreis wurde nur beim Angebot der Schneider Electric Investment AG an die Aktionäre der RIB Software SE gezahlt, bei dem ausnahmsweise der Erwerb von Aktien zum Preis von 1,00 Euro je Aktie durch Ausübung von Aktienoptionen als relevanter Vorerwerb galt.



Prämien bei freiwilligen Übernahmeangeboten 2020

Auch die Prämien auf den von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ermittelten 3-Monats Durchschnittskurs waren im Durchschnitt im Jahr 2020 erneut eher niedrig; in einigen Fällen wurden gar keine Prämien gezahlt. GlobalWafers zahlte nach einem Parallelerwerb außerhalb des Übernahmeangebots an die Aktionäre der Siltronic AG einen erhöhten Angebotspreis in Höhe von Euro 145 (nach zunächst angebotenen Euro 125). Eine ähnliche Erhöhung um ca. 10% des Angebotspreises bot Thermo Fisher Scientific bei der Übernahme von QIAGEN; allerdings scheiterte dieses Angebot trotz Preiserhöhung an der Mindestannahmeschwelle. Prämien in Höhe von = oder > 30% wurden ansonsten nur bei den Angeboten Atlas Copco/ ISRA VISION, Schneider/RIB Software, Covivio X-Tend/ Godewind Immobilien, und delius 36 (Battery Ventures)/ EASY SOFTWARE gezahlt.

Bei den Delisting-Angeboten wird weiterhin keine oder allenfalls eine geringe Prämie gezahlt (1,43% im Fall des Delisting-Angebots von KKR an die Axel-Springer Aktionäre; allerdings wird in der Angebotsunterlage auf die Beeinflussung der Aktienkursentwicklung ab dem Aufkommen von Marktgerüchten über eine mögliche Beteiligung von KKR und den attraktiven Preis des vorangegangenen Übernahmeangebots hingewiesen). In zwei der Immobilientransaktionen (Covivio X-Tend/ Godewind Immobilien und ADO/Westgrund) wurde das Übernahmeangebot mit einem Delisting-Erwerbsangebot verknüpft. Im ersten Fall wurde eine Prämie im Rahmen des kombinierten Übernahme-/Delistingangebots bezahlt. Im Falle ADO/WESTGRUND war Grundlage für die Ermittlung des Mindestpreises eine Unternehmensbewertung, da kein gültiger 3-Monats-Durchschnittskurs und kein relevanter Vorerwerb vorlagen, auf deren Basis der Mindestpreis hätte ermittelt werden können. Das gleiche galt bei Erwerb der Phicomm AG durch Philocity Holdings aus Malaysia im Rahmen des Pflichtangebots; die Phicomm AG war bei Erwerb nicht operativ tätig.

## 1.5 Untersagungen

2020 wurden insgesamt drei Untersagungsbescheide der BaFin in öffentlichen Übernahmeverfahren veröffentlicht.

Die erste Untersagung betraf das angekündigte Übernahmeangebot der Heidelberger Beteiligungsholding AG an die Aktionäre der Biofrontera AG, das als Tauschangebot ausgestaltet werden sollte. Grund für die Untersagung war die Illiquidität der Aktie der Bieterin, an der die Deutsche Balaton AG einen Anteil von 77,33% hält. Die BaFin weist in ihrem Bescheid darauf hin, dass weder im WpÜG noch in der WpÜG-AngebotsVO das Erfordernis der „Liquidität“ definiert ist. Nach dem Zweck der Regelung und im Vergleich zur alternativen Bargegenleistung sei es für die Liquidität der Gegenleistungsaktien aber entscheidend, dass sich die Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Übernahmeangebot annehmen, von den tauschweise erworbenen Gegenleistungsaktien zu angemessenen Konditionen und zeitnah gegen Zahlung einer Geldleistung in Euro trennen können, also eine zeitnahe Desinvestitionsmöglichkeit besteht. Trotz der in der vorgelegten Angebotsunterlage enthaltenen Mindestannahmeschwelle und den abgeschlossenen Non-Tender Agreements stellte die BaFin fest, dass nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage der Handel in Aktien der Bieterin an den Börsenmärkten erheblich ab- und nicht zugenommen habe. Es reiche nicht

aus, wenn als Käufer der Gegenleistungsaktien ausschließlich der Designated Sponsor zur Verfügung stehe. Mangels Liquidität der Gegenleistungsaktien wurde das Angebot daher untersagt.

Der Übernahmekampf um die Biofrontera AG zwischen den Bietern Maruho und Deutsche Balaton ging damit im Jahr 2020 nicht in die nächste Runde. Die Deutsche Balaton hatte bereits 2018 einen Untersagungsbescheid hinsichtlich eines Erwerbangebots für Biofrontera erhalten – damals genügten die Angaben zu den als Gegenleistung angebotenen Optionsscheinen in der Angebotsunterlage nicht den erforderlichen prospektrechtlichen Angaben. Im Anschluss an die erste Untersagung hatte die Deutsche Balaton zwei weitere Übernahmeangebote an die Biofrontera-Aktionäre veröffentlicht, hält aber weiterhin ebenso wie die konkurrierende Bieterin Maruho lediglich einen Anteil von knapp unter 30% der Biofrontera-Aktien.

Das OLG Frankfurt hat mit Beschluss vom 11.1.2020 (WpÜG 1/20) den Untersagungsbescheid bestätigt. Die Begründung dieser Entscheidung enthält überraschend eine Bezugnahme auf die Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht-Durchführungsverordnung und will dieser – für die Entscheidung letztlich irrelevant und weit über die etablierten Prüfungskriterien der BaFin hinausgehend - den Maßstab für die Liquidität von Aktien im Sinne des § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG entnehmen. Danach wären Tauschangebote nur dann noch möglich, wenn der Bieter über einen Freefloat von mindestens EUR 500 Mio. verfügt. Die BaFin ist darin zu bestärken, an ihrer bisherigen Praxis festzuhalten. Im Februar 2021 wurde erneut einer Bieterin aus dem Umfeld der Deutsche Balaton ein beabsichtigtes Tauschangebot – dieses Mal an die Kromi-AG-Aktionäre - wegen mangelnder Liquidität der Aktie untersagt.

