

Ready for Takeover 2.0?

Die Vorbereitung deutscher Emittenten auf öffentliche Übernahmen –
Eine erneute Bestandsaufnahme

Ready for Takeover 2.0?

**Die Vorbereitung deutscher Emittenten
auf öffentliche Übernahmen –
Eine erneute Bestandsaufnahme**

Herausgeber: Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
www.dai.de

In Kooperation mit: White & Case LLP
Bockenheimer Landstraße 20
60323 Frankfurt am Main
www.whitecase.com

Mai 2023
Alle Rechte vorbehalten
ISBN 978-3-949519-00-0

Inhalt

1. Teil

| | |
|---|-----------|
| Die Vorbereitung deutscher Emittenten auf öffentliche Übernahmen als Bieter oder potenzielle Zielgesellschaft – eine erneute Bestandsaufnahme fünf Jahre nach der Übernahmestudie 2018 | 9 |
| 1. Hintergrund und Kernergebnisse | 10 |
| 2. Die Bietersicht | 13 |
| 2.1. Große Unruhe auf dem Übernahmemarkt? | 13 |
| 2.2. Welche Rolle spielen verschärfte Investitionskontrollen? | 15 |
| 2.3. Welche Übernahmestrategie verfolgen die Unternehmen? | 16 |
| 2.4. Wie werden Transaktionen abgesichert und Informationen beschafft? | 17 |
| 2.5. Wie werden Übernahmen finanziert? | 19 |
| 2.6. Wie werden Mindestannahmeschwellen, gesetzlicher Handlungsbedarf und Integrationsmaßnahmen gesehen? | 21 |
| 3. Die Sicht der Zielgesellschaft | 24 |
| 3.1. Wie wahrscheinlich ist eine Übernahme des eigenen Unternehmens? | 24 |
| 3.2. Wie bereiten sich die Unternehmen auf potenzielle Übernahmen vor? | 25 |
| 4. Welche Rolle spielen aktivistische Aktionäre? | 29 |
| 5. Welche Rolle spielen Berater? | 31 |

2. Teil

| | |
|---|------------|
| Empfehlungen aus der Rechtspraxis | 33 |
| 1. Snapshot: Der deutsche Übernahmemarkt 2022 | 34 |
| 2. Kommunikation mit und Reaktionsmöglichkeiten auf aktivistische Investoren | 42 |
| 3. Renaissance der Tauschangebote | 52 |
| 4. Investitionskontrolle als Show-Stopper? | 58 |
| 5. Neue Trends bei Business Combination Agreements, Delisting-Vereinbarungen & Co. | 74 |
| 6. Finanzierung öffentlicher Übernahmeangebote durch Fremdkapital | 84 |
| 7. Finanzierungsbestätigung – praktische Aspekte | 92 |
| 8. Die Befreiung vom Pflichtangebot im Zusammenhang mit der Sanierung der Zielgesellschaft | 96 |
| 9. Reformbedarf im Übernahmerecht: Anregungen aus der Beratungspraxis | 100 |

Vorwort

Der M&A-Markt steht vor einer Fülle von Herausforderungen, die im vergangenen Jahr zu einem bemerkenswerten Rückgang der öffentlichen Übernahmeaktivitäten geführt haben. Als Stichworte seien nur stellvertretend der russische Angriffskrieg in der Ukraine, die Energiekrise, die Zinswende, die Lieferkettenprobleme und das sich ändernde geopolitische Umfeld genannt.

Ein guter Zeitpunkt also für eine Bestandsaufnahme anhand folgender Fragestellungen: Wie bewerten deutsche börsennotierte Unternehmen das sich dynamisch entwickelnde Umfeld, sei es aus der Sicht eines potenziellen Bieters, sei es aus der Sicht einer potenziellen Zielgesellschaft? Wie sind Bieter und Zielgesellschaften auf das Szenario einer öffentlichen Übernahme vorbereitet? Was wird bei diesen Vorbereitungen als wichtig und was als weniger wichtig erachtet?

Die vorliegende Studie fasst die Ergebnisse einer Umfrage unter den börsennotierten Unternehmen aus DAX40, MDAX und SDAX zusammen. Sie ist eine Neuauflage der erstmals im Jahr 2018 von Deutschem Aktieninstitut und White & Case veröffentlichten Studie zum deutschen Markt für öffentliche Übernahmen. Dies erlaubt eine vergleichende Perspektive: Was hat sich in den letzten fünf Jahren verändert? Welche Trends sind zu beobachten?

Aus der aktuellen Umfrage lassen sich zwei wesentliche Schlüsse ziehen. Die Umfrageteilnehmer betrachten das aktuelle Umfeld als schwierig. Sie sehen aber weiterhin die Chancen, die der Übernahmemarkt bietet. Dazu gehört insbesondere der Kauf eines Unternehmens, um damit Herausforderungen wie die Energiewende und die Digitalisierung zu stemmen. Zudem setzt sich der Trend zu einer weiteren Professionalisierung in den M&A-Abteilungen der Unternehmen fort. Etwas, was vor fünf Jahren in Bezug auf strategische Übernahmemaßnahmen als „nice to have“ galt, ist heute der Regelfall.

Die neue Studie hilft potenziellen Bietern und Zielgesellschaften, ihre ganz eigene Bestandsaufnahme vorzunehmen. Die Ergebnisse werden in Fachbeiträgen aus anwaltlicher Perspektive aufgenommen und weiter vertieft.

Wir wünschen eine interessante Lektüre!

Dr. Christine Bortenlänger

Geschäftsführende Vorständin
Deutsches Aktieninstitut e.V.

Dr. Alexander Kiefner

Partner
White & Case LLP

Teil

1

Die Vorbereitung deutscher Emittenten auf öffentliche Übernahmen als Bieter oder potenzielle Zielgesellschaft – eine erneute Bestandsaufnahme fünf Jahre nach der Übernahmestudie 2018

Dr. Norbert Kuhn

Dr. Claudia Royé

Deutsches Aktieninstitut e.V.

Dr. Alexander Kiefner

Sabine Küper

White & Case LLP



1 Hintergrund und Kernergebnisse

Der Übernahmemarkt in Deutschland schwächelt. Das aktuelle wirtschaftliche und geopolitische Umfeld hinterlässt deutliche Spuren. Die Zahl von Übernahmen und das gesamte Angebotsvolumen sind deutlich zurückgegangen. Während es im Jahr 2021 noch 33 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von 67,1 Milliarden Euro gab, fanden 2022 bis November nur 18 Übernahmen mit einem Gesamtvolumen von 5,3 Milliarden Euro statt. Selbst nach dem Erwerb von Vantage Towers, einem Unternehmen für Funkturm-Infrastruktur, durch Global Infrastructure Partners (GIP), Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR) und Vodafone im Dezember 2022, konnte das Gesamtvolumen für 2022 nur auf 21,4 Milliarden Euro zulegen, also knapp ein Drittel des Vorjahresniveaus. Außerdem waren neun Transaktionen beziehungsweise die Hälfte des Übernahme-Volumens (zum Teil mit Übernahme-/Pflichtangeboten kombinierte) Delisting-Erwerbsangebote. Daran zeigt sich eine weitere Schwäche des M&A-Marktes im vergangenen Jahr: Bei Delisting-Erwerbsangeboten handelt es sich nämlich nicht um „richtige“ Übernahmeangebote, sondern um Abfindungen, die die Aktionäre bei einem Rückzug von der Börse erhalten.

Diese Zahlen sind Grund genug, um in die Ursachenforschung zu gehen. Dabei stellen sich folgende Fragen: Welche Auswirkungen haben der Krieg Russlands gegen die Ukraine, die immer noch spürbaren globalen Auswirkungen der Corona-Pandemie und die Entscheidungen der Zentralbanken, die Leitzinsen zu erhöhen und damit das Ende der Niedrigzinsära einzuläuten, auf die Übernahmeaktivitäten? Wie verändern sich die M&A-Strategien angesichts der zahlreichen Krisen, die uns derzeit in Atem halten? Wie schätzen die Unternehmen die Wahrscheinlichkeit ein, selbst Ziel einer Übernahme zu werden, und sind sie darauf vorbereitet?

In der vorliegenden Studie beantworten wir diese und weitere wichtige Fragen auf der Grundlage einer Umfrage unter börsennotierten Unternehmen aus dem DAX40, MDAX und SDAX. 32 börsennotierte Unternehmen haben sich an der Studie beteiligt. Knapp die Hälfte der Umfrageteilnehmer ist im DAX40 gelistet, jeweils rund ein Viertel notiert im MDAX beziehungsweise SDAX. Wir knüpfen mit dieser Studie an die Vorgängerstudie „Ready for Takeover?“¹ aus dem Jahr 2018 an. Damit können wir, dort wo wir vor fünf Jahren die gleichen Fragen gestellt haben, den aktuellen Status quo mit den Ergebnissen der letzten Studie vergleichen.

¹Siehe Deutsches Aktieninstitut/White & Case: Ready for Takeover? Marktübliche Prozesse und Vorbereitungsstand deutscher Unternehmen als potenzielle Bieter und Zielgesellschaften, Frankfurt am Main 2018. (https://www.dai.de/fileadmin/dokumente/studien/2018-06-19_Studie_Uebernahmen.pdf)



Die Darstellung der Studienergebnisse beginnt mit der Perspektive der Bieter auf dem Übernahmemarkt, auf die die Sicht der Zielgesellschaften folgt. In den letzten Abschnitten werden die Einschätzungen der Umfrageteilnehmer zur Rolle aktivistischer Aktionäre und der Berater im Übernahmeprozess dargestellt. Im Anschluss an diesen empirischen Teil schließen sich Fachbeiträge von Rechtsexperten der Kanzlei White & Case an, die mit weiteren Erläuterungen die Details der Studienergebnisse aufgreifen.

Im Folgenden die wesentlichen Umfrageergebnisse:

- **Keine Unruhe auf dem Übernahmemarkt:** Nur die Hälfte der Umfrageteilnehmer sieht sich durch die Zinswende der Zentralbanken, die zu einer deutlichen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen führt, in ihrer Übernahmeaktivität beeinträchtigt. Knapp 40 Prozent werden ihre Übernahmeaktivitäten aufgrund der Energiekrise verringern, 30 Prozent wegen des mit dem russischen Angriffskrieg in der Ukraine verbundenen Sanktionsregimes. Daraus lässt sich umgekehrt schließen, dass viele Umfrageteilnehmer in Bezug auf Übernahmen eher gelassen auf das aktuelle makroökonomische und geopolitische Umfeld reagieren. Zudem werden Übernahmen weiterhin als strategische Antwort auf Megatrends angesehen. Mehr als die Hälfte der Umfrageteilnehmer will den Unternehmenskauf dazu nutzen, die Digitalisierung zu meistern; mehr als ein Drittel für die Bewältigung der Energiewende.
- **„Privat“ dominiert:** Fast drei Viertel der Umfrageteilnehmer bevorzugen private M&A-Transaktionen, also die Übernahme nicht börsennotierter Unternehmen, und streben daher keine öffentliche Übernahme an. Vor fünf Jahren sah das Bild deutlich anders aus: Private Transaktionen waren damals für nicht einmal ein Drittel aller Umfrageteilnehmer Teil der Übernahmestrategie. Dies ist ein Zeichen dafür, dass in Zeiten volatiler Börsenkurse Transaktionen abseits der Börse Priorität erlangen. Der zu beobachtende Trend zum Delisting bestätigt die Tendenz des „public to private“ (siehe hierzu: Snapshot: Der deutsche Übernahmemarkt 2022, S. 34).
- **ESG auf dem Vormarsch:** Zwar dominieren bei der Auswahl potenzieller Übernahmekandidaten weiterhin wirtschaftliche Kriterien wie die EBIT-Marge oder eine Mindestrendite. Neben diesen ökonomischen Anforderungen werden aber auch vorab definierte ESG-Kriterien oft genannt.
- **Cash is King, Aktie ist Queen:** Als Gegenleistung für die Aktionäre der Zielgesellschaft bevorzugen zwar 40 Prozent der Umfrageteilnehmer ein reines Cash-Angebot. Daraus folgt umgekehrt, dass 60 Prozent der Umfrageteilnehmer ihre Transaktion zumindest aus einer Kombination aus Cash und einem Aktientausch bestreiten wollen. In der Praxis spielt der Aktientausch aufgrund der hohen rechtlichen Anforderungen an liquide Aktien hierzulande derzeit allerdings keine Rolle. Dies verdeutlicht, dass die Rechtsprechung dem Wunsch vieler Unternehmen, Aktien als Akquisitionswährung einzusetzen, widerspricht (siehe hierzu: Renaissance der Tauschangebote, S. 52).
- **Übernahmehindernis Mindestannahmeschwelle:** Jüngste M&A-Transaktionen haben gezeigt, dass Indexfonds und das taktische Verhalten von Hedgefonds zu einem Hindernis für das Überschreiten von Mindestannahmeschwellen werden können. Dies hatte zur Folge, dass entweder vor Ende der Annahmefrist auf die Mindestannahmeschwelle verzichtet oder diese stark reduziert werden musste. Dementsprechend brauchten viele Übernahmen bis zu einem erfolg-

reichen Abschluss mehrere Anläufe. Über 40 Prozent der Umfrageteilnehmer befürworten daher bei den Mindestannahmeschwellen eine gesetzliche Anpassung (siehe hierzu: Reformbedarf des WpÜG aus Sicht der Praxis, S. 100).

- **Aktivistische Aktionäre werden ernst genommen:** 80 Prozent der Umfrageteilnehmer bereiten sich mit Blick auf den Übernahmeprozess auf aktivistische Aktionäre vor. Dies ist eine deutliche Verbesserung im Vergleich zu der Umfrage von vor fünf Jahren. Die Umfrageteilnehmer aus dem DAX40 sind alle gewappnet. Bei den SDAX-Unternehmen sind mehr als zwei Drittel vorbereitet. Das ist für die kleinen Unternehmen ein großer Sprung nach vorne, die in der Regel über deutlich weniger Ressourcen verfügen als die großen DAX40-Unternehmen. Vor fünf Jahren war es nur ein Drittel der Umfrageteilnehmer aus dem SDAX (siehe hierzu: Kommunikation mit und Reaktionsmöglichkeiten auf aktivistische Investoren, S. 42).
- **Gefahr der Übernahme wird unterschätzt:** Nur wenige der Umfrageteilnehmer halten eine Übernahme des eigenen Unternehmens in den nächsten drei Jahren für wahrscheinlich. Umgekehrt wurde ein Großteil der Unternehmen, insbesondere aus dem MDAX und dem SDAX, schon von einem potenziellen Bieter angesprochen. Dies zeigt eine gewisse Diskrepanz zwischen Wunsch und Wirklichkeit, die vor fünf Jahren schon festzustellen war. Allerdings zeigt der Vergleich zu 2018 auch, dass die Umfrageteilnehmer, wenn es um die Analyse der Übernahmewahrscheinlichkeit geht, die gängigen Instrumente als deutlich wichtiger wahrnehmen und diese auch nutzen. Verbesserungspotenzial gibt es hingegen bei den Vorkehrungen, die bei einer plötzlichen Ansprache durch einen Bieter schnell getroffen werden müssen.

2 Die Bietersicht

2.1. Große Unruhe auf dem Übernahmemarkt?

Wir haben die Unternehmen gefragt, ob sich die aktuellen Kapitalmarktendenzen und die geopolitischen Entwicklungen auf ihre Übernahmeaktivität ausgewirkt haben. Das Ergebnis verblüfft: Viele Umfrageteilnehmer sehen aufgrund der aktuellen geopolitischen Verwerfungen keine großen Einschränkungen für Übernahmen.

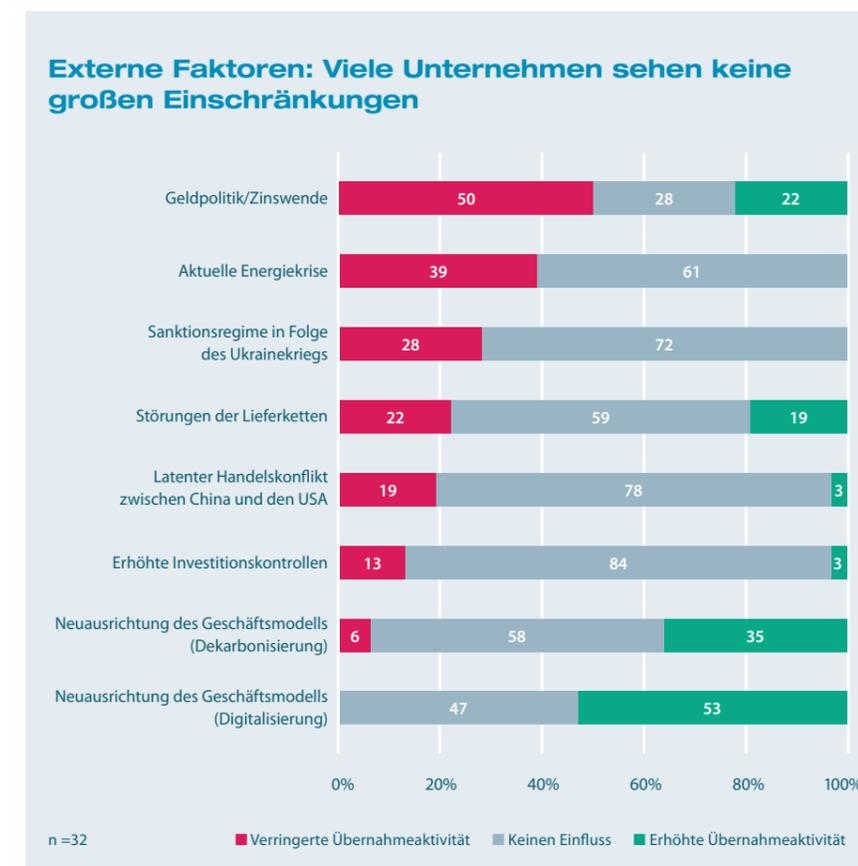


Abbildung 1: Einfluss von aktuellen marktlichen und geopolitischen Entwicklungen

Das Niedrigzinsumfeld war laut der Studie von 2018 ein wesentlicher Treiber auf dem Übernahmemarkt. Aktuell sieht die Hälfte der Umfrageteilnehmer die Zinswende in der Geldpolitik der bedeutenden Notenbanken als Bremse für ihre Übernahmetätigkeit (siehe Abbildung 1). Die andere Hälfte überrascht hingegen. Fast ein Drittel der Umfrageteilnehmer geht davon aus, dass verschlechterte Kreditbedingungen ihre Übernahmetätigkeit nicht beeinflussen werden. Dies ist ein Indiz dafür, dass einem Teil der Umfrageteilnehmer immer noch große Cash-Reserven zur Verfügung stehen. Die Cash-Reserven waren vor fünf Jahren von den Umfrageteilnehmern noch als wesentlicher Übernahmetreiber angesehen worden. Die Abhängigkeit von einer Fremdfinanzierung scheint daher nicht so groß und höhere Zinsen werden von vielen als verschmerzbar angesehen. Allerdings sehen insbesondere die SDAX-Unternehmen höhere Zinsen als Einschränkung ihrer Übernahmetätigkeit an, was vermutlich mit geringeren Cash-Reserven zusammenhängt.

Bemerkenswert ist, dass mehr als ein Fünftel der Umfrageteilnehmer davon ausgeht, dass die Zinswende der Zentralbanken bei ihnen zu einer erhöhten Übernahmetätigkeit führen wird. Offenbar setzen die Unternehmen darauf, dass die steigenden Zinsen die Aktienanleger verunsichern, was zu einem Verkaufsdruck und zu fallenden Aktienkursen führen kann. Dieses Fünftel sieht in niedrigeren Einstiegspreisen an den Börsen eine günstige Gelegenheit, das eigene Anlageportfolio aufzustocken.

Ein wichtiger Treiber für die Übernahmetätigkeiten ist die digitale Transformation mit der Neuausrichtung des Geschäftsmodells. Im Kauf eines oder mehrerer Unternehmen sehen mehr als die Hälfte der Umfrageteilnehmer die Chance, Know-how im IT-Bereich zu erwerben. Bei MDAX-Unternehmen ist die Digitalisierung sogar für drei Viertel Anlass für einen Schub am Übernahmemarkt.

Bei mehr als einem Drittel aller Umfrageteilnehmer und bei der Hälfte der DAX40-Unternehmen führt auch die Energiewende/Dekarbonisierung zu mehr Übernahmetätigkeiten. Die Motive dafür dürften mit denen bei der Digitalisierung vergleichbar sein. Im eigenen Unternehmen fehlendes Know-how durch geeignete Investitionen zu erwerben, um schneller die Energiewende herbeizuführen, wird als Lösungsoption gesehen.

Der latente Handelskonflikt zwischen China und den USA hat für 80 Prozent der Unternehmen bislang zumindest fast keine Auswirkungen auf die Übernahmetätigkeit. Auch die aktuelle Energiekrise und der russische Angriffskrieg in der Ukraine, der mit einem äußerst restriktiven Sanktionsregime gegenüber Russland verbunden ist, bedeuten für die überwiegende Mehrheit der Umfrageteilnehmer keine Beeinträchtigung auf dem Übernahmemarkt. Über Gründe kann nur spekuliert werden.

Ähnlich ist das Ergebnis bei der Frage nach den Auswirkungen der Störungen der Lieferketten, die auf dem Höhepunkt der Corona-Krise den weltweiten Handel stark beeinträchtigt haben. Auch wenn insbesondere nach dem Ende der chinesischen Null-Covid-Strategie eine gewisse Normalisierung eingetreten ist, funktionieren die Lieferketten weiterhin nicht reibungslos. Trotzdem geben nur etwas mehr als ein Fünftel der Befragten an, deshalb die Übernahmetätigkeit zu verringern. Umgekehrt geht auch ein Fünftel davon aus, dass gestörte Lieferketten eine erhöhte Übernahmetätigkeit zur Folge haben werden. Angesichts der Erfahrungen der letzten Jahre hinterfragen offensichtlich die Unternehmen zunehmend ihre Abhängigkeit von Lieferungen aus bestimmten Regionen. Damit verbunden ist eine Zunahme der M&A-Tätigkeit bezüglich Zielobjekten in Regionen, die stabilere Lieferketten erwarten lassen.

2.2. Welche Rolle spielen verschärfte Investitionskontrollen?

Die Umsetzung der Anforderungen, die sich aus Investitionskontrollen ergeben, bedeuten für grenzüberschreitende Übernahmen einen Zusatzaufwand. Andere Vorgaben wie das Bankaufsichtsrecht spielen nur in Ausnahmefällen bei M&A-Transaktionen eine Rolle (siehe zum Thema: Investitionskontrollen als Showstopper, S. 58).

Die rechtlichen Vorgaben zur Investitionskontrolle sind in vielen Ländern in den letzten Jahren deutlich restriktiver geworden. Der Grund hierfür ist die Befürchtung, dass einheimisches Know-how durch Übernahmen ins Ausland abfließen könnte. Zugleich soll die Abhängigkeit von ausländischem Kapital verringert werden.

Trotz dieser Verschärfungen gibt die Mehrheit der Umfrageteilnehmer an, dass Investitionskontrollen maßgeblicher Jurisdiktionen in Bezug auf Übernahmen entweder nicht relevant sind oder als (eher) nicht hinderlich angesehen werden (siehe Abbildung 2). Eine weitere wichtige Hürde bedeutet die neue Verordnung über drittstaatliche Subventionen (Verordnung (EU) 2022/2569 „Foreign Subsidies Regulation“), die bei der Umfrage noch nicht berücksichtigt werden konnte, da sie erst Anfang 2023 in Kraft getreten ist.

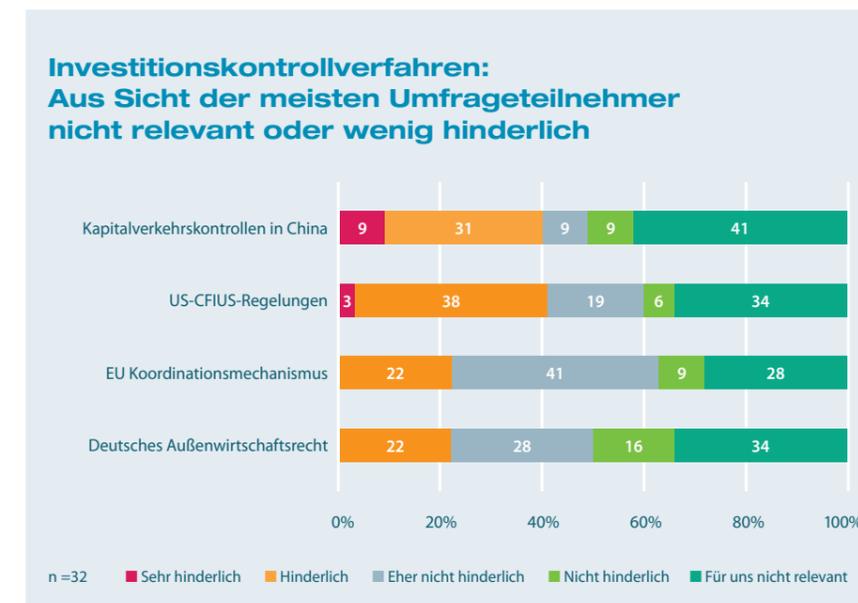


Abbildung 2: Bewertung von investitionskontrollrechtlichen Vorgaben

Dies soll aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass jeweils rund 40 Prozent der Umfrageteilnehmer die Kapitalverkehrskontrollen in China und die Regelungen des Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) zumindest als hinderlich ansehen. Was die chinesischen Regeln angeht, entspricht das der Einschätzung der Befragten aus dem Jahr 2018. Hingegen werden die US-Regeln im Vergleich zu vor fünf Jahren deutlich kritischer eingestuft. Dies liegt möglicherweise auch daran, dass fast zwei Drittel der Umfrageteilnehmer ein mögliches Übernahmetziel in den USA suchen und sich mit den dortigen Investitionskontrollen intensiv auseinandersetzen müssen. Verschärfend kommt hinzu, dass das CFIUS-Regime unter bestimmten Voraussetzungen auch bei Nicht-US-Zielgesellschaften ein Prüfverfahren einleitet, beispielsweise bereits dann, wenn in den USA Grundstücke der Zielgesellschaft liegen.

2.3. Welche Übernahmestrategie verfolgen die Unternehmen?

Ein Unternehmen, das mit seinem Geschäftsmodell expandieren will, kann dieses Ziel durch rein organisches Wachstum erreichen. Das bedeutet den Verzicht auf die Übernahme anderer Unternehmen, was aber nur für etwas mehr als ein Viertel der Umfrageteilnehmer in Frage kommt (siehe Abbildung 3).

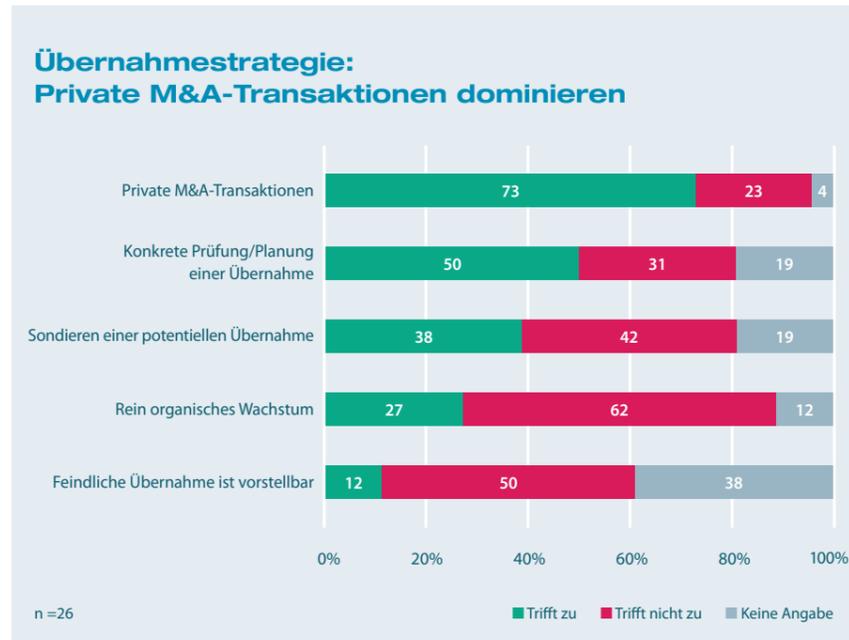


Abbildung 3: Übernahmeplanung und -strategie

Die überwiegende Mehrheit der befragten Unternehmen will durch Übernahmen wachsen und hat eine entsprechende Strategie. Aktuell haben für mehr als zwei Drittel der Umfrageteilnehmer private M&A-Transaktionen Priorität. Das sah 2018 anders aus. Damals standen private Transaktionen, also der Zukauf nicht börsennotierter Unternehmen, für nicht einmal ein Drittel aller Umfrageteilnehmer im Vordergrund der Übernahmestrategie. Angesichts der zum Teil großen Ungewissheit auf dem Markt für öffentliche Übernahmen, etwa wegen volatilerer Börsenkurse, ist eine private Transaktion derzeit die sicherere Alternative. Außerdem ist der Prozess deutlich weniger aufwendig und das Universum potenzieller privater Übernahmekandidaten insbesondere in Deutschland weit größer.

Was eine öffentliche Übernahme angeht, wird der M&A-Markt von fast zwei Fünftel der Umfrageteilnehmer regelmäßig sondiert. Die Hälfte hat nach dieser allgemeinen Sondierung in den letzten fünf Jahren sogar konkret die Übernahme eines börsennotierten Unternehmens geprüft oder plant diese in naher Zukunft. Beides entspricht in etwa den Aussagen von 2018.

Mehr als jedes zehnte Unternehmen kann sich eine feindliche Übernahme vorstellen. Vor fünf Jahren war das sogar jedes Fünfte. Dies dürfte vor allem an den derzeit unsicheren Marktgegebenheiten liegen, die die Unternehmen vor dem Wagnis einer feindlichen Übernahme zurückschrecken lassen.

Die unterschiedliche Einschätzung der Unternehmen aus den verschiedenen Indizes zeigt, dass die Größe des Unternehmens ein ausschlaggebender Faktor für die strategische Ausrichtung auf dem Übernahmemarkt ist. Fast vier Fünftel der DAX40-Unternehmen haben konkrete Pläne. Bei den SDAX-Unternehmen ist es nur etwas mehr als jedes Zehnte. Umgekehrt gibt fast die Hälfte der SDAX-Unternehmen an, organisch wachsen zu wollen. Bei den DAX40-Unternehmen ist es lediglich jedes Zehnte.

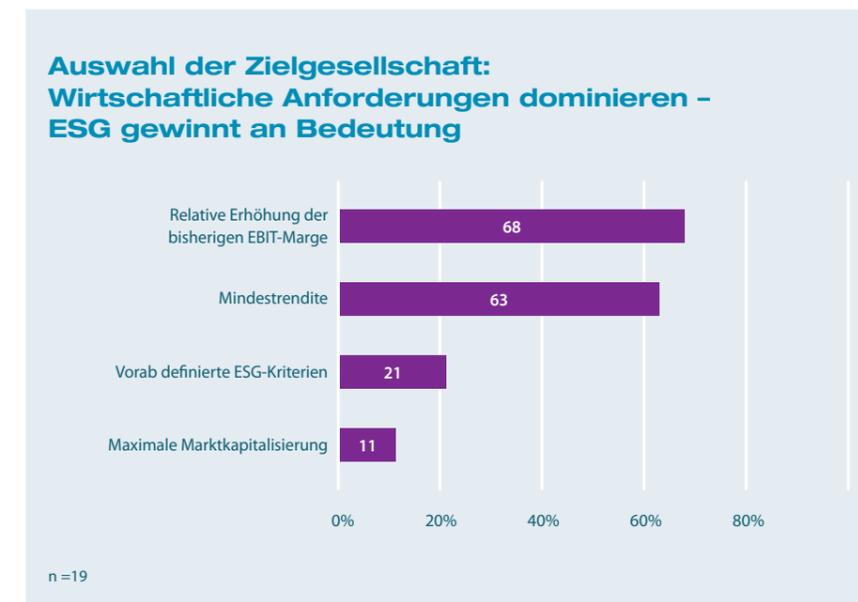


Abbildung 4: Auswahlkriterien bei der Übernahme

Sondieren ist das eine, einen attraktiven Übernahmekandidaten zu finden, das andere. Welche Kriterien dominieren die Auswahl? Laut den Umfrageteilnehmern stehen wirtschaftliche Überlegungen im Vordergrund (siehe Abbildung 4). Die relative Erhöhung der EBIT-Marge und eine Mindestrendite sind für mehr als zwei Drittel der Umfrageteilnehmer Anforderungen an das Zielunternehmen. Zudem hält das Thema Nachhaltigkeit Einzug in den Übernahmemarkt. Immerhin ein Fünftel hält vorab definierte ESG-Kriterien für wichtig.

2.4. Wie werden Transaktionen abgesichert und Informationen beschafft?

Zwar zeigen sich die Umfrageteilnehmer im Großen und Ganzen nicht außergewöhnlich beeindruckt von aktuellen Unsicherheitsfaktoren wie der Geldpolitik, dem Angriffskrieg in der Ukraine und der Energiekrise. Der Bedarf, ein Übernahmeangebot abzusichern und damit die Erfolgsaussichten einer Transaktion zu erhöhen, ist dennoch im Vergleich zu 2018 bei allen von uns abgefragten Maßnahmen leicht gestiegen.

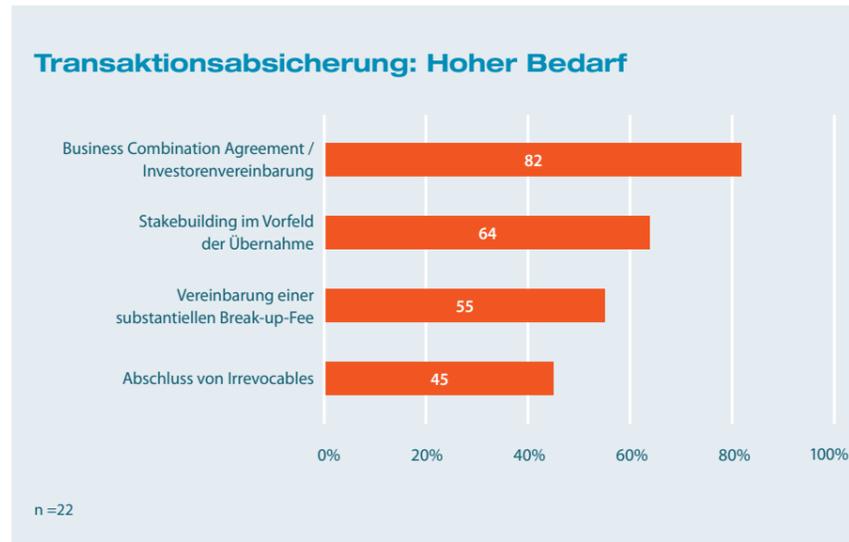


Abbildung 5: Maßnahmen zur Erhöhung der Transaktionssicherheit (Mehrfachnennungen möglich)

Immerhin geben mehr als vier Fünftel der Umfrageteilnehmer an, zur Erhöhung der Transaktionssicherheit Business Combination Agreements (BCA) im Vorfeld der Transaktion (siehe hierzu: Business Combination Agreements, Delisting Vereinbarungen & Co. – neue Trends, S. 74) nutzen zu wollen (siehe Abbildung 5). Das zweite Mittel der Wahl ist das Stakebuilding im Vorfeld der Übernahme, also der Aufbau einer wesentlichen Beteiligung vor Abgabe des Angebots, das von zwei Dritteln als wichtige Maßnahme genannt wird. Auch der Abschluss von Irrevocables wird von fast der Hälfte genannt. Darunter werden unwiderrufliche Zusagen von maßgeblich beteiligten Aktionären der Zielgesellschaft bereits im Vorfeld eines Übernahmeangebots verstanden, dem (potenziellen) Bieter ihr Aktienpaket zu verkaufen.

