

Publikation

„Trends am deutschen Public M&A-Markt 2021“

1. Lebhafter Public M&A-Markt bei Hause am deutschen Aktienmarkt

Der allgemeine Trend eines boomenden M&A Jahres 2021 bestätigte sich auch im deutschen Public M&A-Sektor mit einem Gesamtvolumen von **EUR 67,3 Mrd.** Diese Entwicklung ist trotz des maßgeblichen Einflusses einiger Sonderfaktoren – wie dem Trend zum Delisting und einer Neuordnung des Immobilienmarktes – vor dem Hintergrund der sehr hohen Unternehmensbewertungen in 2021 bemerkenswert. Der DAX 30 (bzw. der seit September

2021 erweiterte DAX 40) verzeichnete im Laufe des Jahres eine Steigerung von fast 16 % und verabschiedete sich mit 15.884 Punkten aus einem Jahr, in das er mit 13.718 Punkten gestartet war. Der Corona-bedingte Tiefststand von 8441 Punkten Mitte März 2020 wurde von fast kontinuierlichen Kurssteigerungen im Jahr 2021 abgelöst.

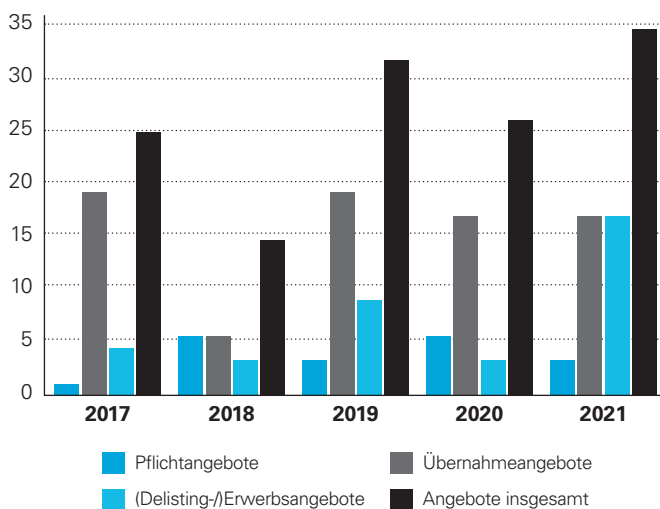
Ob und inwieweit sich der Boom des Jahres 2021 auch im Jahr 2022 fortsetzt, bleibt angesichts der geopolitischen Verwerfungen infolge der Ukraine-Krise und steigender Zinsen abzuwarten.



1.1 Zahl und Volumen der Angebote - Delisting als neuer Trend?

Der **Zugang zum Kapitalmarkt** scheint für viele Unternehmen mit Blick auf die umfangreichen kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten **zunehmend weniger attraktiv zu sein**. Fast die Hälfte der WpÜG-Verfahren im Jahr 2021 wurde mit dem Ziel des Rückzugs vom geregelten Markt an der Börse nach Vollzug eines Delisting-Angebots eingeleitet. Zwar erscheint der Public M&A-Markt auf den ersten Blick mit insgesamt 33 Angeboten (und einer Untersagung) im Vergleich zu den Vorjahren überdurchschnittlich lebhaft: Dabei wurden allerdings 15 Delisting- (gegenüber lediglich drei Delisting-Angeboten im Vorjahr) und nur 18 Übernahme- oder Pflichtangebote veröffentlicht.

Die Tendenz, ein Pflichtangebot bei bevorstehender Kontrollerlangung möglichst zu vermeiden, bleibt bestehen. Im Jahr 2021 wurden nur drei Pflichtangebote abgegeben, wobei zwei dieser Pflichtangebote gleichzeitig Delisting-Erwerbsangebote waren. Weitere drei Übernahmeangebote wurden ebenfalls mit einem Delisting-Angebot kombiniert.



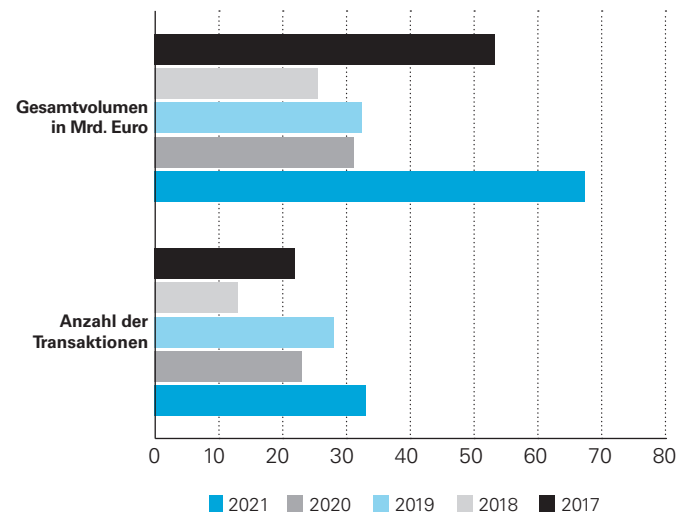
Zahl der WpÜG-Verfahren 2017-2021 (ohne Untersagungen)
2021 wurden zwei Delisting-Erwerbsangebote mit einem Übernahmeangebot und ein weiteres Delisting-Angebot mit einem Pflichtangebot kombiniert.

Die Veröffentlichung von freiwilligen Übernahme- oder Pflichtangeboten kombiniert mit einem Delisting-Erwerbsangebot wird von der BaFin als zulässig erachtet, soweit die sich aus § 39 Börsengesetz für Delistings geltenden Regeln (insbesondere hinsichtlich der Mindest-Gegenleistung nach § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG) eingehalten werden. **Viele Delisting-Angebote** erfolgen ansonsten inzwischen **zeitnah nach einem vorangegangenen Übernahmeangebot** für die jeweilige Zielgesellschaft: Easy Software (Übernahmeangebot

2020/Delisting 2021), zooplus (2021/2021), Schaltbau (2021/2021), TLG Immobilien (2019/2021), Lotto24 (2019/2021), Tele Columbus (2021/2021) und Osram (2019/2021).

Nicht nur die Zahl der Transaktionen, sondern auch deren Volumen – beflügelt durch die insgesamt hohen Börsenbewertungen – war im Jahr 2021 überdurchschnittlich hoch.

Das Gesamtvolumen der Transaktionen verdoppelte



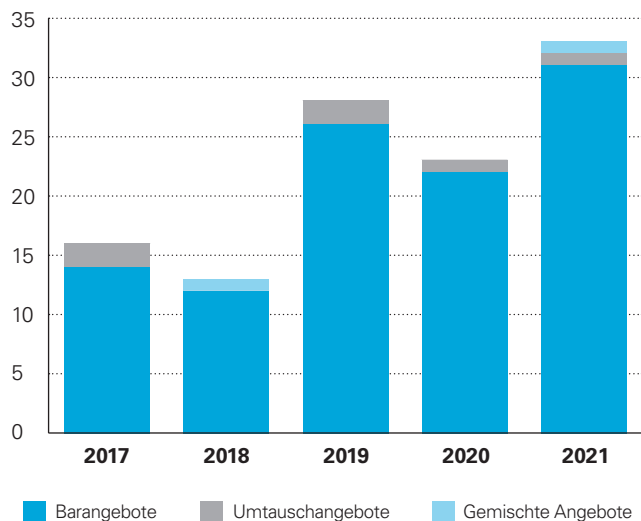
Volumen/Anzahl der WpÜG-Transaktionen 2017-2021

sich gegenüber dem Vorjahr **auf EUR 67,3 Mrd.** (bei Berücksichtigung aller Transaktionen einschließlich der mehrfachen Angebote für dieselbe Zielgesellschaft (drei Mal für zooplus und zwei Mal Vonovia/Deutsche Wohnen)). Die größte Transaktion war die Übernahme der Deutsche Wohnen durch Vonovia mit einem Transaktionsvolumen von mehr als EUR 18 Mrd. Sieben der 33 Angebote hatten ein Volumen von mehr als EUR 1 Mrd. Bei 13 Übernahmeverfahren lag das Transaktionsvolumen unter EUR 100 Mio.