Der zweite Untersagungsbescheid des Jahres 2020 betraf die versäumte Abgabe eines Pflichtangebots der VICUS GROUP AG an die Aktionäre der Travel24.com AG nach der am 15.1.2020 erfolgten Kontrollerlangung. Die fristgerechte Einreichung einer Angebotsunterlage war in diesem Fall nicht erfolgt, so dass die BaFin mit dem Erlass des Untersagungsbescheids insbesondere die Zinspflicht (§ 38 Nr. 3 WpÜG) und den Rechtsverlust (§ 59 WpÜG) außer Streit stellen wollte. VICUS GROUP veröffentlichte schließlich am 25.11.2020 ein Pflichtangebot gemeinsam mit drei Privatpersonen. In der Angebotsunterlage wird darauf hingewiesen, dass nach Ansicht der BaFin die Kontrollerlangung bereits spätestens am 5.10.2017 hätte veröffentlicht werden müssen aufgrund der Kontrollerlangung der VICUS GROUP am 28.9.2017;

eine weitere Kontrollerlangung erfolgte im September 2019. Der Angebotspreis berücksichtigt die Zinspflicht gemäß § 38 WpÜG.

Die dritte durch die BaFin am 21.8.2020 veröffentlichte Untersagung betraf ebenfalls eine unterlassene fristgerechte Einreichung einer Angebotsunterlage über ein Pflichtangebot, das Dana Middle East Technology W.L.L. (Manama Bahrain) und Herr Naif Omar A Alharti (Saudi-Arabien) nach der gemeldeten Kontrollerlangung im Sinne des WpÜG bei der Fritz Nols AG hätten einreichen müssen. Die Bieter nahmen öffentlich zu der Untersagung Stellung und begründeten das unterlassene Pflichtangebot mit der weltweit angespannten Lage aufgrund der kursierenden COVID-19-Pandemie, daraus resultierender Grenzschließungen und weiterer globaler Verwerfungen. Ferner wäre bei der Zielgesellschaft kein Ansprechpartner vorhanden, um konstruktiv zu kommunizieren, da bei der Zielgesellschaft der Aufsichtsrat nicht vollständig besetzt sei. Unklar sei auch, ob der aktuelle Vorstandsvorsitzende noch im Amt weile. Weiterhin sei die Hinterlegung von Geldern auf einem separaten Sperrkonto in Saudi-Arabien, dem Wohnsitz eines der Bieter, nicht üblich, so dass es zu Verzögerungen beim Erhalt der Finanzierungsbestätigung gekommen sei. Bis Ende Februar 2021 war weiterhin kein Pflichtangebot in dieser Sache veröffentlicht.

## **2. Aktuelle Marktpraxis für erfolgreiche Übernahmeverfahren**

Nachdem das Jahr 2020 spätestens seit März von der COVID-19-Pandemie dominiert wurde, stellt sich die Frage, ob die Bieter anders als in den Vorjahren hinsichtlich der Gestaltung und Absicherung ihrer Angebote an die Aktionäre börsennotierter Gesellschaften agiert haben. Wie die nachfolgend untersuchten Parameter zeigen, hat sich der Markt für öffentliche Übernahmen insgesamt von der Pandemie wenig beeindruckt gezeigt.

Nur ein freiwilliges Übernahmeangebot, nämlich das von White & Case begleitete im Januar 2020 - also vor Ausbruch der weltweiten Pandemie - veröffentlichte Umtauschangebot der ADO Properties an die ADLER Real Estate-Aktionäre enthielt keine Bedingungen. Hintergrund des Verzichts auf Angebotsbedingungen war in diesem Fall die Absicherung des Angebots durch den Abschluss von unwiderruflichen Annahmeverpflichtungen im Vorfeld der Transaktion sowie das Vorliegen der Kartellfreigabe vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Ansonsten wurde wie in den Vorjahren das breite Spektrum zulässiger Bedingungen im Sinne des WpÜG genutzt.

## 2.1 Marktbezogene Bedingungen

Anders als man während einer globalen Pandemie erwarten würde, spielten marktbezogene Bedingungen nur bei den wenigen großen Transaktionen des Jahres 2020 eine Rolle. Das letzte 2020 veröffentlichte Übernahmeangebot (GlobalWafers/Siltronic) enthält beispielsweise die Vollzugsvoraussetzung, dass vor Ablauf der Annahmefrist keine Ad-hoc-Mitteilung wegen nachteiliger Veränderung der Zielgesellschaft veröffentlicht worden sein darf und ein bestimmter Index (in diesem Fall der Halbleiter-Index PHLX-Semiconductor-Sector Index (NASDAQ) und der MDAX) nicht wesentlich abgefallen sein darf. Dabei wurde die „Wesentliche Ad-hoc-Pflichtige Nachteilige Veränderung der Zielgesellschaft“ mit einem EBITDA von mindestens Euro 100 Mio. ebenso wie die Index-Werte präzise definiert. Auch bei den Übernahmen von Metro und QIAGEN, also bei den weiteren Übernahmen mit den höchsten Transaktionsvolumina im Jahr 2020, wurde auf eine näher definierte Entwicklung des relevanten Marktindex als Vollzugsbedingung abgestellt. Bei QIAGEN wurde bereits in der Angebotsunterlage ein „Unabhängiger Gutachter“ benannt, um die Wesentlichkeit von etwaigen Verstößen zu überprüfen; bei der Übernahme von Siltronic soll der „Unabhängige Sachverständige“, der nicht näher im Voraus bestimmt wurde, nur auf Verlangen der Bieterin tätig werden.

## 2.2 Mindestannahmeschwelle

Wie schon in den letzten Jahren hat sich auch im Jahr 2020 das Erreichen einer Mindestannahmeschwelle als besondere Hürde für Bieter erwiesen. In nur sechs der 15 veröffentlichten freiwilligen Übernahmeangebote war eine Mindestannahmeschwelle vorgesehen. Nur bei der Hälfte dieser Fälle konnte die zunächst in der Angebotsunterlage festgesetzte Mindestannahmeschwelle am Ende der Angebotsfrist auch erreicht werden. Im letzten Verfahren 2020 (GlobalWafers/Siltronic) musste die Mindestannahmeschwelle von 65% auf 50% abgesenkt werden. Die 50%-Schwelle wurde schließlich mit einer Annahmquote von 56,92 % überschritten (am Ende der weiteren Annahmefrist betrug die Annahmquote sogar 70,27%). Anders verlief die Übernahme von QIAGEN: Hier verfügte die Bieter nach Ende der Annahmefrist lediglich über 46,59% des Grundkapitals und hatte damit die von 75% auf 66,67% abgesenkte Mindestannahmeschwelle nicht erreicht. Offenbar hielten die QIAGEN-Aktionäre den Angebotspreis für unzureichend, nachdem QIAGENS Umsatz und Gewinn wegen der großen Nachfrage nach Corona-Tests deutlich gestiegen war. Die PRINTad Verlags GmbH konnte mit dem Übernahmeangebot für InTiCa Systems lediglich die Kontrollschwelle von 30% knapp überschreiten - auf die Mindestannahmeschwelle von 50% + 1 Aktie hatte man zuvor verzichtet. Bei den anderen Angeboten mit

Mindestannahmeschwelle (Hyundai/Sixt; deltuS 36 (Battery Ventures)/EASY SOFTWARE; Schneider/RIB) wurden die gesetzten Mindestannahmeschwellen ohne nachträgliche Absenkung jeweils erfolgreich überschritten.