Darüber hinaus gewinnen Vertragsklauseln an Bedeutung, die dem Bieter im Rahmen der Angebotsbedingungen die Möglichkeit geben, aus der Transaktion auszusteigen. Angebotsbedingungen zur Market Material Adverse Change, Target Material Adverse Change sowie dass kein Compliance Verstoß und keine Insolvenz eintreten oder vorliegen dürfen, werden von mehr als zwei Dritteln der Umfrageteilnehmer als wichtig erachtet. Die Voraussetzung, dass keine Kapitalmaßnahmen geplant sein dürfen, wird lediglich von knapp der Hälfte als wichtige Bedingung angesehen.

Die Klausel zur Market Material Adverse Change bezieht sich auf Umwelt- und Naturkatastrophen, militärische Konflikte oder eine globale Pandemie oder auch auf die Entwicklungen an den Aktienmärkten, ist also nicht unternehmensspezifisch. Verständlicherweise haben diese Klauseln in den letzten Jahren deutlich mehr Relevanz bekommen. Unsicherheiten im Branchenumfeld des Targets oder hinsichtlich dessen wirtschaftlicher Entwicklung fördern hingegen die Tendenz zur Absicherung über Target Material Adverse Change-Klauseln.

Auf die gestiegene Unsicherheit reagieren die Unternehmen mit einem zunehmenden Informationsbedürfnis, um böse Überraschungen zu vermeiden. Auf rein öffentlich zugängliche Informationen will sich nur eine kleine Minderheit verlassen. Vier Fünftel der Umfrageteilnehmer halten bei der Vorbereitung eines öffentlichen Angebots die Durchführung

zumindest einer Red Flag Due Diligence für erforderlich, bei der das Zielunternehmen und dessen Geschäftsbereiche anhand nicht-öffentlich zugänglicher Daten analysiert werden. Im Jahr 2018 taten dies nur zwei Drittel der Umfrageteilnehmer.

2.5. Wie werden Übernahmen finanziert?

Vor dem Start einer Übernahme muss die Finanzierung stehen. Hierfür kommen eine Fremdfinanzierung und/oder vorhandene Liquiditätsreserven in Frage. Für die Umfrageteilnehmer sind beide Finanzierungswege gleich wichtig. Trotz der Zinswende der Zentralbanken setzen vier Fünftel der Umfrageteilnehmer auf eine Kreditzusage durch ihre Banken (siehe hierzu: Die Finanzierung öffentlicher Übernahmeangebote durch Fremdkapital, S. 84). Der gleiche Wert ergibt sich für eigene Barmittel. Dies unterstreicht die bereits in Abschnitt 2.1 geäußerte Vermutung, dass viele Unternehmen genügend Finanzreserven besitzen, um Übernahmen aus eigenen Mitteln zu finanzieren.

Insgesamt haben beide Geldquellen im Vergleich zum Jahr 2018 an Bedeutung gewonnen. Damals wurden ausreichend Cash-Bestände nur von drei Fünfteln aller Umfrageteilnehmer genannt. Lediglich die Hälfte hatte sich mit Kreditzusagen eines Bankenkonsortiums auf eine potenzielle Übernahme vorbereitet.

Werden die Übernahmepläne konkret, muss die übernehmende Gesellschaft entscheiden, wie sie die Aktien der Zielgesellschaft erwirbt. Hierfür gibt es drei Möglichkeiten:

- Barmittel (Cash), die aus der eigenen Liquidität und/oder über eine Fremdfinanzierung durch Bankkredite stammen;
- ein Tausch von Aktien des Erwerbers, die über eine Kapitalerhöhung geschaffen werden;
- eine Kombination aus beidem.

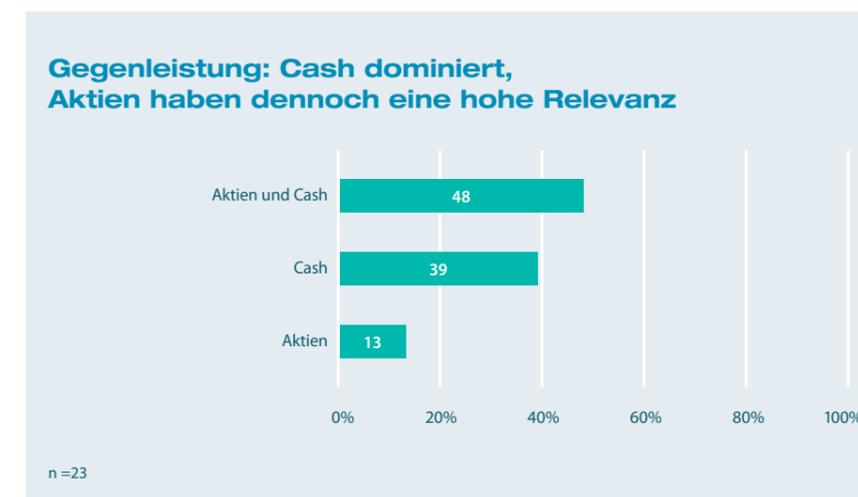


Abbildung 6: Bevorzugte Gegenleistung für die Aktionäre der Zielgesellschaft

Knapp die Hälfte würde den Aktionären der Zielgesellschaft bei einer öffentlichen Übernahme eine Kombination aus Aktien und Cash anbieten (siehe Abbildung 6). Interessant ist, dass immerhin fast zwei Drittel der Umfrageteilnehmer Aktien zumindest als Bestandteil der Gegenleistung sehen. Zwar schonen Tauschangebote die Liquidität, sie sind aber gerade mit Blick auf die aktuelle BaFin-Praxis infolge der jüngeren Rechtsprechung des OLG Frankfurt in Deutschland in der Umsetzung deutlich schwieriger. Dies ist auch der Grund, warum der Aktientausch hierzulande keinen Durchbruch als Akquisitionswährung erzielen konnte. Das bestätigt die Praxis: Im Jahr 2022 gab es in Deutschland kein einziges Übernahmeangebot, das ein Umtauschangebot vorsah. Im Jahr 2021 gab es bei 33 Übernahmeverfahren lediglich ein gemischtes Angebot und ein Umtauschangebot.

Durch die Rechtsprechung wird gerade den kleineren Unternehmen, deren Aktien in der Regel weniger liquide sind, ein Aktientausch zunehmend erschwert. Trotzdem bevorzugt ein Drittel der SDAX-Unternehmen ein reines Aktienangebot und die Hälfte eine Mischung aus Cash und Aktien. Bei den MDAX-Unternehmen gaben zwei Drittel an, dass die Mischung aus Aktien und Cash das Mittel der Wahl ist. Die Unternehmen würden also gerne den Aktientausch nutzen, was ihnen aber durch die Rechtsprechung des OLG Frankfurt deutlich erschwert wird.

Aktien als Gegenleistung

Gemäß den gesetzlichen Rahmenbedingungen kann die Gegenleistung in einer Geldleistung in Euro oder in liquiden Aktien bestehen, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Werden Inhabern stimmberechtigter Aktien als Gegenleistung Aktien angeboten, müssen diese Aktien ein Stimmrecht gewähren. Sind die Aktien nicht als „liquide“ zu bewerten, kann die BaFin das Angebot untersagen. Die Kriterien für die Beurteilung, was eine liquide Aktie ist, haben sich mit dem Beschluss des OLG Frankfurt Main vom Januar 2021 deutlich verschärft (OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 11.1.2021, Az. WpÜG 1/20 (Biofrontera)). Laut OLG Frankfurt muss eine liquide Aktie täglich gehandelt werden und der Streubesitz darf nicht weniger als 500 Millionen Euro betragen. Zusätzlich darf die durchschnittliche tägliche Zahl der Transaktionen mit dieser Aktie nicht unter 500 liegen oder der durchschnittliche Tagesumsatz in dieser Aktie nicht weniger als zwei Millionen Euro betragen. Die BaFin hat dieses Urteil in ihre Verwaltungspraxis übernommen – in der Literatur wird diese Einordnung weiter als deutlich über das Ziel hinausschießend kritisiert. (vgl. etwa Kiefner/Kiesewetter, Die Liquiditätsanforderung bei öffentlichen Tauschangeboten gemäß § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG, BKR 2021, S. 265 ff., wie auch Diehl/Heinrich, Renaissance der Tauschangebote?, S. 52).

2.6. Wie werden Mindestannahmeschwellen, gesetzlicher Handlungsbedarf und Integrationsmaßnahmen gesehen?

Öffentliche Übernahmen kommen oftmals nur unter der Bedingung zustande, dass dem Bieter eine bestimmte Anzahl von Aktien der Zielgesellschaft angedient wird. Diese Mindestannahmeschwelle erleichtert weitere Integrationsmaßnahmen der Zielgesellschaft, etwa in Form eines Delistings, Squeeze-outs oder des Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Diese Maßnahmen setzen alle den Erwerb eines unterschiedlichen Mindestanteils am Grundkapital voraus.

Gerade in der jüngeren Vergangenheit sind mehrere Übernahmeveruche zumindest im ersten Anlauf gescheitert, da die Mindestannahmeschwelle nicht erreicht wurde. Oftmals musste die Schwelle aufgegeben oder nach unten korrigiert werden, damit die Übernahme zustande kam.

Ein wesentlicher Grund für das Scheitern an der Mindestannahmeschwelle sind Anlagebestimmungen von Indexfonds. Demnach dürfen Indexfonds erst dann Aktien bei einem Angebot andienen, wenn feststeht, dass das betreffende Unternehmen aus dem Index ausscheidet. Faktisch bedeutet dies, dass sie ihre Aktien im Lauf der Annahmefrist noch nicht andienen können, sondern frühestens im Rahmen der zweiwöchigen weiteren Annahmefrist nach Ablauf der ursprünglichen Annahmefrist (so genannte Zaunkönigregelung). Da Indexfonds als Aktionäre ein immer größeres Gewicht haben, kann ohne ihre Aktien die Mindestannahmeschwelle oft nicht überschritten werden. Zudem taktieren Hedgefonds bei Übernahmen mit einer möglichst späten Andienung, da diese bis zum Schluss auf eine Erhöhung des Angebotspreises oder auf einen weiteren Zuschlag nach Ablauf des Angebots im Rahmen der Integrationsmaßnahmen spekulieren.

Diese Erfahrungen sind vermutlich ein Grund, warum die Umfrageteilnehmer im Vergleich zum Jahr 2018 niedrigere Mindestannahmeschwellen als Ziel angeben. So wollten 2018 noch mehr als ein Drittel der Umfrageteilnehmer mindestens 90 Prozent des Grundkapitals der übernommenen Gesellschaft erwerben. In der aktuellen Umfrage hält das Erreichen der 90 Prozent-Schwelle nur noch knapp jeder Fünfte für notwendig beziehungsweise möglich. Etwas mehr als ein Drittel der Umfrageteilnehmer 2022 strebt jetzt als Mindestannahmeschwelle das Erreichen von mindestens 75 Prozent des Grundkapitals an. Genauso viele wollen mindestens 50 Prozent erwerben.

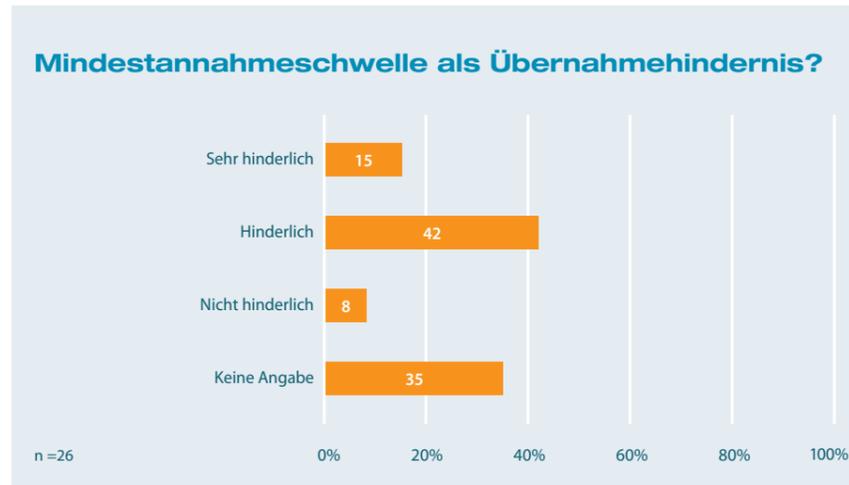


Abbildung 7: Bewertung Anlagebestimmungen Indexfonds und taktisches Verhalten von Hedgefonds

Doch wie bewerten die Umfrageteilnehmer die Anlagebestimmungen von Indexfonds und das taktische Verhalten von Hedgefonds? Mehr als die Hälfte der Umfrageteilnehmer bezeichnet beides als Übernahmehindernis (siehe Abbildung 7). Interessanterweise treffen insbesondere Umfrageteilnehmer aus dem MDAX und SDAX diese Aussage. Dies überrascht, da größere Bieter tendenziell auch größere Zielgesellschaften im Blick haben und Indexfonds tendenziell eher bei größeren Unternehmen investiert sind.

Mehr als 40 Prozent der Umfrageteilnehmer halten daher den Anpassungsbedarf im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) für groß oder sehr groß. Dagegen sieht nur jeder Zehnte keinen Anpassungsbedarf, während die Hälfte keine Angabe macht. Interessanterweise sehen sich die SDAX-Unternehmen nicht nur am meisten von den Indexfonds und den Hedge-Fonds betroffen, sondern haben auch den größten Anpassungsbedarf.

Reform bei der Mindestannahmeschwelle?

Steht ein Übernahmeangebot unter einer Mindestannahmebedingung, kann der Bieter bis zum Werktag vor Ablauf der Annahmefrist auf diese verzichten. Allerdings ist das Verhalten der Investoren der Zielgesellschaft zu diesem Zeitpunkt kaum einzuschätzen. Gerade am letzten Annahmetag entscheiden sich viele größere Investoren für oder gegen die Andienung der Aktien. Hedgefonds spekulieren häufig auf ein höheres Angebot im späteren Übernahmeverfahren. Investierte Indexfonds können auf Grund der eigenen Regularien die Aktien der Zielgesellschaft in der Regel erst andienen, wenn der Bieter bekannt gibt, dass er auf einen Stimmrechtsanteil von über 50 Prozent kommt.

Wird die Mindestannahmeschwelle verfehlt, ist das Angebot gescheitert. Es bleibt dem Bieter – will er an seinem Angebot festhalten – keine andere Wahl, als ein neues Übernahmeangebot abzugeben. Für diesen Fall hat das WpÜG grundsätzlich eine Sperrfrist von einem Jahr vorgesehen. Die BaFin kann allerdings den Bieter auf schriftlichen Antrag von der Sperrfrist befreien, wenn die Zielgesellschaft der Befreiung zustimmt.

Prominentes Beispiel für ein Scheitern des Übernahmeverfahrens auf Grund des Nichterreichens der Mindestannahmeschwelle ist das Übernahmeverfahren Vonovia/Deutsche Wohnen. Das erste Übernahmeangebot der Vonovia vom Juni 2021 erreichte statt der angestrebten 50 Prozent des Grundkapitals nur 47,62 Prozent. Dies wurde unter anderem darauf zurückgeführt, dass Indexfonds ihre Anteile erst in der weiteren Annahmefrist hätten tendern können. Im August 2021 wurde ein weiteres Angebot veröffentlicht, im September 2021 wurde auf die Mindestannahmeschwelle verzichtet. Die Übernahme kam im Oktober 2021 zustande. Ende Oktober hatte Vonovia 87,6 Prozent des Grundkapitals der Deutsche Wohnen übernommen.

Ähnliche Erfahrungen häufen sich in den letzten Jahren, daher stößt der rechtliche Rahmen zunehmend rund um die Mindestannahmeschwelle auf Kritik. Erste Vorschläge zur Änderung des WpÜG werden in diesem Zusammenhang laut (vgl. Kiefner/Kiesewetter, Reformbedarf im Übernahmerecht: Anregungen aus der Beratungspraxis, S. 100; im Übrigen auch Verse/Brellochs, Der Verzicht auf die Mindestannahmebedingung im Übernahmerecht, ZHR 186 (2022), S. 339 ff)

Obwohl die Mindestannahmeschwelle für 90 Prozent der Umfrageteilnehmer eine geringere Rolle spielt, wird der Squeeze-out, der nach dem Umwandlungsgesetz erst ab einer Beteiligung von 90 Prozent möglich ist, von mehr als 80 Prozent als primäre Integrationsmaßnahme betrachtet. Dem folgt mit knapp 70 Prozent der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag.

Dass die Umfrageteilnehmer dem Squeeze-out, der letztendlich einen Rückzug von der Börse zur Folge hat, eine hohe Bedeutung beimessen, entspricht der Transaktionspraxis: Es gibt eine Public to Private-Tendenz (siehe hierzu: Snapshot: Der deutsche Übernahmemarkt 2022, S. 34).

3 Die Sicht der Zielgesellschaft

In den folgenden Abschnitten gehen wir auf die Sicht der Umfrageteilnehmer als potenzielle Zielgesellschaft ein. Dazu gehört insbesondere, wie die Unternehmen die Gefahr der Übernahme des eigenen Unternehmens einschätzen und wie sie sich darauf vorbereiten.

3.1. Wie wahrscheinlich ist eine Übernahme des eigenen Unternehmens?

Der Übernahmemarkt bietet nicht nur die Chance, durch den Kauf attraktiver Zielunternehmen die eigene Wettbewerbssituation zu verbessern. Vielmehr besteht für die Unternehmen ein permanentes Risiko, selbst als Zielgesellschaft ins Visier von Bietern zu geraten. Wie schätzen die Umfrageteilnehmer die Wahrscheinlichkeit ein, in den nächsten drei Jahren übernommen zu werden?

Lediglich etwas mehr als jeder zehnte Umfrageteilnehmer hält die Gefahr einer Übernahme für wahrscheinlich (siehe Abbildung 8). Die im Fragebogen ebenfalls vorgesehene Antwortmöglichkeit „sehr wahrscheinlich“ wurde von keinem Umfrageteilnehmer angekreuzt. Vor fünf Jahren hatten immerhin noch fünf Prozent und bei den SDAX-Unternehmen sogar elf Prozent angegeben, dass sie eine Übernahme für sehr wahrscheinlich halten.

Es rechnen insbesondere kleinere Unternehmen eher mit einer Übernahme. So schließt kein SDAX-Unternehmen eine Übernahme aus. Im MDAX und SDAX hält jeweils rund jeder Fünfte der Umfrageteilnehmer eine Übernahme für wahrscheinlich. Gefragt danach, woher denn ein potenzieller Übernehmer kommen könnte, antworten die meisten Umfrageteilnehmer aus den USA.

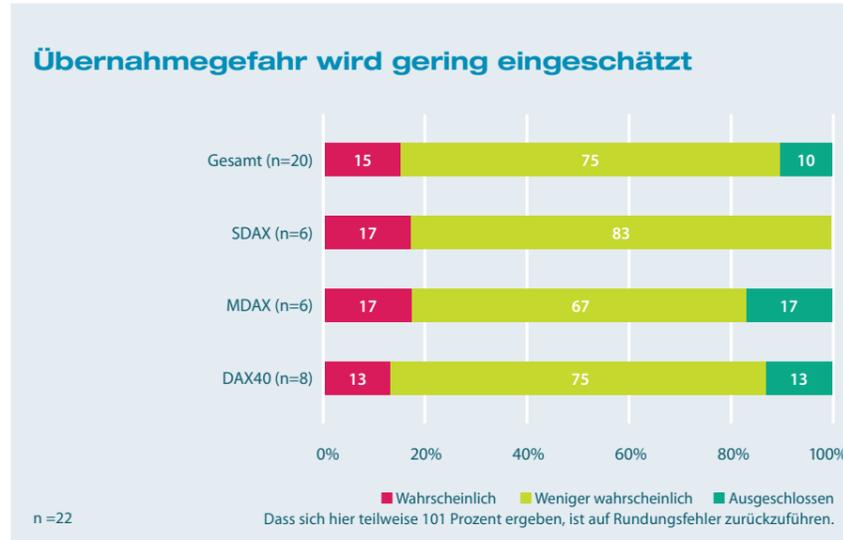


Abbildung 8: Wahrscheinlichkeit eines Übernahmeversuchs in den nächsten drei Jahren

Wie schon vor fünf Jahren weist die aktuelle Umfrage eine gewisse Diskrepanz in den Aussagen auf. Zwar halten nicht viele Unternehmen die Übernahme des eigenen Unternehmens für wahrscheinlich. Doch fast zwei Drittel der Umfrageteilnehmer wurden in der Vergangenheit von einem potenziellen Bieter angesprochen, was als Indiz für eine Übernahmewahrscheinlichkeit interpretiert werden kann. Die Ansprache durch potenzielle Bieter hat sich demnach deutlich erhöht. 2018 hatten nur 40 Prozent der Umfrageteilnehmer diese Frage bejaht.

Insbesondere die kleineren Unternehmen werden von potenziellen Bietern angesprochen: Rund 80 Prozent aller MDAX- und SDAX-Unternehmen geben an, von diesen angesprochen worden zu sein, hingegen nur die Hälfte aller DAX40-Unternehmen. Gerade Unternehmen mit einer niedrigen Marktkapitalisierung werden also eher Ziel einer Übernahme.

Rund 70 Prozent der Umfrageteilnehmer wurden von strategischen Bietern angesprochen, gefolgt von Private Equity Investoren mit knapp 30 Prozent. 2018 waren noch 90 Prozent der Bieter, die in der Vergangenheit ein Unternehmen angesprochen hatten, strategische Bieter. Gerade die Strategen haben sich in den letzten Jahren mit Blick auf die hohen Unternehmensbewertungen am Kapitalmarkt zurückgehalten, was der Hintergrund für die Abnahme der Ansprache sein dürfte.

3.2. Wie bereiten sich die Unternehmen auf potenzielle Übernahmen vor?

Auch wenn die meisten Umfrageteilnehmer nicht mit einer Übernahme rechnen, wurden viele bereits von potenziellen Bietern angesprochen. Um die Wahrscheinlichkeit eines Übernahmeversuchs und die damit verbundenen Erfolgschancen einschätzen zu können, sollten die Unternehmen diese mittels geeigneter Instrumente ermitteln.



3.2.1. Instrumente zur Einschätzung der Übernahmewahrscheinlichkeit

Wir haben sieben Instrumente zur Einschätzung der Übernahmewahrscheinlichkeit abgefragt (siehe Abbildung 9). Teilweise deutlich mehr als 60 Prozent der Umfrageteilnehmer ordneten sechs von ihnen als wichtig oder sehr wichtig ein. Dazu gehören die Analyse des eigenen Aktienkurses, der Aktionärsstruktur sowie der Ein- und Ausstiegskurse, die von fast allen Umfrageteilnehmern als bedeutsam erachtet werden. Diesen Instrumenten folgen die Analyse der relativen Performance im Vergleich zu den Konkurrenten, die Analystenreports und das Investorenfeedback.

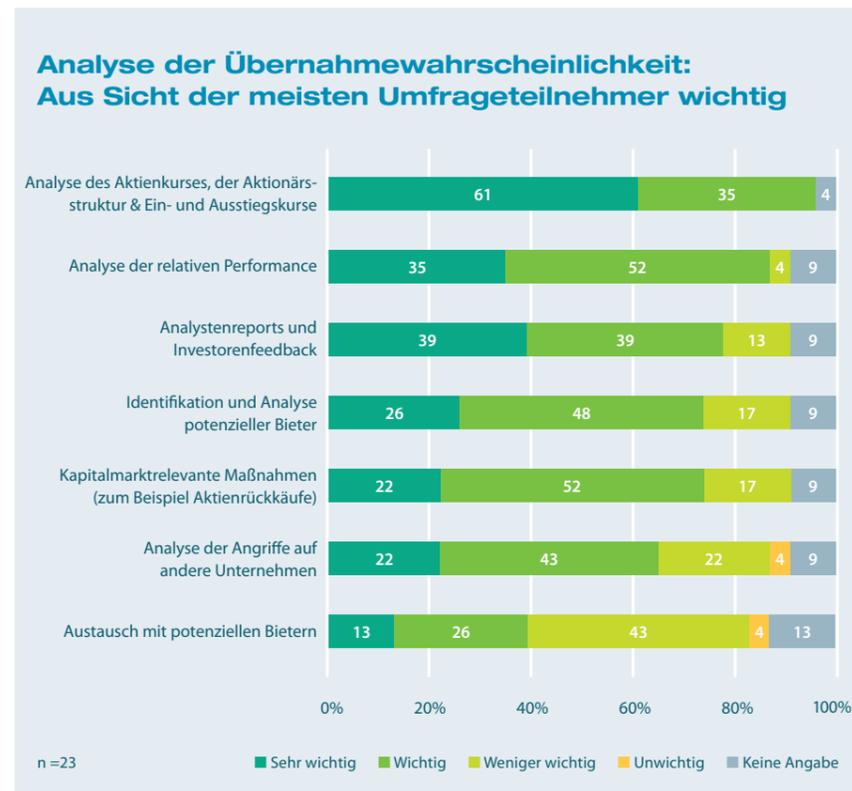


Abbildung 9: Instrumente zur Einschätzung von Übernahmeversuchen

Im Vergleich zu 2018 werden die meisten Maßnahmen aktuell als wichtiger eingeschätzt. Einen enormen Bedeutungszuwachs hat die Analyse kapitalmarktrelevanter Maßnahmen, beispielsweise Aktienrückkäufe, erfahren. Heute sehen fast 75 Prozent der Umfrageteilnehmer diese als wichtig oder sehr wichtig an, 2018 waren es nur die Hälfte.

Wir haben die Umfrageteilnehmer zudem gefragt, ob sie die Instrumente nutzen. Anspruch und Wirklichkeit entsprechen sich weitgehend. Die Instrumente, die die Umfrageteilnehmer als sehr wichtig beziehungsweise wichtig einschätzen, nutzen sie auch zu einem nahezu gleichen Anteil. Eine größere Lücke zwischen der Einschätzung der Bedeutung und der tatsächlichen Umsetzung ergibt sich nur bei dem Austausch mit potenziellen Bietern. Diesen schätzen fast 40 Prozent aller Umfrageteilnehmer als zumindest wichtig ein, obwohl sich nur 22 Prozent mit potenziellen Bietern tatsächlich austauschen.



3.2.2. Vorbereitung auf eine Bieteransprache

Die Abschätzung der Übernahmewahrscheinlichkeit ist das eine, eine schnelle Reaktion mit angemessenen Maßnahmen im Fall einer überraschenden Bieteransprache das andere. Die Unternehmen sollten für diesen Fall gewappnet sein und zeitnah reagieren können. Auch hier haben wir gefragt, für wie wichtig die Umfrageteilnehmer die verschiedenen Instrumente halten, und ob sie diese auch einsetzen.

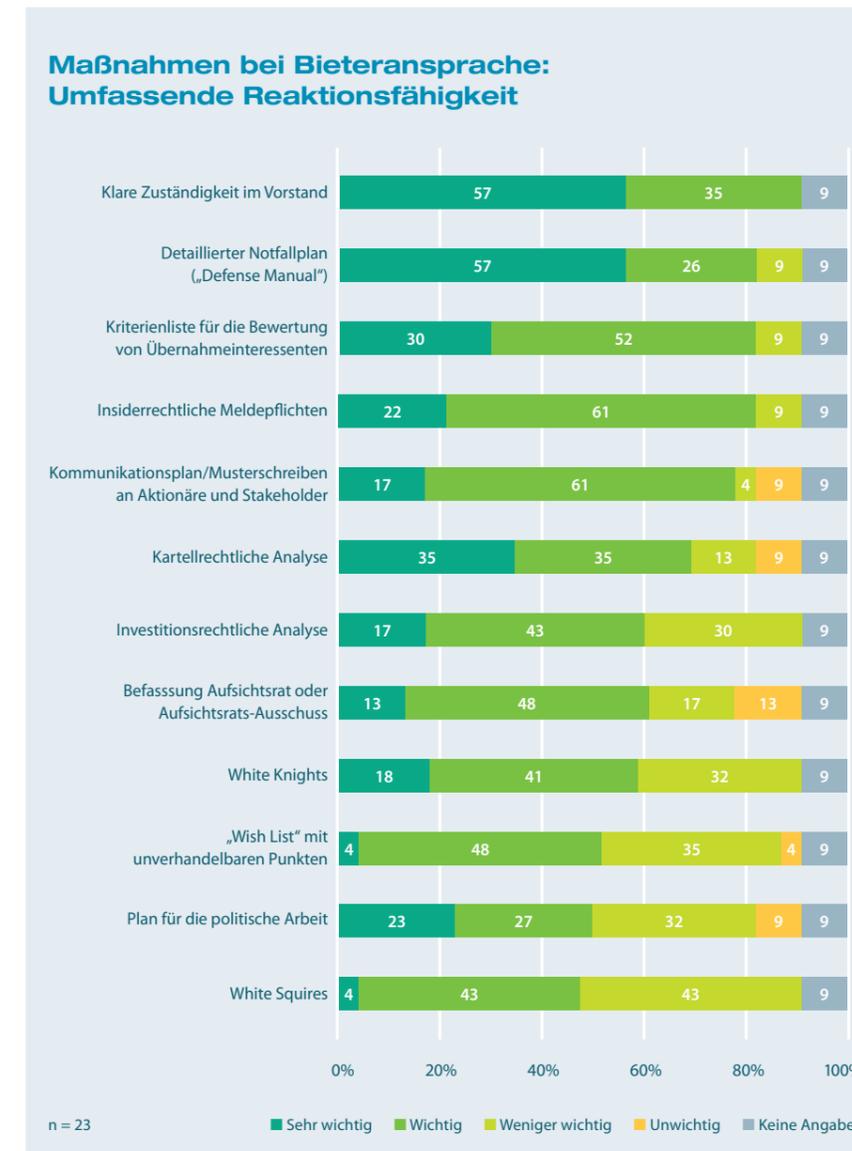


Abbildung 10: Maßnahmen bei Ansprache durch einen potenziellen Bieter

Priorität hat eine klare Zuweisung der Zuständigkeit im Vorstand für Übernahmethemen, die von fast allen Umfrageteilnehmern als sehr wichtig beziehungsweise wichtig eingeschätzt wird (siehe Abbildung 10). Etwas mehr als 80 Prozent halten ein Defense Manual, also ein Handbuch oder eine Leitlinie für Maßnahmen insbesondere in den ersten 48 Stunden nach einer Ansprache, für sehr wichtig beziehungsweise wichtig. Gleiche Bedeutung haben die Vorbereitung auf die insiderrechtlichen Meldepflichten, die bei einem Übernahmeangebot zu beachten sind, und die Kriterienliste, die ein potenzieller Übernehmer erfüllen muss. Der Kommunikationsplan, mit dem die Aktionäre und andere Stakeholder über den Übernahmeversuch informiert und, falls Vorstand und Aufsichtsrat einen Abwehrversuch für zielführend halten, mobilisiert werden sollen, wird von knapp 80 Prozent der Umfrageteilnehmer als sehr wichtig beziehungsweise wichtig erachtet.

Im Vergleich zu 2018 hat die Kriterienliste zur Bewertung von Übernahmeinteressenten an Bedeutung gewonnen. Damals hatte etwas weniger als die Hälfte der Umfrageteilnehmer dieses Instrument als wichtig eingeschätzt. Nunmehr wird es von mehr als 80 Prozent als bedeutsam erachtet. Die klare Zuständigkeitszuweisung für Übernahmethemen wird mit 92 Prozent inzwischen ebenso als wichtig oder sehr wichtig erachtet: Vor fünf Jahren wurde dieses Kriterium von mehr als 70 Prozent als sehr wichtig oder eher wichtig bewertet.

3.2.3. Inwiefern werden diese Instrumente eingesetzt?

Während die Zuständigkeiten im Vorstand bei einer Bieteransprache bei fast allen Unternehmen geregelt sind, hält nur etwas mehr als 40 Prozent eine Kriterienliste zur Bewertung von Übernahmeinteressenten vor. Dies bedeutet, dass über 40 Prozent der Umfrageteilnehmer dieses Instrument zwar als zumindest wichtig einschätzen, es aber nicht einsetzen. Eine ähnliche Diskrepanz ergibt sich bei einem White Knight, also einem Unternehmen, das im Falle eines Übernahmeangebots ein Konkurrenzangebot vorlegen könnte. Den White Knight halten fast 60 Prozent aller Umfrageteilnehmer für mindestens wichtig. Eine Vorstellung, wer konkret als White Knight in Frage kommt, hat hingegen nicht einmal ein Fünftel.

Die Unterstützung eines möglichen Anker-Aktionärs, um ein feindliches Übernahmeangebot zu verhindern („White Squire“), hält nahezu die Hälfte der Umfrageteilnehmer für eine erfolgsversprechende Maßnahme, um eine feindliche Übernahme abzuwehren. Allerdings hat nicht einmal jeder fünfte Umfrageteilnehmer eine Liste dieser White Squires, die im Übernahmefall zu Hilfe eilen könnten.

Ebenfalls gering ist der Zuspruch der Umfrageteilnehmer hinsichtlich einer „Wish List“, einer Liste von Forderungen, die die Zielgesellschaft bei der Verhandlung einer Übernahme und dem Abschluss eines Business Combination Agreement mit hoher Priorität durchsetzen möchte. Diese „Wish List“ wird von etwas mehr als der Hälfte der Umfrageteilnehmer als wichtig erachtet. Aber auch hier bleibt die Umsetzung deutlich zurück. Nicht einmal ein Drittel der Umfrageteilnehmer hat auch eine solche Liste.

Eine Lücke zwischen Anspruch und Wirklichkeit zeigt sich schließlich bei der Liste der insiderrechtlichen Meldepflichten, dem Defense Manual und dem Kommunikationsplan. Diese Instrumente werden zwar von 80 Prozent der Umfrageteilnehmer für wichtig gehalten, aber nur von rund zwei Dritteln tatsächlich verwendet.

4 Welche Rolle spielen aktivistische Aktionäre bei Übernahmen?

Aktivistische Aktionäre werden die börsennotierten Unternehmen auch zukünftig in Atem halten. Diese kaufen sich über eine Minderheitsbeteiligung in das Unternehmen ein und drängen auf diesem Weg auf eine Änderung der strategischen Ausrichtung. Zwar versuchen aktivistische Aktionäre in der Regel, nicht mit einer Übernahme, sondern mit einer Minderheitsbeteiligung Einfluss auf die strategische Ausrichtung des Unternehmens zu nehmen. Dennoch können sie in Übernahmeverfahren eine bedeutsame Rolle spielen.