Die Praxis, das Transaktions- und damit auch das Finanzierungsvolumen durch **Abschluss von Nichtannahmevereinbarungen** (Non-Tender-Agreements) zu reduzieren, **hat weiter zugenommen**. Vonovia hatte beispielsweise parallel zu der Übernahme der Deutsche Wohnen auch den Aktionären der GSW, einer Tochtergesellschaft der Deutsche Wohnen, ein Kaufangebot zum gesetzlichen Mindestpreis gemacht, das der Vermeidung des Pflichtangebots diente. Durch den Abschluss einer Nichtannahmevereinbarung mit der Deutsche Wohnen als Muttergesellschaft und 94,02 % mittelbarem Anteilsbesitz konnte das Finanzierungsvolumen für die Übernahme der GSW von EUR 6,5 Mrd. auf EUR 309 Mio. reduziert werden. **In insgesamt 18 Fällen** und damit in

mehr als 50 % alle Verfahren wurden im vergangenen Jahr **Nichtannahmevereinbarungen** mit ausgewählten Aktionären abgeschlossen.

1.2 Gegenleistung und Prämien



Art der Gegenleistung (2017-2021)

Wie in den Vorjahren blieb auch 2021 das **Barangebot der Regelfall**. Die Aktie als Gegenleistung war seit Inkrafttreten des WpÜG 2002 aufgrund des mit einem Umtauschangebot verbundenen Aufwands immer schon die Ausnahme, allerdings gerade bei sehr großen Übernahmen (z.B. Praxair/Linde 2017, vollzogen 2019 und die nicht erfolgreiche Übernahme der Deutschen Börse durch die London Stock Exchange 2016) durchaus das Mittel der Wahl. Als wesentliche Faktoren für den als übermäßig eingeschätzten Aufwand sind beispielsweise die Durchführung von Kapitalmaßnahmen zur Schaffung der bereitzustellenden Aktien sowie die Prospekterstellung zu nennen.

Die sehr restriktive **Entscheidung des OLG Frankfurt vom Januar 2021** zu Umtauschangeboten (siehe dazu unten, Ziffer 5.) und insbesondere die in dieser Entscheidung erfolgte Konkretisierung des Begriffs der „**liquiden Aktie**“ und die damit verbundenen hohen rechtlichen und praktischen Hürden dürfte dafür sorgen, dass Aktien als Gegenleistung bei der Vorbereitung von Übernahmeverfahren noch seltener als Option für die Gegenleistung in Betracht gezogen werden.

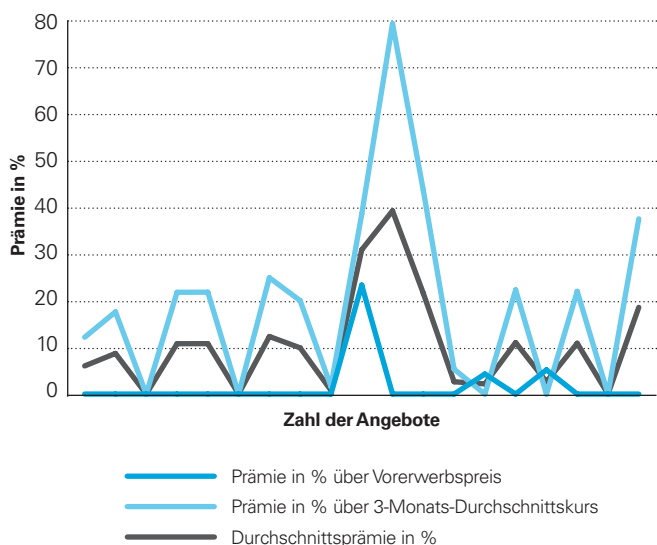
Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass im Jahr 2021 mit dem freiwilligen öffentlichen Tauschangebot

(12.11.2021) der Acorn HoldCo an die Aktionäre der ADVA Optical Networking SE nur ein echtes Umtauschangebot veröffentlicht wurde. Auf Grundlage des OLG Frankfurt-Beschlusses enthält die Angebotsunterlage einen „Liquiditätstest“ in Form einer umfangreichen Prüfung, ob die angebotenen Bieter-Aktien den Kriterien des Art. 22 Abs. 1 der Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht DVO standhalten.

Angebote mit gemischter oder variabler Gegenleistung in Form einer Kombination von Barzahlung und Aktien bleiben weiterhin die Ausnahme. 2021 bot die niederländischen CTP N.V. bei ihrem kombinierten Übernahme- und Delisting-Angebot den Aktionären der Deutsche Industrie REIT AG als Gegenleistung alternativ Aktien an. Die Aktiengegenleistung wurde als eine „attraktive alternative Gegenleistung“ zur gesetzlich zwingenden Bargegenleistung den Aktionären angeboten, die an der Entwicklung der Zielgesellschaft und der damit verbundenen Geschäftsaktivität der nach der Übernahme kombinierten Unternehmen nach erfolgreicher Integration teilhaben wollen. Dabei wurde das Umtauschverhältnis zwischen den Angebotsaktien und den Bieteraktien nach alleinigem Ermessen durch die Bieterin in Verhandlungen mit der Zielgesellschaft festgelegt. Eine gesetzliche Regelung der variablen oder alternativen Gegenleistung findet sich weder im WpÜG noch in der WpÜG-AngebotsVO. Dennoch wurde auch bei diesem Angebot ein umfangreicher „Liquiditätstest“ der als alternative Gegenleistung angebotenen Aktien im Sinne der Vorgaben des OLG Frankfurt durchgeführt.

Die einzige Untersagung eines **Übernahmeangebots im Jahr 2021** durch die BaFin erfolgte im Übrigen auf Grundlage der von der BaFin nach Prüfung aufgrund der OLG-Kriterien festgestellten unzureichenden Liquidität der als Gegenleistung angebotenen Aktien im Fall des beabsichtigten Übernahmeangebots der 4basebio AG an die Aktionäre der KROMI Logistik AG.

Die Bereitschaft der Bieter, hohe Prämien auf die gesetzliche Vorgabe des 3-Monats-Durchschnittskurses anzubieten, hat sich gegenüber den Vorjahren nicht stark verändert. **Prämien von ca. 20-25 %** (auf den Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Mitteilung nach § 10 WpÜG) wurden grundsätzlich im Markt akzeptiert. Betrachtet man die Prämien auf den gemäß § 4 WpÜG-AngebotsVO gezahlten Kaufpreis bei Vorerwerben, sind diese regelmäßig gering; häufig bestimmt der Vorerwerbspreis die Höhe der angebotenen Gegenleistung. Bei **Delisting-Angeboten** wird in der Regel **lediglich der gesetzliche Mindestpreis ohne Prämie** angeboten.