## 2.3 Sonstige Trends bei der Ausgestaltung von Übernahmeverfahren

### (a) Annahmefrist

Der Markttrend geht eindeutig zu der kurzen gesetzlichen Mindestfrist von vier Wochen, da längere Annahmefristen in der Vergangenheit die Erfolgsaussichten des Angebots nicht erhöht haben. Gerade die professionellen Anleger tendieren ihre Aktien erst kurz vor Ende der Annahmefrist – unabhängig davon, wie lange diese ist. Nur bei der Übernahme von Renk durch Triton und beim QIAGEN-Übernahmeverfahren waren 10 Wochen als Annahmefrist vorgesehen.

### (b) Regulatorische Bedingungen

Die Durchführung regulatorischer Verfahren hat aufgrund der in den letzten Jahren stetig verschärften außenwirtschaftsrechtlichen Regelungen in Europa und den USA (siehe dazu unten 5.1.) zugenommen. So musste beispielsweise der tschechische Bieter Daniel Křetinský für die Übernahme der Metro investitionskontrollrechtliche Freigaben in Frankreich sowie Italien einholen und das Angebot unter die Bedingung der Erteilung dieser Freigaben stellen. Der taiwanesischen Bieter GlobalWafers ließ sich bei Durchführung sämtlicher Investitionskontroll- und Kartellverfahren im Zusammenhang mit der Übernahme der Siltronic AG von White & Case beraten. Die Übernahme von Renk durch Triton unterlag der sektorspezifischen Prüfung i.S.d. § 60 AWW und weiteren außenwirtschaftsrechtlichen Prüfverfahren in Frankreich, Kanada, Großbritannien sowie in den USA. Im Fall der Übernahme der RIB Software SE durch die Schneider Electric Investment AG erfolgt die CFIUS-Anmeldung vorsorglich im freiwilligen Verfahren. Die Akquisition von ISRA VISION durch Atlas Copco unterlag zwingend der investitionskontrollrechtlichen Prüfung in den USA, da US-amerikanische Tochtergesellschaften von ISRA VISION Anlagen mit kritischer Technologie betreiben, für die das CFIUS Anmeldungen zwingend vorschreibt.

Bei der Übernahme der Sixt Leasing SE durch die Hyundai Capital Bank Europe GmbH war die Durchführung eines sog. Inhaberkontrollverfahrens, also eine Genehmigung der Transaktion durch die BaFin erforderlich. In diesen Fällen muss die BaFin entweder (i) den beabsichtigten Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an einem Institut i.S. des KWG innerhalb der ihr nach § 2c Abs. 1a KWG zur Verfügung stehenden Frist (60 Arbeitstage) untersagen oder (ii) innerhalb dieser Frist eine entsprechende Nichtbeanstandungserklärung

in Bezug auf den beabsichtigten Erwerb einer bedeutenden Beteiligung im Zusammenhang mit der Transaktion abgegeben haben. Die Transaktion wurde im Juli 2020 erfolgreich vollzogen.

Kartellrechtliche Verfahren wurden im Jahr 2020 in zehn Fällen durchgeführt.

### **(c) Business Combination Agreements und sonstige Vereinbarungen im Vorfeld der Transaktion**

In der übernahmerechtlichen Praxis hat sich der Abschluss sog. Vorfeldvereinbarungen bewährt. Gerade bei den bedeutenderen Transaktionen wird auf diesem Weg durch die gemeinsame Festlegung von wesentlichen Parametern im Zusammenhang mit der Transaktion und der geplanten anschließenden Integration der Rahmen für eine erfolgreiche Unternehmensübernahme gesteckt. Weiterhin werden die wesentlichen Inhalte einer solchen Vorfeldvereinbarung in der Angebotsunterlage zusammenfassend dargestellt. Eine vollständige Veröffentlichung von Vorfeldvereinbarungen erfolgt in der Regel nicht, allenfalls deren summarische Darstellung in Ad hoc-Veröffentlichungen oder Pressemitteilungen.

Gerade bei den bedeutenderen Übernahmen wie zuletzt der Übernahme von Siltronic durch GlobalWafers, aber auch bei der Übernahme von ISRA VISION durch Atlas Copco, der Übernahme von RIB Software durch Schneider Electric, der gescheiterten Übernahme von QIAGEN durch Thermo Fisher wie auch beim Umtauschangebot von ADO Properties an die Aktionäre der ADLER Real Estate wurden im Vorfeld Business Combination Agreements (BCA) abgeschlossen. Thermo Fisher und QIAGEN passten das BCA nach Änderung des Angebots (Verbesserung des Angebotspreises und Absenkung der Mindestannahmeschwelle) an; das Angebot konnte dennoch nicht vollzogen werden. Teil des BCA im Fall der gescheiterten QIAGEN-Übernahme war laut Presseberichten eine Break Fee von US-\$ 95 Mio. Nach dem BCA zwischen ADO Properties und ADLER Real Estate wäre die Bieterin bei Scheitern der Transaktion verpflichtet gewesen, der ADLER Real Estate eine Break Fee von EUR 50,0 Millionen zu zahlen und ADLER Real Estate wäre ebenfalls verpflichtet, der Zielgesellschaft eine Kooperationsstrafe in gleicher Höhe zu zahlen. Sonstige Vereinbarungen über etwaige Break Fees in BCAs wurden nicht öffentlich bekannt. Triton schloss bei der Übernahme von Renk eine sog. Investitionsvereinbarung ab.

Hintergrund der Übernahme der Rhön-Kliniken durch Asklepios war eine Joint Venture Vereinbarung, die die Bieterin mit den Großaktionären der Rhön Klinikum AG abgeschlossen hatte.