Die Aktualität zeigt das Übernahmeverfahren rund um Vantage Towers, einem Anbieter von Funkturminfrastruktur. Im November 2022 war ein Konsortium unter der Führung des Private Equity Investors KKR und dem Infrastrukturfonds Global Infrastructure Partners in Zusammenarbeit mit Vodafone eingestiegen. Nach Ablauf der Angebotsfrist ist Ende Januar 2023 der aktivistische Investor Elliott mit einem bedeutenden Stimmrechtsanteil von über fünf Prozent bei Vantage Towers eingestiegen. Am 20. März 2023 gab Vantage Towers bekannt, mit dem Bieterkonsortium Oak Holdings, das nach Vollzug des Übernahmeangebots 89,3 Prozent der Vantage Towers-Aktien hält, eine Delistingvereinbarung getroffen zu haben. Geplant ist danach, den Aktionären von Vantage Towers im Rahmen des Delisting-Erwerbsangebots 32 Euro pro Aktie anzubieten, also denselben Preis wie schon beim freiwilligen Übernahmeangebot. Ob der Rückzug von der Börse gelingt, hängt unter anderem vom Verhalten des aktivistischen Aktionärs Elliott ab.

Auch die Übernahme der Aareal Bank durch das Investorentrio Advent, Centerbridge und dem Canada Pension Plan Investment Board scheiterte zunächst Ende 2021 am Widerstand aktivistischer Aktionäre, in diesem Falle zweier Hedgefonds. Das Übernahmeverfahren konnte letztendlich erfolgreich im Mai 2022 abgeschlossen werden; hier hatten sich die Bieter schon im Vorfeld der Übernahme die Unterstützung wichtiger Aktionäre gesichert.

Die Umfrageteilnehmer haben sich auf aktivistische Aktionäre eingestellt: Lediglich jeder Fünfte gibt an, sich nicht auf Kampagnen aktivistischer Investoren vorbereitet zu haben. 2018 war es noch jeder Vierte (siehe Abbildung 11).

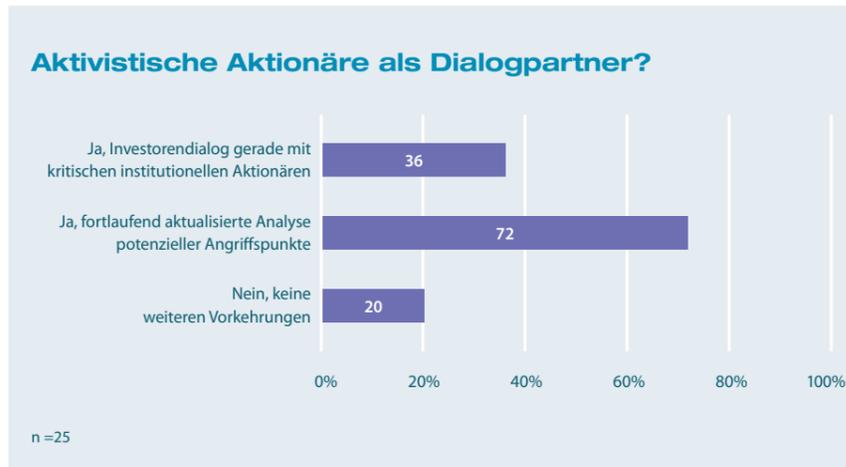


Abbildung 11: Aktivistische Aktionäre

Diejenigen, die Vorkehrungen treffen, legen einen Fokus darauf, eigene potenzielle Angriffspunkte fortlaufend zu analysieren. Die Analyse bezieht sich beispielsweise auf die Entwicklung des Aktienkurses oder auf mögliche Schwächen in der Corporate Governance. Etwas mehr als ein Drittel sucht aktiv den Dialog mit kritischen institutionellen Investoren.

Insbesondere die größeren Unternehmen sind vorbereitet: Alle Umfrageteilnehmer aus dem DAX40 geben an, Vorkehrungen getroffen zu haben. Aber auch die kleinen Unternehmen stellen sich zunehmend auf aktivistische Aktionäre ein. 70 Prozent der SDAX-Unternehmen sind vorbereitet. Vor fünf Jahren stellte sich diese Situation genau umgekehrt dar: Zwei Drittel der SDAX-Unternehmen haben damals angegeben, sich nicht auf eine Ansprache aktivistischer Aktionäre vorzubereiten (siehe hierzu: Kommunikation mit und Reaktionsmöglichkeiten auf aktivistische Investoren, S. 42).

5 Welche Rolle spielen Berater?

Die Unternehmensübernahme ist ein komplexer Prozess, bei dem unterschiedliche Berater ihre Dienstleistungen zu verschiedenen Schritten anbieten. Dazu gehört die Vorstellung potenzieller Kandidaten, die für eine Übernahme in Frage kommen. Laut den Umfrageteilnehmern erfolgt diese Vorstellung ganz überwiegend durch Investmentbanken (rund 90 Prozent) und/oder durch M&A-Berater (knapp die Hälfte).

Danach befragt, auf welche Berater die Unternehmen bei einer M&A-Transaktion generell vertrauen, werden von allen Teilnehmern Banken genannt, gefolgt von Anwaltskanzleien und Wirtschaftsprüfern. Wie bereits in unserer Studie aus dem Jahr 2018 spielen Kommunikationsberater weiterhin eine geringere Rolle.

Dies heißt nicht, dass die Bedeutung der Kommunikationsberater insgesamt unterschätzt wird. Denn gerade dann, wenn das Unternehmen selbst als Kandidat einer Übernahme ins Visier gerät, schätzen mehr als 60 Prozent der Umfrageteilnehmer die Dienstleistungen der Kommunikationsberater zumindest als wichtig ein (siehe Abbildung 12).

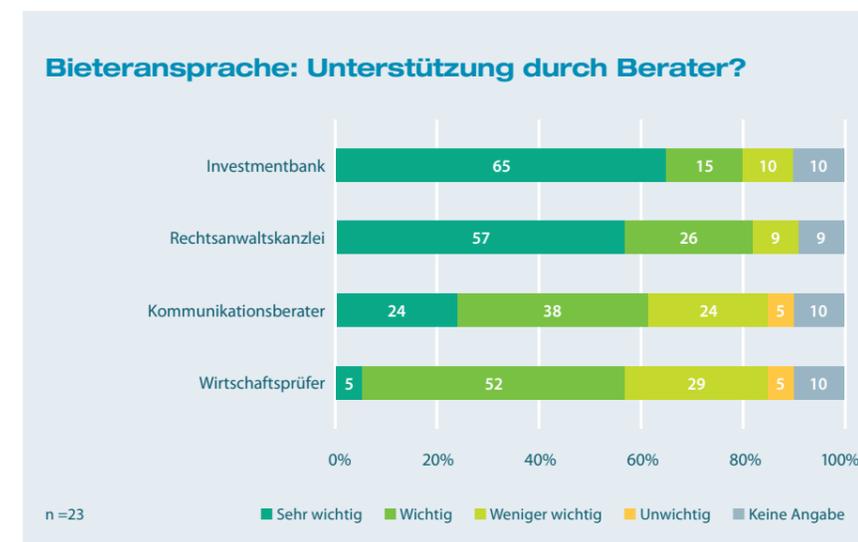


Abbildung 12: Reservierung von Beratern im Falle der Ansprache durch einen Bieter

Daran lässt sich ablesen, dass die Kommunikation mit dem Markt und der Öffentlichkeit ein wesentliches Merkmal aus Sicht des Targets ist, gerade wenn es sich um eine feindliche Übernahme handelt. Im Vergleich zu den Kommunikationsberatern sind aus Sicht des übernommenen Unternehmens nur Investmentbanken und Rechtsanwaltskanzleien wichtiger.

Die Bedeutung von Beratern zeigt sich auch bei der Frage danach, ob man eine Fairness Opinion einholen würde, um die Bewertung des eigenen Unternehmens, das in das Visier eines Bieters gerät, bestätigen zu lassen. Über 90 Prozent der Umfrageteilnehmer geben an, einen externen Gutachter mit einer Stellungnahme zur Angemessenheit des Kaufpreises bei der Unternehmensübernahme zu beauftragen. 40 Prozent der Befragten wollen Fairness Opinions sogar getrennt jeweils für den Vorstand und den Aufsichtsrat einholen.

Zumindest die Aussage zur Einholung getrennter Fairness Opinions für den Vorstand und den Aufsichtsrat entspricht bislang (noch) nicht der Praxis. Im Jahr 2022 wurden in neun Fällen bei deutschen Übernahmetransaktionen eine oder mehrere Fairness Opinions eingeholt (bei reinen Delisting-Angeboten wird üblicherweise auf die Fairness Opinion verzichtet). Da der Standardfall die gemeinsame Abgabe der Stellungnahme nach § 27 WpÜG durch Vorstand und Aufsichtsrat ist, geht damit zumeist auch die gemeinsame Einholung von einer oder mehreren Fairness Opinions einher.

Teil

2

Empfehlungen aus der Rechtspraxis

1 Snapshot: Der deutsche Übernahmemarkt 2022

Der Übernahmemarkt 2022 war in Deutschland gekennzeichnet von insgesamt wenigen Transaktionen, einem drastischen Einbruch der Transaktionsvolumina, einer gestiegenen Bedeutung von Private Equity-Bietern, einer Vielzahl von Delisting-Angeboten sowie selteneren Übernahmeprämien und ganz überwiegenden einvernehmlichen Transaktionen mit positiver Begleitung durch entsprechende Stellungnahmen der Verwaltung. Ungeachtet der erheblichen Kurseinbrüche an den Aktienmärkten im Jahr 2022 war der Übernahmemarkt auch aus der Perspektive potenzieller Bieter im Krisenmodus.

Die Zeitenwende bezüglich vertrauter Gewissheiten aufgrund des russischen Angriffs auf die Ukraine am 24. Februar 2022, in Kombination mit strikten – zuletzt aufgehobenen – Corona-Beschränkungen der chinesischen Regierung mit deren Folgen für die weltweiten Lieferketten wirkten auf Bieter wie Investoren gleichsam abschreckend.

Die gestiegenen Energiekosten und Lieferkettenengpässe beschleunigten die Inflation, deren Eindämmung den Zentralbanken trotz mehrfacher Erhöhung der Leitzinse nur eingeschränkt gelang. Nach dem Einbruch der Aktienkurse im Februar 2022 erholten sich die Börsenkurse im Jahresverlauf zunächst nur schleppend und kämpften mit der Zurückhaltung der Kapitalanleger aufgrund der weltpolitischen Krisen. Steigende Aktienkurse ab Oktober 2022 ließen den DAX40 zum Jahresende aber fast wieder auf das Niveau vom Januar des Jahres klettern.

Trotz der Erholung der Kurse zum Jahresende herrscht bei den meisten Investoren weiterhin Skepsis vor. Auch aus Sicht strategischer potenzieller Bieter scheint das Risiko im Vordergrund zu stehen, zu einem zu hohen Preis bei einem Wettbewerber oder einem aus sonstigen strategischen Gründen attraktiven Unternehmen einzusteigen. Dementsprechend schwach zeigte sich der Markt für öffentliche Übernahmen 2022. Ebenfalls zurückhaltend verhielten sich 2022 Private Equity Investoren.

Dr. Alexander Kiefner
White & Case LLP



Sabine Küper
White & Case LLP

1.1. Tendenzen am Public M&A Markt 2022

1.1.1. Im Vergleich zum Vorjahr nur wenige WpÜG-Angebote im Jahr 2022 und geringeres Gesamtvolumen

Gegenüber dem Rekordvorjahr ist der Markt für öffentliche Übernahmen im Sinne des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) 2022 hinsichtlich der Anzahl der veröffentlichten Angebote und deren Volumen stark zurückgegangen. Wie schon 2021 zeigte sich insbesondere ein Trend zum Rückzug börsennotierter Unternehmen vom regulierten Markt. So wurden 2022 die Hälfte aller WpÜG-Angebotsunterlagen mit dem Ziel des Rückzugs vom geregelten Markt an der Börse nach Vollzug eines Delisting-Angebots veröffentlicht. Der Zugang zum Markt für Eigenkapital scheint also weiterhin für viele Unternehmen mit Blick auf die umfangreichen kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten weniger attraktiv zu werden. Gerade Private Equity Investoren suchen im Wege des Delistings zunehmend den Rückzug von der Börse (unter Inkaufnahme einer anschließenden Einbeziehung in den Freiverkehr auf Betreiben sonstiger Marktteilnehmer bis zu einem etwaigen späteren Squeeze-out), zuletzt 2022 beispielsweise die Ankündigung des geplanten Delistings beim Übernahmeangebot einer Bietergemeinschaft von KKR und Vodafone für Vantage Towers oder Ende 2021 der von Battery Ventures eingeleitete Rückzug der Easy Software von der Börse.

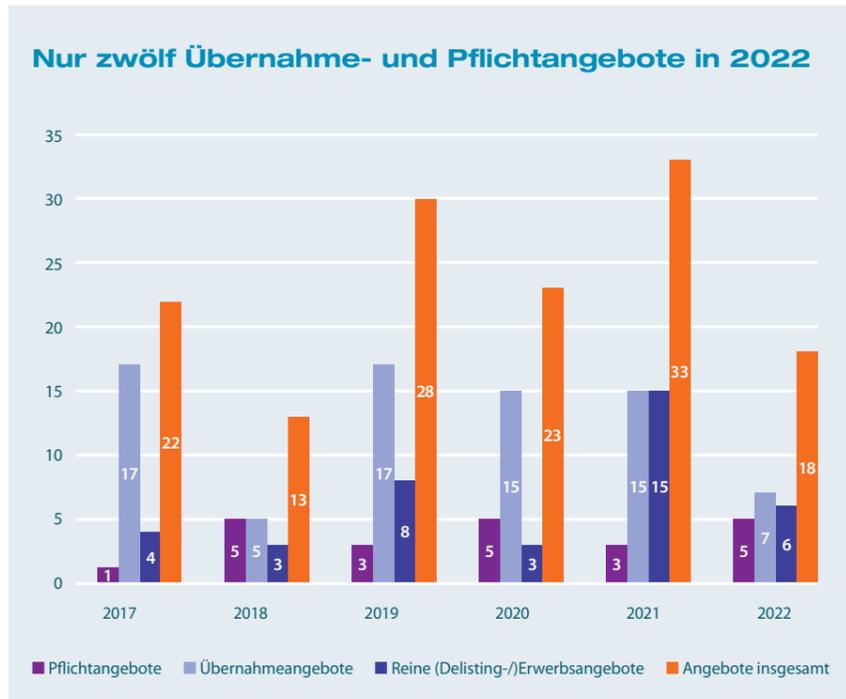


Abbildung 13: Anzahl der WpÜG-Verfahren von 2017 bis 2022 (ohne Untersagungen)

Von den insgesamt 18 eingeleiteten WpÜG-Verfahren (sowie einer veröffentlichten Untersagung) im Jahr 2022 waren sechs reine Delisting-Angebote; in zwei weiteren Fällen wurde ein Pflichtangebot mit einem Delisting-Angebot und in einem weiteren Fall ein freiwilliges Übernahmeangebot mit einem Delisting-Angebot kombiniert (siehe Abbildung 13). Die Zahl der eingeleiteten Delistings machte mit neun Fällen die Hälfte aller WpÜG-Verfahren aus und nahm damit im zweiten Jahr in Folge einen bedeutenden Anteil des Marktes für Public Takeovers ein. Zum Vergleich: 2020 wurden lediglich drei Delisting-Angebote bei insgesamt 23 WpÜG-Verfahren veröffentlicht.

2022 wurden nur sieben freiwillige Übernahmeangebote veröffentlicht, was gegenüber dem Vorjahr eine Halbierung der Zahl der freiwilligen Unternehmensübernahmen bedeutet. Die Zahl der reinen Pflichtangebote bleibt mit lediglich zwei sehr gering; weitere zwei Pflichtangebote wurden in einem Fall mit einem – ebenfalls bedingungsfeindlichen – Delisting-Angebot sowie im anderen Fall mit einem Erwerbsangebot eines zweiten Bieters kombiniert. Die schon für 2021 beobachtete Tendenz, ein reines Pflichtangebot bei bevorstehender Kontrollerlangung möglichst zu vermeiden, hat sich damit weiter verfestigt.

Auch das Volumen der Übernahmetransaktionen hat sich 2022 gegenüber dem Vorjahr stark reduziert. Das am 13. Dezember 2022 veröffentlichte Angebot eines Konsortiums bestehend aus KKR und Vodafone für den Mobilfunkanlagenbetreiber Vantage Towers AG erhöhte das Gesamtvolumen aller Angebote im Jahr 2022 auf 21,4 Milliarden Euro – ohne dieses Angebot hätte das Gesamtvolumen lediglich 5,3 Milliarden Euro betragen. Im Jahr 2021 hatte das gesamte Transaktionsvolumen noch bei mehr als 67 Milliarden Euro gelegen.

1.1.2. Nur drei Milliarden-Transaktionen

In 2022 gab es nur drei Milliarden-Deals (bedeutendere Übernahmen mit einem über 1 Milliarden Euro liegenden Transaktionsvolumen). Neben dem Angebot für Vantage Towers waren dies lediglich die Übernahmeangebote für die Aareal Bank (1,9 Milliarden Euro Transaktionsvolumen), deren zweiter Übernahmeversuch durch die Private Equity Investoren Advent und Centerbridge unter Beteiligung des kanadischen Pensionsfonds CPPIB im Jahr zuvor an der Mindestannahmeschwelle gescheitert war, und das Angebot von Oaktree über ein Bietervehikel für die Deutsche Euroshop (1,4 Milliarden Euro Transaktionsvolumen), also lediglich drei Fälle. An den letzten beiden Milliarden-Transaktionen war White & Case beteiligt.

Damit war 2022 das schwächste Jahr im Hinblick auf das Transaktionsvolumen der öffentlichen Übernahmen seit 2016 (siehe Abbildung 14).

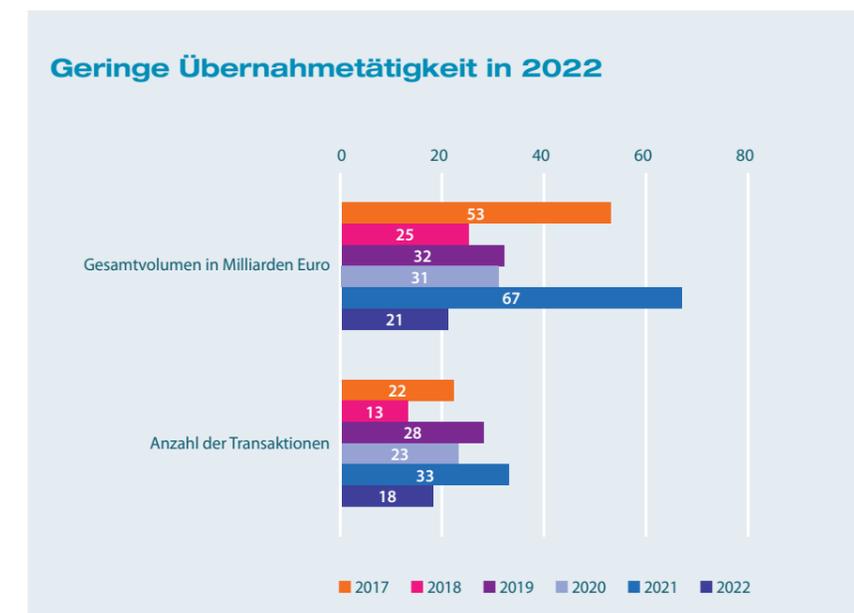


Abbildung 14: Volumen und Anzahl der WpÜG-Transaktionen von 2017 bis 2022

Im Übrigen hat sich die Tendenz, das Finanzierungsvolumen bei einem WpÜG-Verfahren durch den Abschluss sogenannter qualifizierter Nichtannahmevereinbarungen (Non-Tender Agreements) zu reduzieren, weiter verfestigt. Berücksichtigt man die durch diese Vereinbarungen gesperrten Aktien, reduziert sich das Gesamttransaktionsvolumen aller im Jahr 2022 durchgeführten WpÜG-Verfahren weiter auf lediglich insgesamt 7,8 Milliarden Euro.

1.1.3. Ausschließlich Barangebote mit in der Regel allenfalls geringer Prämie

Die Entscheidung des OLG Frankfurt zu Umtauschangeboten (Beschl. vom 11. Januar 2021, WpÜG 1/20), insbesondere die in dieser Entscheidung erfolgte Konkretisierung des Begriffs der „liquiden Aktie“ und die damit verbundenen hohen rechtlichen und praktischen Hürden für Tauschangebote (siehe hierzu: Renaissance der Tauschangebote?, S. 52), hatten zur Fol-

ge, dass Aktien als Gegenleistung bei der Vorbereitung von Übernahmeverfahren derzeit nicht als Option bei der Strukturierung eines Angebots in Betracht gezogen werden. Aktien als Gegenleistung wurden in keinem Fall – auch nicht als Teil einer „gemischten Gegenleistung“ – angeboten (siehe Abbildung 15).

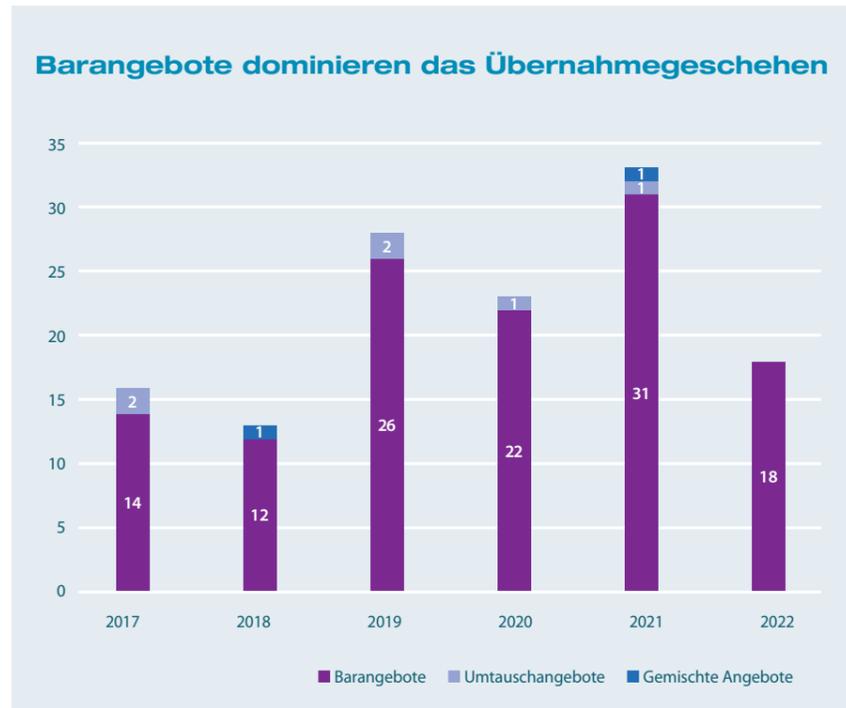


Abbildung 15: Anzahl der WpÜG-Transaktionen und deren Gegenleistung

Die Bereitschaft der Investoren, hohe Prämien bei Übernahme eines börsennotierten Unternehmens zu zahlen, stellt im aktuellen Marktumfeld steigender Zinsen und der Erwartung zurückgehender Aktienkurse die Ausnahme dar. In 14 der 18 WpÜG-Angebote war der gesetzliche Mindestpreis im Sinne der §§ 4 und 5 der WpÜG-Angebotsverordnung für die Festsetzung der angebotenen Gegenleistung maßgeblich. Echte Prämien, die nicht durch den Vorerwerbspreis im Sinne des § 4 WpÜG-Angebotsverordnung bereits vorgegeben waren, wurden lediglich bei den Übernahmeangeboten für die Aareal Bank (1,5 Prozent auf den Vorerwerbspreis und 16,6 Prozent Prämie auf den 3-Monats-Durchschnittskurs) und beim Übernahmeangebot an die Aktionäre der Deutsche Euroshop gezahlt, denen eine Prämie von 32,8 Prozent auf den Drei-Monats-Durchschnittskurs angeboten wurde. In einigen Fällen wurden allerdings aufgrund hoher Vorerwerbspreise im Sinne des § 4 WpÜG-Angebotsverordnung relevante Aufschläge auf den 3-Monats-Durchschnittskurs gezahlt, wie zuletzt 19 Prozent Prämie für die Vantage-Towers-Aktien, zwischen 25,4 Prozent und 141 Prozent Prämie für die Home24-Aktionäre (differenziert zwischen den verschiedenen Bietern) und 82,8 Prozent beim Angebot von Nikon AM an die Aktionäre der SLM Solutions Group AG.

1.1.4. Keine Branchenschwerpunkte und aktive Private Equity Bieter

Anders als im Jahr 2021, das durch eine Neuordnung des Immobilienmarktes geprägt war, ist im Jahr 2022 kein Bieterfokus auf eine bestimmte Branche erkennbar. Die freiwilligen Übernahmeangebote richteten sich an die Aktionäre eines großen Anbieters für Mobilfunkinfrastruktur (Vantage Towers), eines Online-Möbelhändlers (Home 24), eines Herstellers von 3D-Metalldruckern (SLM Solutions Group), eines Pharmaunternehmens (Biofrontera), eines Medizinprodukteherstellers (Geratherm Medical), eines Anbieters von Shopping-Centern (Deutsche Euroshop) und die Anteilseigner einer Bank (Aareal Bank).

Alle Übernahmetransaktionen mit Transaktionsvolumina größer 1 Milliarde Euro wurden im Jahr 2022 von Private Equity-Häusern durchgeführt. Dies bestätigt Trends der Vorjahre und lässt eine beständig hohe Anzahl von Delisting-Angeboten erwarten.

1.1.5. Überwiegend positive Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft

Inzwischen hat sich als Regelfall im Übernahmemarkt etabliert, dass die positive Begleitung des Angebots an die Aktionäre der börsennotierten Gesellschaft durch entsprechende Vorfeldvereinbarungen, also sogenannte Business Combination Agreements oder Delisting-Vereinbarungen, vorbereitet wird (siehe hierzu: Neue Trends bei Business Combination Agreements, Delisting-Vereinbarungen & Co., S. 74). Dementsprechend ist es wenig verwunderlich, dass 2022 in 14 der insgesamt 18 WpÜG-Verfahren Vorstand und Aufsichtsrat der jeweiligen Zielgesellschaft gemeinsam eine Annahme des Angebots im Rahmen ihrer Stellungnahme nach § 27 WpÜG empfohlen und damit das WpÜG-Verfahren – meist entsprechend den im Vorfeld abgeschlossenen Vereinbarungen - positiv begleitet haben.

1.1.6. Gemeinsame ablehnende Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat

Klar ablehnend bewerteten Vorstand und Aufsichtsrat von arnet das Angebot der Weng Fine Art AG. Moniert wurde nicht nur der niedrige Angebotspreis ohne attraktive Prämie, sondern auch die von der Bieterin in der Angebotsunterlage dargestellten Ziele und Absichten im Hinblick auf die weitere Entwicklung der arnet-Gruppe, die nicht im Interesse der arnet und ihrer Stakeholder seien. Ebenfalls ablehnend äußerten sich der Vorstand und Aufsichtsrat von Biofrontera zu dem erneuten Angebot der Deutsche Balaton. Zusätzlich gaben die Mitarbeiter der verschiedenen Biofrontera-Gesellschaften eine ablehnende Stellungnahme ab.



1.2. Welche Besonderheiten sind bei deutschen Übernahmen 2022 bemerkenswert?

1.2.1. Neue Tendenzen bei der Absicherung von Transaktionen

Da nur freiwillige Übernahmeangebote unter Vollzugsbedingungen gestellt werden durften, war die Zahl der mit Bedingungen versehenen Angebote entsprechend der insgesamt geringen Übernahmeaktivitäten niedrig.

Erstmals in einer Bedingung abgebildet wurde im Angebot von Oaktree für die Deutsche Euroshop die aktuelle geopolitische Situation: Das Angebot stand unter der Bedingung, dass zum Zeitpunkt des Ablaufs der Annahmefrist kein Bündnisfall im Sinn des Art. 5 des Nordatlantikvertrags vom 4. April 1949 („NATO-Vertrag“) vom Nordatlantikrat nach Art. 9 des NATO-Vertrags festgestellt wurde.

Sowohl bei Übernahme der Aareal Bank also auch bei Übernahme der Vantage Towers – in beiden Fällen durch Private Equity Investoren – musste die außenwirtschaftsrechtliche Freigabe als Bedingung aufgenommen werden. Nikon AM benötigte ebenfalls die Genehmigungen für den Vollzug der Übernahme durch die für Investitionskontrollverfahren zuständigen Behörden in Deutschland, dem Vereinigten Königreich, Frankreich, den Vereinigten Staaten und Kanada (zur Bedeutung investitionskontrollrechtlicher Verfahren bei Public Takeovers siehe: Investitionskontrolle als Show-Stopper, S. 58).

1.2.2. Nur eine Untersagung 2022

Die BaFin hat mit Bescheid vom 8. April 2022 das Pflichtangebot der Schweizer Astutia Venture Capital AG an die Aktionäre der ECHOS Holding AG, Frankfurt am Main, untersagt. Die Untersagung erfolgte auf Grundlage von § 15 Abs. 1 WpÜG, da die Schweizer Bieterin bis zu diesem Zeitpunkt keine Angebotsunterlage, die den Anforderungen des WpÜG entspricht, bei der BaFin eingereicht hatte. Im Anschluss wurde bisher kein Angebot der Astutia Venture für die ECHOS Holding AG veröffentlicht, was insoweit verwundert, als offenbar die Kontrollschwelle des § 35 WpÜG überschritten wurde und mithin die Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Pflichtangebots besteht.

1.3. 2022 keine neue – kurzfristig relevante – übernahmerechtliche Rechtsprechung

Im letzten Jahr wurde weder vom OLG Frankfurt – dem für WpÜG-Angelegenheiten zuständigen Gericht – noch vom BGH für die Praxis kurzfristig relevante neuen Rechtsprechung veröffentlicht.

Allerdings geht der Rechtsstreit über die Übernahme der Postbank durch die Deutsche Bank AG in die nächste Runde, der bereits mehrfach das OLG Köln sowie den BGH beschäftigte. Der BGH hat nunmehr mit Urteil vom 13. Dezember 2022 die Angelegenheit an das Berufungsgericht zurückverwiesen, da ein Anspruch auf eine höhere Gegenleistung aus dem Übernahmeangebot der Deutsche Bank AG an die Aktionäre der Postbank bestehen könne



und damit den Rechtsstreit über die Postbank-Übernahme in die nächste Runde geschickt. Zu klären ist erneut, ob die Deutsche Bank die Schwelle von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Postbank aufgrund der Zurechnung von Stimmrechten aus den damals bereits von der Deutschen Post AG gehaltenen Aktien gemäß § 30 WpÜG – unter dem Aspekt der sogenannten Investorenschutzklauseln – überschritt. Eine Zurechnung von Stimmrechten komme weiterhin unter dem Gesichtspunkt in Betracht, dass die Deutsche Post AG die Aktien der Postbank nach den Vereinbarungen bereits für Rechnung der Beklagten – unter dem Aspekt der sogenannten Dividendenchance – gehalten habe (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG). Der geltend gemachte Anspruch unterliege der regelmäßigen Verjährungsfrist von drei Jahren nach §§ 195, 199 BGB. Eine Verjährung sei daher noch nicht eingetreten. (vgl. im Einzelnen BGH, Urt. v. 13. Dezember 2022, II ZR 9/21 und II ZR 14/21, Volltext auf der BGH-Homepage verfügbar).

1.4. Fazit

2022 war aus Public Takeover Sicht ein ruhiges Jahr mit wenigen Überraschungen, das von den Krisen in der Welt und den Unsicherheiten an den Finanzmärkten geprägt war. Zu Beginn des Jahres 2023 sind keine gravierenden Veränderungen festzustellen, insbesondere fehlen weiterhin die bedeutenden Übernahmetransaktionen. Ob eine Stabilisierung der Finanzmärkte mit stabilen Zinsen und sinkender Inflation potenzielle Bieter aktiv werden lässt, darf mit Spannung beobachtet werden.

2 Kommunikation mit und Reaktionsmöglichkeiten auf aktivistische Investoren

Aktivistische Investoren wurden vor fünf bis zehn Jahren in der deutschen Börsenlandschaft noch überwiegend als kurzfristig orientierte und für die Unternehmen und ihre Aktionäre bedrohliche Spezies angesehen. Diese Einschätzung hat sich in den letzten Jahren sowohl im Hinblick auf ihre Bedeutung, die Wahrscheinlichkeit ihres Auftretens, als auch und insbesondere bezüglich ihrer Wahrnehmung durch Kapitalmarktteilnehmer und Presseöffentlichkeit grundlegend gewandelt.

2.1. Erfolgreiches Re-Branding aktivistischer Fonds

Das Image der Aktivisten als abzuwehrende „Corporate Raiders“ oder „Short Seller“ auf der Basis unbegründeter Gerüchte hat einen Wandel erfahren: Große aktivistische Fonds und Hedgefonds konnten im Zusammenspiel mit klassischen „Long Only-Funds“ ein erfolgreiches Re-Branding als Verteidiger von Aktionärsinteressen gegenüber unternehmerischen Fehlentscheidungen und Underperformance erreichen.

Für börsennotierte Unternehmen bedeutet dies, dass die klassischen „Defence Manuals“ für den Verteidigungsfall gegen unfreundliche Übernahmen standardmäßig um die inzwischen wahrscheinlichere Variante einer Reaktion auf die Beteiligung aktivistischer Fonds erweitert werden müssen. Engagement Letter der führenden Investmentbanken sehen folgerichtig inzwischen eine Differenzierung für die Interessenwahrung und Verteidigung gegenüber aktivistischen Fonds sowie für die Begleitung echter Übernahmegespräche vor.

Durch die immer öfter anzutreffende Liaison aktivistischer Fonds mit bereits investierten „Long Only-Funds“ als deren „Sprachrohr“ werden publizitätswirksame Kampagnen nicht nur häufiger, sondern in Bezug auf die sie tragende Stimmrechtsmacht in Hauptversammlungen sowohl für den Vorstand als auch den Aufsichtsrat gefährlicher. Neuere Trends, wie zwingende ESG-Komponenten bei der (langfristigen) Vorstandsvergütung oder – nicht bindende – Hauptversammlungsbeschlüsse zum „Say-on-Climate“, bieten Aktivisten darüber hinaus eine willkommene Bühne, sich als Treiber langfristig orientierter Aktionärsinteressen zu profilieren und damit auf dem Spielfeld der „Pressehoheit“ Terrain zu gewinnen.

Dr. Alexander Kiefner
White & Case LLP



Dr. Lutz Krämer
White & Case LLP

2.2. Handlungserfordernisse für Vorstand und Aufsichtsrat

Dieses inzwischen global zu beobachtende Handlungsspektrum aktivistischer Investoren markiert die Herausforderungen und Handlungsnotwendigkeiten für Vorstand und Aufsichtsrat, insbesondere den Rahmen für erforderliche präventive Maßnahmen. Zunächst gilt es, die mittlerweile sehr ausdifferenzierte Landschaft der internationalen aktivistischen Fonds zu kennen und anhand ihrer bisherigen Kampagnen und Schwerpunkte zu kategorisieren (dazu 2.3.). Sodann ist das Spektrum des „Shareholder Activism“ anhand der klassischen Angriffspunkte (Corporate Governance, Konzernstruktur/Spin-offs, Kapitalallokation, Underperformance im Peer Group-Vergleich sowie jüngstens mangelnde ESG-Resilienz) auszuleuchten – im Folgenden unter 2.4.