Prämien bei freiwilligen Übernahmeangeboten 2021

Nur im Fall des Übernahmekampfes der Private Equity Bieter EQT und Hellman & Friedman (H&F) für zooplus wurde eine weit überdurchschnittliche Prämie von fast 80 % auf den 3-Monats-Durchschnittskurs angeboten (siehe zum Bieterwettstreit im Einzelnen unten, 1.4.).

Hinsichtlich der **Gegenleistung** enthält das zweite Übernahmeangebot der Vonovia an die Deutsche Wohnen-Aktionäre **eine Neuerung**, indem die Bieterin in der Angebotsunterlage verbindlich und unwiderruflich erklärt, dass sie die Angebotsgegenleistung während der Annahmefrist und der Weiteren Annahmefrist nicht nach § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG erhöhen wird. Darüber hinaus enthält die Angebotsunterlage die Erklärung, dass die Bieterin und mit ihr gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen nach der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage bis zur Veröffentlichung gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG auch keine Aktien der Zielgesellschaft börslich oder außerbörslich zu einer höheren Gegenleistung als der Angebotsgegenleistung erwerben oder einen solchen Erwerb zu einer solch höheren Gegenleistung vereinbaren werden. Hintergrund für diese selbst auferlegte Beschränkung ist das Pokern der institutionellen Anleger, insbesondere einiger aktivistischer Aktionäre, mit dem Ziel, während der Angebotsfrist einen höheren Angebotspreis zu erzielen, das auf diese Weise – zumal im zweiten leicht erhöhten Angebot verhindert werden sollte.

1.3 Bieterstrukturen und Branchenschwerpunkt 2021

Ausländische Investoren waren im deutschen Übernahmemarkt 2021 aktiver als in den Vorjahren.

Berücksichtigt man bei den Bietern nicht nur den Sitz der Bietergesellschaft, sondern die Herkunft des Hauptgesellschafters des als Bieter eingesetzten SPV („*Special Purpose Vehicle*“), wurden 76 % aller Angebote (also insgesamt 25 Angebote) von ausländischen Gesellschaften veröffentlicht. 12 der insgesamt 33 Angebote wurden unmittelbar von ausländischen Bietern (ohne Einschaltung eines SPV) abgegeben. Private Equity Gesellschaften traten in 12 Fällen als Bieter auf. Für Private Equity Investoren ist eine fortbestehende Börsennotierung trotz der besseren Fungibilität der gehaltenen Anteile grundsätzlich unattraktiv aufgrund in aller Regel anstehender strategischer Umstrukturierungen und/ oder Neupositionierung der erworbenen Unternehmen. Vier der von Private Equity-Bietern abgegebenen Angebote waren (zumindest auch) Delisting-Angebote (Battery Funds/Easy Software; H&F /zooplus; Carlyle/Schalbau Holding; Kublai (Morgan Stanley gemeinsam mit United Internet/Tele Columbus und Musai Capital /DEAG Deutsche Entertainment)).

Private Equity Firmen waren im letzten Jahr auffallend häufiger als in den Vorjahren an großvolumigen Transaktionen (> EUR 1 Mrd. Transaktionsvolumen) beteiligt, wie die versuchte Übernahme der Aareal Bank durch ein Private Equity Bieterkonsortium (u.a. mit Advent und Centerbridge, Transaktionsvolumen EUR 1,7 Mrd.) und die Übernahme samt anschließenden Delisting von zooplus durch H&F (nach einem Bieterkampf gemeinsam mit EQT: Transaktionsvolumen EUR 3,4 Mrd.) sowie die Übernahme der alstra office REIT AG durch Brookfield (Transaktionsvolumen EUR 2,4 Mrd.) zeigen.

Ein **Branchenschwerpunkt der Übernahmeaktivitäten** war bis etwa Mitte 2021 – wie auch schon in den Vorjahren – nicht zu erkennen. Dies änderte sich jedoch zur Jahresmitte, als das **Immobilienunternehmen Vonovia** – zum zweiten Mal nach 2016 – ein Übernahmeangebot für die Deutsche Wohnen SE veröffentlichte. Zwar scheiterte das Verfahren zunächst an der gesetzten Mindestannahmeschwelle von 50 %; gleichwohl markierte die Offerte den Beginn einer Neuordnung im Immobiliensektor mit einer Reihe von sich anschließenden Angebotsverfahren während der zweiten Jahreshälfte. Vonovia SE selbst war im Rahmen dieser sektoralen Neuordnung an drei der sieben Verfahren im Immobiliensektor unmittelbar beteiligt und konnte im zweiten Anlauf das Übernahmeverfahren in Sachen Deutsche Wohnen erfolgreich durchführen – wengleich mit erhöhter Angebotsgegenleistung und einem Verzicht auf die Mindestannahmeschwelle. Anschließend erfolgte noch eine – gesetzlich zwingende - Übernahmeofferte an die Aktionäre der Tochtergesellschaft Berliner GSW Immobilien AG, an der wiederum die Deutsche Wohnen mehr als 90 % der Anteile hielt.

Weitere Verfahren im Immobiliensektor betrafen die TLG Immobilien AG, für die Aroundtown im zweiten Schritt nach ihrem Übernahmeangebot vom November 2019 ein Delisting-Erwerbsangebot veröffentlichte. Das Delisting an der Frankfurter Börse erfolgte am 09.12.2021. Darüber hinaus folgten die Übernahme der AGROB Immobilien durch eine luxemburgische Tochter der RFR Gruppe, das Übernahme- und Delisting-Angebot an die Aktionäre der Deutsche Industrie REIT-AG durch die niederländische CTP und das Übernahmeangebot für die Hamburger alstria office REIT-AG durch eine Tochtergesellschaft des Private Equity-Investors Brookfield.

1.4 Konkurrierende Angebote

Im deutschen Übernahmemarkt sind **konkurrierende Angebote** mehrerer Bieter für dieselbe Zielgesellschaft die **Ausnahme**. Zuletzt fand im Jahr 2019 der Übernahmekampf um Osram statt, den letztlich der österreichische strategische Bieter ams gegen den Private Equity Bieter Bain & Carlyle gewonnen hatte. Schlusspunkt war auch hier das Delisting der Osram AG durch ams im letzten Jahr. Weniger Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit fand der mehrfache Übernahmekampf der Bieter Deutsche Balaton und Maruho um die Biofrontera AG in den Jahren 2018 bis 2020.

Im letzten Jahr lieferten sich die Private Equity Häuser H&F aus den USA und der schwedische Investor EQT einen weithin beachteten Bieterkampf um zooplus. Nur zwei Wochen, nachdem H&F ihr Angebot zum Preis von EUR 390 bekannt gemacht hatten, bestätigte die Zielgesellschaft, dass mit EQT „ergebnisoffene“ Gespräche über ein Übernahmeangebot geführt würden. Zwischenzeitlich war auch KKR in den Bieterkampf eingestiegen. Zwar hatten zooplus-Großaktionäre sowie -Vorstandsmitglieder der Bieterin H&F zuvor bereits 17 % der zooplus Aktien angedient; allerdings war offenbar ein (übliches) Rücktrittsrecht in Form eines sogenannten „fiduciary out“ vereinbart worden, falls ein anderer Bieter einen höheren Preis und ein besseres Konzept bieten sollte.