Auch bei Delistings werden regelmäßig sog. Delisting-Vereinbarungen abgeschlossen, im Jahr 2020 in drei von fünf Delisting-Verfahren.

### **(d) Vorerwerbe und Unwiderrufliche Annahmeverpflichtung**

In den letzten Jahren hat sich die Praxis manifestiert, den Erfolg des Übernahmeangebots durch entsprechende begleitende Maßnahmen im Vorfeld abzusichern. Kernbestandteile sind neben Vorerwerben größerer Aktienpakete insbesondere der Abschluss von bedingten Aktienkaufverträgen oder Optionsvereinbarungen sowie sog. Irrevocable Undertakings (Unwiderrufliche Annahmeverpflichtungen) mit Aktionären der Zielgesellschaft.

Irrevocable Undertakings, also die unwiderrufliche(n) Verpflichtung(en) von Aktionären zur Annahme eines Übernahmeangebots, spielen weiterhin zur Absicherung des Transaktionserfolgs eine Rolle und haben sich in der deutschen Übernahmep Praxis etabliert. Im Jahr 2020 wurden im Zusammenhang mit fünf Übernahmeangeboten solche Vorfeldvereinbarungen mit Aktionären abgeschlossen. So schloss GlobalWafers gemeinsam mit der Bieterin im Vorfeld des Übernahmeangebots für die Siltronic AG eine Unwiderrufliche Annahmeerklärung mit Wacker Chemie ab, mit der sich die Bieterin ein Aktienpaket in Höhe von ca. 30% des Grundkapitals absicherte. Der PE-Bieter Battery Ventures verschaffte sich sogar den Zugriff auf rund 62% des Grundkapitals der EASY SOFTWARE AG über derartige Unwiderrufliche Annahmeverpflichtungen. In ähnlicher Weise sicherte sich Atlas Copco ein Aktienpaket in Höhe von ca. 29% und Schneider beim Angebot für RIB Software 9% des Grundkapitals der jeweiligen Zielgesellschaft. Auch ADO Properties hatte vor Veröffentlichung des Umtauschangebots unwiderrufliche Verpflichtungen von ADLER Aktionären im Umfang von ca. 52% des Grundkapitals erhalten.

Aktienkaufverträge wurden bei 14 (der insgesamt 23) Angeboten in verschiedenen Ausgestaltungen abgeschlossen.

Allerdings wird gerade bei den volumenstarken Angeboten - je nach der mit dem Angebot verfolgten Absicht - teilweise auf derartige Absicherungsmaßnahmen verzichtet. Beispielsweise fehlten im jüngsten Angebot des tschechischen Investors Daniel Křetínský für Metro jegliche Absicherungsmaßnahmen, da der Investor bereits im Besitz von 29,99% der Stimmrechte vor Abgabe des Angebots war und das erneute Übernahmeangebot lediglich dem Kontrollerwerb und damit der Vermeidung eines Pflichtangebots diente. Anders war die Sachlage

beim versuchten Erwerb von QIAGEN durch Thermo Fisher Scientific, der letztendlich am Nichterreichen der Mindestannahmeschwelle scheiterte, obwohl der Bieter mit einem Aufschlag von zuletzt 30% auf den von der BaFin ermittelten Drei-Monats-Durchschnittskurs eine attraktive Kaufprämie angeboten hatte. Da Thermo Fisher Scientific sich nicht den Zugriff auf größere Aktienpakete durch entsprechende Maßnahmen absichern konnte, scheiterte der Übernahmever such. Bei der Übernahme der InTiCa Systems konnte die PRINTad Verlags GmbH nur das angestrebte Überschreiten der Kontrollschwelle durch Verzicht auf die Mindestannahmeschwelle von 50% + 1 Aktie erreichen. Auch in diesem Fall wäre mangels sonstiger Absicherungsmaßnahme das Angebot ansonsten an der Mindestannahmeschwelle gescheitert.

#### **(e) Nichtannahmevereinbarungen**

Vereinbarungen mit dem Ziel der Nichteinreichung von Aktien dienen insbesondere der Reduzierung des Transaktions- und damit auch des Finanzierungsvolumens. Grundsätzlich verlangt die BaFin, dass der Bieter vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage sicherstellt, dass die Mittel zur vollständigen Erfüllung des Angebots (d.h. zum Erwerb aller Dritten gehörenden Aktien) bereitstehen. Allerdings hatte die BaFin ihre langjährige Praxis bereits 2010 gelockert und lässt qualifizierte Nichtannahmevereinbarungen unter bestimmten Voraussetzungen (insbesondere Abschluss einer Depotsperrvereinbarung und Vereinbarung einer Vertragsstrafe bei Verstoß gegen die Nichtannahmevereinbarung) als Maßnahme zur Sicherstellung der Finanzierung gelten. Gelegentlich verzichten Bieter allerdings auf die Berücksichtigung solcher Non-Tender Agreements für die einzureichende Finanzierungsbestätigung, zuletzt 2020 Schneider Electric beim Übernahmeangebot für RIB Software. Non-Tender Agreements sind inzwischen gängige Marktpraxis und wurden 2020 in 13 Fällen (bei insgesamt 23 Verfahren) abgeschlossen.

### **3. Stellungnahmen der Zielgesellschaft**

Wie bereits in den Vorjahren stellte die gemeinsame Abgabe der begründeten Stellungnahme durch Vorstand und Aufsichtsrat den Regelfall in Übernahmeverfahren 2020 dar. 2019 hatte lediglich der Vorstand von Biofrontera zum Erwerbsangebot der Maruho Deutschland im Nachgang alleine eine geänderte Stellungnahme veröffentlicht, mit der die Absicht erklärt wurde, das Angebot annehmen zu wollen. 2020 wurden nur bei der Übernahme der Rhön-Klinikum

AG durch die Asklepios Kliniken getrennte Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat veröffentlicht. Hintergrund dürften hier Beteiligungen diverser Aufsichtsratsmitglieder an der Zielgesellschaft und die im Ursprung unfreundliche Übernahme gewesen sein. White & Case war hier beratend für den Finanzberater des Aufsichtsrats der Rhön-Klinikum AG im Zusammenhang mit der Erstellung der Fairness Opinion tätig.