Nach einer kurzen Darstellung typischer Eskalationsschritte und dem hierfür rechtlich zur Verfügung stehenden „Repertoire“ der aktivistischen Fonds (2.5.) ist sodann kurz auf besondere Gefährdungslagen der Unternehmen (2.6.) einzugehen, um anschließend sachgemäße Vorbereitungen und proaktive Verteidigungsstrategien zu untersuchen (2.7.).

Voraussetzung für eine sachgemäße und rechtzeitige Vorbereitung sind eine selbstkritische interne Gesprächskultur unter enger Einbeziehung von Investor Relations, Recht, Compliance/ESG sowie Finanzen, um in einer „Inside-Out“- sowie „Outside-In“-Analyse fortwährend Schwachstellen des Unternehmens zu identifizieren und im Hinblick auf mögliche „Einfallstore“ für Aktivisten zu schließen.

2.3. Das Spektrum der aktivistischen Aktionäre – Versuch einer Kategorisierung

Aktivisten können grundsätzlich nach ihrer Aggressivität und ihrer Vorliebe für publizitätswirksame Kampagnen oder ihre Bereitschaft zu eher „kooperativer“ und stiller Einflussnahme unterschieden werden (siehe Abbildung 16). Daneben gibt es noch eine auf Arbitrage, insbesondere Merger-Arbitrage spezialisierte Aktivistengruppe, die eher den Hedgefonds zuzuordnen ist: Die sogenannten Agitatoren setzen auf publizitätsträchtige Konfrontation

und sind eher „event-driven“, das heißt, ihr Auftreten und Investmenthorizont ist üblicherweise kurzfristig und auf Gewinnmaximierung in Sondersituationen wie beispielsweise während einer Unternehmensübernahme angelegt.

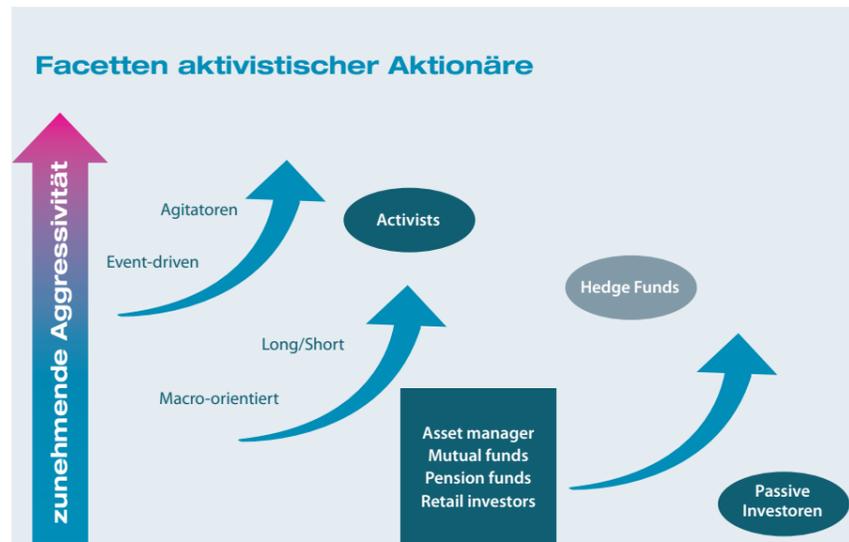


Abbildung 16: Spektrum des Shareholder Activism

Fonds wie The Children’s Investment Fund (TCI) oder Wyser-Pratte üben typischerweise unmittelbar nach ihrem Einstieg öffentlichen Druck auf das Management aus. Deren typische Kampagnen zielen auf die Veräußerung bestimmter Unternehmenssparten ab mit Verweis auf eine tatsächliche oder behauptete deutliche Underperformance sowie auf die Ausschüttung von Sonderdividenden durch behauptete Fehlallokation des Kapitals. Als Beispiele für einen kooperativ auftretenden Fonds ist zum Beispiel Cevian Capital zu nennen, der bei Bilfinger oder Thyssen Krupp mit bedeutenden Beteiligungen über Jahre investiert ist beziehungsweise war. Solche Fonds haben explizit das Ziel, im Aufsichtsrat vertreten zu sein und ihre Erwartungen aus einer Organfunktion heraus mit dem Management zu diskutieren. Auf Merger-Arbitrage spezialisierte Hedgefonds wie Elliott, die sich in jüngerer Zeit allerdings auch langfristiger und mit höherem Kapitaleinsatz engagieren, wählen häufig eine Übernahme-situation als Anlass für eine mit Nachdruck geforderte Erhöhung der Gegenleistung im Übernahmeprozess oder eine höhere Abfindung im Rahmen von Integrationsmaßnahmen nach erfolgreicher Übernahme.

Maßgebend für die gestiegenen Erfolgsaussichten der Initiativen aktivistischer Aktionäre ist die Wandlung des Investmentansatzes von langfristig orientierten institutionellen Anlegern wie Pensionsfonds und typischen Publikumsfonds wie Blackrock, Fidelity, DWS, Union Investment oder Allianz Global Investors, die in jüngerer Zeit – zum Teil auch öffentlich – ebenfalls deutliche Forderungen an Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Unternehmen stellen, wie zum Beispiel im Rahmen der Übernahme von Osram durch ams. Die größten Publikums- und Pensionsfonds sind daher für den Erfolg der Aktivisten jedweder Couleur entscheidend, und die Kenntnis über ihr Investitionsverhalten und deren aktuelle Einschätzung des Managements muss daher beständig durch Investor Relations überprüft und aktualisiert werden. Häufig kommt es zu einer „Rollenverteilung“ insofern, als die öffentlich vorgetragenen Forderungen von (einem Teil) der Long Only-Funds gebilligt werden. Um als Vorstand und Aufsichtsrat angemessen reagieren zu können, ist der kritische Zeitpunkt vor Einberufung einer Hauptversammlung hierfür in aller Regel deutlich zu spät.

2.4. Die klassischen Angriffspunkte für Shareholder Activism



Abbildung 17: Mögliche Angriffspunkte für Aktivisten

Bei den möglichen Angriffspunkten für Aktivisten (siehe Abbildung 17) gibt es durchaus geographische Unterschiede: In Deutschland waren zuletzt viele Kampagnen aktivistischer Aktionäre und Hedgefonds aufgrund dauerhaft schlechter Unternehmenskennzahlen und einer zumindest behaupteten schwachen Corporate Governance erfolgreich. So wurden Vorstandsvorsitzender und Aufsichtsratsvorsitzender der Commerzbank AG, der Aufsichtsratsvorsitzende und letztlich auch der Vorstandsvorsitzende der Thyssen Krupp AG und zuletzt der CEO der Bayer AG Ziel öffentlich geführter Kampagnen wegen angeblich als wenig ambitioniert empfundener Unternehmensziele, verfehlter Unternehmensstrategie beziehungsweise eines problematischen Unternehmenserwerbs.

Die folgende Tabelle zeigt im Überblick den geschätzten Kapitaleinsatz der fünf bedeutendsten aktivistischen Fonds in Europa im Geschäftsjahr 2022:

| Investor | Neue Investments | Volumen |
|------------------------------------|------------------|------------------|
| PERSHING SQUARE CAPITAL MANAGEMENT | 1 | US \$ 4,4 Mrd. |
| TRIAN FUND MANAGEMENT | 1 | US \$ 1,8 Mrd. |
| ELLIOTT MANAGEMENT | 5 | US \$ 982,8 Mio. |
| THIRD POINT PARTNERS | 3 | US \$ 613,4 Mio. |
| SARISSA CAPITAL MANAGEMENT | 2 | US \$ 412,2 Mio. |

Quelle: Insightia Shareholder Activism Report 2022

Inzwischen sind sowohl Elliott als auch Cevian Capital in den zweistelligen US-Dollar Milliarden-Bereich vorgedrungen, und auch Pershing Capital, die jüngst ihre vormals publizitätsträchtigen Kampagnen nach eigener Darstellung auf ein kooperativeres und langfristigeres Vorgehen umgestellt haben, verfügt über einen hohen einstelligen Milliardenbetrag.

Die bisherigen Hauptangriffspunkte Underperformance im Peer Group Vergleich, fehlerhafte Kapital-Allokation mit der Forderung nach Sonderdividenden, Fokussierung auf Kernkompetenzen zur Vermeidung eines Konglomeratsabschlags sowie Corporate Governance getriebene Angriffe werden in jüngster Zeit zunehmend um ESG-getriebene Forderungen ergänzt: Dieser Angriffspunkt gibt den Aktivisten die Möglichkeit, auf der Welle „grüner Forderungen“ zu surfen und eigene Interessen nach höheren Ausschüttungen und Spin-offs durch vermeintlich grüne Forderungen zu überspielen. Daher dürften auch aggressivere Aktivisten künftig versuchen, ein „Re-Branding“ ihrer Aktivitäten als Gruppen- oder Gesellschaftsinteresse darzustellen.

2.5. Verdeckte und offene Konfrontation

Die typischen Schritte der Aktivisten reichen vom Erwerb einer – zumeist prozentual kleinen – Aktienposition über die Ansprache institutioneller Anleger und der Kontaktaufnahme zum Management bis hin zu – in jüngster Zeit auch in Deutschland häufigen – öffentlichen Kampagnen und etwaigen gerichtlichen Auseinandersetzungen (siehe Abbildung 18). Dabei gilt zunehmend der erste wichtige Schritt der Überzeugung von Long Only-Funds, dass durch Abverkäufe, bessere Kapitalallokation oder Änderungen der Board-Zusammensetzung ein höherer Unternehmenswert generiert werden könnte.



Abbildung 18: Typische Schritte der Aktivisten

Unabhängig davon treten auch Long Only-Funds sowohl vor als auch in der Hauptversammlung deutlich kritischer auf, als dies noch vor zehn Jahren der Fall war. Gerade in der Auseinandersetzung mit einer festgestellten Underperformance des Managements wird gerne eine Arbeitsteilung mit aktivistischen Fonds eingegangen. Waren früher die ersten drei Monate eines Jahres der maßgebliche Zeitraum für die Kontaktaufnahme von Investor Relations zu institutionellen Fonds und Stimmrechtsberatern, sollte gerade im Falle identifizierter Schwachstellen der eigenen Unternehmensstrategie oder Zielverfehlungen ein permanenter Austausch erfolgen.

Ausschließlich in dem Fall, dass eine unvoreingenommene Analyse der Investorenmeinung zu dem Ergebnis kommt, dass aktivistische Aktionäre über keinen ausreichenden Rückhalt verfügen werden, können deren Gesprächsaufforderungen gegebenenfalls ignoriert und einer drohenden Kampagne mit entsprechend offensiver Gegeninformation begegnet werden. Dabei werden Aktivisten in der Regel zunächst per ausführlichem Brief den Kontakt zum Vorstand – und im Falle von befürworteten Änderungen im Vorstand – zum Aufsichtsratsvorsitzenden suchen. Diese Schreiben sollten akribisch analysiert und eine mögliche Antwort mit qualifizierter externer Rechts- und Finanzberatung erarbeitet werden.

Das rechtliche Repertoire aktivistischer Fonds entfaltet sich typischerweise erst und ausschließlich in der Hauptversammlung beziehungsweise in einer möglichen Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen. Neben der Entlastungsverweigerung für Vorstand und/oder Aufsichtsrat sind Wahlen zum Aufsichtsrat mit entsprechenden Gegenvorschlägen, alternative Dividendenbeschlüsse sowie „Say-on-Pay“- und gegebenenfalls „Say-on-Climate“-Beschlüsse der Hauptversammlung Einfallstore für zusätzliches Momentum aktivistischer Kampagnen. Hierbei kommt Stimmrechtsberatern eine überaus große Bedeutung zu, da diese sich zumeist frühzeitig – und häufig recht schablonenhaft – eine Meinung zu den Verwaltungsvorschlägen bilden. Die Verwaltung sollte daher rechtzeitig kritische Tagesordnungspunkte mit den Stimmrechtsberatern diskutieren, auf etwaige Besonderheiten hinweisen und auf Einwände rechtzeitig und mit hoher Sensibilität reagieren. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass Entlastungsbeschlüsse unterhalb einer Zustimmungquote von 80 Prozent zumeist bereits als Niederlage des Managements und Ausweis einer verbesserungsbedürftigen Investoren-Kommunikation gelten. Unabhängig von deren rechtlicher Bindungswirkung wirken sich Niederlagen bei „Say-on-Pay“- oder „Say-on-Climate“-Beschlüssen ebenfalls negativ auf die Professionalität des und das Vertrauen in das Management aus.

Berücksichtigt man, dass allein der der Stimmrechtsberater Institutional Shareholder Services (ISS) als Marktführer mit einem geschätzten Marktanteil von über 50 Prozent unter den institutionellen Investoren deren Abstimmungsverhalten maßgeblich prägt (und überdies geschätzt wird, dass circa 80 Prozent der ausländischen institutionellen Investoren bei deutschen Gesellschaften den Empfehlungen von ISS und anderen Beratern folgen), wird deren überragende Bedeutung bei aufkommenden Aktivistenkampagnen ersichtlich. Unternehmen sollten daher proaktiv kommunizieren und nicht erst auf Stimmrechtsempfehlungen reagieren.

Abschließend ist das Risiko negativer Empfehlungen von Stimmrechtsberatern als – eigenständiges – Einfallstor für aktivistische Kampagnen zu erwähnen: So stützen sich einige aktivistische Aktionäre bewusst auf ablehnende Empfehlungen von Stimmrechtsberatern zur Begründung ihrer kritischen Einstellung gegenüber dem Management der Gesellschaft und bauen hierauf eine Kampagne auf. Eine solche Rückkopplung zwischen Stimmrechtsberatern und aktivistischen Aktionären kann auch in Übernahmesituationen eine besondere Dynamik entfalten, da passive Fonds zuwarten, ob ein Übernahmeangebot die kritische Schwelle von 50 Prozent Zustimmung überschreiten wird. Eine ablehnende Empfehlung der Stimmrechtsberater auf Basis einer Aktivistenkampagne oder umgekehrt eine Aktivistenkampagne auf Basis einer negativen Einschätzung des Übernahmeangebots durch Stimmrechtsberater kann daher die Gefahren für den Transaktionserfolg potenzieren.

2.6. Besondere Gefährdungslagen für Unternehmen

Die klassische Underperformance eines Unternehmens gegenüber seiner Peer Group oder das mehrmalige Verfehlen eigener Prognosen sind der Ursprung der klassischen Aktivistenkampagne, denen aufgrund der in diesen Fällen regelmäßig bestehenden Unzufriedenheit – auch – der Long Only-Funds häufig Erfolg in Form von Mandatsniederlegungen in Vorstand und/oder im Aufsichtsrat beschieden ist. Häufige Kampagnen zu Teilzielen oder vorgelagerten Maßnahmen wie eine behauptete Fehlallokation der Kapitalressourcen aufgrund behaupteter „under-leveraged“ Balance Sheets mit Forderungen nach umfangreichen Aktienrückkäufen oder Sonderdividenden sind demgegenüber seltener erfolgreich. Komplexe Konzernstrukturen und die Vermeidung von Konglomeratsabschlüssen sind in

jüngster Zeit durch einen Trend zur stärkeren Fokussierung auf Kernkompetenzen ebenfalls erfolgsversprechend gewesen, wobei diese sogenannten „Corporate Clarity Campaigns“ bisher weitgehend in den USA und London geführt werden, und erst mit einiger Verspätung auch in Deutschland Einzug erhalten haben (Bayer, Fresenius, etc.). Im Fall, dass ein Übernahmezenario den Anlass für eine Kampagne setzt, geht es schließlich, sofern es sich um ein Barangebot und nicht ausnahmsweise um ein Tauschangebot handelt, in der Regel um Arbitragegewinne beziehungsweise „Erpressung“, nicht um „Corporate Clarity“.

In den nächsten Jahren dürften Corporate Governance-geleitete Kampagnen aufgrund der Kritik am System der Vorstandsvergütung, fehlender Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern sowie Forderungen nach verbesserter umweltpolitischer Ausrichtung („green labelling“) einen Zuwachs erfahren. Vermeintlich intransparente ESG-Berichte eignen sich bis zur Herausbildung eines Branchenstandards ebenfalls für eine Verweigerung der Entlastung sowie für die Begründung eigener Wahlvorschläge von Organmitgliedern.

Gerade aufgrund der krisenbedingten Volatilität der wirtschaftlichen sowie der Kursentwicklung im Nachgang der Corona-Pandemie und der Unterbrechung alter und Etablierung neuer Lieferketten bieten damit verbundene Neubewertungen einzelner Branchen einen fruchtbaren Boden für aktivistische Kampagnen. Die EU-Lieferkettenrichtlinie wird im Falle ihrer Umsetzung in nationales Recht zusätzlichen Druck auf Unternehmen aufbauen, da Probleme in einzelnen Lieferketten gerade bei komplexen Produkten oder größeren Produktportfolien selbst bei größtmöglicher Sorgfalt nicht immer zeitnah zufriedenstellend zu beheben sind.

2.7. Sachgemäße Vorbereitungen und Verteidigungsstrategien

Aktivistische Fonds sind inzwischen zu ständigen kritischen Begleitern indexnotierter Unternehmen geworden. Dementsprechend gehört es zu den Pflichtaufgaben jedes Vorstands und Aufsichtsrats, durch aktuelle Information nicht nur auf etwaige unfreundliche Übernahmeangebote, sondern auch öffentliche Kampagnen gegen die eigene Unternehmensstrategie vorbereitet zu sein. Für diese Vorbereitung können schlagwortartig die Bereiche Information, Dialog und Organisation genannt werden.

Zunächst gilt es, in einer unvoreingenommen kritischen Outside-In-Analyse die eigene Unternehmensentwicklung und Marktkapitalisierung mit einer Peer Review zu verbinden, positive und negative Abweichungen zu „monitoren“, Gründe für diese Abweichungen zu ermitteln und im Wege des Soundings mit externen Beratern zu überprüfen.

Die beständige Kontrolle von Handelsvolumina, Stimmrechtsmitteilungen und Entwicklung der Investorenbasis gehört ebenso zum Pflichtprogramm wie eine sogenannte „Heat Map“ mit den geschätzten Einstandskursen und Durchschnittskursen der wichtigsten institutionellen Anleger. Diese bilden eine gute Indikation für die Bereitschaft, aktivistische Investoren zu unterstützen oder aber aufgrund der bisherigen Zufriedenheit mit der Unternehmens- und Kursentwicklung von der Unterstützung solcher Kampagnen Abstand zu nehmen. Schließlich sind sämtliche Geschäftsbereiche des Unternehmens auf ausreichende Synergien, strategischen Fit sowie Vereinbarkeit mit den kommunizierten Kernkompetenzen zu überprüfen.

In Bezug auf die Kapitalstruktur ist deren beständige Optimierung durch Eigen-, Fremdkapital sowie hybride Komponenten zu analysieren und der als erforderlich erachtete Leverage ebenfalls mit der Peer Group zu vergleichen. Schließlich ist die eigene Unternehmenskommunikation in Bezug auf ambitionierte oder weniger ambitionierte beziehungsweise verfehlte Ziele zu hinterfragen und die Marktreaktion selbstkritisch zu überprüfen.

Der zweite und vermutlich noch wichtigere Teil umfasst eine ständig aktive Investor Relations-Arbeit in Bezug auf transparente Kommunikation bezüglich Performance, Strategie und Mittelverwendung unter gleichmäßiger Berücksichtigung der relevanten Zielgruppen Investoren, Analysten und Stimmrechtsberater sowie Aktionärsvereinigungen. Gerade in kritischen Phasen sollte der Dialog proaktiv gesucht werden und kein „Verstecken“ vor möglichen Kritik- oder Angriffspunkten erfolgen. In der Praxis ist gelegentlich zu beobachten, dass die Vorstandsebene im Falle einer verfehlten Zielerreichung den zeitnahen Investorendialog scheut, während Investor Relations hierzu dringend rät.

Ebenso wie bei der Vorbereitung auf unfreundliche Unternehmensübernahmen ist schließlich die sachgerechte Organisation und Rollenverteilung von Bedeutung: Sowohl im Vorstand als auch im Aufsichtsrat sollte es eine transparente Kommunikationsordnung mit eindeutigen Kommunikationskanälen geben. So ist es hilfreich, wenn neben dem CEO und gegebenenfalls gemeinsam mit dem Finanzvorstand im Aufsichtsrat der Aufsichtsratsvorsitzende für etwaige Investorengespräche bereitsteht und hierfür auch entsprechend vorbereitet und sprechfähig ist. Investoren merken schnell, ob der Aufsichtsrat als echter strategischer Sparring-Partner des Vorstands agiert und hinter der Unternehmensstrategie steht. Ein etwaiger strategischer (Teil-)Dissens zwischen Vorstand und Aufsichtsrat ist insbesondere bei öffentlich geführten Kampagnen in seiner negativen Perzeption kaum zu unterschätzen.

2.8. Empfehlungen zur Reaktion auf öffentliche Forderungen von Aktivisten durch Vorstand und Aufsichtsrat

Oftmals bestehen in Vorstand und Aufsichtsrat divergierende Auffassungen darüber, ob und wie mit Aktivisten im Falle öffentlicher Kampagnen gesprochen werden oder deren Begehren mit Hinweis auf eigene Strategieüberlegungen widersprochen oder diese ignoriert werden sollten.

Hierfür können zwei Regeln aufgestellt werden, die sich in der Praxis bewährt haben und auch von Vertretern aktivistischer Fonds als zielführend bestätigt werden. Befindet sich die Anfrage eines Aktivisten noch in einem vertraulichen Rahmen, das heißt, wurde der Vorstandsvorsitzende lediglich angesprochen oder in Form eines Briefes über strategische Überlegungen eines zumeist nur zu einem geringen Prozentsatz eingestiegenen Aktivisten konfrontiert, so empfiehlt sich durchaus ein – sehr gut vorbereitetes – Gespräch. Zum einen sollte jeder Aktionär, unabhängig von einem hohen oder niederstelligen prozentuellen Anteil, ernst genommen und seine Vorstellungen gehört werden. Zum anderen kann der Vorstand in diesem Gespräch die eigene Einschätzung der Strategie, der Corporate Governance oder der Kapitalallokation etc. anhand besonders kritischer Einwände überprüfen. Selbst für den Fall, dass das Schreiben oder die darin erhobenen Forderungen zu einem späteren Zeitpunkt publik (gemacht) werden sollten, ist die Gesellschaft sodann vorbereitet und kann deutlich besser reagieren.

Sollten aktivistische Fonds dagegen unmittelbar an die Öffentlichkeit gehen oder nach einem – aus ihrer Sicht erfolglosen – Gespräch den Weg in die Öffentlichkeit in aggressiver Form suchen, ist von weiteren Gesprächen grundsätzlich abzuraten. Üblicherweise ist in diesem Stadium das Führen weiterhin konsensorientierter Gespräche nicht mehr zielführend und wird eher als Zeichen der Schwäche wahrgenommen werden. Hierin stimmen im Übrigen auch Aktivistenvertreter weitestgehend überein. Unternehmen sollten sich in diesem Falle auf die Überzeugung ihrer Aktionärsbasis und der frühzeitigen Einbindung der Stimmrechtsberater fokussieren, um den in diesen Fällen häufig nicht vermeidbaren Proxy-Fight für sich gewinnen zu können.

Beide Varianten der oben zitierten Ansprache sollten überdies zum Anlass genommen werden, gerade im Aufsichtsrat eine nochmals aktuelle Überprüfung der ausreichenden Unabhängigkeit und Professionalität der Aufsichtsratsmitglieder für den sich abzeichnenden Proxy-Fight vorzunehmen. Etwaige latente Interessenkonflikte werden nicht selten im Verlaufe publizitätsträchtiger Kampagnen offenbar, und die möglicherweise nur vermutete Unabhängigkeit der Gremienmitglieder wird einem Stresstest unterzogen. Mit der frühzeitigen Einbindung kompetenter Investmentbanker, Rechtsanwälte und PR-Berater kann die in solchen Situationen erforderliche kurzzeitige professionelle Reaktion am Kapitalmarkt erreicht werden.

3 Renaissance der Tauschangebote?

Im Jahr 2022 haben die stark gestiegenen Fremdkapitalzinsen, die im historischen Vergleich hohen Inflationsraten und die vielfältigen geopolitischen Herausforderungen zu einem deutlichen Stimmungswandel an den Kapitalmärkten geführt. Dies wirkte sich auch auf die Transaktionsdynamik öffentlicher Übernahmen und die strategischen Überlegungen der Bieter im Vorfeld einer möglichen Public M&A Transaktion aus (siehe hierzu: Snapshot: Der deutsche Übernahmemarkt 2022, S. 34). Bei der Strukturierung sind Tauschangebote trotz ihrer bisher geringeren Bedeutung als weitere Angebotsform neben dem klassischen Barangebot erneut in den Fokus gerückt (siehe hierzu: 1. Teil, S. 19 f.). Tauschangebote könnten im Lichte des gegenwärtigen Kapitalmarktumfelds entscheidende Vorteile gegenüber dem klassischen Barangebot bieten.

3.1. Vor- und Nachteile von Tauschangeboten

Ein Vorteil des Tauschangebots ist zunächst die Liquiditätsschonung des Bieters, weil dieser anstelle einer Geldleistung ausschließlich zur Lieferung liquider Aktien an die Aktionäre der Zielgesellschaft verpflichtet ist. Aus diesem Grund kann eine Übernahme in Form eines Tauschangebots auch in einem schwierigen Finanzierungsumfeld mit stark steigenden Fremdkapitalzinsen durchführbar sein, wohingegen ein vergleichbares Barangebot für den Bieter nicht oder nur schwer finanzierbar wäre. Auch kann das Tauschangebot insbesondere in Zeiten sehr hoher Inflationsraten für die Aktionäre der Zielgesellschaft ökonomisch attraktiver sein, weil den Aktionären eine langfristige inflationsgeschützte Investitionsmöglichkeit erhalten bleibt. Der Aktionär der Zielgesellschaft kann aufgrund des Umtauschs der Aktien weiterhin am Unternehmenserfolg der (kombinierten) Gesellschaft(en) partizipieren, ohne eine erneute Investitionsentscheidung treffen zu müssen.

Ein wesentlicher Nachteil des Tauschangebots gegenüber dem Barangebot wird – neben einer deutlich umfangreicheren Angebotsunterlage – unter anderem darin gesehen, einen (Zulassungs-)Prospekt erstellen zu müssen, um die Angebotsaktien zum Handel an einem geregelten Markt in der Europäischen Union zuzulassen. Die Verzahnung der übernahme- und prospektrechtlichen Anforderungen stellt bei Tauschangeboten regelmäßig eine Herausforderung dar. Marktteilnehmer bewerten das fremdfinanzierte Barangebot aufgrund der fehlenden Prospektpflichten daher grundsätzlich als praktikabler und damit attraktiver. Gleichzeitig führt die not-

Thilo Diehl
White & Case LLP



Dr. Tobias Heinrich
White & Case LLP

wendige Durchführung einer Sachkapitalerhöhung zur Schaffung der Angebotsaktien des Bieters aufgrund des Bezugsrechtsausschlusses immer auch zu einer Verwässerung der Altaktionäre des Bieters. Der Bezugsrechtsausschluss ist – jedenfalls bei deutschen Bietern – zudem detailliert zu begründen, um den aktienrechtlichen Anforderungen zu genügen. Abhängig von der konkreten Ausgestaltung des genehmigten Kapitals (häufig ist die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals unter Bezugsrechtsausschluss bei deutschen Gesellschaften auf 10 Prozent beschränkt) ist gegebenenfalls die Einberufung der Hauptversammlung bei der Bieterin zum Zwecke der Schaffung der neuen Aktien im Wege einer ordentlichen Kapitalerhöhung notwendig. Diese Herausforderungen führen dazu, dass die Durchführung des eigentlichen Tauschangebots im Vergleich zum Barangebot regelmäßig einen höheren Zeitaufwand erfordert. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass ein Barangebot häufig mittels einer kurzlaufenden Brückenfinanzierung (*Bridge Facility*) finanziert wird, die nach Vollzug des Barangebots durch Fremd- und Eigenkapitalemissionen refinanziert wird. Im Falle einer Refinanzierung der Brückenfinanzierung durch eine bezugsrechtswahrende Barkapitalerhöhung (*rights issue*) ist – zumindest nachgelagert – im Rahmen der Refinanzierung des Barangebots ebenfalls ein Prospekt zu erstellen.

Vor diesem Hintergrund könnte die Durchführung eines Tauschangebots gegenüber einem Barangebot attraktiver sein. Im Folgenden werden aktuelle Entwicklungen im Hinblick auf Tauschangebote summarisch dargestellt.

3.2. Aktien als Gegenleistung

Bei einem Tauschangebot wird die Gegenleistung in Form liquider Aktien durch Ausgabe neuer Aktien des Bieters geleistet. Regelmäßig wird dabei im Fall eines deutschen Bieters ein genehmigtes Kapital im Wege einer Sachkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts genutzt, wenn das Volumen des genehmigten Kapitals und dessen Vorgaben zum Bezugsrechtsausschluss auskömmlich sind. Die Einberufung einer Hauptversammlung zur Fassung der für die Durchführung der Sachkapitalerhöhung erforderlichen Beschlüsse ist hingegen weniger flexibel, insbesondere aufgrund der umfangreichen Vorbereitung und Einberufungsfrist. Gleichzeitig ist dieser Direktbeschluss aufgrund der Widerspruchsmöglichkeiten in der Hauptversammlung und eines etwaigen auf die Erhebung einer Anfechtungsklage folgenden Freigabeverfahrens mit erheblichen prozessualen und rechtlichen Risiken verbunden.

Das genehmigte Kapital kann nur in Höhe von maximal 50 Prozent des Grundkapitals geschaffen werden (§ 202 Abs. 3 AktG). Die Ausnutzung des genehmigten Kapitals im Wege einer Sachkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts ist indessen, auch aufgrund der Empfehlungen der Stimmrechtsberater Glass Lewis und ISS, regelmäßig auf 20 Prozent beziehungsweise sogar nur 10 Prozent des Grundkapitals beschränkt. Sofern also nicht das gesamte genehmigte Kapital in voller Höhe zur Durchführung einer Sachkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgenutzt werden kann, können Bieter – sofern erforderlich oder zweckmäßig – neben Aktien auch eine gemischte Gegenleistung bestehend aus Aktien und einer Barzahlung in Betracht ziehen, um die Einberufung einer Hauptversammlung zu vermeiden. Werden neue Aktien von weniger als 20 Prozent des Grundkapitals des Bieters geschaffen, ist eine Zulassung dieser Aktien zum Handel im geregelten Markt auch prospektfrei möglich.

3.3. Liquidität der Aktie

Sofern der Bieter die Durchführung einer Übernahme im Wege eines Tauschangebots anstrebt, ist nach Maßgabe des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) die Gegenleistung in „liquiden Aktien“ erforderlich. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kann die Veröffentlichung der Angebotsunterlage untersagen, wenn die angebotenen Aktien nicht hinreichend „liquide“ sind (§ 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG). Da der Liquiditätsbegriff im WpÜG nicht legaldefiniert ist, war die Auslegung dieses Begriffs lange Zeit umstritten.

3.3.1. Frühere Verwaltungspraxis der BaFin

Die BaFin hat in früheren Einzelfall-Entscheidungen insbesondere darauf abgestellt, ob sich die Aktionäre der Zielgesellschaft, sofern sie das Angebot annehmen, von den tauschweise erworbenen Aktien zeitnah und zu angemessenen Konditionen gegen eine Geldleistung in Euro trennen können.

3.3.2. Neuer Liquiditätsbegriff

Dem Bedürfnis nach Konkretisierung des Begriffs der „liquiden Aktien“ hat das OLG Frankfurt am Main mit seinem Urteil vom 11. Januar 2021 im Fall Biofrontera Rechnung getragen. Anders als die früheren Entscheidungen der BaFin, die stets am Einzelfall ausgerichtet gewesen sind, orientierte sich das OLG Frankfurt am Main bei dieser Entscheidung zu einem Tauschangebot maßgeblich an Art. 22 Abs. 1 der Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflichtverordnung (Verordnung (EG) Nr. 1287/2006). Aktien einer Bieterin genügen demnach nur noch dann dem Liquiditätsbegriff des WpÜG, soweit die angebotenen Aktien täglich gehandelt werden und der Streubesitz nicht weniger als 500 Millionen Euro beträgt. Außerdem darf entweder die durchschnittliche Anzahl der Handelsgeschäfte mit diesen Aktien nicht unter 500 oder der durchschnittliche Tagesumsatz in dieser Aktie nicht unter 2 Millionen Euro liegen. Damit haben sich die Anforderungen an die „Liquidität“ der angebotenen Aktien deutlich erhöht. Die jüngere Verwaltungspraxis der BaFin deutet darauf hin, dass die BaFin der Linie des OLG Frankfurt am Main folgt und die Liquiditätskriterien starr anwendet.

3.3.3. Bewertung des neuen Liquiditätsbegriffs und praktische Auswirkungen

Die Entscheidung des OLG Frankfurt am Main und die daran anknüpfende Verwaltungspraxis der BaFin stellt für den Markt öffentlicher Tauschangebote somit einen deutlichen Einschnitt dar. Sofern nicht alsbald eine Korrektur der jüngsten Rechtsprechung zum Begriff der liquiden Aktien stattfindet oder der (EU-) Gesetzgeber tätig wird, werden zukünftig nur noch wenige Bietergesellschaften die Vorteile einer Übernahme im Wege des Tauschangebots nutzen können. Unter Anwendung der oben genannten Voraussetzungen für die Bestimmung der Liquidität der Aktie als Gegenleistung wären 40 Prozent der in der vergangenen Dekade erfolgreich durchgeführten reinen Tauschangebote durch die BaFin zu untersagen gewesen. Die deutlich strengeren Voraussetzungen des OLG Frankfurts dürften dazu führen, dass Tauschangebote zukünftig nur noch für Bietergesellschaften aus dem Large-Cap beziehungsweise im oberen Mid-Cap-Segment mit ausreichend hohem Streubesitz in Betracht kommen.

3.4. Prospektverordnung und Delegierte Verordnung 2021/528

Bei Tauschangeboten sind neben den Regelungen des WpÜG auch prospektrechtliche Anforderungen zu beachten. Vorgaben des Prospektrechts müssen dabei sowohl hinsichtlich der weiteren Angaben in der Angebotsunterlage als auch der Zulassung der angebotenen Aktien zum Handel im geregelten Markt beachtet werden (vgl. § 11 Abs. 4 WpÜG i.V.m. mit § 2 Nr. 2 lit. a WpÜG-AngebV).

3.4.1. Frühere Rechtslage nach Prospekt-Richtlinie

Die inhaltlichen Anforderungen, welche das Prospektrecht vor dem Inkrafttreten der Prospektverordnung am 21. Juni 2019 an Bietergesellschaften bei Tauschangeboten stellte, waren vom sogenannten Gleichwertigkeitsgebot geprägt. Danach war der Bieter bei Tauschangeboten verpflichtet, den prospektrechtlichen Anhang so zu erstellen, dass die Angaben des prospektrechtlichen Anhangs mit denen eines Wertpapierprospekts „gleichwertig“ waren (vgl. auch Art. 4 Abs. 1 lit. b und Abs. 2 lit. c der Richtlinie 2003/71/EG (Prospekt-Richtlinie)). Im Ergebnis waren somit der Anhang der Angebotsunterlage und der Zulassungsprospekt für die Angebotsaktien aufgrund des Gleichwertigkeitsgebots weitestgehend identisch.