Aufgrund des drohenden konkurrierenden Angebots erhöhte H&F Mitte September den Angebotspreis für die zooplus-Aktie um 18 % auf EUR 460 je Aktie. Diese Angebotserhöhung führte zum Rückzug von KKR. Daraufhin begann ein Schlagabtausch zwischen EQT und H&F: EQT erhöhte sein Angebot auf EUR 470 je zooplus-Aktie. H&F erhöhte daraufhin die angebotene Gegenleistung zum zweiten Mal auf den von EQT angebotenen Preis. Vor Ablauf der Angebotsfrist verkündeten die beiden Bieter ihre künftige Zusammenarbeit und die Absicht, das Angebot für zooplus zum nochmals erhöhten Angebotspreis von EUR 480 je Aktie gemeinsam abgeben zu wollen. H&F hatte

sich mit der Erhöhung des Angebotspreises wieder die Unterstützung des zooplus-Vorstands gesichert und konnte die Großaktionäre überzeugen, ihre gut 17 % im Rahmen von Andienungsvereinbarungen zugesagten Anteile an H&F zu verkaufen, solange die Amerikaner nicht weniger böten als ein Konkurrent. Die Erhöhung des Angebotspreises auf den finalen Preis erfolgte dabei kraft Gesetzes gemäß § 31 Abs. 4 WpÜG, die Bieterin während der Angebotsfrist außerbörslich einen Aktienkaufvertrag über 100 Aktien à EUR 480 mit einem verbundenen Unternehmen abschloss. EQT ließ dennoch das eigene Übernahmeverfahren weiterlaufen und verließ sich augenscheinlich darauf, dass wegen der im eigenen Angebot enthaltenen geringeren Gegenleistung, die Mindestannahmeschwelle von 50 % + 1 Aktie nicht erreicht werden würde – was sodann auch eintrat.

Wenige Wochen nach Ende der Annahmefrist des Übernahmeangebots für zooplus veröffentlichten die beiden Private Equity Bieter, die sich bis dahin ca. 89 % des Grundkapitals gesichert hatten, ein **Delisting-Angebot** an die zooplus-Aktionäre und boten erneut den Aktionären den finalen Angebotspreis des Übernahmeangebots von EUR 480. H&F und EQT sind nach eigenen Angaben „davon überzeugt, dass zooplus davon profitieren wird, als nicht börsennotiertes Unternehmen zu agieren. Das Unternehmen könnte sich so besser auf längerfristige Ziele konzentrieren und müsste sich nicht mehr nach den kurzfristigen Erwartungen des Kapitalmarkts und den regulatorischen Anforderungen an ein börsennotiertes Unternehmen richten“.

1.5 White & Case im Übernahmemarkt

White & Case war 2021 wiederum als Berater bei öffentlichen Übernahmen in Deutschland sehr aktiv. Bei den letztlich publik gewordenen Transaktionen war die Kanzlei bei der Übernahme der Aareal Bank als Berater von Goldman Sachs, die Teil des Bieterkonsortiums gemeinsam mit Advent, Centerbridge, CPPIB und LGT Group waren, im Umfang von ca. (EUR 1,7 Mrd.) tätig. White & Case beriet weiterhin den französischen Automobilzulieferer Faurecia bei der Übernahme von 60 % der Aktien des deutschen Wettbewerbers Hella von den Eigentümerfamilien Hueck und Röpke; das gesamte Transaktionsvolumen dieser (nach Vonovia/Deutsche Wohnen zweitgrößten) Public M&A-Transaktion des Jahres 2021 umfasste fast EUR 7 Mrd. Erwähnenswert ist auch Begleitung von Battery Ventures bei der Übernahme der Easy Software AG sowie die außenwirtschaftsrechtliche und kartellrechtliche Beratung von GlobalWafers im Übernahmeverfahren um die Siltronic AG (siehe hierzu 2.3.(b)).

2. Weitere Markttrends im deutschen Public M&A-Markt

2.1 Einfluss aktivistischer Investoren auf den Übernahmemarkt

Sogenannte aktivistische Aktionäre nehmen weiterhin Einfluss auf börsennotierte Unternehmen auch in Deutschland und verändern häufig die Rahmenbedingungen für öffentliche Übernahmen.

Das im Dezember 2021 veröffentlichte Übernahmeangebot durch das Private Equity Investorentrio Advent, Centerbridge und CPPIB für die Aareal Bank scheiterte zwar formal am Nichterreichen der Mindestannahmeschwelle, letztlich aber wohl am Agieren von aktivistischen Aktionären. Die beiden aktivistischen Investoren Petrus Advisers und Teleios hatten sich von vornherein gegen das Übernahmeangebot ausgesprochen, obwohl sie zuvor noch den Rücktritt der langjährigen Aufsichtsratsvorsitzenden erwirkt hatten. Petrus Advisers bestand aber weiterhin auf einen Carve-out der IT-Tochtergesellschaft Aareon aus der Aareal Bank-Gruppe. Auf der Hauptversammlung im Dezember war Petrus Advisers mit dem Versuch gescheitert, den Aufsichtsrat zumindest in Teilen unter seine Kontrolle zu bringen. Das Oberlandesgericht Frankfurt bestellte daraufhin die von der Bank vorgeschlagenen Personen als Ersatzmitglieder des Aufsichtsrats.

Der erste, letztlich gescheiterte Anlauf für einen Zusammenschluss von Vonovia und Deutsche Wohnen hatte Elliott ebenfalls angelockt, der allerdings nicht die (nach Verzicht auf die Mindestannahmeschwelle erfolgreiche) Übernahme im zweiten Anlauf verhinderte. Interessant ist, dass der Hedgefonds Davidson Kempner Capital in der Endphase der Vonovia/Deutsche Wohnen-Übernahme per gerichtlicher einstweiliger Verfügung den Vollzug des Übernahmeangebots zu verhindern versuchte. Begründet wurde der entsprechende Antrag damit, dass die Interessenkonflikte der Vorstandsmitglieder nicht ausreichend thematisiert worden seien. Letztlich erreichte Vonovia aber mehr 64 % der Stimmrechte der Deutsche Wohnen, so dass die gerichtlichen Aktivitäten des Hedgefonds ins Leere liefen.

Auch bei und u.U. nach einem Delisting werden Hedgefonds wie Elliott tätig, wie das zunächst gescheiterte Delisting der Rocket Internet zeigt. Bei diesem im Oktober 2020 veröffentlichten Delisting-Erwerbsangebot handelte es sich insoweit um einen Sonderfall, da die Rocket Internet sowohl als Bieterin wie auch als Zielgesellschaft agierte. Dabei hatte Rocket Internet den in Folge der COVID-19-Pandemie gesunkenen Kurs nutzen wollen, um die Aktie von der Börse zu nehmen. Rund um das geplante Delisting der Rocket Internet baute Elliott eine Aktienposition in Höhe von 20,2 % auf. Erst im Dezember letzten Jahres gelang es, Elliott zu verpflichten, seine Anteile im Rahmen eines öffentlichen Rückkaufangebots zu veräußern. Je Aktie bietet Rocket Internet nunmehr Elliott und den wenigen anderen noch übrig gebliebenen Aktionären EUR 35,00.

Deutsche börsennotierte Unternehmen verfügen in der Regel über eine ausgearbeitete Defense-Strategie. Nichtsdestotrotz zeigen die Beispiele, dass Aktivisten bei Übernahmeplänen sowohl im Vorfeld wie im Nachgang zu Übernahme- und Delisting-Angeboten flexibel agieren und deren potentielle Maßnahmen bei der Vorbereitung von Bietern und Zielgesellschaften berücksichtigt werden sollten.