In dreizehn von 23 Fällen begrüßten Vorstand und Aufsichtsrat das Angebot der jeweiligen Bieter; nur in vier Fällen erfolgte ein ablehnendes Votum von Vorstand und Aufsichtsrat. Erneut setzte sich das Metro-Management gegen das wiederholte Übernahmeangebot des tschechischen Investors Daniel Křetinský zur Wehr, nachdem bereits 2019 dessen am Ende erfolgloses Übernahmeangebot auf Ablehnung des Managements gestoßen war.

Vorstand und Aufsichtsrat der Vita34 sowie von InTiCa Systems begründeten ihre Empfehlungen, das jeweils abgegebene Angebot nicht anzunehmen mit dem nach ihrer Auffassung zu niedrigen Angebotspreis. Anders argumentierten hingegen Vorstand und Aufsichtsrat der MVV Energie AG in ihrer ablehnenden Stellungnahme, in dem sie auf den Erhalt des Streubesitzes auf aktuellem Niveau (vor Vollzug des Übernahmeangebots) im Sinne des Konzerninteresses abstellen.

Auch wenn mit rund 26% (6 von 23 ausgewerteten Stellungnahmen) der Anteil der neutralen Stellungnahmen im Vergleich zum Vorjahr rückläufig war, hat sich die Zurückhaltung des Managements der Zielgesellschaft hinsichtlich einer eindeutigen positiven oder negativen Stellungnahme im Markt etabliert. Damit steht die von der BaFin akzeptierte Rechtspraxis im Widerspruch zur Theorie, wird doch von Seiten der Literatur gefordert, die neutrale Stellungnahme auf wenige Ausnahmefälle zu begrenzen. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob eine solche Neutralität des Managements dem Sinn und Zweck der Stellungnahme im Sinne des § 27 WpÜG gerecht wird. Für die Praxis bleibt festzuhalten, dass neutrale Stellungnahmen auf Basis einer umfassenden Gesamtbetrachtung des konkreten Falls erfolgen sollten und dann – sollte das Gesamtbild keine Handlungsempfehlung zulassen – eine neutrale (begründete) Stellungnahme zulässig ist.

Einen Sonderfall bei den neutralen Stellungnahmen stellte die Transaktion rund um die Rocket Internet SE dar. Im Rahmen dieses öffentlichen Delisting-Rückerwerbsangebots war die Rocket Internet sowohl Bieter, als auch Zielgesellschaft. Eine konkrete Handlungsempfehlung

von Vorstand und Aufsichtsrat – also keine neutralen Stellungnahme – wäre daher eine Empfehlung für oder gegen das eigene Angebot gewesen.

Waren es im Vorjahr noch sechs Fälle, haben in 2020 die Betriebsräte bzw. Arbeitnehmervertreter nach Unterrichtung über das Angebot gem. § 10 Abs. 5 WpÜG in nur vier Fällen von ihrem Recht Gebrauch gemacht, neben Vorstand und Aufsichtsrat eine eigene Stellungnahme zu veröffentlichen. Im Falle Metro verwies der Betriebsrat auf seine bereits in 2019 abgegebene Stellungnahme, nach der vor allem ein etwaiger Stellenabbau durch Abschluss einer Investorenvereinbarung vermieden werden soll.

Die Einholung von Fairness Opinions durch die Leitungsorgane gilt mittlerweile als Standard. 2020 wurden in 15 der 23 Angebotsverfahren Fairness Opinions eingeholt. Vorstand und Aufsichtsrat von Metro holten sogar drei Bewertungsgutachten ein (BofA Securities, Goldman Sachs und Rothschild), welche als Grundlage der ablehnenden Stellungnahme dienten.

#### **4. Rechtsprechung zum Übernahmerecht 2020**

Streitgegenstand übernahmerechtlicher Rechtsstreitigkeiten war auch im Jahr 2020 die Angemessenheit der Gegenleistung – in einem Fall aufgrund von abgeschlossenen Verträgen im Nachgang zum Übernahmeangebot und im anderen Fall wegen im Vorfeld des Übernahmeangebots abgeschlossener Vereinbarungen. Erneut standen die Übernahme von Stada durch die Private Equity Investoren Bain und Cinven aus dem Jahr 2017 und die anschließenden Integrationsmaßnahmen sowie die Übernahme der Deutschen Postbank durch die Deutsche Bank aus dem Jahr 2010 auf dem Prüfstand.

Das Oberlandesgericht Frankfurt hat nunmehr mit Urteil vom 7.7.2020 (5 U 71/19) die erstinstanzliche Entscheidung in Sachen Stada rechtskräftig bestätigt. Hintergrund des Verfahrens war eine Vereinbarung der Bieterin bzw. deren Schwestergesellschaft mit Elliott einen Tag vor Ende der weiteren Annahmefrist über ein Irrevocable Commitment, durch welches sich Elliott verpflichtete, im Rahmen der Hauptversammlung einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit einem Mindestabfindungsangebot von Euro 74,40 zuzustimmen. Die Klägerin hatte innerhalb der Annahmefrist das Übernahmeangebot in Höhe von Euro 66,25 angenommen.

Elliott hatte auf Grundlage des Irrevocable Commitment sein gesamtes Aktienpaket zu dem dort vereinbarten deutlich höheren Preis von Euro 74,40 je Aktie an die Stada-Eigentümer verkauft.

Das OLG hat bestätigt, dass einem Nachzahlungsanspruch gemäß § 31 Abs. 5 S. 1 WpÜG die Bereichsausnahme des § 31 Abs. 5 S. 2 WpÜG entgegensteht. Der Abfindungsanspruch aus einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (§ 305 Abs. 1 AktG) ist nach Auffassung des OLG Frankfurt ein Fall der gesetzlichen Verpflichtung zur Zahlung einer Abfindung an Aktionäre. Gleiches gelte für einen etwaigen Anspruch aus § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG. Hinsichtlich eines Schadensersatzanspruchs wegen Veröffentlichung einer unrichtigen Angebotsunterlage gemäß § 12 Abs. 1 WpÜG stellt das Oberlandesgericht klar, dass dessen Voraussetzungen nicht bereits dann erfüllt seien, wenn die etwaige Möglichkeit zum Abschluss eines solchen Vertrages oder ein dahingehender „Mentalvorbehalt“ nicht ausdrücklich in der Angebotsunterlage erwähnt sind. Auch das Unterlassen der Aktualisierung einer ursprünglich richtigen/vollständigen Angebotsunterlage erfüllt danach nicht den Haftungstatbestand des § 12 Abs. 1 WpÜG.