3.4.2. Aktuelle Rechtslage

Unter der nun geltenden Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129) ist der europäische Gesetzgeber in Bezug auf Tauschangebote von diesem sogenannten Gleichwertigkeitsgebot abgerückt. Unter der Prospektverordnung ist nunmehr nur die Veröffentlichung eines „Befreiungsdokuments“ für das öffentliche Angebot und die Zulassung der Wertpapiere an einem geregelten Markt erforderlich (siehe Art. 1 Abs. 4 lit. f und Art. 1 Abs. 5 lit. e Prospektverordnung), um ausnahmsweise keinen Prospekt erstellen zu müssen (gem. Art. 3 Abs. 1 Prospektverordnung). Die genaue Ausgestaltung dieses Befreiungsdokuments war lange Zeit unklar, sodass der deutsche Gesetzgeber bei Tauschangeboten bis zum Erlass der entsprechenden Delegierten Verordnung weiterhin als Übergangslösung verlangte, dass

die Mindestangaben eines Prospekts als ergänzende Angaben in die Angebotsunterlage aufzunehmen sind (vgl. § 2 Nr. 2 Halbs. 1 WpÜG-AngebV a.F.), was zu einer Fortgeltung des Gleichwertigkeitsgebots führte. Seit In-Kraft-Treten der Delegierten Verordnung 2021/528 in 2021 ist hinsichtlich der inhaltlichen Ausgestaltung des Befreiungsdokuments zwischen drei Varianten zu unterscheiden: die als Gegenleistung angebotene Aktie stellt eine (1) Primäremission, (2) Sekundäremission oder (3) eine Sekundäremission, bei denen die Angebotsaktien nicht mehr als 10 Prozent der bereits zum Handel am geregelten Markt zugelassenen Aktien des Bieters ausmachen, dar.

3.4.2.1. Primäremission

Primäremissionen sind Transaktionen, in denen die Aktien des Bieters vor dem Tauschangebot noch nicht zum Handel am geregelten Markt zugelassen sind und im Zuge des Tauschgebots erstmalig öffentlich angeboten und zum Handel am geregelten Markt zugelassen werden sollen. Oder kurz gesprochen: Der Bieter ist vor dem Angebot noch nicht börsennotiert.

Aufgrund der noch nicht vorhandenen Zulassung der Angebotsaktien zum geregelten Markt gelten bei einer Primäremission strenge prospektrechtliche Anforderungen (Art. 2 Abs. 1 UAbs. 4 Delegierte Verordnung 2021/528 i.V.m. Anhang 2). Die damit verbundenen prospektrechtlichen Anforderungen entsprechen dabei denjenigen, die im Rahmen eines Börsengangs zu erfüllen sind. Das Gleichwertigkeitsgebot hat der Gesetzgeber somit im Ergebnis aufrechterhalten, um der Gefahr eines Börsengangs „durch die Hintertür“ (sogenanntes *backdoor listing*) entgegenzuwirken.

3.4.2.2. Sekundäremission

Den Schwerpunkt zukünftiger Tauschgebote dürfte – wie auch in der Vergangenheit – die Sekundäremission bilden. Sekundäremissionen sind Transaktionen, bei denen die Aktien des Bieters bereits vor dem Tauschangebot zum Handel am geregelten Markt zugelassen sind, der Bieter also bereits ein börsennotiertes Unternehmen ist. In diesem Fall gelten vereinfachte prospektrechtliche Anforderungen im Hinblick auf das Befreiungsdokument (Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 3 der Delegierten Verordnung 2021/528 i.V.m. mit Anhang 1).

Da ein Mindestzulassungszeitraum der Aktien der Bieterin für die Verwendung des Befreiungsdokuments nicht erfüllt sein muss, können Emittenten (deren Aktien bereits zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind) unmittelbar nach erstmaliger Zulassung ihrer Aktien ein Tauschangebot unter Nutzung des Befreiungsdokuments abgeben. Im Ergebnis bleiben die Mindestinformationen eines Befreiungsdokuments (vgl. Anhang 1 der Delegierten Verordnung 2021/528) auch deutlich hinter den Mindestangaben eines vereinfachten Prospekts für Bezugsrechtskapitalerhöhungen zurück (Anhänge 3 und 12 der Delegierten Verordnung 2019/980).

3.5. Zusammenfassung

Diese überblicksartige Darstellung wesentlicher übernahme- und prospektrechtlicher Strukturierungsfragen verdeutlicht, dass sich die Anforderungen an Tauschgebote in der jüngsten Zeit gewandelt haben. Übernahmerechtlich hat das OLG Frankfurt am Main die Definition des Liquiditätsbegriffs geschärft. Der Umstand, dass sich die BaFin in ihrer nachfolgenden Verwaltungspraxis dieser Entscheidung des OLG Frankfurt am Main – soweit ersichtlich – angeschlossen hat und auch der nationale Gesetzgeber bislang keine Novellierung des WpÜG und insbesondere der Definition des Liquiditätsbegriffs anzustreben scheint, führt zumindest auf nationaler Ebene dazu, dass Tauschgebote mangels „liquider Aktien“ seltener erfolgen können. Gegenläufig wirken die prospektrechtlichen Erleichterungen sowie die Abkehr vom Gleichwertigkeitsgebot auf europäischer Ebene.

Es ist wünschenswert, dass diese gegenläufigen regulatorischen Entwicklungen durch eine (nationale) gesetzliche Neuregelung des Liquiditätsbegriffes aufgelöst werden. Andernfalls werden die europäischen Bestrebungen, Tauschgebote durch Erleichterungen im Prospektrecht attraktiver zu gestalten, leerlaufen. Bis dahin steht zu befürchten, dass die hohen Anforderungen des Liquiditätsbegriffs trotz aller prospektrechtlichen Erleichterungen das entscheidende Zünglein an der Waage für oder gegen die Abgabe eines Tauschgebots sein werden, so dass die Durchführung eines Tauschgebots auch in einem für diese Transaktionsstruktur vorteilhaften Umfeld nur für einen sehr kleinen Bieterkreis aus dem Large-Cap- und oberen Mid-Cap-Segment in Betracht kommen wird.



4 Investitionskontrolle als Show-Stopper?

Die Relevanz investitionskontrollrechtlicher Verfahren (auch Foreign Direct Investment Control (FDI-) Verfahren) beim Erwerb (börsennotierter und nicht börsennotierter) Unternehmen hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Im Jahr 2022 wurden weltweit mindestens 20 Unternehmensübernahmen aus Gründen der nationalen Sicherheit im Rahmen eines investitionskontrollrechtlichen Prüfverfahrens blockiert oder von den Parteien aufgegeben.

Prominentestes jüngeres Beispiel für eine an der Investitionskontrolle gescheiterte Transaktion in Deutschland ist die im Januar 2022 gescheiterte öffentliche Übernahme des Münchner Waferherstellers Siltronic AG durch den taiwanesischen Chip-Zulieferer GlobalWafers. Das Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (BMWK) hatte die Übernahme nicht innerhalb von 13 Monaten nach der Anmeldung und damit vor dem „Long Stop Date“ freigegeben. Folglich scheiterte die Transaktion an der nichteingetretenen Vollzugsbedingung. Das Versäumnis des BMWK, die Transaktion innerhalb einer so langen Frist zu genehmigen, wurde überwiegend als alternative Möglichkeit zur Blockierung der Übernahme (statt einer förmlichen Untersagung) ausgelegt.

Die Zahl der Untersagungen oder Genehmigungen mit erheblichen Auflagen in Investitionskontrollverfahren hat im letzten Jahr stark an Bedeutung gewonnen. Bis zur Untersagung der Übernahme von AIXTRON durch einen chinesischen Investor im Mai 2016 galten Investitionskontrollverfahren jedenfalls in Deutschland – außerhalb der Rüstungsindustrie – eher als reine Formsache; bis Ende 2019 wurde lediglich zwei weitere Untersagungen (50Hertz und Leifeld, in beiden Fällen zu Lasten chinesischer Investoren) bekannt.

Allein 2022 wurden in Deutschland fünf Untersagungen beziehungsweise sogenannte Genehmigungen mit Auflagen geplanter Investitionen durch Nicht-EU-/EFTA-Investoren veröffentlicht. GlobalWafers/Siltronic wurde im Januar 2022 bekannt; im Mai 2022 untersagte das BMWK die Übernahme von Heyer, einem Hersteller von Beatmungsgeräten, durch den chinesischen Investor Aeonmed. Zur Begründung verwies das BMWK auf die COVID19-Pandemie, in der die Verfügbarkeit von kritischen Gesundheitsprodukten als besonders schützenswert im Sinne des Außenwirtschaftsrechts eingeschätzt wurde.

Im Oktober 2022 genehmigte die Bundesregierung den Einstieg des chinesischen Unternehmens CSPL in die HHLA Container Terminal Tollerort GmbH („CTT“) nur mit erheblichen Auflagen. CTT betreibt ein Containerterminal im Hamburger Hafen. Nach Presseberichten



Dr. Tobias Heinrich
White & Case LLP



Dr. Tilman Kuhn
White & Case LLP

hatten das Bundeskanzleramt und mehrere Ministerien zunächst unterschiedliche Auffassungen zu dem geplanten Erwerb. Kurz vor dem ersten Besuch von Olaf Scholz als Bundeskanzler in China genehmigte die Bundesregierung die Transaktion unter Auflagen. Sie gestattete CSPL den Erwerb einer Beteiligung von lediglich 24,9 Prozent statt der ursprünglich geplanten 35 Prozent. Darüber hinaus untersagte das BMWK CSPL den Erwerb atypischer Einflussmöglichkeiten auf CTT, die über den typischen Einfluss eines 24,9 prozentigen Anteilseigners hinausgehen, um sicherzustellen, dass CSPL keinen Einfluss auf strategische Fragen nehmen kann.

Im November 2022 wurde die Untersagung des Erwerbs der Elmos Semiconductor SE („Elmos“) mit Sitz in Dortmund durch die schwedische Silex Microsystems, eine Tochtergesellschaft der chinesischen Sai Microelectronics, bekannt. Das BMWK erklärte, dass der geplante Erwerb von Elmos, die Halbleiter insbesondere für den Einsatz in der Automobilindustrie entwickelt, produziert und vertreibt, eine Gefahr für die öffentliche Ordnung und Sicherheit in Deutschland darstellen würde. Etwaige Abhilfemaßnahmen, wie zum Beispiel eine Genehmigung des Erwerbs mit Auflagen, waren aus Sicht des BMWK nicht geeignet, diese Bedenken auszuräumen. Ein zweiter Fall wurde um die gleiche Zeit vom BMWK streng vertraulich behandelt. Laut Presseberichten ging es um die Übernahme des Halbleiterunternehmens ERS Electronic GmbH in Bayern, das als Pionier für thermische Wafertests bekannt geworden ist, durch einen chinesischen Investor.

Bei circa 80 Prozent der blockierten Transaktionen stammten die Bieter aus China, Hong Kong, oder es handelte sich um europäische Tochtergesellschaften von chinesischen Unternehmen. Die Verschärfung bei Investitionskontrollverfahren liegt an der erhöhten außenwirtschaftsrechtlichen Sensibilität der jeweils zuständigen Behörden aus politischen Gründen für bestimmte Sektoren und den in diesem Zusammenhang in den letzten Jahren deutlich verschärften gesetzlichen Rahmenbedingungen.

Auch in anderen Ländern werden zunehmend geplante Akquisitionen durch ausländische Investoren in Investitionskontrollverfahren untersagt (siehe Tabelle 1).

| Untersagter Deal | Sektor | Sitz der Zielgesellschaft | Sitz des Käufers | Sitz der untersagenden Behörde | Datum der Untersagung |
|--|------------|---------------------------|------------------|--------------------------------|-----------------------|
| Faber Industrie/Rosatom | Energie | Italien | Russland | Italien | 1. Juni 2022 |
| Robox/Chinese Efort Intelligent Equipment | Robotik | Italien | China | Italien | 1. Juni 2022 |
| University of Manchester vision sensing technology/ Beijing Infinite Vision Technology Company | Optik | Vereinigtes Königreich | China | Vereinigtes Königreich | 20. Juli 2022 |
| Pulsic/Suer Orange HK Holding | Software | Vereinigtes Königreich | China | Vereinigtes Königreich | 17. August 2022 |
| HiLight/SiLight Semiconductor | Halbleiter | Vereinigtes Königreich | China | Vereinigtes Königreich | 19. Dezember 2022 |

Tab. 1: Beispiele für untersagte Transaktionen 2022 (ohne Deutschland)

Auf europäischer Ebene sorgt die im Oktober 2020 in Kraft getretene EU-Verordnung zur Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen 2019/452 (EU-Screening-Verordnung) für eine bessere außenwirtschaftsrechtliche Koordinierung der 27 EU-Mitgliedstaaten. Durch Novellierungen des Außenwirtschaftsgesetzes (1. AWG-Novelle) und der Außenwirtschaftsverordnung (15. - 17. AWV-Novelle) wurde seit 2020 die deutsche Investitionsprüfung an die neuen unionsrechtlichen Vorgaben angepasst und zugleich dort verschärft, wo einzelne Investitionen durch Nicht-EU/EFTA-Bieter aus Sicht des Gesetzgebers besondere Gefahren für deutsche Sicherheitsbelange bergen können. In den Vereinigten Staaten wurden im September 2022 durch die erste präsidentiale Durchführungsverordnung EO 14083 zusätzliche Sicherheitsfaktoren definiert, die das *Committee on Foreign Investments in the United States* (CFIUS) bei der Bewertung von Transaktionen berücksichtigen muss, und ergänzend im Oktober 2022 die CFIUS-Durchführungs- und Sanktionsrichtlinie veröffentlicht, die zu einer weiteren Verschärfung des US-Regimes führten.

Die wesentlichen Neuerungen der rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland, USA und Europa und deren Auswirkungen auf die Transaktionspraxis sollen im Folgenden dargestellt werden.

4.1. Deutsches Investitionskontrollrecht

Politisch wird in Deutschland weiterhin ein liberales Investitionsklima angestrebt. Dennoch ist das deutsche Regime für die Kontrolle ausländischer Investitionen seit 2016 kontinuierlich verschärft worden, um den Schutz von als wesentlich erachteten Technologien, bestimmten Branchen und wesentlichem Know-how im Interesse der öffentlichen Sicherheit und Ordnung zu gewährleisten. Mehrere Transaktionen, die Investitionen in kritische Infrastrukturen, Telekommunikationsnetze oder andere Technologien betreffen, wurden erst nach langwierigen Prüfverfahren und/oder nur unter strengen Auflagen genehmigt. Weitere Schwerpunkte des erweiterten Schutzbereichs für das investitionsrechtliche Kontrollverfahren sind die potenzielle Nutzung von Schlüsseltechnologien, etwa im Halbleiterbereich oder bei militärischen Anwendungen, sowie im Gesundheitswesen.

4.1.1. Gesetzliche Rahmenbedingungen

Die deutsche Regelung für ausländische Direktinvestitionen unterscheidet weiterhin zwischen der sektorspezifischen und der sektorübergreifenden Investitionskontrolle. Unter die sektorspezifische Prüfung fallen alle Investitionen durch einen ausländischen Investor in den in § 60 der Außenwirtschaftsverordnung (AWV) aufgelisteten Branchen wie Kriegswaffen, Getriebe und Motoren für Militärfahrzeuge, Produkte mit IT-Sicherheitsfunktionen sowie Waffen und Rüstungsmaterial. Bei der sektorübergreifenden Investitionskontrolle ist nach den jüngsten AWV-Änderungen bei als kritisch eingestuften Aktivitäten des Zielunternehmens im Sinne des § 55 Abs. 1 Satz 2 AWV ebenfalls zwingend ein Investitionskontrollverfahren durchzuführen, wenn es sich um einen unionsfremden Investor (Nicht EU/EFTA) handelt.

Für alle ausländischen Direktinvestitionen, bei denen die Durchführung eines Investitionskontrollverfahrens verpflichtend ist, liegt die Meldeschwelle bei 10 Prozent der Stimmrechte, wenn das Zielunternehmen in verteidigungsrelevanten Bereichen oder in klassischen kritischen Infrastrukturen tätig ist (sogenannte sektorspezifische Prüfung). Diese 10-prozentige-Schwelle gilt damit auch für alle als besonders kritisch eingestuften Aktivitäten bei der sektorübergreifenden Prüfung (§ 55a Abs. 1 Nr. 1 bis 7 AWV). Für alle weiteren in der AWV aufgeführten kritischen Aktivitäten der sogenannte sektorübergreifende Prüfung liegt die Meldeschwelle bei 20 Prozent der Stimmrechte. Bis zur Genehmigung unterliegt die Transaktion einem Vollzugsverbot (Stillhalteverpflichtung, deren Verletzung sanktioniert werden kann), muss also dementsprechend unter eine auflösende Bedingung gestellt werden. Für alle anderen ausländischen Direktinvestitionen liegt die Investitionsschwelle, ab der das BMWK eine Investition prüfen kann, bei 25 Prozent; in den letztgenannten Fällen besteht grundsätzlich kein Vollzugsverbot. Die AWV enthält weitere Schwellenwerte für zusätzliche Meldepflichten bei Überschreiten der Beteiligungsschwellen von 20 Prozent (wenn der ursprüngliche Schwellenwert bei 10 Prozent lag), 25, 40, 50 und 75 Prozent der Stimmrechtsanteile. Sobald der nächste Schwellenwert erreicht wird, ist eine zusätzliche Meldung einschließlich Stillhalteverpflichtung und drohender strafrechtlicher Sanktionen bei Nichtvornahme erforderlich.

Zuständige Behörde in Deutschland ist das BMWK, das je nach Prüfungsumfang weitere Ministerien und Behörden einbezieht. Wesentliches Prüfkriterium für das BMWK ist, ob die ausländische Direktinvestition zu einer voraussichtlichen Beeinträchtigung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland, eines anderen EU-Mitgliedstaats oder im Zusammenhang mit sogenannten Projekten oder Programmen von Unionsinteresse führt (bei verteidigungsbezogenen Geschäften ist das Prüfkriterium eine voraussichtliche Beeinträchtigung wesentlicher Sicherheitsinteressen der Bundesrepublik Deutschland).



4.1.2. Verfahren

Jedes prüfungspflichtige Geschäft muss dem BMWK gemeldet werden. Bei Übernahme eines börsennotierten Unternehmens ist die Meldung unmittelbar nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots (gemäß § 10 WpÜG) abzugeben. Alle WpÜG-Angebote, die nach dem deutschen Außenwirtschaftsrecht meldepflichtig sind, unterliegen unter den oben genannten Voraussetzungen einem strafbewehrten Vollzugsverbot und sind bis zur Freigabe der Transaktion schwebend unwirksam, was durch eine entsprechende Vollzugsbedingung in der Angebotsunterlage abzubilden ist. Insbesondere ist es untersagt, dem Erwerber die direkte oder indirekte Ausübung von Stimmrechten zu gestatten oder ihm Zugang zu bestimmten sensiblen Daten zu gewähren, bevor die Freigabe erfolgt ist.

Verstöße gegen das Vollzugsverbot oder gegen Anordnungen des BMWK werden strafrechtlich verfolgt, unter anderem mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafen. Fahrlässige Verstöße gelten als Ordnungswidrigkeiten, die mit einem Bußgeld von bis zu 500.000 € geahndet werden können.

Jede Entscheidung des BMWK kann vor einem deutschen Gericht angefochten werden. Allerdings ist ein Gerichtsverfahren für die Parteien oft aus zeitlichen Gründen oder wegen der Öffentlichkeitswirkung häufig keine praktische Option, und die Regierung verfügt über einen weiten Ermessensspielraum bei der Beurteilung, welche Geschäfte eine wahrscheinliche Beeinträchtigung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit darstellen.

4.1.3. Zeitachse

Der Prüfungszeitraum des BMWK beträgt zwei Monate für die erste Prüfung, bei der entschieden wird, ob die zweite Prüfphase eingeleitet wird. Gesetzlich sind für die zweite Prüfphase vier Monate vorgesehen, deren Laufzeit mit dem Eingang aller erforderlichen Unterlagen beginnt. Allerdings hat das BMWK hinsichtlich der Festlegung dieses Zeitpunkts und demnach der Inangsetzung der gesetzlichen Fristen einen weiten Ermessensspielraum. In besonders komplexen Fällen kann das BMWK die formale Prüfungsfrist allgemein um weitere drei und bei Verteidigungsgeschäften um vier Monate verlängern. Darüber hinaus wird der Lauf der Prüffrist für die Durchführung der förmlichen Prüfmaßnahmen ausgesetzt, wenn zusätzliche Informationen angefordert und solange zwischen dem BMWK und den beteiligten Parteien Verhandlungen über Abhilfemaßnahmen geführt werden. Derartige Maßnahmen des BMWK bei einem laufenden Investitionskontrollverfahren außerhalb des offiziellen Prüfungszeitraums können daher erhebliche Auswirkungen auf den Zeitplan einer Transaktion haben. Grundsätzlich kann das BMWK auch in einer kürzeren Frist als in den für die zweite Prüfungsphase vorgesehenen vier Monaten entscheiden.

Selbst wenn die Transaktion keine Meldepflicht auslöst, entscheiden sich ausländische Investoren häufig dafür, das Prüfverfahren durch die freiwillige Einreichung eines Antrags auf Erteilung einer Unbedenklichkeitsbescheinigung beim BMWK einzuleiten, um Rechtssicherheit zu erhalten. Nach vollständiger Einreichung des Antrags hat das BMWK zwei Monate Zeit, um zu entscheiden, ob es die Unbedenklichkeitsbescheinigung ausstellt oder ein förmliches Prüfverfahren einleitet. Nach Ablauf dieser Frist gilt die Unbedenklichkeitsbescheinigung als erteilt, wenn kein Prüfverfahren eingeleitet wurde.



4.1.4. Der GlobalWafers/Siltronic-Fall

Soweit ein Investitionskontrollverfahren durchzuführen ist, wird bei öffentlichen Übernahmen in den Angebotsunterlagen als Vollzugsbedingung die Erteilung der außenwirtschaftsrechtlichen Genehmigung bis zu einem bestimmten Termin („Long Stop Date“) aufgenommen. Welche Auswirkungen die Bedingung der erfolgreichen Durchführung eines Investitionskontrollverfahrens in Verbindung mit einem Long Stop Date haben kann, hat im Januar 2022 das Scheitern der Übernahme des Münchener Waferherstellers Siltronic AG durch den taiwanesischen Konkurrenten GlobalWafers gezeigt. Das im Dezember 2020 durch eine deutsche Tochtergesellschaft von GlobalWafers veröffentlichte Übernahmeangebot sah für seinen Vollzug diverse bis zum 31. Januar 2022 zu erfüllende Bedingungen vor. Hierunter fiel auch die Erteilung einer im Dezember 2020 beantragten Unbedenklichkeits- und Freigabebescheinigung durch das BMWK. Nachdem der 31. Januar 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 BMWK-Genehmigung gerichtlich mit der technischen Begründung zu erreichen, dass die Fristverlängerung des BMWK unwirksam war.

Mit Zurückweisung des Eilantrags beim zuständigen Berliner Verwaltungsgericht und der dagegen eingelegten Beschwerde scheiterte die Übernahme mangels Freigabe durch das Ministerium am gesetzten Long Stop Date. Laut BMWK konnten nicht alle Prüfungsschritte bis zur gesetzten Frist abgeschlossen werden. Insbesondere habe das BMWK nur unzureichend Zeit gehabt, die chinesische Fusionskontrollfreigabe zu prüfen. Nach Ablauf des Long Stop Date war aber die regulatorische Bedingung des Übernahmeangebots nicht eingetreten und damit dessen Vollzug ausgeschlossen. Im Übrigen löste der Nichteintritt der Bedingung laut Veröffentlichung des Gerichts eine Termination Fee von 50 Millionen Euro aus. Insoweit war 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.

4.2. EU-Screening-Verordnung

Die EU-Screening-Verordnung sieht keine Übertragung von Veto- oder Durchsetzungsrechten auf die EU vor, was bedeutet, dass die Kompetenz für die Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen weiterhin bei den Mitgliedstaaten liegt. Sie dient in erster Linie der Harmonisierung und Koordinierung der sehr unterschiedlichen Prüfmechanismen, die auf der Ebene der Mitgliedstaaten in der EU bestehen und stellt sicher, dass jedes betroffene Land sowie die EU als Ganzes über die laufenden investitionsrechtlichen Kontrollverfahren informiert und an den Verfahren beteiligt ist.

4.2.1. Kooperationsmechanismus

Mit der Verordnung wurde insbesondere ein Kooperationsmechanismus eingeführt, nach dem die EU-Kommission unverbindliche Stellungnahmen zu den in Mitgliedstaaten durchgeführten investitionsrechtlichen Kontrollverfahren abgeben kann. Das Investitionskontrollverfahren findet weiterhin im jeweiligen Mitgliedstaat nach den nationalen rechtlichen Regelungen statt. Die nicht prüfenden Mitgliedstaaten können neben der EU-Kommission ebenfalls den prüfenden Mitgliedstaaten Stellungnahmen übermitteln. Die Mitgliedstaaten und die EU-Kommission können auch Stellungnahmen zu einer Transaktion abgeben, die

nicht geprüft wird, weil sie in einem Mitgliedstaat stattfindet, in dem es keine Investitionskontrolle gibt, oder in dem die Transaktion die Kriterien für eine FDI-Review durch die Regierung nicht erfüllt, oder weil der prüfende Mitgliedstaat beschlossen hat, auf die Prüfung einer bestimmten Investition zu verzichten. Im letztgenannten Fall muss der von dem investitionsrechtlichen Kontrollverfahren betroffene Mitgliedstaat den anderen betroffenen Mitgliedstaaten und/oder der EU-Kommission unverzüglich ein Mindestmaß an Informationen auf vertraulicher Basis zur Verfügung stellen.

Der Kooperationsmechanismus kann auch für eine bereits abgeschlossene Investition gelten, die im Rahmen einer Ex-post-Regelung eines Mitgliedstaats geprüft wird, oder für eine Investition, die nicht innerhalb von 15 Monaten nach Abschluss der Investition geprüft worden ist. Allerdings haben die meisten Mitgliedstaaten lediglich ex-ante-FDI-Regelungen erlassen, die eine Prüfung von Transaktionen nur vor der Durchführung einer Transaktion vorsehen.

Die Entscheidung in Bezug auf das Screening von einem nationalen Investitionskontrollverfahren oder einer damit zusammenhängenden Maßnahme oder Untersagung liegt in der ausschließlichen Verantwortung des Mitgliedstaates. Es ist jedoch nicht auszuschließen, dass (insbesondere) kleinere EU-Mitgliedstaaten unter erheblichen Druck geraten, die Stellungnahmen oder Anmerkungen der EU-Kommission oder anderer Mitgliedstaaten bei ihrem Entscheidungsprozess zu berücksichtigen, selbst wenn sie dazu nicht rechtlich verpflichtet sind.

4.2.2. Anforderungen an die Mitgliedstaaten

Die EU-Screening-Verordnung verpflichtet die EU-Mitgliedstaaten zwar nicht, ein nationales FDI-Prüfverfahren einzuführen, die meisten Mitgliedstaaten haben in den letzten Jahren jedoch ein solches implementiert. Mit Ausnahme von Bulgarien und Zypern verfügen inzwischen alle EU-Staaten über ein Außenwirtschaftsrecht mit einem Investitionskontrollverfahren oder haben die Absicht geäußert, ein solches kurzfristig einzuführen.

Die nationalen FDI-Behörden verfolgen unterschiedliche Ansätze. Einige FDI-Behörden haben im Rahmen des EU-Kooperationsverfahrens systematisch jede Transaktion gemeldet, an der Nicht-EU-Investoren beteiligt sind, während andere dies nur unter bestimmten Voraussetzungen tun.

4.2.3. Report der EU-Kommission zum FDI-Screening für 2021

Die EU-Kommission hat im September 2022 einen Bericht zum FDI-Screening im Jahr 2021 veröffentlicht. 2021 hatte die EU-Kommission mehr als 400 ausländische Direktinvestitionen in der Union analysiert, um sicherzustellen, dass diese Investitionen keine Bedrohung für die Sicherheit oder die öffentliche Ordnung der EU-Länder darstellen. Die wichtigsten Ergebnisse des Berichts zeigen folgendes (siehe Abbildungen 19 bis 21):

- Die überwiegende Mehrheit der Verfahren wird sowohl auf Ebene der Mitgliedstaaten als auch im Rahmen der EU-Screening-Verordnung zügig genehmigt.
- Die EU-Kommission hat die Prüfung von 86 Prozent von den durch die Mitgliedstaaten gemeldeten FDI-Transaktionen innerhalb von 15 Tagen abgeschlossen.
- Bei weniger als 3 Prozent der Transaktionen verfasste die EU-Kommission im Rahmen des Verfahrens am Ende eine Stellungnahme.

- Über 85 Prozent der Meldungen an die EU-Kommission entfielen auf Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und Österreich.
- Die Top 5 Länder der Investoren der gemeldeten Transaktionen sind die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich, China, die Cayman Islands und Kanada. Die Prüfung russischer Investitionen machten weniger als 1,5 Prozent der Fälle aus.
- Investitionskontrollen fanden in den unterschiedlichsten Branchen statt. Die meisten gemeldeten Fälle betrafen den Verteidigungssektor und die Branchen Halbleitertechnologie und Energie, aber auch sonstige Sektoren stehen vermehrt im Fokus.

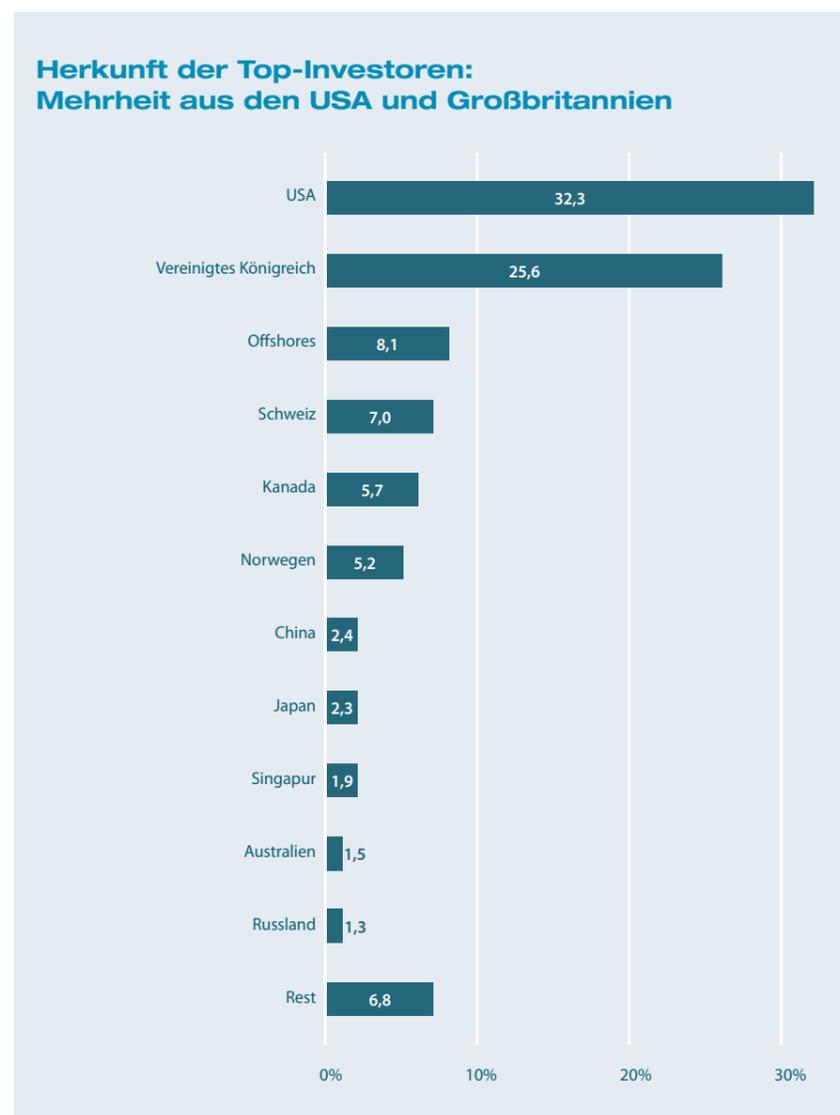


Abbildung 19: Herkunft der Top-Investoren (über 10 Prozent) in der EU

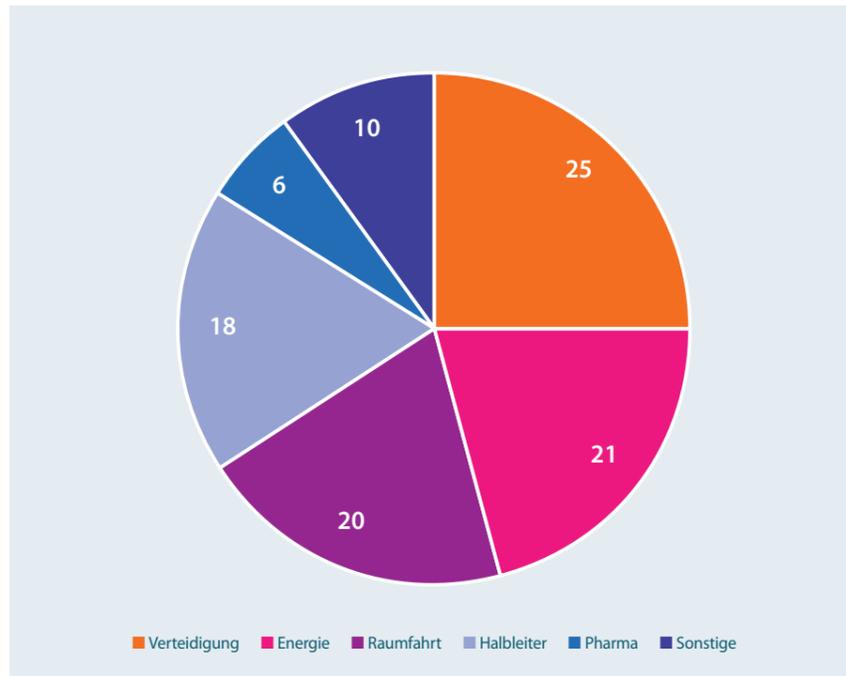


Abbildung 20: Teilsektoren der Fertigungswirtschaft in den Phase 2 Fällen in 2021

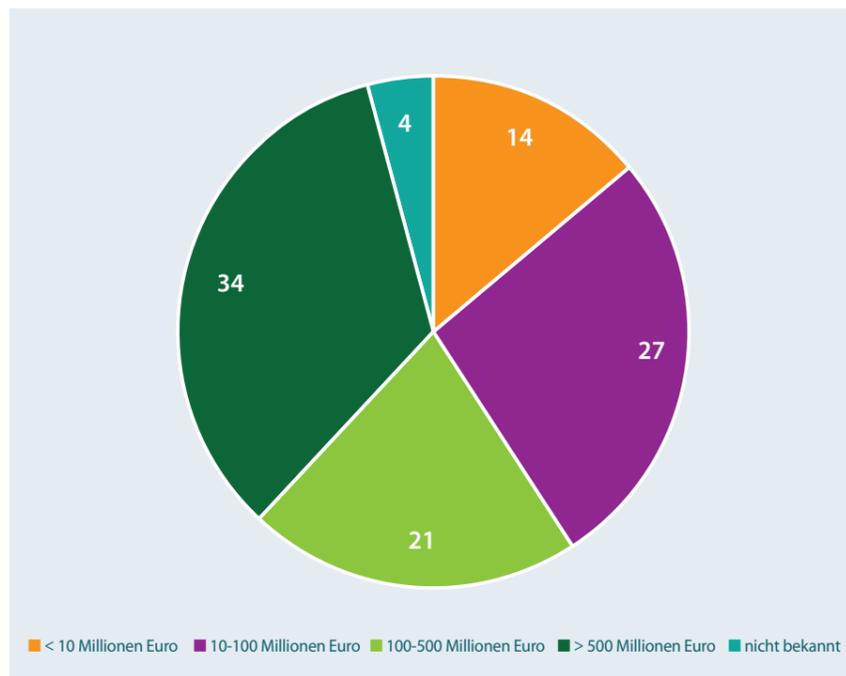


Abbildung 21: Volumen je angemeldeter FDI-Transaktion

4.2.4. Zeitplanung

Wie lange das Verfahren nach der EU-Screening-Verordnung dauert, hängt von vielen Faktoren ab. Während die meisten Transaktionen innerhalb von 15 Tagen von der EU-Kommission in der sogenannten Phase 1 geprüft werden, wurde für die restlichen Transaktionen die vertiefende Prüfung in der sogenannten Phase 2 eingeleitet. Diese zweite Phase kann sich über mehrere Monate erstrecken, was unter anderem daran liegt, dass die Mitgliedstaaten im Konsultationsverfahren die geforderten Informationen zuliefern müssen. Die Antwortzeit der Mitgliedsstaaten ist nicht verbindlich geregelt oder beschränkt. Im Jahr 2021 haben die Mitgliedstaaten in der Phase 2 des Konsultationsverfahrens für ihre Antwort nur wenige Tage bis hin zu 101 Tage gebraucht. Jegliche sonstigen Fristenregelungen der EU-Screening-Verordnung sind während dieses Konsultationsprozesses ausgesetzt.