2.2 Absicherung von Übernahmetransaktionen durch Vereinbarungen im Vorfeld der Transaktion

Bieter in Deutschland nutzen weiterhin das gesamte Spektrum für die Absicherung einer Transaktion durch Maßnahmen und Vereinbarungen im Vorfeld einer Transaktion. Am häufigsten werden **Business Combination Agreements** oder **Investment-Vereinbarungen** abgeschlossen, im Vorfeld von Delistings auch gesonderte Delisting-Vereinbarungen. Dabei hat sich die Praxis etabliert, diese Art von Vorfeldvereinbarungen nicht vollständig zu veröffentlichen. Allerdings werden die wesentlichen Eckpunkte dieser Vereinbarungen in der Angebotsunterlage zusammengefasst dargestellt.

2.3 Einfluss von Bedingungen auf den Erfolg des Angebots

(a) Mindestannahmeschwelle

Bei freiwilligen Übernahmeangeboten hat sich eine Mindestannahmeschwelle weitgehend als Standardbedingung etabliert. In **zehn der fünfzehn Übernahmeangebote** war eine Mindestannahmeschwelle von 50 % oder mehr vorgesehen, allerdings wurde diese in nur sechs Fällen tatsächlich während der Annahmefrist des Angebots **erreicht bzw. überschritten**. Vonovia scheiterte im ersten Anlauf der Übernahme der Deutsche Wohnen knapp mit einer Annahmequote von 47,62 % an der Angebotsbedingung von 50 % des Grundkapitals. Die Veröffentlichung des zweiten Angebots nur zwei Monate später war nur möglich, weil die BaFin vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe dieses Angebots der Bieterin eine Befreiung von der einjährigen Sperrfrist nach der Vorschrift des § 26 Abs. 2 WpÜG erteilte, die wegen des Nichterreichens der Mindestannahmeschwelle im ersten Angebot anwendbar war. Beim zweiten Anlauf verzichtete Vonovia durch Änderung des Angebots auf die wiederum gesetzte Mindestannahmeschwelle und erreichte im zweiten Anlauf sogar eine (über der ursprünglichen Mindestannahmeschwelle liegende) Annahmequote nach Ende der Angebotsfrist von 64,78 %. Um den Erfolg des zweiten Übernahmeangebots nicht zu gefährden, hatte Vonovia auch auf alle sonstigen umfangreichen Vollzugsbedingungen verzichtet.

Ebenfalls an der Nichterreichung der Mindestannahmeschwelle scheiterten das Bieterkonsortium beim Übernahmeangebot an die Aareal Bank-Aktionäre (siehe oben, 2.1.) und EQT bei ihrem Angebot an die zooplus-Aktionäre. Im letzten Fall war dies aber erwünscht, nachdem sich die Bieterin während der Angebotsfrist auf eine Zusammenarbeit und ein gemeinsames Angebot mit H&F geeinigt hatten.

Im Fall der Übernahme der Aves One AG durch Private Equity Investoren diente die Mindestannahmeschwelle lediglich der Absicherung von unwiderruflichen Verpflichtungsvereinbarungen, über die sich die Bieterin bereits 87,29 % des Grundkapitals gesichert hatten, so dass die Mindestannahmeschwelle von 85 % eher Formsache war.

(b) Regulatorische Bedingungen und das Long Stop Date als „Showstopper“

Die Bedeutung regulatorischer Bedingungen ist in den letzten Jahren stark gewachsen. Besonders gilt dies für **Investitionskontrollverfahren**, da die außenwirtschaftsrechtliche Sensibilität der zuständigen Behörden nicht nur aus politischen Gründen zugenommen, sondern in nationalen und europäischen gesetzlichen Neuregelungen ihren Niederschlag gefunden hat. Auf europäischer Ebene sorgt die im Oktober 2020 in Kraft getretene **EU-Screening-Verordnung** für eine bessere außenwirtschaftsrechtliche Koordinierung der 27 EU-Mitgliedstaaten. Die Verordnung soll dabei zwar die Harmonisierung der unterschiedlichen Prüfmechanismen auf Ebene der Mitgliedstaaten fördern, gibt der Europäischen Kommission aber kein Vetorecht oder Durchsetzungsrechte bei Transaktionen. Jeder Mitgliedstaat ist damit weiterhin für die Investitionskontrolle in seinem Land zuständig – dementsprechend unterscheiden sich die nationalen Regelungen weiterhin.

Mit Novellierung des Außenwirtschaftsgesetzes (1. AWG-Novelle) und der Außenwirtschaftsverordnung (15.–17. AWV-Novelle) wurde in den letzten beiden Jahren die **deutsche Investitionsprüfung** an die neuen unionsrechtlichen Vorgaben angepasst und zugleich dort **verschärft**, wo einzelne Investitionen durch einen **Nicht-EU/EFTA Bieter** aus Sicht des Gesetzgebers besondere Gefahren für deutsche Sicherheitsbelange bergen können. Dies gilt insbesondere für den Bereich der Zukunfts- und Hochtechnologien und für solche Erwerbskonstellationen, in denen durch ausländische Staaten kontrollierte oder finanzierte Investoren beteiligt sind. Der Katalog von Unternehmenstätigkeiten, die verpflichtend der Investitionskontrolle beim Erwerb durch einen Nicht-EU/EFTA Bieter unterliegen, wurde umfangreich mit Schwerpunkt im Technologie- und Gesundheits-/Medizinbereich auf Grundlage der EU-Screening VO erweitert, so dass nunmehr eine größere Zahl von Transaktionen der deutschen Investitionskontrolle unterliegen.

Bedeutsam insbesondere bei grenzüberschreitenden Sachverhalten ist, dass in UK im letzten Jahr das neue Gesetz über nationale Sicherheit und Investitionen (National Security and Investment Act – NSIA) umgesetzt wurde, mit dem zum ersten Mal obligatorische Sicherheitsüberprüfungen

für bestimmte Arten von Transaktionen eingeführt wurden. Das NSIA verfolgt ebenfalls einen sektorbezogenen Ansatz zur Bewertung potenzieller nationaler Sicherheitsrisiken im Zusammenhang mit Investitionen in (oder dem Erwerb von) Unternehmen, die im Vereinigten Königreich tätig sind, und verlangt von Investoren, die Anteile an Unternehmen erwerben, die in sensiblen Sektoren tätig sind, eine Meldung.

Im vergangenen Jahr mussten in fünf Fällen investitionskontrollrechtliche Verfahren eingeleitet werden – u.a. bei der gescheiterten Übernahme der Aareal Bank durch ein Private Equity-Bieterkonsortium, bei der Übernahme der Alstra Office REIT AG, der Übernahme von Hella durch Faurecia (in Deutschland, Neuseeland und den USA) sowie bei den Übernahmen von zooplus (in Österreich und Spanien) und Tele Columbus.