Zur Frage, inwieweit Vorfeldvereinbarungen zu einem Kontrollerwerb des Bieters führen und damit das Übernahmeangebot zu spät durchgeführt wurde, hat das OLG Köln mit zwei weitgehend parallel ausgeführten Urteilen am 16.12.2020 (13 U 166/11; 13 U 231/17) in Sachen Deutsche Bank//Postbank Stellung bezogen. Hintergrund waren die Klagen mehrerer ehemaliger Postbank-Aktionäre, die im Rahmen der Übernahme durch die Deutsche Bank das Übernahmeangebot zu Euro 25,00 im Jahr 2010 angenommen hatten. Unter Verweis auf bereits 2008 mit der Postbank abgeschlossene Verträge warfen Aktionäre der Deutschen Bank vor, dass aufgrund der durch die Verträge erfolgten Kontrollerlangung bereits vor 2010 ein Pflichtangebot zu einem deutlich höheren Angebotspreis hätte erfolgen müssen und machten die Zahlung des Differenzbetrags geltend.

Ausgangspunkt der Verfahren war die 2011 vom Effecten-Spiegel beim Landgericht Köln eingereichte Klage (82 O 28/11). Im weiteren Prozessverlauf wies der Bundesgerichtshof die Sache an das OLG Köln zurück (II ZR 353/12). In der Folge reichten mehrere Kleinaktionäre ebenfalls Klage beim Landgericht Köln (13 U 231/17) ein, welches ihnen 2017 im Wesentlichen Recht gab. Mit den beiden jüngsten Urteilen vom 16.12.2020 hat das

Oberlandesgericht Köln der Berufung der Deutschen Bank stattgegeben.

Das OLG stellt in seinen nicht rechtskräftigen Entscheidungen klar, dass weder die Ursprungsvereinbarung zwischen der Deutschen Bank und der Deutschen Postbank aus dem September 2008, noch etwaige spätere Handlungen zu einem Kontrollerwerb der Deutschen Bank vor Oktober 2010 geführt haben. Insbesondere hat die Deutsche Bank nicht zu einem früheren Zeitpunkt die für ein die Abgabe eines Pflichtangebots maßgebliche Kontrollschwelle von 30% der Stimmrechte der Deutschen Postbank aufgrund von Vereinbarungen wie einem Aktienpfandvertrag oder einer Zwangsumtauschleihe überschritten. Auch eine Zurechnung von Stimmrechten aufgrund abgestimmten Verhaltens (acting in concert) habe nicht vorgelegen. Maßgeblich sei die vereinbarte Interessenschutzklausel, mit der sich die Bieterin verpflichtet hatte, die ihr zustehenden aktienrechtlichen Rechte bis zum Vollzug der Zwangsumtauschleihen nur unter Berücksichtigung der Interessen der Zielgesellschaft auszuüben.

Auch in einer zeitlichen gestaffelten Übertragung von Aktien sei kein Zurechnungsgrund zu sehen. Mangels Einflussnahme auf die Zielgesellschaft könnten auch der Abschluss von Stand-still oder Nichteinlieferungsvereinbarungen kein abgestimmtes Verhalten begründen.

Im Ergebnis hat der Senat ein acting in concert verneint, eine Revision aber mit Blick auf die Rechtsfragen im Zusammenhang mit der Auslegung der Zurechnungstatbestände des § 30 Abs. 2 WpÜG ausdrücklich zugelassen. Zumindest mit dem Effecten-Spiegel hat bereits ein Aktionär von diesem Recht Gebrauch gemacht und Revision gegen das Urteil des Oberlandesgerichts Köln eingelegt.

## **5. Anpassungen der rechtlichen Rahmenbedingungen für Public Takeovers in Deutschland**

### **5.1 Erneute Änderungen der außenwirtschaftsrechtlichen Rahmenbedingungen**

Die Verordnung (EU) 2019/452 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. März 2019 zur Schaffung eines Rahmens für die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen (EU-Screening-VO) in der Union wurde im EU-Amtsblatt vom 21. März 2019 verkündet und entfaltet ihre Wirkung seit Oktober 2020. Der deutsche Gesetzgeber hat

mit der am 17.7.2020 in Kraft getretenen AWG-Novelle die Rechtsgrundlagen des deutschen Investitionsprüfungsrecht an die Vorgaben der EU-Screening VO angepasst. Darüber hinaus hat der Gesetzgeber durch zwei weitere Novellen der Außenwirtschaftsverordnung (AWV) den in der EU-Screening-VO vorgesehenen Kooperationsmechanismus implementiert sowie auf Entwicklungen der Corona-Pandemie reagiert.

Verschärft wurde im Rahmen der AWG-Novelle insbesondere der Prüfungsmaßstab: Es kommt nunmehr darauf an, ob der Erwerb durch einen Nicht-EU-/EFTA-Investor zu einer „voraussichtlichen Beeinträchtigung“ der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit führt (statt wie bisher zu einer „tatsächlichen Gefährdung“). Der Prüfungsmaßstab „voraussichtliche Beeinträchtigung“ stellt bei kritischen Unternehmenserwerben eine Erweiterung des Ermessensspielraums des für die Verfahren führend zuständigen Bundeswirtschaftsministeriums (BMWi) und damit eine Verschärfung dar.

Die 16. Verordnung zur Änderung der AWV, die am 29.10.2020 in Kraft getreten ist, implementiert insbesondere den europäischen Screening-Mechanismus. Danach gehören zum Prüfprogramm der Investitionsprüfung nunmehr auch voraussichtliche Beeinträchtigungen der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit anderer EU-Mitgliedstaaten sowie im Hinblick auf bestimmte Projekte und Programme von Unionsinteresse. Im Januar 2021 hat das BMWi eine weitere AWV-Novelle zur Konsultation gestellt, mit der ausgehend von den Vorgaben der EU-Screening-VO weitere kritische Technologien künftig besondere Sicherheitsrelevanz haben sollen und daher bereits ab einem Anteilserwerb von 10 Prozent prüfbar und meldepflichtig sein sollen. Die Konsultation der angekündigten weiteren AWV-Novelle wurde am 26.2.2021 abgeschlossen.

Bereits am 2.6.2020 war die 15. Änderungsverordnung zur AWV in Kraft getreten, deren Fokus eine erweiterte Prüfpflicht bei Erwerb von Unternehmen im Gesundheitssektor – mit Blick auf die Corona-Pandemie – war.