4.3. CFIUS (USA)

Die historische Entwicklung des Verfahrens vor dem „Committee on Foreign Investment in the United States“ (CFIUS) in den USA zeigt, dass Reformbestrebungen stets im Zusammenhang mit einer tatsächlichen oder wahrgenommenen Gefährdung der Sicherheitsinteressen der USA durch ausländische Investitionen standen. Die letzte große Reform erfolgte durch den im August 2018 verabschiedeten *Foreign Investment Risk Review Modernization Act* (FIRRMA), der das CFIUS-Verfahren stark reformiert hat. Auch im Anschluss daran wurden die investitionskontrollrechtlichen Regelungen in den USA durch die Durchführungsverordnung EO 14083 vom 15. September 2022 weiter präzisiert und verschärft. Die fünf Schwerpunktbereiche sind dabei:

- Widerstandsfähigkeit der Lieferkette
- Auswirkungen auf die technologische Führungsrolle der Vereinigten Staaten
- Bewertung der Gesamtinvestitionstrends in Branchen
- Cybersicherheitsrisiken
- Sensible Daten

Das US-Finanzministerium, dem der CFIUS-Ausschussvorsitz zugewiesen ist, übernimmt die Leitung und wird dabei von der Bundesbehörde, welche für die Prüfung eines bestimmten Falles am besten geeignet ist, als Co-Leitung unterstützt. Auch wenn die fünf Bereiche, die in der jüngsten Durchführungsverordnung genannt werden, auch in der Vergangenheit bereits geprüft wurden, sind diese nunmehr als Schwerpunktbereiche der CFIUS-Prüfung kodifiziert.

Zusätzlich wurden am 20. Oktober 2022 die CFIUS-Durchsetzungs- und Sanktionsrichtlinien veröffentlicht. Darin wird zum ersten Mal beschrieben, wie CFIUS Verstöße gegen das Nationale Sicherheitsabkommen (NSA) identifiziert, bearbeitet, bewertet und Sanktionen verhängt.

Nicht auszuschließen ist, dass auch Outbound-Investitionen künftig unter das CFIUS-Regime fallen. Im Vorschlag eines National Critical Capability Defense Act (NCCDA), der im Dezember 2021 veröffentlicht wurde, ist ein Verwaltungsverfahren für bestimmte Outbound-Aktivitäten von Unternehmen aus den USA oder Drittländern mit erheblichem US-Geschäft vorgesehen (insbesondere in Bezug auf US-Tochtergesellschaften von Nicht-US-Unternehmen). Globale Investoren sollten diese Entwicklungen – vor allem im Hinblick auf Transaktionen mit China-Bezug – bei Prüfung der investitionskontrollrechtlichen Risiken auf ihrem Radar haben.



4.3.1. Verfahren

In der Vergangenheit wurde ein förmliches Verfahren durch CFIUS in der Regel mit einem freiwilligen Antrag eingeleitet, der weit überwiegend von den Parteien gemeinsam eingereicht wurde (*joint voluntary notice*). Seit FIRRMA besteht eine Meldepflicht von Transaktionen in Fällen, in denen eine Investition zum direkten oder indirekten Erwerb einer erheblichen Beteiligung (*substantial interest*) an einem U.S.-Unternehmen mit Bezug zu kritischen Technologien, Infrastrukturen und sensiblen persönlichen Daten führt, soweit der Erwerber eine ausländische Person ist.

FIRRMA hat ein neues Verfahren für vereinfachte Anträge eingeführt (*declaration*), in dem Transaktionen grundsätzlich in einem zeitlich stark verkürzten Prozess freigegeben werden können. CFIUS wird auf vielfältige Weise auf Verstöße aufmerksam, unter anderem durch die Parteien selbst (durch freiwillige Offenlegung/Antragstellung oder als Reaktion auf CFIUS-Anfragen), in Form von Bekanntmachungen (*notices*) oder verkürzter Erklärungen (*declarations*), durch Beobachter und Prüfer für *CFIUS-Mitigation Agreements*, durch das Ergebnis von Standortbesuchen durch CFIUS, durch Hinweise aus der Öffentlichkeit, durch andere Regierungsbehörden und durch öffentlich verfügbare Informationen.

In Anbetracht dieses verstärkten Überwachungs- und Durchsetzungsumfelds ist es für die Parteien wichtiger denn je, sorgfältig zu prüfen, ob geplante Transaktionen eine CFIUS-Anmeldepflicht auslösen könnten, und für Unternehmen, die Einhaltung der Vorschriften ernst zu nehmen. Unternehmen, die unter Auflagen fallen und für die daher die Vereinbarung eines *Mitigation Agreement* in Frage kommen könnte, sollten Compliance-Mechanismen einführen, eine starke und kooperative Beziehung zu den CFIUS-Überwachungsbehörden aufbauen und Verstöße oder vermutete Verstöße unverzüglich offenlegen.

4.3.2. Zeitachse

Bei meldepflichtigen Transaktionen ist der Antrag spätestens 30 Tage vor dem Abschluss der Transaktion bei CFIUS einzureichen. Die eingereichten *declarations*, also die verkürzten Anträge, werden von CFIUS innerhalb von 30 Tagen geprüft. Aufgrund der bisherigen Erfahrungen der seit 2019 in einem Pilotprojekt erfassten Fälle wurden circa 70 Prozent der Anmeldungen in Kurzform als *declaration* eingereicht. In nur 28 Prozent dieser Fälle verlangte CFIUS anschließend die Einreichung vollständiger Anmeldeunterlagen. Damit konnte im verkürzten *declaration*-Verfahren in mehr als 70 Prozent aller Fälle Rechtssicherheit für die Transaktion erreicht werden.

CFIUS ist dazu verpflichtet die Prüfung einer *notice* innerhalb von 45 Tagen abzuschließen, die um weitere 45 Tage verlängert werden kann, wenn CFIUS dies für weiterführende Untersuchungen für erforderlich hält. Auf eine *declaration* muss CFIUS in 30 Tagen antworten, woraufhin CFIUS eine schriftliche *notice* verlangen kann. Wenn CFIUS eine Gefahr für die nationale Sicherheit sieht und die Transaktion nicht freiwillig abgebrochen wird, kann CFIUS sogenannte *Mitigation*-Maßnahmen verhängen oder die Transaktion an den Präsidenten der Vereinigten Staaten weiterleiten, der die Transaktion innerhalb von 15 Tagen genehmigen oder blockieren kann. So untersagte 2016 Präsident Barack Obama die Übernahme des deutschen Chipanlagenbauers AIXTRON durch den chinesischen Investor Fujian Grand Chip Investment wegen Sicherheitsbedenken.



4.3.3. CFIUS Report 2021

Die Bedeutung der Investitionskontrolle durch CFIUS ergibt sich aus deren Tätigkeitsbericht. CFIUS hat zuletzt am 2. August 2022 einen Jahresbericht veröffentlicht, der Statistiken über die 2021 bei CFIUS eingereichten Transaktionen und Angaben zu den Maßnahmen enthält, die ergriffen wurden, um nationalen Sicherheitsrisiken zu begegnen, die sich aus den erfassten Transaktionen ergeben (siehe Tabelle 2).

- Es wurden 272 notices und 164 declarations von CFIUS geprüft.
- CFIUS hat 60 Prozent der angezeigten Transaktionen innerhalb von 45 Tagen bei den notices beziehungsweise innerhalb von 30 Tage bei den declarations freigegeben.
- Nur bei 10 Prozent der genehmigten Transaktionen wurden Mitigation Maßnahmen ergriffen.
- 2021 gab es keine präsidialen Maßnahmen.

| Jahr | Anzahl der Notices | Anzahl der Notices, die während der Prüfphase zurückgezogen wurden | Anzahl der Investitionen | Anzahl der Notices, die nach dem Beginn der Investigation zurückgezogen wurden | Präsidiale Entscheidungen |
|---------------|--------------------|--|--------------------------|--|---------------------------|
| 2012 | 114 | 2 | 45 | 20 | 1 |
| 2013 | 97 | 3 | 49 | 5 | 0 |
| 2014 | 147 | 3 | 52 | 9 | 0 |
| 2015 | 143 | 3 | 67 | 10 | 0 |
| 2016 | 172 | 6 | 79 | 21 | 1 |
| 2017 | 237 | 4 | 172 | 70 | 1 |
| 2018 | 229 | 2 | 158 | 64 | 1 |
| 2019 | 231 | 0 | 113 | 30 | 1 |
| 2020 | 187 | 1 | 88 | 28 | 1 |
| 2021 | 272 | 2 | 130 | 72 | 0 |
| Gesamt | 1829 | 26 | 953 | 329 | 6 |

Tab. 2: CFIUS Statistik von 2012 bis 2021



4.4. Auswirkungen der Investitionskontrollverfahren auf die Transaktionspraxis

Die international umfangreichen Pflichten zur Durchführung von Investitionskontrollprüfverfahren haben einen großen Einfluss auf die Auswahl des Zielunternehmens und die Analyse der strategischen Weiterentwicklungsoptionen, der Strukturierung und tatsächlichen Durchführung des Übernahmeverfahrens sowie für die Ausgestaltung der Transaktionsdokumente.

4.4.1. Auswahlkriterien für Zielgesellschaft und Bieter

Aus Sicht des Bieters ist die mögliche Verpflichtung zur Durchführung eines Investitionskontrollverfahrens ein durchaus wichtiges Kriterium für die Auswahl einer Zielgesellschaft. Die Sicherheit, eine Transaktion erfolgreich durchführen zu können, kann entscheidend für die Auswahl des Zielunternehmens sein. Daher ist es bei bedeutsamen M&A-Projekten sinnvoll, zu Projektbeginn eine Machbarkeitsstudie in Hinblick auf eine Genehmigungsfähigkeit der Transaktion nicht nur in kartellrechtlicher, sondern auch in investitionskontrollrechtlicher Hinsicht durchzuführen. Dabei sind insbesondere das Produktportfolio und die geografische Ausbreitung entscheidend.

Aus Sicht des Zielunternehmens ist es sinnvoll, eine prophylaktische Risikoanalyse aufzustellen, die den Einfluss relevanter Investitionskontrollrechte und die Zusammensetzung des wirtschaftlichen Netzwerkes und der Anteilseigner umfasst. Dies kann im Rahmen einer eigenen Machbarkeitsstudie geschehen, um frühzeitig Gefahren für zukünftige Weiterentwicklung und Expansion durch mögliche Investoren zu erkennen.

4.4.2. Due Diligence

Ist das Eingreifen des Investitionskontrollrechts nicht von vornherein ausgeschlossen, sollte der potenzielle Bieter insbesondere den sachlichen Umfang und die Detailtiefe seiner sachverständigen Untersuchung des Zielunternehmens (Due Diligence) auf die möglicherweise anwendbaren Investitionskontrollverfahren abstimmen und die dort gewonnenen Erkenntnisse zur Vorbereitung der entsprechenden Anträge nutzen. Eine Due Diligence eines Erwerbsinteressenten sollte sich unter anderem auf Folgendes erstrecken:

- Prüfung, ob eine zwingende Anmeldepflicht besteht und wenn keine Pflicht besteht Prüfung, ob eine freiwillige Anmeldung zur Absicherung der Transaktion sinnvoll erscheint
- Sicherheitsfreigaben durch staatliche Stellen
- geografische Reichweite der wirtschaftlichen Aktivitäten
- Produkt- und Dienstleistungsportfolio sowie (gegebenenfalls bereits klassifiziert nach Militär- und Dual-Use-Gütern, kritische Infrastruktur und kritische Technologien) bereits geplante und nur mögliche Weiterentwicklungen
- wirtschaftliches Netzwerk der Zielgesellschaft, insbesondere aktuelle Lieferanten, Kunden und Joint-Venture-Partner sowie bereits geplante und mögliche Veränderungen des Netzwerkes



- Inanspruchnahme von Fördermitteln, Kooperationen mit staatlichen Einrichtungen oder (zum Beispiel universitäre) Einrichtungen, die ihrerseits staatliche oder supranationale Unterstützung erhalten
- Schlüsselmitarbeiter und deren Sicherheitsüberprüfung, sowie allgemein das System der Sicherheitskontrolle

4.4.3. Reverse Break Fees

Im Zusammenhang mit Investitionskontrollverfahren wird seitens der Zielgesellschaft teilweise das Bedürfnis gesehen, für das Risiko des Scheiterns der Transaktion wegen Versagung regulatorischer Freigaben und des drohenden Ausfalls einer oder mehrerer regulatorischer Bedingungen eine finanzielle Kompensation durch den Erwerber in Form sogenannter Reverse Break Fees in einem im Vorfeld der Transaktion abgeschlossenen Business Combination Agreement zu vereinbaren (siehe hierzu: Neue Trends bei Business Combination Agreements, Delisting Vereinbarungen & Co., S. 74). Hierdurch soll neben der finanziellen Absicherung bei Scheitern der Transaktion unter anderem ein Anreiz für den Erwerber geschaffen werden, alle erforderlichen Anstrengungen zu unternehmen, notwendige investitionskontrollrechtliche Genehmigungen einzuholen.

Die bei herkömmlichen Break Fees – insbesondere in Bezug auf deren Höhe – anzustellenden Zulässigkeitserwägungen sind bei Reverse Break Fees gerade nicht einschlägig, da die Organe der Zielgesellschaft hierbei nicht in unzulässiger Weise in ihrem Leitungsermessen oder mit Blick auf Kapitalschutzregeln gebunden werden.

Die Erfüllung der Zahlungsverpflichtung einer Reverse Break Fee wird häufig durch Treuhänder beziehungsweise Hinterlegungsvereinbarungen (Escrow Agreements) – meist in voller Höhe – abgesichert und zugunsten der Zielgesellschaft hinterlegt. Abhängig vom Herkunftsstaat des Erwerbers und der Belegenheit der Barmittel kann auch die Zahlung der Reverse Break Fee selbst Kapitalverkehrskontrollen unterliegen.

Die Bedeutung der Absicherung regulatorischer Risiken, insbesondere auch bei Versagung einer Freigabe durch CFIUS, zeigt sich nicht zuletzt an dem sich langsam etablierenden Markt für Break Fee-Versicherungen, die genau dieses regulatorische Ausfallrisiko absichern helfen.

4.4.4. Angebotsunterlage

Die Aufnahme regulatorischer Vollzugsbedingungen in Bezug auf die erfolgreiche Durchführung des Investitionskontrollverfahrens in die Angebotsunterlagen unterliegt der Disposition der Parteien, soweit keine Pflicht zur Anmeldung der Transaktion besteht. Die Praxis sieht allerdings im Regelfall eine investitionskontrollrechtliche Freigabe als Vollzugsbedingung vor. Die Vollzugsbedingung ist erfüllt, wenn eine schriftliche Bestätigung der zuständigen Behörde vorliegt. Ziel einer entsprechenden Bedingung ist es, die schwer abzuschätzenden Folgen der Rückabwicklung der Transaktion im Falle einer nachträglichen Untersagung zu vermeiden. Außerdem muss die regulatorische Bedingung in der Angebotsunterlage ein *Long Stop Date* enthalten. Die Bestimmung der Frist hängt entscheidend von der informierten Einschätzung der Dauer der investitionskontrollrechtlichen Verfahren ab. Dass selbst 13 Monate zu kurz sein können, hat sich in dem oben beschriebenen Global Wafers/Siltronic-Fall gezeigt.

4.5. Fazit

International ist ein Trend verschärfter investitionskontrollrechtlicher Prüfungen bei M&A-Transaktionen unter Beteiligung ausländischer Bieter zu beobachten, was sich in der Vielzahl neuer investitionskontrollrechtlicher Regelungen widerspiegelt. Insbesondere wegen anhaltender weltweiter politischer Spannungen ist in den nächsten Jahren keine Umkehr dieses Trends zu erwarten.

Die Durchführung eines oder mehrerer parallellaufender Investitionskontrollverfahren erhöht die Komplexität der Gesamttransaktion. Die Parteien einer M&A-Transaktion sollten das Risiko von Verfahren zur Kontrolle ausländischer Investitionen sorgfältig abwägen, die in der Regel am Anfang des Due-Diligence-Prozesses stehen und die Prüfverfahren mit in den Zeitplan der Transaktion einberechnen. In Anbetracht der potenziell erheblichen Risiken eines investitionsrechtlichen Kontrollverfahrens kann es für die Parteien sinnvoll sein, Gespräche mit den nationalen FDI-Behörden noch vor der Unterzeichnung und Ankündigung einer verbindlichen Vereinbarung zu einem möglichst frühen Zeitpunkt aufzunehmen. So kann das Risiko eines Investitionskontrollverfahrens als Show-Stopper minimiert werden.

5 Neue Trends bei Business Combination Agreements, Delisting-Vereinbarungen & Co.

Im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen wird zwischen dem Bieter und der Zielgesellschaft häufig eine Investorenvereinbarung oder ein Business Combination Agreement (BCA) abgeschlossen. Derartige Vereinbarungen sind inzwischen ein zentraler Baustein öffentlicher Übernahmen und auch einer ggf. avisierten anschließenden Integration der Zielgesellschaft. So können Bieter und Zielgesellschaft ein gewisses Maß an Transaktionssicherheit erreichen, was nicht zuletzt vor dem Hintergrund eines zunehmend unsicheren Marktumfeldes – genannt sei hier etwa die aktuelle geopolitische Lage, anhaltende Lieferkettenschwierigkeiten nach der Corona-Pandemie, steigende Zinsen sowie die Inflation – von entscheidender Bedeutung ist. Aus dem übernahmerechtlichen Alltag sind Investorenvereinbarungen und BCAs daher nicht mehr wegzudenken und haben sich mittlerweile als Marktstandard etabliert. Wurde im Jahr 2018 noch (nur) in etwa 30 Prozent der öffentlichen Übernahmen eine Investorenvereinbarung oder ein BCA abgeschlossen, war dies im Jahr 2021 schon in etwa 90 Prozent der öffentlichen Übernahmen der Fall. Im Jahr 2022 wurden in etwa 55 Prozent der öffentlichen Übernahmen entsprechende Vereinbarungen abgeschlossen.

Bereits in der letzten Auflage dieser Studie aus dem Jahr 2018 wurden typische Regelungsgegenstände von Investorenvereinbarungen und BCAs sowie die Interessenlage von Bieter und Zielgesellschaft dargestellt. Der interessierte Leser wird daher insoweit auf die Lektüre der letzten Studie verwiesen. Die folgenden Ausführungen basieren auf einer Auswertung ausgewählter² Angebotsunterlagen und Stellungnahmen aus den Jahren 2018 bis 2022 und konzentrieren sich auf aktuelle Entwicklungen hinsichtlich des Inhalts von Investorenvereinbarungen und BCAs, sich abzeichnende Marktstandards und Besonderheiten einzelner öffentlicher Übernahmen. Überdies beinhaltet dieser Beitrag angesichts der zunehmenden Zahl von Delistings im deutschen Übernahmemarkt eine Übersicht über die wesentlichen Inhalte von Delisting-Vereinbarungen und deren Implementierung.

² Berücksichtigt wurden jeweils die nach Transaktionsvolumen größten drei Übernahmeangebote der Jahre 2018 – 2022.

Dr. Stefan Bressler
White & Case LLP



Dr. Thyl Haßler
White & Case LLP

Dr. Alexander Kiefner
White & Case LLP



5.1. Aktuelle Entwicklungen, typische Inhalte von BCAs und Investorenvereinbarungen

5.1.1. Angebotsbedingungen

Typischerweise stehen Übernahmeangebote unter einer Vielzahl von Bedingungen (im Unterschied zu Pflichtangeboten und Delisting-Erwerbsangeboten, bei denen Bedingungen grundsätzlich nicht zulässig sind). Die Gestaltungsmöglichkeiten sind vielfältig, letztlich hängt die Ausgestaltung der Angebotsbedingungen von den Beweggründen im konkreten Fall ab. Üblich sind Angebotsbedingungen zu einer bestimmten Mindestannahmeschwelle, zur Erfüllung regulatorischer Freigaben sowie der Nichtdurchführung von gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen oder Kapitalmaßnahmen.³ Letzteres vermeidet, dass die Beteiligungshöhe des Bieters verwässert wird, etwa durch die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals. Vermehrt finden sich auch Material Adverse Change (MAC)-Klauseln, die entweder als selbstständige Business-MAC⁴ bezogen auf die Zielgesellschaft, selbstständige Market-MAC⁵ bezogen auf branchenspezifische Indizes oder als kombinierte Business-Market-MAC⁶ ausgestaltet werden können. Erstmals wurde 2022 die aktuelle geopolitische Situation in einer Angebotsbedingung abgebildet: Das Angebot für die Deutsche EuroShop AG stand unter der Bedingung, dass zum Zeitpunkt des Ablaufs der Annahmefrist in Europa kein NATO-Bündnisfall festgestellt wurde. In der Regel vereinbaren die Parteien Mitwirkungspflichten, damit insbesondere regulatorische Bedingungen erfüllt werden können.

³ So etwa Grammer AG (2018), Stada Arzneimittel AG (2018), Axel Springer SE (2019), Scout 24 AG (2019), Qiagen N.V. (2020), alstria office REIT-AG (2021), Deutsche Euroshop AG (2022), Aareal Bank AG (2022).

⁴ So etwa Grammer AG (2018), Siltronic AG (2020), Deutsche Wohnen SE (2021).

⁵ So etwa Axel Springer SE (2019), Scout 24 AG (2019), Siltronic AG (2020), Deutsche Wohnen SE (2021), Aareal Bank AG (2022).

⁶ So etwa Qiagen N.B. (2020).



5.1.2. Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft

Bestätigt hat sich, dass die Parteien eine positive Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft durch eine entsprechende Vereinbarung in der Investorenvereinbarung beziehungsweise dem BCA absichern, welche regelmäßig unter einem *Fiduciary-Out*-Vorbehalt steht. So waren die ausgewerteten Stellungnahmen der Jahre 2018 bis 2022 ausschließlich positiv und wurden gemeinsam von Vorstand und Aufsichtsrat⁷ abgegeben. Eine getrennte Stellungnahme nach einer vorausgehenden Investorenvereinbarung beziehungsweise einem BCA gab es von 2018 bis 2022 nur in zwei Fällen.⁸

5.1.3. No shop / no talk

Über die Pflicht zur Unterstützung des Angebots hinausgehende Zusagen der Zielgesellschaft, im weiteren Verlauf des Verfahrens nicht nach einem konkurrierenden Angebot (*White Knight*) zu suchen (*no shop*) oder sich zumindest nicht auf entsprechende Gespräche einzulassen (*no talk*) finden sich in weniger als der Hälfte der ausgewerteten Angebotsunterlagen.⁹

5.1.4. Strategische Ausrichtung / Geschäftspolitik der Zielgesellschaft

In jeder Investorenvereinbarung beziehungsweise jedem BCA werden Absichten des Bieters hinsichtlich der strategischen Ausrichtung und Geschäftspolitik der Zielgesellschaft niedergelegt, die auch in der Angebotsunterlage Berücksichtigung finden. Üblich sind hier Regelungen zu Dividendenpolitik der Zielgesellschaft,¹⁰ Regelungen zur finanziellen Unterstützung der Zielgesellschaft durch den Bieter im Rahmen einer Wachstumsstrategie¹¹ oder bei einer notwendigen Refinanzierung aufgrund von durch die Übernahme ausgelösten *Change-of-control*-Klauseln.¹² Im Übrigen unterscheiden sich die Regelungen von Fall zu Fall erheblich.

5.1.5. Standort und Arbeitsplatzsicherung

Üblich sind darüber hinaus Regelungen zur Standort- und Arbeitsplatzsicherung, welche sich in allen Investorenvereinbarungen und BCAs finden.

⁷ RIB Software SE (2020): geschäftsführende Direktoren und Verwaltungsrat, Hella GmbH & Co. KGaA (2021): persönlich haftende Gesellschafterin und Aufsichtsrat.

⁸ Akasol AG (2021), Osram Licht AG (2019). In einem weiteren Fall (Rhön-Klinikum AG (2020)) wurde nach Abschluss einer Joint-Venture Vereinbarung zwischen den Hauptaktionären ebenfalls eine getrennte Stellungnahme abgegeben.

⁹ Axel Springer SE (2019), Qiagen N.V. (2020), Deutsche Wohnen SE (2021), Hella GmbH & Co. KGaA (2021), Aareal Bank AG (2022).

¹⁰ Grammer AG (2018), Siltronic AG (2020), Deutsche Wohnen SE (2021), Deutsche Euroshop AG (2022), Aareal Bank AG (2022).

¹¹ Stada Arzneimittel AG (2018), Scout 24 AG (2019), Qiagen N.V. (2020), alstria office REIT-AG (2021), Vantage Towers AG (2022), Aareal Bank AG (2022).

¹² Scout 24 AG (2019), Osram Licht AG (2019), Qiagen N.V. (2020), Vantage Towers AG (2022), Aareal Bank AG (2022).



5.1.6. Know-how

Ebenfalls häufiger anzutreffen sind Regelungen, die dem Schutz von Forschung und Entwicklung (keine Reduzierung oder Verlagerung von Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten),¹³ Schutz von Marken¹⁴ und geistigem Eigentum dienen. Dieser Trend zeichnete sich bereits in der letzten Auflage der Studie ab und hat sich bestätigt.

5.1.7. Corporate Governance

Nur vereinzelt finden sich Regelungen zur künftigen Besetzung der Organe des Bieters, etwa der Bestellung von Organmitgliedern der Zielgesellschaft in Vorstand oder Aufsichtsrat des Bieters.¹⁵ Dies ist vor allem der Fall, wenn die das BCA eine Partnerschaft auf Augenhöhe widerspiegelt. Weit verbreitet sind dagegen Regelungen hinsichtlich der künftigen Besetzung der Organe der Zielgesellschaft. Diese konzentrieren sich dabei in der Regel auf die Besetzung des Aufsichtsrats beziehungsweise auf die Non-Executive Directors und streben insoweit eine der Beteiligung des Bieters angemessene Repräsentation nach Vollzug des Übernahmeangebots an.¹⁶ Anforderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex zu unabhängigen Aufsichtsratsmitgliedern werden dabei ausdrücklich berücksichtigt,¹⁷ Regelungen zu einer Geschlechterquote sind kaum anzutreffen.¹⁸ Dagegen werden Änderungen im Vorstand im Zusammenhang mit der öffentlichen Übernahme regelmäßig nicht im BCA vereinbart.¹⁹

5.1.8. Strukturmaßnahmen

Außerdem finden sich in jeder Investorenvereinbarung beziehungsweise jeder BCA Vereinbarungen der Parteien hinsichtlich gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen mit dem Ziel der Integration der Zielgesellschaft nach Vollzug des Übernahmeangebots. Im Fokus stehen dabei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge sowie der aktien-, umwandlungs- oder übernahmerechtliche *Squeeze-out*. Teilweise verpflichtet sich der Bieter gegenüber der Zielgesellschaft, in einem bestimmten Zeitraum derartige Maßnahmen nicht durchzuführen.²⁰ Dies dient aus Sicht des Bieters der Steigerung der Annahmquote, da den Aktionären der Zielgesellschaft so signalisiert wird, dass sich die Spekulation auf eine höhere Abfindung im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages oder des *Squeeze-Outs* nicht lohnt. Bain & Carlyle hatten zusätzlich im Jahr 2019 in ihrem durch eine Investorenvereinbarung mit Osram abgesicherten Angebot, dass letztlich aber am konkurrierenden Angebot der ams scheiterte, vereinbart, dass sie nicht auf die Mindestannahmeschwelle verzichten werden, um Spekulationen aktivistischer Aktionäre zu vermeiden. Überwiegend beschränken sich die Vereinbarungen zu Strukturmaßnahmen jedoch auf reine Absichtserklärungen des Bieters, die auch in der Angebotsunterlage ihren Niederschlag finden.

¹³ Siltronic AG (2020).

¹⁴ Grammer AG (2018), Stada Arzneimittel AG (2018), Axel Springer SE (2019), Osram Licht AG (2019), Deutsche Wohnen SE (2021), Hella GmbH & Co. KGaA (2021), Aareal Bank AG (2022).

¹⁵ Siltronic AG (2020), Deutsche Wohnen SE (2021), Hella GmbH & Co. KGaA (2021).

¹⁶ Stada Arzneimittel AG (2018), Axel Springer SE (2019), Scout 24 AG (2019), Osram Licht AG (2019), Siltronic AG (2020), RIB Software SE (2020), Qiagen N.V. (2020), Deutsche Wohnen SE (2021), Vantage Towers AG (2022), Deutsche Euroshop AG (2022), Aareal Bank AG (2022).

¹⁷ Stada Arzneimittel AG (2018), Scout 24 AG (2019), Osram Licht AG (2019), alstria office REIT-AG (2021), Aareal Bank AG (2022).

¹⁸ Alstria office REIT-AG (2021).

¹⁹ Grammer AG (2018), Axel Springer SE (2018), Scout 24 AG (2019), Osram Licht AG (2019), Siltronic AG (2020), alstria office REIT-AG (2021), Aareal Bank AG (2022).

²⁰ Siltronic AG (2020), Deutsche Wohnen SE (2021), Hella GmbH & Co. KGaA (2021), alstria office REIT-AG (2021).



5.1.9. Künftige Börsennotierung

Typisch sind auch Regelungen zur künftigen Börsennotierung der Zielgesellschaft. In der überwiegenden Mehrzahl der Fälle wird entweder konkret auf ein geplantes künftiges Delisting hingewiesen²¹ oder zumindest eine entsprechende Absicht des Bieters geäußert.²²

5.1.10. Break Up Fee, Reverse Break Up Fee

Nur in Einzelfällen²³ anzutreffen sind pauschalisierte Ersatzpflichten der Zielgesellschaft (*break up fee*) oder des Bieters (*reverse break up fee*) für den Fall, dass die Transaktion aus Gründen scheitert, die die jeweils andere Partei nicht zu vertreten hat.

5.1.11. Laufzeit

Verbreitet finden sich Regellaufzeiten von zwei bis fünf Jahren.²⁴ Für einzelne Bestimmungen, insbesondere die Standort- und Arbeitsplatzsicherung,²⁵ werden aber auch längere Laufzeiten vereinbart. Dagegen waren im Jahr 2022 auch vermehrt kürzere Laufzeiten zu beobachten.²⁶ Laufzeiten von über fünf Jahren sind der absolute Ausnahmefall.²⁷

5.2. Besonderheiten bei Delisting²⁸-Vereinbarungen

Seit November 2015 muss Aktionären von Emittenten, die den Widerruf der Zulassung zum Handel von Aktien an einem regulierten Markt anstreben, grundsätzlich ein Abfindungsangebot nach dem WpÜG unterbreitet werden. § 39 Abs. 2 BörsG regelt das Verfahren für den freiwilligen Rückzug eines börsennotierten Unternehmens vom Kapitalmarkt. Dieser erfolgt auf Antrag des Emittenten durch die Zulassungsstelle der Börse. Dies gilt auch für Emittenten mit Sitz im Ausland, die an einer deutschen Börse im regulierten Markt notieren (§ 39 Abs. 4 BörsG), so dass auch an außenstehende Aktionäre ausländischer Emittenten ein Abfindungsangebot unterbreitet werden muss, wenn diese Emittenten sich vom regulierten Markt in Deutschland zurückziehen möchten.

Gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG ist ein Widerruf der Börsenzulassung nur zulässig, wenn bei Antragstellung eine Angebotsunterlage zum Erwerb aller Wertpapiere veröffentlicht wird, die Gegenstand des Antrags sind (Nr. 1)²⁹ oder die Wertpapiere weiterhin an einer anderen

²¹ Axel Springer SE (2019), Osram Licht AG (2019), Qiagen N.V. (2020).

²² Stada Arzneimittel AG (2018), Siltronic AG (2020), RIB Software SE (2020), Hella GmbH & Co. KGaA (2021), alstria office REIT-AG (2021), Vantage Towers AG (2022), Aareal Bank AG (2022).

²³ Siltronic AG (2020), Qiagen N.V. (2021).

²⁴ Stada Arzneimittel AG (2018), Scout 24 AG (2019), Osram Licht AG (2019), Siltronic AG (2020), RIB Software SE (2020), Deutsche Wohnen SE (2021), Hella GmbH & Co. KGaA (2021), alstria office REIT-AG (2021), Aareal Bank AG (2022).

²⁵ Stada Arzneimittel AG (2018), Osram Licht AG (2019), Hella GmbH & Co. KGaA, Deutsche EuroShop AG (2022).

²⁶ Vantage Towers AG (2022), Deutsche EuroShop AG (2022).

²⁷ Grammer AG (2018), Axel Springer SE (2019).

²⁸ Für die Zwecke dieses Beitrags meint „Delisting“ den (freiwilligen) Widerruf der Zulassung von Aktien zum Handel an einem regulierten Markt durch einen Emittenten. Nach einem Delisting werden – solange kein Squeeze-out durchgeführt wird – viele Emittenten auf Betreiben sonstiger Marktteilnehmer in den Freiverkehrshandel einbezogen; die Aktien bleiben dann weiterhin handelbar.