Welche Bedeutung die Bedingung der erfolgreichen Durchführung eines Investitionskontrollverfahrens in Verbindung mit einem **Long Stop Date** haben kann, hat jüngst das Scheitern der Übernahme des Münchener Waferherstellers Siltronic AG durch den taiwanesischen Chip-Zulieferer GlobalWafers gezeigt. Das im Dezember 2020 durch eine deutsche Tochtergesellschaft von GlobalWafers veröffentlichte Übernahmeangebot sah für seinen Vollzug diverse bis zum 31.01.2022 („Long Stop Date“) zu erfüllende Bedingungen vor. Hierunter fiel auch die Erteilung einer im Dezember 2020 beantragten Unbedenklichkeits- und Freigabebescheinigung durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi, jetzt BMWK). Nachdem der 31.01.2022 im Rahmen der Prüfung durch das Ministerium immer näher rückte und **ein Verschieben des Long Stop Date von Seiten der BaFin als Option ausgeschlossen** wurde, versuchte GlobalWafers mittels Eilantrag die Fiktion jener Genehmigung gerichtlich zu erreichen. Mit dessen Zurückweisung und der dagegen eingelegten Beschwerde scheiterte die Übernahme mangels Freigabe durch das Ministerium am gesetzten Long Stop Date. Dort konnten nach eigener Aussage nicht alle Prüfungsschritte bis zur gesetzten Frist abgeschlossen werden. Nach Ablauf des Long Stop Date war eine Bedingung des Übernahmeangebots ausgefallen und damit dessen Vollzug ausgeschlossen. Im Übrigen löste der Ausfall der Bedingung laut Veröffentlichung des Gerichts eine Termination Fee von EUR 50 Mio. aus. Insoweit sei nach Ansicht des Gerichts aber zu berücksichtigen, dass es sich letztlich sowohl bei dem zur Erwerbsbedingung gemachten Long Stop Date als auch der Termination Fee um freiwillige und in der Sache selbst geschaffene Risiken handelt, welche die Bieterin einzugehen bereit war (siehe zur der OVG-Entscheidung unten 5.).

3. Befreiungen nach §§ 36, 37 WpÜG

Wer die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, ist nach § 35 WpÜG grundsätzlich dazu verpflichtet, den außenstehenden Aktionären mittels eines Pflichtangebots die Möglichkeit der Desinvestition zu bieten. Das WpÜG sieht jedoch vor, dass die BaFin den Bieter auf Antrag von der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots unter bestimmten gesetzlich definierten Voraussetzungen befreien kann. Möglich ist eine solche Befreiung im Rahmen einer Ermessensentscheidung der BaFin in der Regel, wenn der Anlegerschutz ein Pflichtangebot nicht zwingend erforderlich erscheinen lässt.

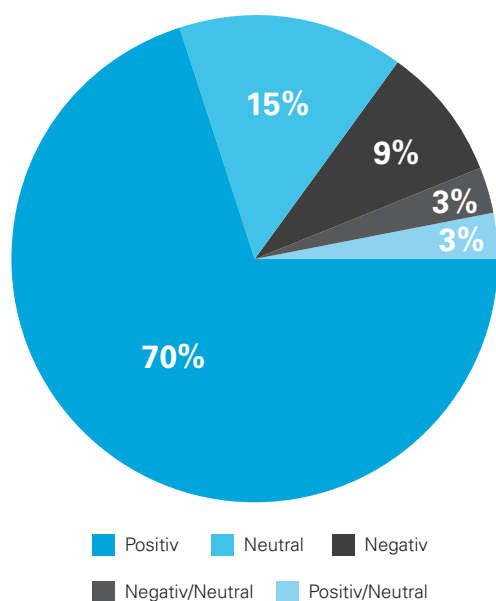
Im vergangenen Jahr wurden insgesamt **neun Befreiungsentscheidungen** nach §§ 36, 37 WpÜG veröffentlicht. Vier davon betrafen die Neuordnung der gepoolten Stimmrechte der Familienaktionäre der Nemetschek SE und zwei die Ströer SE & Co. KGaA, zu Gunsten von deren Aktionären bereits im Vorjahr acht Befreiungsentscheidungen ergangen waren. Die Stimmrechtsneuordnung bei Nemetschek erfolgte laut BaFin erkennbar zu dem Zweck, den Bestand an Aktien der Zielgesellschaft möglichst zusammenzuhalten bzw. so zu bündeln, dass der nachhaltige Einfluss durch einen der Familie Nemetschek nahestehenden Rechtsträger auch in Zukunft sichergestellt wird. Dies liefere den außenstehenden Aktionären der Zielgesellschaft keinen schützenswerten Anlass, eine außerordentliche Desinvestitionsentscheidung im Rahmen eines Pflichtangebots treffen zu können. Ähnlich gelagert waren die beiden Befreiungsentscheidungen in Sachen Ströer, die aufgrund von Beitritten zum Stimmrechtspool erforderlich geworden waren. In diesem Zusammenhang ist es nach der ständigen Verwaltungspraxis der BaFin irrelevant, ob die dem Stimmrechtspool beigetretene Partei Entscheidungen (mit) herbeiführen kann. Maßgeblich ist laut BaFin auf Grundlage des Wortlauts und des Schutzzwecks des § 30 Abs. 2 WpÜG vielmehr (allein), dass die Parteien einer Poolvereinbarung aufgrund ihrer Binnenverbindung aus Sicht außenstehender Aktionäre als ein Aktionärsblock wahrgenommen werden. Auch in diesem Fall biete der formelle Kontrollerwerb keinen Anlass, ein Pflichtangebot zu verlangen.

Besonders hervorzuheben ist – insbesondere vor dem Hintergrund der COVID-19-Pandemie – die Befreiungsentscheidung in Sachen TUI AG. Nach bereits erfolgten COVID-19-bedingten Hilfsmaßnahmen einigte sich die Gesellschaft im Dezember 2020 mit privaten Investoren, Banken und dem Bund auf ein weiteres Finanzierungspaket. Dieses sah unter anderem zwei stille Beteiligungen des Wirtschaftsstabilisierungsfonds

(WSF) als Stabilisierungsmaßnahmen i.S. des § 22 StFG vor, deren Leistung an die Umsetzung bestimmter Finanzierungsmaßnahmen gekoppelt waren. Mit ihrem am 04.01.2021 veröffentlichten Bescheid stellte die BaFin fest, dass die **Kontrollerlangung der privaten Investoren als reine Nebenfolge des Rettungsszenarios** zur Beseitigung der drohenden Zahlungsunfähigkeit der TUI AG zwingend erforderlich ist. Im Fall derartiger staatlicher Rettungs- bzw. Hilfsmaßnahmen müssten die Interessen der außenstehenden Aktionäre an einem Pflichtangebot zurückstehen.

4. Stellungnahmen der Zielgesellschaft

Wie schon in den Vorjahren bestätigte die Marktpraxis erneut, dass die Abgabe getrennter begründeter Stellungnahmen durch Vorstand und Aufsichtsrat die Ausnahme darstellt. In 31 von 32 Fällen wurde eine gemeinsame Stellungnahme der beiden Organe Vorstand und Aufsichtsrat (im Falle der HELLA GmbH & Co. KGaA durch den Aufsichtsrat und die persönlich haftende Gesellschafterin) veröffentlicht. Den Ausnahmefall stellte das Übernahmeverfahren AKASOL AG durch eine Bietergesellschaft des US-Automobilzulieferers Borg Warner dar, in dessen Kontext aufgrund der Doppelrolle des Vorstandsvorsitzenden als zugleich (zumindest mittelbar) größtem Aktionär der Zielgesellschaft getrennte Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat abgegeben wurden.



Voten in den begründeten Stellungnahmen der Zielgesellschaften 2021

In 22 von 32 Fällen fiel das Votum der Leitungsorgane der Zielgesellschaften positiv aus (hierbei ohne doppelte Berücksichtigung der positiven Stellungnahmen im Rahmen der zoo-plus-Übernahme durch H&F). Damit stieg im Vergleich zum Vorjahr die Quote an Verfahren, in denen Vorstand und Aufsichtsrat das Angebot der jeweiligen Bieter begrüßten, von etwa 57 % (13 von 23) auf rund 69 % an. Hervorzuheben ist, dass bei Übernahmeangeboten die positive Begleitung des Angebots durch Vorstand und Aufsichtsrat der Regelfall geworden ist. Dabei wird die positive Stellungnahme des Managements der Zielgesellschaft häufig im Vorfeld durch entsprechende Vereinbarungen in einem Business Combination Agreement gegen zumeist umfangreiche Zusagen des Bieters abgesichert.