Nicht nur die Einführung des europäischen Kooperationsmechanismus hat die Komplexität regulatorischer Verfahren insbesondere bei grenzüberschreitenden Transaktionen erhöht. Mit Blick auf die Verlängerung der Transaktionsdauer bei Einleitung eines investitionskontrollrechtlichen Prüfverfahrens und der Notwendigkeit der Koordination mit anderen Prüfverfahren (insbesondere Kartell- und in Einzelfällen

Inhaberkontrollverfahren) bei vielen Transaktionen wird jeder Bieter die Einleitung regulatorischer Prüfverfahren zu einem möglichst frühen Zeitpunkt mit dem Ziel der Rechtssicherheit anstreben. Darüber hinaus ist in diesen Fällen die Aufnahme regulatorischer Bedingungen in der Angebotsunterlage zwingend erforderlich.

## 5.2 COVID-19 und das Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz (WStFG)

Mit Blick auf die COVID-19-Pandemie ist der deutsche Gesetzgeber zum Schutz der Wirtschaft nicht untätig geblieben – mittels eines neu errichteten Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) soll für einen begrenzten Zeitraum durch gezielte Maßnahmen eine Stützung der Realwirtschaft und Sicherung von Arbeitsplätzen erfolgen. Grundlage dafür ist das Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz (WStFG) vom 27.03.2020, welches das Stabilisierungsfondsgesetz (StFG, Artikel 1) und das Wirtschaftsstabilisierungsbeschleunigungsgesetz (WStBG, Artikel 2) umfasst.

Zwecks Rekapitalisierung kann sich etwa der Bund über den WSF gem. § 22 Abs. 1 StFG an zu stabilisierenden Gesellschaften – auch börsennotierten Unternehmen - beteiligen. Hierzu sieht das WStFG einige Verfahrenserleichterungen vor. So besteht bei Erwerb von Anteilen durch den Fonds keine Informationspflicht gegenüber dem Wirtschaftsausschuss bzw. Betriebsrat und auch keine wertpapierhandelsrechtliche Mitteilungspflicht. Bei Erlangung der Kontrolle im Sinne des WpÜG befreit die BaFin den Fonds von der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots. Es findet auch keine Stimmrechtszurechnung statt, wenn Aktionäre mit dem Bund oder dem Fonds im Zusammenhang mit Stabilisierungsmaßnahmen die Ausübung von Stimmrechten abstimmen.

Falls der Bund (bzw. der Wirtschaftsstabilisierungsfonds) ein freiwilliges Übernahmeangebot abgibt, gelten Sonderregelungen insbesondere hinsichtlich der Länge der Annahmefrist und des Angebotspreises. Der Fonds kann einen aktienrechtlichen Squeeze-out durchführen, wenn ihm 90 Prozent der Aktien gehören (statt den ansonsten aktienrechtlich festgelegten 95 Prozent). Ein Anwendungsfall der übernahmerechtlichen Ausnahmen des WStFG ist bisher im Markt nicht bekannt geworden. Bedeutende Verfahren unter dem WStBG waren 2020 das Stabilisierungspaket für die Deutsche Lufthansa (unter Beteiligung von White & Case) sowie die Restrukturierung der TUI AG.

## 5.3 Marktmissbrauchsverordnung und Emittentenleitfaden

Im Übernahmerecht ist die Verwaltungspraxis der BaFin zu Ad-hoc-Publizität und Insiderrecht von besonderer Bedeutung. Am 22.4.2020 veröffentlichte die BaFin das Modul C (Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)) als weiteren Teil der 5. Auflage des zuletzt 2013 komplett überarbeiteten Emittentenleitfadens auf ihrer Homepage. Hintergrund der Neuauflage waren die seit 2016 geltende MAR, zwischenzeitlich ergangene Rechtsprechung sowie Anpassungen der laufenden Verwaltungspraxis. Mit der Neuauflage steht den Kapitalmarktteilnehmern ein transparenter Leitfaden im Bereich der durch die MAR geregelten Themen Ad-hoc-Publizität sowie des Insider- und des Marktmissbrauchstatbestands zur Verfügung, der auch im Zusammenhang mit WpÜG-Transaktionen Hilfestellung bei der Bewertung einzelner Fragen leistet.

Insbesondere in der Vorbereitungsphase einer öffentlichen Übernahme sind insiderrelevante Zwischenschritten von Bedeutung. Die BaFin hat insoweit ihre Vorgaben durch Beispiele ergänzt und zeigt damit, dass es auf die schon im Entwurf des Modul C angelegte Einzelfallbetrachtung ankommt. Folgende Änderungen gegenüber dem Entwurf sind hervorzuheben:

- Ob der Abschluss eines Letter of Intent im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion insiderrelevant ist, soll davon abhängen, ob er beispielsweise Vereinbarungen über die Eckpunkte des künftigen Vertrags, eine Preisspanne oder eine Vereinbarung enthält, in der sich der ernsthafte Einigungswille der Verhandlungspartner manifestiert. Auch eine bereits feste Übernahmeabsicht kommt nach der neuen Wortwahl der BaFin nur dann als relevanter Zwischenschritt in Betracht, wenn sie sich „manifestiert“ hat.
- Der Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung zum erstmaligen Informationsaustausch erfolgt bei Transaktionen regelmäßig in einem frühen Prozessstadium, weshalb zu diesem Zeitpunkt der Transaktionserfolg noch „unwahrscheinlich“ sei und deshalb regelmäßig noch keine Insiderinformation vorliege.
- Bei bestehenden internen Gremienvorbehalten wird betont, dass es für die Insiderrelevanz auf die Umstände des Einzelfalls ankommt. Bei Fehlen besonderer Umstände könne in der Regel davon ausgegangen werden, dass der Vorstand im Wege der Zusammenarbeit mit dem Aufsichtsrat bereits im Vorfeld eine Indikation betreffend die Entscheidung des Aufsichtsrats besitze.