²⁹ Das Angebot ist dann als Abfindungsangebot nach dem Börsengesetz zu bezeichnen.



inländischen Börse oder ausländischen Börse der EU oder des EWR zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, sofern für einen Widerruf der Zulassung an diesem Markt der deutschen Regelung entsprechende Voraussetzungen gelten (Nr. 2 Buchst. b). Der Vorstand des Emittenten ist verpflichtet, eine etwaige Delisting-Entscheidung nur unter Berücksichtigung der Interessen aller Anleger der betroffenen Gesellschaft zu treffen. Nach Auffassung des Gesetzgebers stellt die Abgabe des vorgenannten Erwerbsangebots einen ausreichenden Schutz der (Minderheits-)Aktionäre dar. Ein Hauptversammlungsbeschluss des Emittenten ist nicht erforderlich.

Das Delisting-Angebot wird in der Praxis entweder durch einen Großaktionär (oft mit dem (Fern-)Ziel eines späteren Squeeze-Out), einen Bieter oder im Einzelfall auch durch die Gesellschaft selbst³⁰ abgegeben. Es ist auch zulässig, ein Übernahme- oder Pflichtangebot gleichzeitig als Delisting-Angebot auszugestalten.³¹ Wenngleich im Rahmen eines Delistings seit der Neuregelung des BörsG ein Abfindungsangebot an die außenstehenden Aktionäre unterbreitet werden muss, sind Delistings im Trend und machen – entweder als reines Delisting-Angebot oder kombiniert mit einem Übernahme- oder Pflichtangebot – einen signifikanten Teil der Angebote aus. So waren in den Jahren 2021 und 2022 etwa die Hälfte alle Angebote Delisting-Angebote (teils kombiniert mit einem Übernahme- oder Pflichtangebot).

Aufgrund der Besonderheiten des Delisting Verfahrens, bei dem der Bieter das Delisting-Angebot abgeben muss, der Vorstand der Gesellschaft aber den Antrag bei der Börse stellt und nur dann stellen kann, wenn tatsächlich ein Delisting-Angebot vorliegt, sind Bieter und Gesellschaft auf gegenseitige Kooperation angewiesen, damit das Delisting durchgeführt werden kann. In der Praxis hat sich diesbezüglich der Abschluss einer *Delisting-Vereinbarung* etabliert, die die gegenseitigen Pflichten beinhaltet. Im Wesentlichen können die Grundsätze zu übernahmerechtlichen Investorenvereinbarungen in Bezug auf Delisting-Vereinbarungen herangezogen werden, wenngleich einige Besonderheiten existieren und die Ausgangslage bei einem Delisting eine andere ist als bei einem klassischen Übernahmeverfahren.

5.2.1. Interessenlage des Bieters

Der Bieter wird in aller Regel den Aktionären der Gesellschaft nur dann ein Delisting-Erwerbsangebot unterbreiten, wenn er hinreichende Transaktionssicherheit hat, dass die Gesellschaft mit dem Bieter zusammenwirkt und tatsächlich auch den Delisting-Antrag stellt. Die entsprechend erforderlichen Kooperationspflichten und der geplante zeitliche Ablauf des Delistings werden in der Delisting-Vereinbarung festgehalten. Alternativ kann der Bieter nach Abschluss eines Beherrschungsvertrages mit der Gesellschaft eine Anweisung zur Stellung des Delisting-Antrags erteilen.³² Die Entscheidung zur Abgabe des Delisting-Angebots fällt typischerweise mit dem Abschluss der Delisting-Vereinbarung zusammen und ist gem. §§ 10 Abs. 1 Satz 1/35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG zu veröffentlichen.

5.2.2. Interessenlage der Gesellschaft

Der Abschluss von Delisting-Vereinbarungen ist grundsätzlich aktienrechtlich zulässig. Im Kern beinhalten sie Verpflichtungen des Vorstands zur Stellung des Delisting-Antrags sowie zur Unterstützung des Delisting-Angebots des Bieters durch eine positive begründete

³⁰ Delisting Angebot der Rocket Internet SE an ihre Aktionäre vom 30.09.2020 und der a.a.a aktiengesellschaft allgemeine anlageverwaltung an ihre Aktionäre vom 18.11.2022.

³¹ So unter anderem bei ERWE Immobilien AG (2022), Geratherm Medical AG (2022), SMT Scharf AG (2021), DEAG Deutsche Entertainment AG (2021), Godewind Immobilien AG (2020), Westgrund AG (2020).

³² So etwa Easy Software AG (2020).

te Stellungnahme der Organe der Gesellschaft (§ 27 WpÜG). Ferner kann der Vorstand der Gesellschaft die Unterstützung des Delisting-Angebots von der Erfüllung bestimmter Bedingungen abhängig machen, zum Beispiel einem bestimmten Angebotspreis, Zusagen im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Gesellschaft, Beschäftigungsbedingungen oder bestimmte Finanzierungszusagen.

5.3. Typische Inhalte von Delisting-Vereinbarungen

5.3.1. Pflichten der Parteien

Auf Seiten der Gesellschaft steht die Pflicht zur Stellung des Delisting-Antrags und die Unterstützung des Angebots, zum Beispiel durch eine positive Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats (s.o.), im Vordergrund. Ferner beinhalten Delisting-Vereinbarungen typischerweise die Pflicht der Gesellschaft, keine (weiteren) Aktien oder andere Wertpapiere an einem regulierten Markt zuzulassen und Schritte zu unternehmen, auch für eine Beendigung der Notierung im Freiverkehr oder einem anderen MTF/OTF im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung zu sorgen, soweit die Gesellschaft die Einbeziehung veranlasst hat. Sofern Organmitglieder Aktien des Emittenten halten, sind auch Zusagen über die Einreichung dieser Aktien in das Delisting-Erwerbsangebot häufig Gegenstand der Delisting-Vereinbarung.³³ Auf Seiten des Bieters sind die Kardinalspflichten naturgemäß die Durchführung des Angebots unter bestimmten Voraussetzungen, etwa Zahlung eines bestimmten Mindestpreises, Zusagen für die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft oder ihrer Arbeitnehmer, Beschäftigungsbedingungen, Organbesetzung oder künftige Dividendenpolitik.

5.3.2. Fiduciary Out

Auch Delisting-Vereinbarungen und die damit einhergehende Unterstützung durch den Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft stehen unter dem Vorbehalt der Einhaltung der organschaftlichen Pflichten, insbesondere der allgemeinen Sorgfalts- und Treuepflicht („fiduciary out“) und der Prüfung der Angebotsunterlage. Insofern gelten die zu übernahmerechtlichen BCAs bekannten Grundsätze, dass das Angebot nur insoweit unterstützt wird, wie das aktienrechtliche Pflichtenheft dem Vorstand beziehungsweise Aufsichtsrat keine abweichende Handlungspflicht gebietet.

5.3.3. Gegenleistung

Wenngleich einige bereits bekannte Grundsätze aus klassischen Übernahme-/Erwerbsangebotstransaktionen auch bei Delistings gelten, gibt es bei Delisting-Angeboten einige bedeutsame Abweichungen, vor allem mit Blick auf die Gegenleistung.

Auf das Delisting-Angebot ist § 31 WpÜG mit der Maßgabe entsprechend anzuwenden, dass die Gegenleistung in einer Geldleistung in Euro bestehen muss. Anders als bei Übernahme- oder Erwerbsangeboten sind als Gegenleistung somit keine (liquiden) Aktien möglich. Ferner muss die Gegenleistung in bar (vorbehaltlich Vorerwerben) mindestens dem gewichte-

³³ So etwa Constantin Media AG (2019), HolidayCheck Group AG (2021), Hornbach Baumarkt AG (2022).

ten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Wertpapiere während der letzten sechs Monate (im Gegensatz zu nur drei Monaten bei regulären Angeboten) vor der Veröffentlichung nach § 10 Absatz 1 Satz 1 oder § 35 Absatz 1 Satz 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes entsprechen.³⁴ Hat während dieses Zeitraums die Gesellschaft allerdings gegen Ad-hoc-Pflichten oder das Verbot der Marktmanipulation verstoßen so ist der Bieter zur Zahlung des Unterschiedsbetrags zwischen der im Angebot genannten Gegenleistung und der Gegenleistung verpflichtet, die dem anhand einer Unternehmensbewertung des Emittenten ermittelten Wert entspricht (§ 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG). Daher sollte ein Bieter erwägen, in der Delisting-Vereinbarung auch Zusicherungen der Gesellschaft zu verlangen, die Pflichten der Marktmissbrauchsverordnung einzuhalten. Allerdings kann es auch Sonderfälle geben, bei denen Abseits der vorbeschriebenen Gesetzesverstöße die Notwendigkeit einer Unternehmensbewertung besteht. Beim Delisting-Angebot der Deutsche Wohnen für die GSW im Jahr 2022 war sowohl zuvor ein freiwilliges Übernahmeangebot veröffentlicht als auch ein Beherrschungsvertrag abgeschlossen worden, so dass mangels Feststellbarkeit eines sechs-Monats Durchschnittskurses eine Unternehmensbewertung durchgeführt wurde.

Auch im Rahmen von Delisting-Angeboten haben die Organe des Emittenten bezüglich der Prüfung der Angemessenheit der Gegenleistung überwiegend eine *Fairness Opinion* eingeholt³⁵.

5.3.4. Bedingungen

Gemäß § 39 Abs. 3 S.1 BörsG dürfen Delisting-Erwerbsangebote nicht an Bedingungen gekoppelt werden. Nach der Gesetzesbegründung sind §§ 18 und 25 des WpÜG ausdrücklich nicht anwendbar. Damit sind die Regelungen für Delisting-Angebote strenger als für Übernahmeangebote, aber auch strenger als für Pflichtangebote, da letztere nach einhelliger Praxis unter die Bedingung der Erteilung öffentlich-rechtlicher Genehmigungen gestellt werden können. Es ist teilweise in der Literatur umstritten, ob die Bedingungsfeindlichkeit bei Delisting-Angeboten auch für den Fall der Erfüllung regulatorischer Bedingungen gilt oder ob diese regulatorischen Freigaben im Vorfeld des Angebots bereits erfüllt sein müssen. In der Praxis sehen Delisting-Angebotsunterlagen keine (behördlichen) Vollzugsbedingungen vor; etwaige fusionskontrollrechtliche Freigaben werden in der Praxis vorab eingeholt.³⁶

5.3.5. Laufzeit

Delisting-Vereinbarungen haben typischerweise kürzere Laufzeiten als BCAs oder Investorenvereinbarungen, verbreitet sind Regellaufzeiten von bis zu zwei Jahren. Hintergrund hierfür ist, dass die Delisting-Vereinbarung die Kooperation von Bieter und Gesellschaft mit Blick auf ein bestimmtes Ereignis – die Durchführung des Delistings – sicherstellen soll, während die Zielgesellschaft mit einer Investorenvereinbarung beziehungsweise einem BCA die Sicherung ihrer mittel- und langfristigen Interessen verfolgt.

³⁴ Bei kombinierten Übernahme-/Pflichtangeboten und einem Delisting-Angebot hat die Gegenleistung mindestens dem Börsenkurs der letzten 6 als auch 3 Monate vor der Entscheidung zur Angebotsabgabe / dem Kontrolliererwerb zu entsprechen.

³⁵ So etwa Constantin Media AG (2019), HolidayCheck Group AG (2021), Hornbach Baumarkt AG (2022), anders dagegen Axel Springer SE (2020), GSW Immobilien AG (2022).

³⁶ Zum Beispiel STS Group AG (2021), Centrotec SE (2020), Godewind Immobilien AG (2020), Westgrund AG (2020).

5.3.6. Sicherstellung der Finanzierung

Auch für Delisting-Angebote gilt der Grundsatz der Sicherstellung der Finanzierung. Vor Veröffentlichung der Delisting-Angebotsunterlage muss der Bieter daher die notwendigen Maßnahmen zur Finanzierung des Angebots treffen und sicherstellen, dass die zur vollständigen Erfüllung des Delisting-Erwerbsangebots notwendigen finanziellen Mittel rechtzeitig zur Verfügung stehen (§ 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG). Die gemäß § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG erforderliche Finanzierungsbestätigung ist der Delisting-Angebotsunterlage als Anlage beizufügen.

5.3.7. Vorstandspflichten beim Delisting

Die Stellung des Delisting-Antrags ist eine unternehmerische Entscheidung des Vorstands, für die die *Business Judgement Rule* gilt. Ob eine Zustimmung des Aufsichtsrats erforderlich ist, hängt davon ab, ob insoweit ein Zustimmungsvorbehalt existiert. Der Vorstand muss die Delisting-Entscheidung am Unternehmensinteresse ausrichten und die Vor- und Nachteile einer Börsennotierung (auch für die außenstehenden Aktionäre) gegeneinander abwägen. Vorteile einer Börsennotierung sind zum Beispiel gesteigerte Finanzierungsmöglichkeiten über den Kapitalmarkt, Zugang zu (institutionellen) Investorengruppen sowie ein etwaig mit der Börsennotierung einhergehendes Renommee. Zu den Nachteilen der Börsennotierung gehören insbesondere umfangreichere Berichtspflichten und der damit verbundene Aufwand der Kapitalmarkt-Compliance sowie die durch die Notierung ausgelösten Kosten. Durch die Verzahnung von Delisting-Vereinbarung, Delisting-Angebot und Stellung des Delisting-Antrags ist die Entscheidung des Vorstands über das Delisting bereits vor/bei Abschluss der Delisting-Vereinbarung zu treffen und zu dokumentieren.

5.4. Fazit

Hinsichtlich Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements hat sich der Befund der letzten Auflage dieser Studie bestätigt. Sie sind aus dem übernahmerechtlichen Alltag nicht mehr wegzudenken und zentrale Instrumente zur Erhöhung der Transaktionssicherheit und der Festlegung der künftigen Zusammenarbeit der Parteien. Der schon in den letzten Jahren deutlich gewordene Trend zum Abschluss derartiger Vereinbarungen im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen wird sich fortsetzen. Vor allem in Zeiten eines unsicheren Marktumfeldes ist Bieter und Zielgesellschaft daher zu empfehlen, sich mit den Marktstandards vertraut zu machen und im Einzelfall die vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten frühzeitig auszuloten.

Angesichts des beobachteten und weiterhin erwarteten Trends weiterer Delistings wird der Abschluss von Delisting-Vereinbarungen zur gegenseitigen Absicherung der Parteien weiter zunehmen; besonderes Augenmerk ist aus Sicht der Organe der Zielgesellschaft auf die unternehmerische Entscheidung bezüglich des Delistings, die bereits vor Abschluss der Delisting-Vereinbarung zu treffen ist, zu richten. Aus Bietersicht sollte auf eine ausreichende Transaktionssicherheit geachtet und die Kooperation der Zielgesellschaft im Rahmen des Delistings möglichst umfassend abgesichert werden.

6 Finanzierung öffentlicher Übernahmeangebote durch Fremdkapital

Bei öffentlichen Übernahmeangeboten muss der Bieter bereits vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage die Finanzierung des Kaufpreises sicherstellen. Der nachfolgende Beitrag untersucht die Anforderungen, die sich bei Fremdfinanzierung eines Angebots im Sinne des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) stellen.

6.1. Anforderungen an die Finanzierung öffentlicher Übernahmen in Deutschland

Bei Übernahmeangeboten, deren Vergütung zumindest teilweise in bar erbracht wird, muss vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage eine den Anforderungen des § 13 Abs. 1 WpÜG genügende Finanzierungsbestätigung vorgelegt werden. Diese muss von einem vom Bieter unabhängigen Wertpapierdienstleistungsunternehmen abgegeben werden. Dieses verlangt üblicherweise im Gegenzug, dass vor Ausstellung der Finanzierungszusage eine Fremdfinanzierung abgeschlossen wird, die besonderen übernahmerechtlichen Vorgaben genügt, sofern der Bieter die maximale Barvergütung nicht aus bereits vorhandenen Barmitteln erfüllen kann oder möchte. Die Übernahmefinanzierung muss zudem in der vom Bieter zu veröffentlichenden Angebotsunterlage beschrieben werden.

Die Finanzierungsbestätigung ist bedingungsfeindlich. Es gelten mittelbar nur die (in der Regel wenigen) Bedingungen des Übernahmeangebots. Das ausstellende Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist daher bis zum Angebotsvollzug an seine Finanzierungszusage gebunden. Entsprechend verlangt es bezüglich der Übernahmefinanzierung ein hohes Maß an Finanzierungssicherheit, sogenannte „certainty of funds“. Hierfür ist entscheidend, dass die Dokumentation der Übernahmefinanzierung nur sehr beschränkte Auszahlungsvoraussetzungen enthält, die sämtlich in der Kontrolle des Bieters liegen. Zudem müssen der Zeitraum, während der die Übernahmefinanzierung zur Verfügung steht und die Auszahlungsvoraussetzungen der für das Angebot vorgesehenen Sequenz angepasst werden um sicherzustellen, dass die zugesagte Finanzierung bei Fälligkeit der Angebotsvergütung zur Verfügung steht.

Andreas Lischka
White & Case LLP



6.2. Wesentliche Unterschiede zu Finanzierungen für nicht-öffentliche Transaktionen

Ein wesentlicher Unterschied zur Finanzierung privater Übernahmen ist der zumindest anfänglich fehlende Zugriff auf die finanziellen Ressourcen der Zielgesellschaft. Aufgrund aktienrechtlicher Restriktionen darf die Zielgesellschaft den Erwerb ihrer eigenen Aktien nicht finanziell unterstützen (Verbot der sogenannten financial assistance). Auch eine spätere Besicherung der Übernahmefinanzierung ist komplex. Denn deutsche Aktiengesellschaften unterliegen einem sehr strengen Eigenmittelschutz und können daher nur unter sehr engen Ausnahmen Sicherheiten für Verbindlichkeiten ihrer (Mehrheits-)Aktionäre stellen. Alle üblicherweise verwendeten Strukturen erfordern, neben weiteren Schritten, eine Zustimmung der Hauptversammlung der Zielgesellschaft mit qualifizierter Mehrheit. Dies macht die Besicherung und die Refinanzierung öffentlicher Übernahmen ungleich zeitaufwendiger und komplexer als dies bei nicht-öffentlichen Transaktionen der Fall ist.

Ein weiterer wesentlicher Unterschied zu anderen Finanzierungen ist, dass der Bieter auch nach erfolgreicher Übernahme zumindest für einen Übergangszeitraum keine uneingeschränkte Kontrolle über die Zielgesellschaft hat. Denn der Vorstand der Zielgesellschaft muss diese auch dann in eigener Verantwortung führen, wenn der Bieter die Mehrheit erworben hat. Ein Weisungsrecht gegenüber dem Vorstand der Zielgesellschaft steht dem Bieter erst nach Abschluss eines Beherrschungsvertrags oder nach einem Squeeze-out nebst Umwandlung in eine GmbH zu. All diese Maßnahmen erfordern unter anderem die Zustimmung der Hauptversammlung der Zielgesellschaft mit qualifizierten Mehrheiten. Die Umsetzung der Maßnahmen ist zeitaufwendig, und Details sowie steuerliche Konsequenzen können häufig erst nach erfolgter Übernahme geklärt werden. Aus diesem Grund enthalten Übernahmefinanzierungen häufig Verhaltenspflichten, die sich von denen nicht-öffentlicher Transaktionen unterscheiden.

Ein weiterer Unterschied zu nicht-öffentlichen Transaktionen ist, dass Übernahmefinanzierungen häufig vorsehen, dass gewisse Vorgaben und Schwellenwerte nach erfolgreichem Abschluss des Übernahmeangebots angepasst werden, sofern dies nach Rücksprache mit dem Management der Zielgesellschaft erforderlich ist. Hintergrund ist, dass es im Falle einer öffentlichen Übernahme ungleich schwieriger für die Bieter und Finanzierer ist, über öffentlich zugängliche Quellen hinaus Informationen über die Entwicklungen im Zielunternehmen und dessen Gruppengesellschaften zu erlangen. Denn der Bieter erhält vor

Veröffentlichung des Übernahmeangebots üblicherweise nur eingeschränkter Zugriff auf die personellen Ressourcen der Zielgesellschaft. Ferner müssen bei einer etwaigen Zurverfügungstellung von Informationen die Vorgaben der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) über Ad-hoc-Publizitätspflichten und Insider-Trading beachtet werden. Daher können die Regelungen, die auch die Zielgesellschaft betreffen, bei Abschluss der Übernahmefinanzierung zumeist weniger genau zugeschnitten werden, als dies bei nicht-öffentlichen Transaktionen der Fall ist.

6.3. Vorbereitungen für die Finanzierungsbestätigung und die Übernahmefinanzierung

6.3.1. Strukturierung der Finanzierung

Üblicherweise spricht der Bieter im Rahmen der Strukturierung einer öffentlichen Übernahme frühzeitig ein oder mehrere potenzielle Finanzierer an, sofern die Übernahmevergütung zumindest teilweise in bar geleistet und nicht aus bereits verfügbaren Barmitteln erbracht werden kann oder soll. Zumeist werden hierbei zunächst große Investmentbanken angesprochen, die sowohl die Finanzierungsbestätigung abgeben als auch die gesamte, dahinterstehende Übernahmefinanzierung alleine zur Verfügung stellen können. Gerade bei Übernahmeangeboten von Private Equity Investoren werden aber auch vermehrt alternative Darlehensgeber, sogenannte Debt Funds, angesprochen. Sofern die Übernahmefinanzierung durch einen Debt Funds zur Verfügung gestellt wird, wird zusätzlich ein separates [Wertpapierdienstleistungs-]Unternehmen angesprochen, das auf Grundlage der vom Debt Funds bereitgestellten Übernahmefinanzierung die nach § 13 WpÜG erforderliche Finanzierungsbestätigung zur Verfügung stellen soll.

6.3.2. Vertraulichkeit und Mehrgleisigkeit (sogenannte „Trees“)

Im Zusammenhang mit der Vorbereitung von öffentlichen Übernahmen gelten gesteigerte Anforderungen an die Vertraulichkeit. Zum einen kann ein sogenanntes „Leak“ gerade bei öffentlichen Transaktionen schnell zum Scheitern des Vorhabens führen. Zum anderen sind bei börsennotierten Zielgesellschaften die kapitalmarktrechtlichen Vorgaben der MAR, namentlich die Pflichten zur Ad-hoc-Publizität und die Vorschriften bzgl. Insider-Trading, zu beachten. Daher werden, anders als bei nicht-öffentlichen Transaktionen, häufig nur eine oder zumindest wenige Banken und Debt Funds als mögliche Finanzierer angesprochen. Insbesondere bei Übernahmen durch strategische Investoren wird häufig nur eine Bank, mit der bereits eine gute Beziehung besteht, angesprochen, um den Bieter sowohl aus M&A Sicht zu beraten als auch um die Finanzierungsbestätigung und die dahinterstehende Übernahmefinanzierung zur Verfügung zu stellen. Bei Private Equity Investoren werden hingegen immer häufiger ein oder mehrere Debt Fund(s) angesprochen, mit denen der jeweilige Investor bereits eine Beziehung hat. Aufgrund der gesteigerten Vertraulichkeitsanforderungen werden die engagierten Finanzierer bei öffentlichen Übernahmen zumeist nur für einen Bieter tätig. Anders als bei nicht-öffentlichen Transaktionen ist es unüblich, dass derselbe Finanzierer unter Verwendung von „Chinese Walls“ verschiedene Bieter bei deren öffentlichen (und in diesem Fall konkurrierenden) Angeboten für das gleiche Zielunternehmen begleitet. Auch intern versuchen die Finanzierer vor Bekanntgabe des An-

gebots üblicherweise möglichst wenige Personen hinzuzuziehen. Aus diesem Grund werden auch bei Finanzierern in der Regel gesteigerte Anforderungen an die Vertraulichkeit gesetzt.

6.3.3. Term Sheet Verhandlungen und Dokumentation vor Bekanntgabe des Angebots

Zunächst werden die Kernbestimmungen der Übernahmefinanzierung auf Basis eines Term Sheets verhandelt. In diesem Term Sheet werden unter anderem der maximale Nominalbetrag der Übernahmefinanzierung, der Zinssatz, die Laufzeit und das Mindestverhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital (Leverage) festgelegt.

Idealerweise wird noch vor Veröffentlichung der Mitteilung nach § 10 WpÜG auf Basis des Term Sheets der finale Darlehensvertrag verhandelt und abgeschlossen. Häufig ist es aber aus zeitlichen Gründen nicht möglich, den Darlehensvertrag bis zu diesem Zeitpunkt zu finalisieren. In diesen Fällen stellt der Finanzierer vor Veröffentlichung der Mitteilung nach § 10 WpÜG eine sogenannte Finanzierungszusage (sogenannte Commitment Letter) aus, in der er sich unwiderruflich verpflichtet, auf Grundlage der im Term Sheet vereinbarten Konditionen eine Übernahmefinanzierung zur Verfügung zu stellen. Eine solche Finanzierungszusage wird nur vom Finanzierer gegenüber dem Bieter (beziehungsweise dessen Akquisitionsvehikel) abgegeben und ist nicht mit der gegenüber den Aktionären abzugebenden Finanzierungsbestätigung nach § 13 WpÜG (vgl. zur Finanzierungsbestätigung nachstehend Ziffer 4) zu verwechseln. Auch und gerade bei einer bloßen Finanzierungszusage ist entscheidend, dass diese ein sogenanntes „certain funds concept“ enthält. Danach ist die Finanzierungszusage so auszugestalten, dass die Verpflichtung des Finanzierers zum Abschluss des Darlehensvertrages und damit zur Auszahlung der Übernahmefinanzierung nur von Bedingungen abhängt, die der Bieter kontrollieren kann. Dies soll dem Bieter – und damit auch dem Aussteller der Finanzierungsbestätigung – hinreichend Sicherheit geben, dass vor Ablauf der Angebotsperiode ein den Anforderungen genügender Darlehensvertrag abgeschlossen wird. Insbesondere ist darauf zu achten, dass die Finanzierungszusage nicht unter Gremiovorbehalten auf Seiten des Finanzierers steht und nicht von Material Adverse Change (MAC)-Klauseln oder der Richtigkeit von Zusicherungen abhängt, die außerhalb der Kontrolle des Bieters liegen.

6.4. Ausstellung der Finanzierungsbestätigung nach dem WpÜG

Vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage muss der Bieter bei einem Barangebot eine Finanzierungsbestätigung beibringen. Diese ist der Angebotsunterlage beizufügen und wird mit dieser gemeinsam veröffentlicht.

Die Finanzierungsbestätigung muss von einem vom Bieter unabhängigen Wertpapierdienstleistungsunternehmen ausgestellt werden. Unabhängig meint hierbei, dass es keine gesellschaftsrechtliche Verbindung zwischen Bieter und dem Aussteller der Finanzierungsbestätigung gibt. Durch die unabhängige Prüfung und Bestätigung soll die Veröffentlichung von unseriösen oder nicht ausreichend finanzierten Angeboten verhindert werden.

In der Finanzierungsbestätigung bestätigt das ausstellende Wertpapierdienstleistungsunternehmen, dass der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel im Zeitpunkt

der Fälligkeit zur Verfügung stehen (§ 13 Abs. 1 WpÜG). Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unternimmt insofern keine eigenen Prüfungshandlungen, sondern verlässt sich auf die Finanzierungsbestätigung. Sollte sich herausstellen, dass der Bieter nicht die erforderlichen Maßnahmen zur Finanzierung des Angebots getroffen hat und nicht über die für die Begleichung der Gegenleistung erforderlichen Mittel verfügt, können die annehmenden Aktionäre vom die Finanzierungsbestätigung ausstellenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen Schadensersatz verlangen. Eine Haftung besteht nur dann nicht, wenn das betroffene Wertpapierdienstleistungsunternehmen nachweisen kann, dass es die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben über die Sicherstellung der Geldleistung in der Finanzierungsbestätigung nicht kannte und diese Unkenntnis auch nicht auf grober Fahrlässigkeit beruhte.

Daher prüft das betroffene Wertpapierdienstleistungsunternehmen vor Ausstellung der Finanzierungsbestätigung üblicherweise, ob der Bieter tatsächlich die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sich die zur Finanzierung des Angebots erforderlichen Mittel zu sichern. Hierzu prüfen typischerweise Mitarbeiter und Anwälte, die nicht bereits mit der Übernahmefinanzierung selbst befasst sind, die Vermögenslage des Bieters, die Dokumentation der Übernahmefinanzierung und die Solvenz des Finanzierers. Bei dieser Prüfung wird besonderes Augenmerk auf die Finanzierungssicherheit (certainty of funds) gelegt. Auch aus Sicht des Ausstellers der Finanzierungsbestätigung ist es insofern entscheidend, dass die Auszahlungsvoraussetzungen mit der angedachten Sequenz der Übernahme und den in der Angebotsunterlage vorgesehenen Angebotsbedingungen harmonisieren und alle noch ausstehenden Bedingungen in der Kontrolle des Bieters liegen. Aus diesem Grund drängen der Aussteller der Finanzierungsbestätigung und damit auch der Bieter zumeist darauf, dass die Dokumentation für die Übernahmefinanzierung vor Abgabe der Finanzierungsbestätigung abgeschlossen und die erforderlichen Auszahlungsvoraussetzungen so weit wie möglich bereits erfüllt wurden.

6.5. Darlehensvertrag

Aus den vorgenannten Gründen wird der der Übernahmefinanzierung zugrundeliegende Darlehensvertrag idealerweise bereits vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage und Ausstellung der Finanzierungsbestätigung abgeschlossen. Nur sofern dies aus zeitlichen Gründen – wie nicht selten – nicht möglich sein sollte, wird zunächst eine Finanzierungszusage unterzeichnet und der Darlehensvertrag im Zeitraum zwischen Veröffentlichung der Angebotsunterlage und Ablauf der Angebotsperiode abgeschlossen.

Die Ausgestaltung des Darlehensvertrages im Einzelnen ist vor allem von der Solvenz des Bieters und, sofern relevant, der angedachten Refinanzierung der Übernahmefinanzierung abhängig. Je nach Größe der Transaktion und anschließend angedachter Syndizierung unterliegt der Darlehensvertrag zumeist deutschem oder englischem Recht. Gesetzliche Vorgaben bestehen insoweit nicht.

Neben den wirtschaftlichen Parametern der Übernahmefinanzierung (u.a. maximaler Nominalbetrag, Zins und maximale Laufzeit) regelt der Darlehensvertrag insbesondere, welche Bedingungen für die Auszahlung erfüllt sein müssen (sogenannte Conditions Precedent) und wie lange die Übernahmefinanzierung abgerufen werden kann (sogenannte Availability Period). Ferner enthält der Darlehensvertrag eine Reihe von Zusicherungen und Verhaltenspflichten, bei denen eine Reihe von Besonderheiten öffentlicher Übernahmen zu beachten sind.

6.5.1. Auszahlungsvoraussetzungen – Certain Funds

Zum Schutz der Öffentlichkeit und Bestandsaktionäre vor unzureichend finanzierten öffentlichen Übernahmeangeboten setzt das WpÜG – wie bereits ausgeführt – einen hohen Standard an die Finanzierungssicherheit. Dieser bezieht sich unmittelbar zunächst auf die Finanzierungsbestätigung. Mittelbar schlagen diese Anforderungen an die Finanzierungssicherheit aber auch auf die eigentliche Übernahmefinanzierung durch. Daher enthält der Darlehensvertrag üblicherweise ein sogenanntes „certain funds“-Konzept. Nach diesem Konzept werden nur Auszahlungsvoraussetzungen zugelassen, die der Bieter selbst in der Hand hat. Etwaige wirtschaftliche oder rechtliche Verschlechterungen auf der Ebene der Zielgesellschaft oder allgemeine Markteinbrüche berechtigen den Finanzierer hingegen üblicherweise nicht dazu, die Auszahlung der Übernahmefinanzierung zu verweigern. Eine Ausnahme besteht nur für solche Bedingungen, die (auch) in der Angebotsunterlage aufgenommen werden.

6.5.2. Verfügbarkeitszeitraum

Für Finanzierer ist entscheidend, dass die Auszahlungsverpflichtung zeitlich beschränkt ist. Denn die Auszahlungspflicht stellt ein (auch mit Eigenmitteln zu unterlegendes) Risiko dar, das möglichst eng zu begrenzen ist. Andererseits muss die Finanzierung für die gesamte Dauer des Angebots gewährleistet sein – und diese ist zu Beginn des Angebots nicht endgültig absehbar. So kann es zum Beispiel sein, dass sich die Angebotsfrist durch Angebotsänderungen, die Einberufung einer Übernahmehauptversammlung der Zielgesellschaft, konkurrierende Angebote oder aber eine länger andauernde Fusionskontrolle verlängert. Hierdurch kann sich die Angebotsperiode – und damit der erforderliche Ziehungszeitraum – durchaus auf einen Zeitraum von bis zu zwölf Monate verlängern. Dies stellt die Finanzierer häufig vor Herausforderungen. Aufgrund dieser widerstreitenden Interessen ist der Verfügbarkeitszeitraum (sogenannt Availability Period) häufig Gegenstand umfassender Verhandlungen. Da die meisten Gründe für eine Verzögerung außerhalb der Kontrolle des Bieters liegen, akzeptieren die Finanzierer zumeist, dass die Übernahmefinanzierung innerhalb von bis zu neun bis zwölf Monaten abgerufen werden kann.

6.5.3. Pflichtsondertilgungen

Insbesondere wenn die Übernahmefinanzierung nur für eine kurze Laufzeit von zwölf bis 36 Monaten, also für einen Übergangszeitraum zur Verfügung gestellt werden soll, enthält der Darlehensvertrag üblicherweise Regelungen, wann und in welchem Umfang die Übernahmefinanzierung vorzeitig zurückzuführen ist, wenn der Bieter Mittel aus anderweitigen Finanzierungen, der Begebung von Anleihen, einer etwaigen Kapitalerhöhung oder aber Ausschüttungen aus der Zielgesellschaft erhält.

6.5.4. Besicherung

Im Falle strategischer Investoren, die über ein Investment Grade Rating verfügen und belegen können, dass dieses auch nach erfolgter Übernahme der Zielgesellschaft und Aufnahme der Übernahmefinanzierung bestehen bleibt, wird die Übernahmefinanzierung üblicherweise unbesichert ausgereicht.

Bei allen anderen Investoren fordern die Finanzierer üblicherweise Sicherheiten. Das anfängliche Sicherheitenpaket besteht dabei üblicherweise aus einem Pfandrecht an den vom Bieter erworbenen Aktien der Zielgesellschaft sowie dem Bank- und Depotkonto des Bieters. Diese Sicherheiten können bereits vor Auszahlung der Übernahmefinanzierung bestellt werden. Insbesondere wenn der Bieter – wie häufig bei Übernahmen durch Private Equity Funds – eine reine Zweckgesellschaft ist, ist für die Finanzierer von überragender Bedeutung, ab wann und unter welchen Bedingungen sie Sicherheiten über die Vermögenswerte und Erträge der Zielgesellschaft erhalten können.