Rückläufig mit nunmehr rund 16 % (6 von 32 ausgewerteten Stellungnahmen) nach etwa 26 % im Vorjahr sind Fälle, in denen Vorstand und Aufsichtsrat eine sogenannte **neutrale Stellungnahme** abgegeben haben. Dabei wird seitens des Managements zwischen „grundsätzlich positiv, aber zu geringer Preis“ und „grundsätzlich negativ“ differenziert (siehe Schaubild). Im Fall des alternativen Tauschangebots der CTP N.V. empfahl das Management die Einreichung der Aktien, bewertete die angebotene Barleistung aber nur neutral. Das Management der AGROB Immobilien AG **differenzierte** in seiner Stellungnahme **hinsichtlich Stamm- und Vorzugsaktien** und gab für erstere eine neutrale Stellungnahme ab, während den Aktionären der Vorzugsaktien aufgrund der als nicht angemessen bewerteten Gegenleistung empfohlen wurde, das Angebot nicht anzunehmen.

In lediglich drei Fällen (Stellungnahmen der SMT Scharf AG zum kombinierten Pflicht- und Delisting-Angebot, der ORBIS AG zum Pflichtangebot und der Leoni AG zum Teilerwerbsangebot) erfolgte ein eindeutig negatives Votum durch Vorstand und Aufsichtsrat. Begründet wurde dies in allen Fällen mit einem zu niedrigen bzw. nicht angemessenen Angebotspreis.

Betriebsräte bzw. Arbeitnehmervertreter haben im letzten Jahr in **nur noch drei Fällen** (von 33 – nach vier von 23 Fällen im Vorjahr) von ihrem Recht Gebrauch gemacht, neben den Leitungsorganen eine **eigene Stellungnahme** zu veröffentlichen. Etabliert ist in der Praxis hingegen die Einholung von Fairness Opinions durch das Management. Nachdem im Vorjahr in rund 65 % der Fälle (15 von 23) entsprechende gutachterliche Stellungnahmen eingeholt wurden, steigerte sich die Quote in 2021 auf drei Viertel der Übernahmeverfahren. Bemerkenswert ist, dass **bei allen Übernahmeverfahren** (mit Ausnahme des Sonderfalls Vonovia/GSW (als Tochtergesellschaft der weiteren Vonovia-

Zielgesellschaft Deutsche Wohnen)) **Fairness Opinions** eingeholt wurden. Nur bei Delisting-Angeboten wird zumeist auf eine neutrale Unternehmensbewertung durch Dritte verzichtet, da regelmäßig der gesetzliche Mindestpreis angeboten wird.

5. Übernahmerechtlich relevante Rechtsprechung

Ausgangspunkt übernahmerechtlicher Streitigkeiten war im Jahr 2021 in zwei Fällen die den Aktionären der Zielgesellschaft angebotene Gegenleistung. Darüber hinaus war erstmals die im Zusammenhang mit einem Übernahmeverfahren ausstehende investitionskontrollrechtliche Entscheidung des Bundeswirtschaftsministeriums Gegenstand eines Verwaltungsgerichtsverfahrens.

Wie bereits oben (1.2) dargestellt, traf das OLG Frankfurt eine viel beachtete Entscheidung zu der Frage, wann im Fall eines Tauschangebots die angebotenen Aktien liquide im Sinne des § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG sind. Der **Liquiditätsbegriff** von Aktien im Sinne dieser Vorschrift wird weder im WpÜG selbst, noch in der WpÜG-AngebotsVO näher definiert. Während in der Literatur bis dato verschiedene Ansätze zur Konkretisierung des Liquiditätsmerkmals vertreten wurden, traf die BaFin in der Vergangenheit eine „Prognoseentscheidung im Einzelfall“ (zuletzt am 06.03.2020 im Rahmen der Untersagung Heidelberger Beteiligungsholding AG/Biofrontera AG).

Biofrontera legte gegen die Untersagung Beschwerde beim zuständigen Wertpapier- und Übernahmesenat des OLG Frankfurt ein. Nach dem in dieser Sache ergangenen Beschluss des OLG Frankfurt vom 11.01.2021 (WpÜG 1/20) soll für die Bestimmung der Liquidität der Aktien der Liquiditätsbegriff des Art. 22 Abs. 1 Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht DVO maßgeblich sein, wonach eine Aktie dann liquide ist, wenn sie täglich gehandelt wird, der Streubesitz wenigstens 500 Mio. EUR beträgt und entweder die durchschnittliche Zahl der Geschäfte mit der Aktie nicht unter 500 oder der durchschnittliche Tagesumsatz nicht unter 2 Mio. EUR liegt.¹ Das Gericht hat sich damit der in der Literatur vertretenen europarechtskonformen Auslegung des Liquiditätsmerkmals angeschlossen. Diesem Verständnis scheint nunmehr auch die BaFin zu folgen und verweist in ihrer Untersagung vom 23.02.2021 in Sachen 4basebio/

KROMI Logistik unmittelbar auf die vom OLG Frankfurt entwickelten Kriterien.

Sollte die BaFin an dieser **strengen Linie** festhalten, wäre zahlreichen potentiellen Bietern künftig die Abgabe eines Tauschangebots verwehrt, so dass eine Rückkehr hin zur Einzelfallbetrachtung durchaus geboten erscheint. Wie bereits bei Darstellung der 2021 veröffentlichten Tauschangebote ausgeführt (siehe oben 1.2), müssen Bieter in der Angebotsunterlage die zum Tausch angebotenen Aktien danach nunmehr einem ausführlichen Liquiditätstest unterziehen, wie beispielsweise beim freiwilligen öffentlichen Tauschangebot der Acorn HoldCo an die Aktionäre der ADVA Optical Networking SE 2021 erfolgt.

Die von Aktionären geforderte Erhöhung der Gegenleistung acht Jahre nach der Übernahme von Celesio durch McKesson war Gegenstand zweier BGH-Urteile vom 23.11.2021 (II ZR 315/19; II ZR 312/19).

Bereits 2017 hatte der BGH entschieden, dass Gläubiger einer **Wandelschuldverschreibung** des Zielunternehmens nicht bessergestellt werden dürfen als die regulären Aktionäre bei einer öffentlichen Übernahme. Laut BGH stand den Celesio-Minderheitsaktionären, die das öffentliche Angebot von McKesson zum Preis von EUR 23,50 angenommen hatten, die gleiche Gegenleistung zu, die den Gläubigern der Wandelschuldverschreibung (EUR 30,95 pro Celesio-Aktie) angeboten wurde. McKesson hatte aufgrund dieser Entscheidung Mehrkosten von rund EUR 370 Millionen zu tragen.