Angepasst wurden auch die Rahmenbedingungen für den Aufschub der Veröffentlichung der Insiderinformation - statt bisher „Selbstbefreiung“ wird nun durchgängig der Terminus „Aufschub der Ad-hoc-Publizität“ verwendet. Wenn im Aufschubzeitraum die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr gewährleistet ist, muss diese nach Art. 17 Abs. 7 MAR unverzüglich veröffentlicht werden. Dies schließt auch den Fall ein, dass ein „ausreichend präzises Gerücht“ verbreitet wird, das auf eine Insiderinformation Bezug nimmt. Die BaFin weist darauf hin, dass es europaweit keine vereinheitlichte Antwort zu der Frage gibt, wann ein Gerücht „ausreichend präzise“ ist. Laut BaFin ist ein Gerücht dann ausreichend präzise, wenn es einen wahren Tatsachekern enthält und einen konkreten Bezug zu einer Insiderinformation hat. Das sei immer dann der Fall, wenn die aus dem Gerücht abzuleitende Information darauf schließen lässt, dass ein Informationsleck entstanden und daher die Vertraulichkeit dieser Insiderinformation nicht mehr gewährleistet sei, also dann, wenn Teile der Insiderinformation zugrundeliegenden Umstände kolportiert oder sogar Details oder die gesamte Information bekannt werden. In solchen (aus Sicht der BaFin Ausnahme-) Fällen, die vom Emittenten auf Einzelfallbasis zu würdigen sind, ist Schweigen des Emittenten oder eine „no-comment“-Politik nicht zulässig. Nicht ausreichend für eine Veröffentlichungspflicht ist dagegen – auch insoweit eine neue Klarstellung – die Verbreitung von Spekulationen oder Gerüchten ohne Substanz.

#### **5.4 Deutscher Corporate Governance Kodex**

Die Deutsche Corporate Governance Kommission hatte bereits am 16.12.2019 eine geänderte Kodexfassung beschlossen, die allerdings erst am 20.3.2020 im Bundesanzeiger bekanntgemacht und damit wirksam wurde. Hinsichtlich des Verhaltens des Vorstands bei Übernahmeangeboten ist es bei der bereits in der Vorfassung des Kodex enthaltenen Anregung geblieben, dass der Vorstand im Fall eines Übernahmeangebots eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen sollte, in der die Aktionäre über das Übernahmeangebot

beraten und gegebenenfalls über gesellschaftsrechtliche Maßnahmen beschließen. In der Praxis wird von dieser Anregung regelmäßig kein Gebrauch gemacht. Lediglich im Zusammenhang mit der Übernahme der Rhön-Klinikum AG durch die Asklepios Kliniken wurde auf Verlangen von zwei Aktionären – also nicht auf Veranlassung des Vorstands – eine außerordentliche Hauptversammlung durchgeführt.

### **6. Ausblick**

Die COVID-19-Pandemie prägt weiterhin die Nachrichten, ohne dass unmittelbare Auswirkungen auf die Kapitalmärkte erkennbar sind. Trotzdem sind viele Investoren hinsichtlich der aktuellen Börsenbewertungen skeptisch und scheinen auf eine Marktberichtigung zu warten. Nachdem sich im Jahr 2020 der Markt für öffentliche Übernahmen weitgehend unbeeindruckt gezeigt hat, schauen viele gespannt auf die weiteren Entwicklungen.

Die Bieterstruktur 2020 zeigt, dass die deutliche Verschärfung des Außenwirtschaftsrechts auf deutscher und europäischer Ebene manchen ausländischen (Nicht EU-/EFTA-) Bieter abzuschrecken scheint. Die Bundesregierung hat ihr Interesse am Schutz deutscher Unternehmen, die in sog. Schlüsselsektoren tätig sind, im Juni 2020 mit der „prophylaktischen“ Übernahme einer Beteiligung am Impfstoffhersteller Curevac über die KfW gezeigt. Durch die angekündigte Erweiterung der meldepflichtigen Transaktionen im Technologiebereich in der bereits angekündigten weiteren AWV-Novelle dürfte sich die Zahl der Transaktionen, bei denen die Durchführung eines regulatorischen Prüfverfahrens erforderlich ist, erweitern.

White & Case ist weiterhin im Bereich für öffentlichen Übernahmen sehr aktiv, zuletzt bei der am 8.2.2021 angekündigten grenzüberschreitenden Übernahme der ausschließlich in Frankfurt börsennotierten Dialog Semiconductor plc durch den japanischen Bieter Renesas Electronics Corporation mit einem Transaktionsvolumen von Euro 4,886 Mrd.

---

## Practice

**Dr. Murad M. Daghles**

Partner, Düsseldorf

E [murad.daghles@whitecase.com](mailto:murad.daghles@whitecase.com)

**Thilo Diehl**

Partner, Frankfurt

E [thilo.diehl@whitecase.com](mailto:thilo.diehl@whitecase.com)

**Dr. Thyl Haßler**

Local Partner, Düsseldorf

E [thyl.hassler@whitecase.com](mailto:thyl.hassler@whitecase.com)

**Dr. Tobias Heinrich**

Partner, Frankfurt

E [theinrich@whitecase.com](mailto:theinrich@whitecase.com)

**Dr. Alexander Kiefner**

Partner, Frankfurt

E [akiefner@whitecase.com](mailto:akiefner@whitecase.com)

**Prof. Dr. Roger Kiem**

Partner, Frankfurt

E [roger.kiem@whitecase.com](mailto:roger.kiem@whitecase.com)

**Dr. Matthias Kiesewetter**

Partner, Hamburg

E [mkiesewetter@whitecase.com](mailto:mkiesewetter@whitecase.com)

**Dr. Lutz Krämer**

Partner, Frankfurt

E [lutz.kraemer@whitecase.com](mailto:lutz.kraemer@whitecase.com)

**Sabine Küper**

Senior Professional Support

Lawyer, Frankfurt

E [sabine.kueper@whitecase.com](mailto:sabine.kueper@whitecase.com)

## Offices

### Berlin

---

**White & Case LLP**

John F. Kennedy-Haus

Rahel Hirsch-Straße 10

10557 Berlin

T +49 30 880911 0

### Düsseldorf

---

**White & Case LLP**

Graf-Adolf-Platz 15

40213 Düsseldorf

T +49 211 49195 0

### Frankfurt

---

**White & Case LLP**

Bockenheimer Landstraße 20

60323 Frankfurt am Main

T +49 69 29994 0

### Hamburg

---

**White & Case LLP**

Valentinskamp 70 / EMPORIO

20355 Hamburg

T +49 40 35005 0

## whitecase.com

In this publication, White & Case means the international legal practice comprising White & Case LLP, a New York State registered limited liability partnership, White & Case LLP, a limited liability partnership incorporated under English law, and all other affiliated partnerships, companies and entities. This publication is prepared for the general information of our clients and other interested persons. It is not, and does not attempt to be, comprehensive in nature. Due to the general nature of its content, it should not be regarded as legal advice.

Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

© 2021 White & Case LLP