Mit den Fonds von Davidson Kempner (Az. II ZR 312/19) sowie von Polygon und Blackwell (Az. II ZR 315/19) klagten dieses Mal Minderheitsaktionäre, die das öffentliche Übernahmeangebot zu EUR 23,50 - anders als im 2017 entschiedenen Verfahren - nicht angenommen hatten und trotzdem im Gegenwert der Wandelschuldverschreibungen entschädigt werden wollten. Der Bundesgerichtshof wies diese Revisionen zurück und stellte klar, dass § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG zwar eine Verpflichtung des Bieters zum Angebot einer angemessenen Gegenleistung darstelle, Aktionären aber gerade dann kein Anspruch auf eine Gegenleistung – in welcher Höhe auch immer – zusteht, wenn diese das Angebot nicht während der Angebotsfrist angenommen haben. Ebenso entschied der BGH bei gleicher Begründung im Parallelfall wegen etwaiger

¹ Siehe hierzu auch: Dr. Alexander Kiefner/Dr. Matthias Kiesewetter: Die Liquiditätsanforderungen bei öffentlichen Tauschangeboten gemäß § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG, BKR 2021, 265; Dr. Thyl Haßler: Kommentar zu: OLG Frankfurt, 11.1.2021, WpÜG 1/20: Liquidität von Aktien als Gegenleistung i.S.v. § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG, GWR 2021, 167

Rechten aus Swap-Vereinbarungen, kraft derer Aktien zugewiesen werden konnten.

Im Zusammenhang mit der geplanten Übernahme von Siltronic durch den taiwanesischen Bieter GlobalWafers strebte erstmals in der Geschichte deutscher **Investitionskontrolle** ein Bieter vor Gericht eine investitionskontrollrechtliche Entscheidung im Eilverfahren an. Mit seinem Beschluss vom 31.01.2022 (OVG 1 S 10/22) bestätigte das OVG Berlin-Brandenburg den Beschluss des VG Berlin vom 27.01.2022 (4 L 111/22), in dem der Antrag auf einstweiligen Rechtsschutz zur Feststellung des Eintritts der Genehmigungsfiktion nach § 58a Abs. 2 AWW zurückgewiesen worden war.

Hintergrund dieses in Deutschland bisher einmaligen Verfahrens war die geplante Übernahme von Siltronic AG durch den taiwanesischen Bieter GlobalWafers (siehe hierzu oben 2.3.(b)). Mit Zurückweisung von Antrag und der dagegen eingelegten Beschwerde scheiterte die Übernahme am gesetzten Long Stop Date mangels Freigabe durch das Ministerium. Dort konnten nach eigener Aussage nicht alle Prüfungsschritte bis zur gesetzten Frist abgeschlossen werden.

Die Fiktion nach § 58a Abs. 2 AWW (Freigabe in einem Investitionskontrollverfahren) setzt voraus, dass die Prüffrist nach § 58a Abs. 2, 2. Alt. i.V.m. § 14a Abs. 1 Nr. 2 AWW abgelaufen ist. Nach § 14a Abs. 6 Satz 1 Nr. 1 AWW bewirkt die nachträgliche Anforderung von Unterlagen durch das BMWi gemäß § 14a Abs. 2 Satz 5 AWW eine Hemmung der Prüffrist. Die Hemmung endet gemäß § 14a Abs. 6 Satz 2 AWW erst mit vollständiger Übermittlung der nachgeforderten Unterlagen. Dabei ist das BMWi nicht auf eine einmalige Nachforderung beschränkt, sondern kann im Rahmen des Fristenlaufs, je nach Erkenntnislage des voranschreitenden Prüfverfahrens, auch mehrmals Nachforderungen stellen. Das Gericht sah Gründe, die Zulässigkeit einer „einstweiligen“ **Freigabefiktion** abzulehnen, weil das Instrument der Freigabefiktion ersichtlich dazu diene, endgültige Rechtssicherheit zu schaffen. Fraglich war dementsprechend laut OVG, ob die begehrte Feststellung der Fiktionswirkung im Wege der einstweiligen Anordnung überhaupt ausgesprochen werden kann. Es handele sich um eine echte Vorwegnahme der Hauptsache, da bei verständiger Würdigung nur die vollständigen Rechtswirkungen der Fiktion für die Wirksamkeit ihres Erwerbs vor Ablauf des sog. **Long Stop Dates** begehrt werden können, wenn die von ihnen erstrebten vertraglichen Rechtsfolgen tatsächlich eintreten sollen.

6. Fazit und Ausblick

- Fast die Hälfte aller Übernahmeverfahren im Jahr 2021 betrafen Delistings. Es ist sehr wahrscheinlich, dass sich dieser Trend zum Rückzug vom Kapitalmarkt fortsetzt und auch künftig wieder die erweiterten Finanzierungsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen nicht mehr als überwiegender Vorteil gegenüber dem umfangreichen Pflichtenkatalog für diese Unternehmen angesehen werden. Dies dürfte gerade aufgrund der aktuell durch Krisen bestimmten Sonderfaktoren am Kapitalmarkt gelten, die die Erfüllung der Prognose- und Transparenzpflichten zusätzlich erschweren.
- Die vom OLG Frankfurt Anfang 2021 festgelegten Liquiditätsanforderungen an Aktien, die als Gegenleistung im Rahmen eines Tauschangebots angeboten werden sollen, wurden von der BaFin vollständig in die Praxis übernommen und haben ihren Niederschlag in den Angebotsunterlagen des ersten gemischten Angebots und des Angebots mit Aktien als alternativer Gegenleistung gefunden. Sollte die BaFin bei dieser Praxis bleiben, ist kleineren Bietern mit Streubesitz < EUR 500 Mio. und/oder geringen Tagesumsätzen die Wahl der eigenen Aktie als Gegenleistung dauerhaft verwehrt.
- Aktivistische Aktionäre nehmen weiterhin Einfluss auf börsennotierte deutsche Unternehmen, sowohl im Rahmen von Übernahmeverfahren als auch im regulären Geschäftsgang (u.a. auch mit Blick auf die derzeit aktuellen ESG Themen). Auch im Nachgang einer erfolgreichen Übernahme sollten mögliche Aktivitäten dieser Aktionäre vorab analysiert werden.
- 2021 hat sich erneut gezeigt, dass der Erfolg eines Übernahmeangebots durch Bedingungen gefährdet werden kann. Ob regulatorische Prüfverfahren erfolgreich abgeschlossen werden können, liegt auch bei sorgfältiger Vorprüfung nicht ausschließlich in den Händen der Parteien. Die Mindestannahmeschwelle hat sich erneut als Hürde für Bieter erwiesen. Insoweit bedarf es einer sorgfältigen Abwägung der Interessenlage vor der Veröffentlichung eines Angebots. Ob der Weg von Vonovia beim zweiten Angebot für Deutsche Wohnen, von vornherein jegliche Erhöhung der angebotenen Gegenleistung auszuschließen, in der Praxis zur Abwehr spekulierender Investoren Nachahmer finden wird, wird sich zeigen.

Practice

Dr. Murad M. Daghles

Partner, Düsseldorf

E murad.daghles@whitecase.com

Thilo Diehl

Partner, Frankfurt

E thilo.diehl@whitecase.com

Dr. Thyl Haßler

Local Partner, Düsseldorf

E thyl.hassler@whitecase.com

Dr. Tobias Heinrich

Partner, Frankfurt

E theinrich@whitecase.com

Dr. Alexander Kiefner

Partner, Frankfurt

E akiefner@whitecase.com

Prof. Dr. Roger Kiem

Partner, Frankfurt

E roger.kiem@whitecase.com

Dr. Matthias Kieseewetter

Partner, Hamburg

E mkieseewetter@whitecase.com

Dr. Stefan Koch

Partner, Frankfurt

E skoch@whitecase.com

Dr. Lutz Krämer

Partner, Frankfurt

E lutz.kraemer@whitecase.com

Sabine Küper

Professional Support Counsel, Frankfurt

E 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.

© 2022 White & Case LLP