Dieser Zugriff ist zunächst nicht oder nur sehr eingeschränkt möglich. Denn eine deutsche Aktiengesellschaft darf den Erwerb der eigenen Aktien durch Dritte weder mit eigenen Mitteln unterstützen (§ 71a AktG), noch dürfen den Aktionären – auch nicht indirekt – die Einlagen zurückgewährt werden (§ 57 AktG). Diese Vorgaben schließen neben einer teilweisen Finanzierung durch die Zielgesellschaft auch die anfängliche Stellung von Garantien oder Sicherheiten durch die Zielgesellschaft und deren Tochtergesellschaften aus. Die Beschränkungen können rechtlich erst dann aufgehoben werden, wenn entweder ein Unternehmensvertrag (zum Beispiel Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag) zwischen Bieter- und Zielgesellschaft abgeschlossen wurde oder zum Beispiel infolge eines verschmelzungsrechtlichen oder aktienrechtlichen Squeeze-Outs die aktienrechtlichen Beschränkungen hinfällig werden. Der Abschluss eines Unternehmensvertrages erfordert aber die Zustimmung der Hauptversammlung der Zielgesellschaft mit einem Quorum von 75 Prozent der in der Hauptversammlung abgegebenen Stimmen. Für einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out ist eine Beteiligung von 90 Prozent und für einen aktienrechtlichen Squeeze-out eine Beteiligung von bei 95 Prozent erforderlich. Aus diesem Grund wird der Bieter im Darlehensvertrag häufig verpflichtet, eine Mindestannahmequote in die Angebotsunterlage aufzunehmen und bei Erreichen bestimmter Schwellenwerte innerhalb einer gewissen Zeit alle für den Abschluss eines Unternehmensvertrages beziehungsweise die Durchführung eines Squeeze-out erforderlichen Schritte vorzunehmen. In letzter Zeit werden derartige Pflichten von Bietern aber vermehrt hinterfragt, da harte Verpflichtungen aufgrund der daraus folgenden Kündigungsmöglichkeit von opportunistischen Investoren als Einfallstor genutzt werden können, um den Bieter im Anschluss an die Übernahme unter Druck zu setzen (siehe hierzu: Artikel „Reformbedarf des WpÜG aus Sicht der Praxis“, S. 100).

6.5.5. Verhaltenspflichten

Jeder Darlehensvertrag enthält eine Reihe an Zusicherungen und Vorgaben für das Verhalten des Bieters und – soweit der Bieter hierauf Einfluss hat – der Zielgesellschaft und deren Gruppenunternehmen. Die entsprechenden Verhaltenspflichten sind dabei über die gesamte Laufzeit des Darlehens einzuhalten. Daher müssen diese Regelungen eine Vielzahl von Eventualitäten und wirtschaftliche Zielkorridore abdecken. Die genaue Ausgestaltung hängt dabei wiederum wesentlich von der Solvenz des Bieters, der Übernahmestruktur und der maximalen Laufzeit der Übernahmefinanzierung ab.

In Bezug auf die Zielgesellschaft ist zu berücksichtigen, dass der Bieter auch nach erfolgreicher Übernahme zumindest für einen Übergangszeitraum nicht uneingeschränkte Kontrolle über die Zielgesellschaft hat. Denn der Vorstand der Zielgesellschaft muss diese auch dann in eigener Verantwortung führen, wenn der Bieter die Mehrheit erworben hat. Weisungsrechte gegenüber dem Vorstand der Zielgesellschaft stehen dem Bieter erst nach Abschluss eines Beherrschungsvertrags mit der Zielgesellschaft oder nach der Durchführung eines Squeeze-outs der Minderheitsaktionäre nebst Umwandlung der Zielgesellschaft in eine GmbH zu. All diese Maßnahmen erfordern – wie bereits ausgeführt – die Zustimmung der Hauptversammlung des Bieters unter qualifizierten Voraussetzungen. Die Umsetzung dieser Maßnahmen dauert im besten Fall mehrere Monate und teilweise über ein Jahr. Zudem erfordern die Maßnahmen Abfindungszahlungen an die Minderheitsaktionäre, deren Finanzierung für eine bestimmte Verfügbarkeitsperiode nicht selten über den Darlehensvertrag mit abgedeckt wird. All diese Umstände und die daraus resultierenden Unsicherheiten sind im Darlehensvertrag zu adressieren.

Ob der Bieter verpflichtet wird, nach erfolgreicher Übernahme innerhalb einer gewissen Frist spezifische Maßnahmen zur Erlangung weitergehender Kontrolle über die Zielgesellschaft zu ergreifen, ist häufig Gegenstand umfassender Verhandlungen vor Abschluss der Übernahmefinanzierung. Hintergrund ist, dass solche Verpflichtungen opportunistische Investoren motivieren können, eine Sperrminorität an der Zielgesellschaft zu erwerben und diese zu nutzen, um den Bieter unter Druck zu setzen. Hieraus ergibt sich ein Spannungsfeld zwischen dem Wunsch des Finanzierers nach werthaltigen Sicherheiten für die Übernahmefinanzierung und dem Risiko, dass dies den Bieter unter erhöhten Druck setzt und von Dritten genutzt werden kann, den Bieter zu weitergehenden Zahlungen oder anderweitigen Zugeständnissen zu zwingen. Insofern gibt es kein Standardvorgehen, und die Verhandlungen hierzu hängen sehr vom konkreten Einzelfall ab.

7 Finanzierungsbestätigung – praktische Aspekte

7.1. Allgemeiner Überblick

Vor der Veröffentlichung eines Übernahmeangebots hat der Bieter die erforderlichen Vorkehrungen zu treffen, um sicherzustellen, dass er bei einem Barangebot zum Zeitpunkt der Fälligkeit der Gegenleistung bei Vollzug über die notwendigen Mittel zur vollständigen Erfüllung verfügt. Diese Maßnahmen müssen im Hinblick auf den Gesamtfinanzierungsbedarf und die Finanzierungsquellen in der Angebotsunterlage in allgemeiner Form beschrieben werden. Die primäre Verpflichtung zur Sicherstellung der Barmittel, die im Falle einer vollständigen Annahme des Angebots zu dessen Erfüllung nach Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) zu erbringen sind, obliegt allein dem Bieter. Die Finanzierung des Übernahmeangebots darf nicht von einer Bedingung abhängig gemacht werden.

Die Angebotsunterlage muss eine Bestätigung eines europäischen Wertpapierdienstleistungsunternehmens („**Cash Confirmation Bank**“) enthalten, das bestätigt, dass der Bieter die notwendigen Vorkehrungen getroffen hat, um sicherzustellen, dass er zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Barzahlungsanspruchs der Aktionäre der Zielgesellschaft über die erforderlichen Mittel zur vollständigen Erfüllung des Angebots verfügt („Finanzierungsbestätigung“ oder „**Cash Confirmation**“). Anders als bei einem Squeeze-out nach dem Aktiengesetz (AktG) oder nach dem Umwandlungsgesetz (UmwG) stellt die Cash Confirmation nach dem WpÜG keine Garantie dar.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) verlangt, dass die Finanzierungsbestätigung in standardisierter Weise ausgestellt wird, die den einschlägigen Text des § 13 WpÜG schlicht wiederholt. Dies bedeutet, dass Ergänzungen oder Erläuterungen im Text der Finanzierungsbestätigung, die deren Umfang einschränken würden, nicht zulässig sind.

Dr. Matthias Kiesewetter
White & Case LLP



Dr. Stefan Bressler
White & Case LLP

7.2. Potenzielle Haftung der „Cash Confirmation Bank“

7.2.1. Erforderlicher Sorgfaltsstandard

Für die Ausstellung der Finanzierungsbestätigung und zur Vermeidung einer Haftung nach dem WpÜG muss die Cash Confirmation Bank nachweisen, dass sie nicht grob fahrlässig, sondern verantwortungsbewusst gehandelt und alle zumutbaren Schritte unternommen hat, um sich zu vergewissern, dass der Bieter über ausreichende Mittel verfügt, um das Übernahmeangebot bei Fälligkeit gemäß seinen Bedingungen in vollem Umfang anzunehmen.

Ob die Cash Confirmation zu Recht ausgestellt wurde beziehungsweise die Bank zumindest verantwortungsvoll gehandelt und alle zumutbaren Schritte unternommen hat, ist letztlich eine Tatsachenfrage, über die im Streitfall das zuständige Gericht zu entscheiden hätte. Seit Inkrafttreten des WpÜG im Jahr 2002 gibt es jedoch unseres Wissens keine Gerichtsentscheidung, die sich mit der Haftung einer Cash Confirmation Bank für eine fehlerhaft ausgestellte Finanzierungsbestätigung befasst.

Die Ausstellung der Finanzierungsbestätigung erfordert zwangsläufig eine subjektive kaufmännische Beurteilung, die nur von der Cash Confirmation Bank vorgenommen werden kann. Hier sind zunächst die Aspekte, die die Transaktion selbst betreffen, wie Größe und Solvenz des Bieters, eine etwaige im Rahmen der Transaktion abgeschlossene Finanzierungsdocumentation sowie der erwartete Fälligkeitszeitpunkt der Gegenleistung in den Blick zu nehmen. Bei der Beurteilung der Finanzierungsbestätigung können aber auch Aspekte berücksichtigt werden, die nicht transaktionsspezifisch sind, wie zum Beispiel die Kenntnisse der Bank über den Bieter als Kunden und dessen finanzielle Angelegenheiten.

Um die notwendige Sorgfalt bei Vorbereitung der Finanzierungsbestätigung walten zu lassen, wird die Cash Confirmation Bank in der Regel folgende Maßnahmen ergreifen:

- In einem ersten Schritt würde die Cash Confirmation Bank den **maximalen Finanzierungsbedarf** ermitteln. Dieser setzt eine 100prozentige Annahme des WpÜG-Angebots voraus unter Berücksichtigung der Anzahl (i) aller ausstehenden Zielaktien (das heißt, der Aktien, die nicht bereits direkt vom Bieter gehalten

ten werden) und (ii) aller neuen Aktien des Zielunternehmens (zum Beispiel aus Wandelanleihen), die bis zum Ablauf der Nachfrist ausgegeben werden können, sowie aller Transaktionskosten, die dem Bieter für die Vorbereitung und Durchführung des Angebots entstehen. Unter gewissen Voraussetzungen können Vereinbarungen mit Aktionären der Zielgesellschaft, das Übernahmeangebot für ihre Aktien nicht anzunehmen (sogenannte Non-Tender Agreements) auf den ermittelten Finanzierungsbedarf angerechnet werden, also den maximalen Finanzierungsbetrag reduzieren. Die BaFin verlangt bei der Berücksichtigung von Non-Tender-Agreements für die Ermittlung des Finanzierungsbedarfs regelmäßig deren Absicherung durch eine Vertragsstrafe- und Depotsperrevereinbarung.

- In einem zweiten Schritt prüft die Cash Confirmation Bank die geplanten **Finanzierungsquellen** (das heißt, Fremd- und/oder Eigenkapital) und die vom Bieter für die Finanzierung ergriffenen Maßnahmen. Je nach geplanter Finanzierungsstruktur wird die Cash Confirmation Bank vor Abschluss der mit dem Bieter als Voraussetzung für die Ausstellung der Finanzierungsbestätigung abzuschließenden Vereinbarung entsprechende Informationen und Garantien sowie die Vorlage der der Finanzierung zugrundeliegenden (Vertrags-)Dokumente vom Bieter verlangen (Due-Diligence-Anforderungsliste).
- **Zeitraumen:** Die Cash Confirmation Bank muss sich darauf verlassen können, dass die Mittel bei Fälligkeit des WpÜG-Angebots, d. h. zum voraussichtlichen Abwicklungstermin, zur Verfügung stehen. Soweit dieser Zeitpunkt im Einflussbereich des Bieters liegt, wird dies typischerweise in der Cash Confirmation-Vereinbarung mit dem Bieter durch entsprechende Zusicherungen abgesichert (zum Beispiel in Bezug auf die Dauer der regulären Annahmefrist und Maßnahmen, die zu deren Verlängerung führen könnten, wie beispielsweise die Änderung der Angebotsbedingungen). Soweit bestimmte Ereignisse, die außerhalb der Kontrolle des Bieters liegen, zu einer Verlängerung der Annahmefrist führen und die Abwicklung verzögern würden – etwa aufgrund eines konkurrierenden Angebots oder wegen eines weit in der Zukunft liegenden Long Stop Date im Zusammenhang mit regulatorischen Prüfverfahren –, berücksichtigt die Cash Confirmation Bank dies bei dem mit dem Bieter vereinbarten Zeitplan und baut einen gewissen „Puffer“ in Bezug auf die zeitliche Verfügbarkeit der Barmittel ein.

7.2.2. Umfang der Haftung

Sollte die Cash Confirmation Bank ihre Pflichten nach § 13 WpÜG verletzen, würde sie für die Verluste haften, die den Aktionären, die ihre Aktien zum Angebot eingereicht haben, durch die nicht oder nicht vollständig erfolgte Erfüllung des WpÜG-Angebots entstehen.

Der Anspruch des jeweiligen annehmenden Aktionärs gegen die Cash Confirmation Bank entspricht dem Anspruch des Aktionärs gegen den Bieter, der nicht in der Lage ist, die Angebotsgegenleistung im Zeitpunkt der Abwicklung zu zahlen. Der Aktionär kann also (i) von der Annahme des Angebots zurücktreten (das heißt, seine Aktien nicht übertragen) und die Differenz zwischen dem Wert seiner Aktien und der angebotenen Gegenleistung verlangen oder (ii) seine Aktien übertragen und Schadensersatz in voller Höhe der Gegenleistung verlangen.

7.3. Mögliche Finanzierungsmaßnahmen

7.3.1. Fremdkapital

Im Hinblick auf die Fremdfinanzierung hat die Cash Confirmation Bank zu prüfen, ob die entsprechenden Kreditvereinbarungen wirksam sind und keine Kündigungsmöglichkeiten vereinbart wurden, die der Finanzierungsverpflichtung des Bieters im Rahmen des WpÜG-Angebots entgegenstehen. In der Praxis übernimmt der Darlehensgeber häufig auch gleichzeitig die Rolle der Cash Confirmation Bank, was einerseits ein nahtloses Verfahren ermöglicht, andererseits die Bank verpflichtet, verschiedene Rollen einzunehmen und neben ihrer Rolle als Kreditgeber die Einhaltung der Normen des deutschen Übernahmerechts im Hinblick auf ihre Rolle als Cash Confirmation Bank sicherzustellen.

7.3.2. Eigenkapital

Soweit der Bieter sein Angebot mit vorhandenen Eigenmitteln finanziert, muss sich die Bank Sicherheit verschaffen, dass diese Mittel zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebots vorhanden sind und zum Zeitpunkt von dessen Abwicklung noch in ausreichendem Umfang zur Verfügung stehen werden. Die Analyse der Bank beinhaltet naturgemäß eine prognostische und kaufmännische Beurteilung der Eignung der getroffenen Maßnahmen zur Sicherstellung der Leistungsfähigkeit unter Berücksichtigung vorhersehbarer Unwägbarkeiten.

Handelt es sich bei dem Bieter – wie typischerweise – um eine Vorratsgesellschaft als sogenannte Special Purpose Vehicle, die ausschließlich zum Zwecke der Übernahme erworben und von der Muttergesellschaft finanziert wird, hat die Cash Confirmation Bank insbesondere die finanzielle Situation der Muttergesellschaft sowie die Herkunft der Mittel auf Ebene der Muttergesellschaft und die zugrundeliegenden Unterlagen diesbezüglich zu prüfen. Darüber hinaus würde die Cash Confirmation Bank von der Muttergesellschaft eine Garantie und Sicherheiten in Bezug auf die Finanzierung des Bieters im Rahmen einer separaten Vereinbarung (z. B. Equity Commitment Letter oder Keep Well Agreement) verlangen.

7.3.3. Wechselkursrisiko

Für den Fall, dass die verfügbaren Barmittel in einer anderen Währung als Euro (zum Beispiel in US-Dollar) bereitgestellt werden, muss der Bieter sicherstellen, dass er zum Zeitpunkt der Fälligkeit der Angebotsgegenleistung auch vor dem Hintergrund möglicher Wechselkursrisiken über ausreichende Mittel in Euro verfügt. Gegebenenfalls wird die Cash Confirmation Bank entsprechende Kurssicherungsgeschäfte verlangen oder zur weiteren Finanzierung einen „Puffer“ verlangen, der bei der Bereitstellung der in einer Fremdwährung vorgehaltenen Eigenmittel zur Verfügung steht. Bei der Beurteilung der Währungsrisiken wird die Cash Confirmation Bank die Sensitivität des Wechselkursrisikos berücksichtigen und in diesem Zusammenhang die Zeit bis zur Abwicklung des WpÜG-Angebots sowie den Anteil des dem Wechselkursrisiko unterliegenden Betrages im Verhältnis zum Gesamtbetrag der Finanzierungsmittel analysieren.

8 Die Befreiung vom Pflichtangebot im Zusammenhang mit der Sanierung der Zielgesellschaft

8.1. Ein Bericht über die BaFin-Verwaltungspraxis der letzten zehn Jahre

Die Sanierung einer Zielgesellschaft stellt den am häufigsten angewandten Fall dar, bei dem eine Befreiung von der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots im deutschen Übernahmerecht möglich ist. Mit Blick auf die zu erwartende Zunahme von Sanierungsfällen aufgrund der wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie wird diese voraussichtlich noch weiter an Bedeutung gewinnen.

Wir haben die Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) der letzten zehn Jahre untersucht, um typische Konstellationen und Punkte zu identifizieren, die bei der Antragstellung für eine solche Befreiung zu beachten sind.

8.1.1. Dauer

Eine gute Vorbereitung und Abstimmung mit der BaFin ist entscheidend, um die Zeit zwischen der Antragstellung und der Befreiungsentscheidung zu minimieren. Die Verwaltungspraxis der BaFin in Abbildung 22 zeigt, dass die Zeitspanne von der Antragstellung bis zur BaFin-Entscheidung stark variierte; von acht Tagen bis zu fast 19 Monaten (Durchschnitt: circa 4 Monate).

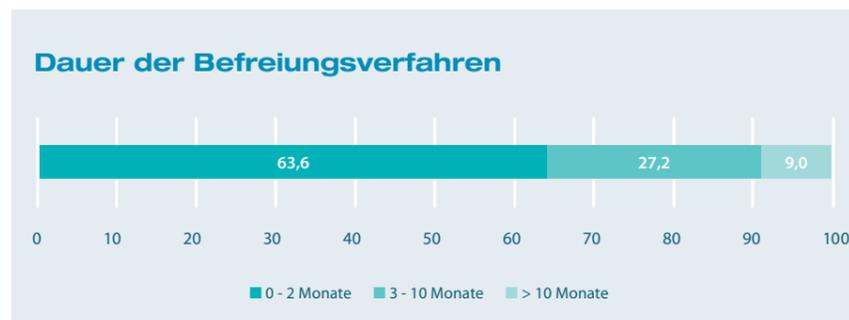


Abbildung 22: Zeitspanne von der Antragstellung bis zur Befreiungsentscheidung (in Monaten)

Dr. Matthias Kieseewetter
White & Case LLP



Dr. Nico Frehse
White & Case LLP

8.1.2. Sanierungsbedürftigkeit

Zunächst muss der Bieter nachweisen, dass bei der Zielgesellschaft ein Sanierungsbedarf besteht, der die Befreiungsvoraussetzungen des deutschen Übernahmerechts erfüllt.

Dabei hat die BaFin am häufigsten existenzgefährdende Risiken im Sinne des HGB als übernahmerechtlichen Sanierungsgrund anerkannt (80 Prozent); ein weiterer häufig akzeptierter Grund war in 48 Prozent der Sanierungsfälle die drohende Zahlungsunfähigkeit (siehe Abbildung 23). Dagegen waren in den von der BaFin veröffentlichten Entscheidungen weder Zahlungsunfähigkeit noch Überschuldung ein relevanter Faktor.

Der Bieter muss der BaFin ein Sachverständigengutachten zum Nachweis der Sanierungsbedürftigkeit vorlegen. In der Regel wird ein solches Gutachten durch einen Wirtschaftsprüfer im Einklang mit den geltenden Standards des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) erstellt. In einem Ausnahmefall wurde von der BaFin auch ein Gutachten einer Investmentbank akzeptiert.

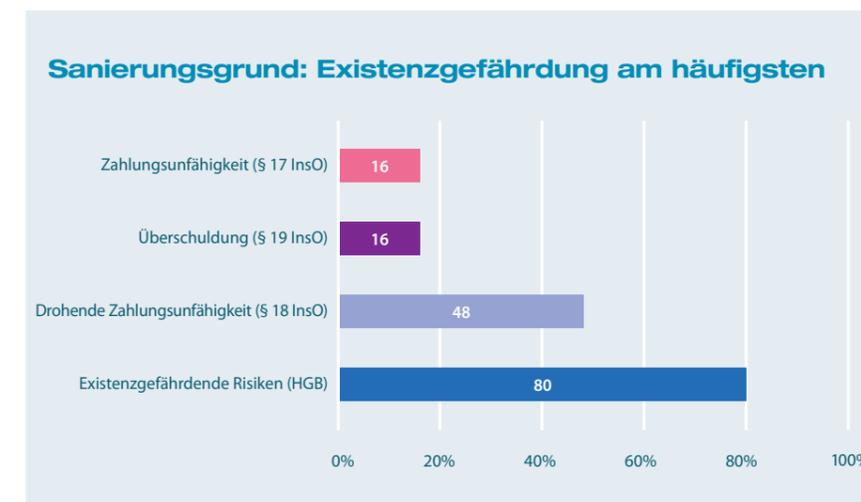


Abbildung 23: Gründe für die Sanierungsbedürftigkeit (in einigen Fällen waren mehrere Gründe einschlägig)

8.1.3. Sanierungsfähigkeit und Sanierungskonzept

Zudem muss der Bieter darlegen, dass er über ein geeignetes Sanierungskonzept verfügt, das konkrete Maßnahmen zur Bewältigung der Krise der Zielgesellschaft vorsieht. Die Gesellschaft muss also eine konkrete Aussicht auf ein erfolgreiches Fortbestehen haben.

96 Prozent der vorgeschlagenen Sanierungsmaßnahmen waren Kapitalerhöhungen jeglicher Art (siehe Abbildung 24). In den meisten Fällen wurde der Zielgesellschaft frisches Kapital im Wege einer Barkapitalerhöhung gegen Ausgabe neuer Aktien zugeführt; in einigen Fällen im Wege einer Sachkapitalerhöhung und nur selten im Wege einer gemischten Bar- und Sachkapitalerhöhung. Die Sanierung wurde häufig auch mit einer Kapitalherabsetzung (44 Prozent) oder einem Darlehen (36 Prozent) kombiniert. Dabei haben die Antragsteller in ihren offengelegten Sanierungskonzepten einen durchschnittlichen Zeithorizont von circa sechs Monaten für die Umsetzung der Maßnahmen veranschlagt.

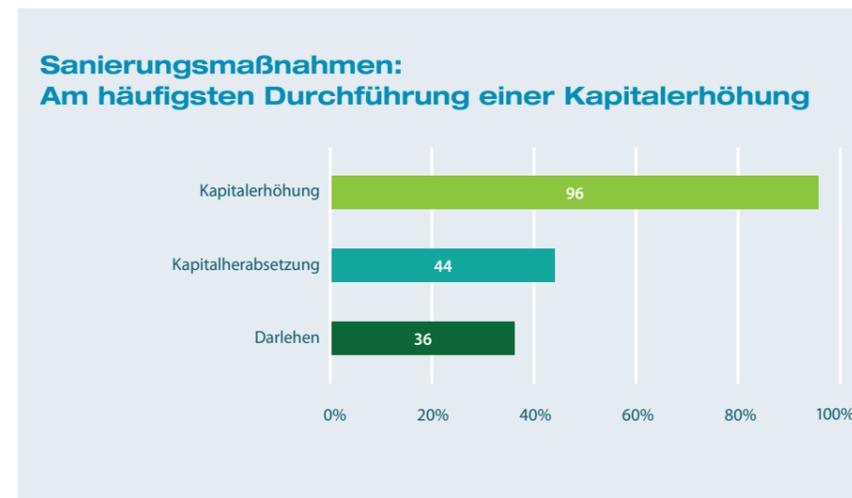


Abbildung 24: Sanierungsmaßnahmen (Mehrfachnennungen möglich)

8.1.4. Sanierungsbeitrag

Um in den Genuss der Befreiung zu gelangen, muss der Bieter einen eigenen Beitrag zur Sanierung der Zielgesellschaft leisten und nachweisen, dass sein Beitrag den weit überwiegenden Anteil der für die Sanierung der Zielgesellschaft erforderlichen Finanzmittel ausmacht. Bei den Bietern handelte es sich mit 82 Prozent überwiegend um bisherige Aktionäre der Zielgesellschaft wohingegen lediglich in 18 Prozent der Fälle Sanierungsbeiträge von Bietern erbracht wurden, die zuvor noch keine Aktionäre der Zielgesellschaft waren (siehe Abbildung 25). In den meisten Fällen beruhten das Sanierungskonzept und die Befreiung auf Maßnahmen, die Sanierungsbeiträge des Bieters und Dritter (zum Beispiel Anleihegläubiger und Kreditgeber) beinhalten.

Darüber hinaus gewährleistet der Bieter häufig die Durchführung der Kapitalerhöhung, das heißt, er sichert der BaFin zu, dass er alle neuen Aktien der Zielgesellschaft, die nicht von anderen Investoren gezeichnet werden, erwerben wird (sogenanntes Backstop Agreement). Die Beiträge Dritter erfolgten in einigen Fällen in Form eines Forderungsverzichts oder einer Beteiligung an einer Kapitalerhöhung.

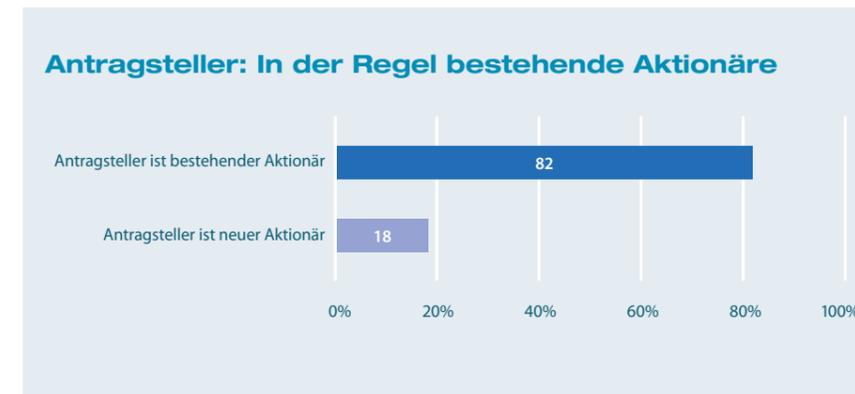


Abbildung 25: Status des Antragstellers

8.1.5. Nebenbestimmungen

Abgesehen von wenigen Ausnahmen hat die BaFin ihre Entscheidungen bisher stets mit Nebenbestimmungen, wie Auflagen oder einem Widerrufsvorbehalt, versehen. Gegenstand der Auflagen beziehungsweise des Widerrufsvorbehalts waren insbesondere (i) die Durchführung und Eintragung einer als Sanierungsmaßnahme beabsichtigten Kapitalerhöhung oder (ii) der Erwerb neuer Aktien der Zielgesellschaft beziehungsweise dessen Nachweis.

Dem Bieter wurde in der Regel eine durchschnittliche Zeitspanne von circa zwei Monaten eingeräumt, um alle Bedingungen zu erfüllen. Im Einzelfall war der Nachweis der Erfüllung der Bedingungen auch unverzüglich oder erst nach 21 Monaten zu erbringen. Als Nachweise der Erfüllung der Nebenbestimmungen hat die BaFin – je nach Art der Nebenbestimmung – etwa einen Handelsregisterauszug, einen Zeichnungsschein oder einen Depotauszug akzeptiert.

8.2. Fazit

Die Sanierungsbefreiung hat sich in der Praxis in den letzten Jahren bewährt und in zahlreichen Fällen als taugliches Mittel erwiesen, um Investitionen in börsennotierte Gesellschaften in der Krise zu ermöglichen. Die sehr unterschiedliche Dauer eines solchen Befreiungsverfahrens zeigt dabei einerseits die pragmatische, den Umständen des Einzelfalls Rechnung tragende Herangehensweise der BaFin und andererseits die Bedeutung einer guten Vorbereitung für eine zügige, positive Bescheidung.

9 Reformbedarf im Übernahmerecht: Anregungen aus der Beratungspraxis

„Besser ist der Feind von gut“ – mehr als 20 Jahre nach Inkrafttreten des WpÜG lässt sich zunächst konstatieren, dass sich das deutsche Übernahmerecht in der Praxis insgesamt bewährt hat. Die Anzahl der in Abstimmung mit dem Übernahmereferrat der Bundesanstalt für Finanzdienstleistung (BaFin) erfolgreich durchgeführten Angebote nach dem WpÜG zeugen davon. Getreu des vorstehenden Grundsatzes sollen in folgendem Beitrag einige Überlegungen angestellt werden, wie der Gesetzgeber beziehungsweise die BaFin mit ihrer Verwaltungspraxis auf einige Herausforderungen der jüngeren Vergangenheit reagieren und das deutsche Übernahmerecht weiterhin praxistauglich halten können.

9.1. Tauschangebote

Öffentliche Tauschangebote setzen nach § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG voraus, dass die als Gegenleistung angebotenen Tauschaktien „liquide“ sind. Nur wenn die zum Umtausch gegen Aktien der Zielgesellschaft angebotenen Aktien diese Voraussetzung erfüllen, stellen sie eine taugliche Gegenleistung im Sinne des WpÜG dar. Wann Aktien als liquide anzusehen sind, ist im WpÜG bislang nicht definiert und daher auslegungsbedürftig.

Die bisherige Verwaltungspraxis der BaFin hierzu war sachgerecht und praxistauglich. Leider hat das OLG Frankfurt a.M., als es Anfang 2021 im Fall Biofrontera die Angebotsuntersagung durch die BaFin bestätigt hat, die Anforderungen an das Liquiditätserfordernis massiv verschärft und damit die bisherige Praxis der BaFin zu Tauschangeboten revidiert. Danach setzt das Liquiditätskriterium unter anderem voraus, dass plausibel darzulegen ist, dass die angebotenen Aktien nach Vollzug des Angebots über einen Free Float im regulierten Markt von mindestens 500 Millionen Euro verfügen. Unter Zugrundelegung dieses Maßstabs wäre ein Großteil der (ohnehin seltenen) öffentlichen Tauschangebote zu untersagen gewesen. Eine derartige Privilegierung von großen Aktiengesellschaften bei Tauschangeboten und die daraus resultierende weitere Erschwerung von Tauschangeboten sehen wir kritisch.

Wir plädieren deshalb dafür, die Wertung des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung, nämlich ab wann der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs innerhalb eines Dreimonatszeitraums nicht mehr für die Bestimmung der Höhe des Mindestpreises herangezogen werden kann, auch für die Frage der Liquidität der Tauschaktien als Negativkriterium anzuwenden. Dies sollte nunmehr ausdrücklich im WpÜG normiert werden.

Dr. Matthias Kieseewetter
White & Case LLP



Dr. Alexander Kiefner
White & Case LLP

9.2. Regulatorische Bedingungen, Mindestannahmeschwelle

Übernahmeangebote können unter den Voraussetzungen des § 18 WpÜG unter Bedingungen gestellt werden. Nach der Verwaltungspraxis der BaFin müssen die Bedingungen im Normalfall bis zum Ende der regulären Annahmefrist eingetreten sein, sonst ist das Angebot gescheitert.

Eine Ausnahme gilt im Hinblick auf regulatorische Bedingungen, insofern akzeptiert die BaFin bisher regelmäßig einen Bedingungseintritt von maximal zwölf Monaten nach Ablauf der Annahmefrist. Soweit ersichtlich ist bisher lediglich ein Fall (Angebotsverfahren E.ON/innogy 2018) bekannt, in dem die BaFin ausnahmsweise eine längere Long-Stop-Frist von 15,5 Monaten nach Ablauf der Annahmefrist mit Blick auf die zu erwartende komplexe kartellrechtliche Prüfung in der Energiewirtschaft zugelassen hatte.

Überdies kann der Bieter nach § 21 Abs. 1 Satz 1 WpÜG bis zu einem Werktag vor Ablauf der Annahmefrist (i) auf Bedingungen verzichten (Nr. 4) oder die Mindestannahmeschwelle absenken (Nr. 3). Beides geht in die richtige Richtung, greift aber zu kurz und sollte im Hinblick auf die Erfahrungen der Transaktionspraxis überdacht werden.

Zum einen dürften zwölf Monate nach Ablauf der Annahmefrist als „drops dead date“ / „long stop date“ für den Eintritt regulatorischer Bedingungen immer weniger sachgerecht sein. Die in den letzten Jahren weiter verschärfte außenwirtschaftsrechtliche Regulierung mit einer Vielzahl von Unwägbarkeiten bezüglich der Zeitspanne bis zu einer Freigabeentscheidung war, als die BaFin ihre Verwaltungspraxis begründet hat, noch nicht absehbar. Solange diejenigen Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, während des Schwebezustands die Möglichkeit haben, ihre Aktien über den Handel der eingereichten Aktien bereits vorher zu veräußern (oder die Möglichkeit zum Rücktritt von der Annahme haben), besteht kein entgegenstehendes überwiegendes Interesse an einer vorzeitigen Beendigung des Angebots beziehungsweise am Scheitern der Transaktion. Es bleibt zu hoffen, dass die BaFin auf diese Entwicklung durch Anpassung ihrer Verwaltungspraxis reagieren und auch außerhalb der Energiewirtschaft längere Long-Stop-Fristen als neues Normal akzeptieren wird.

Das Recht des Bieters, die Mindestannahmeschwelle bis zum Ablauf der Annahmefrist (aber nicht mehr während der für Übernahmeangebote vorgesehenen weiteren Annahmefrist von zwei Wochen nach Ende der regulären Annahmefrist – sogenannte „Zaunkönigregelung“) abzusenken, steht in engem Zusammenhang mit den sogenannten „Wasserstandsmeldungen“ gemäß § 23 WpÜG. Darunter versteht man die Verpflichtung des Bieters, die Höhe der eingegangenen Annahmeerklärungen zunächst wöchentlich und in der letzten Woche der Annahmefrist täglich zu veröffentlichen. Weitestgehend unstrittig ist, dass die Wasserstandsmeldungen in der Praxis keine große Aussagekraft haben und die ihnen zugeordnete Funktion der Markttransparenz nicht erfüllen. Dies liegt daran, dass ein Großteil der institutionellen Anleger ihre Aktien typischerweise erst unmittelbar vor Ablauf der Annahmefrist einreichen. Dies hat zur Folge, dass Bieter häufig keine Reaktionsmöglichkeit mehr haben, wenn die erforderliche Anzahl der eingereichten Aktien bis zum Ablauf der Annahmefrist nicht ausreicht. Dies erscheint in dieser Pauschalität als nicht sachgerecht und führt häufig zu unerwünschten, suboptimalen Ergebnissen. Umgekehrt ist klar, dass weder die Aktionäre noch die Zielgesellschaft über einen längeren Zeitraum im Unklaren über den Bedingungeintritt und damit den Erfolg (oder Misserfolg) eines Angebots gelassen werden sollen.

Zu begrüßen wäre es, wenn der Gesetzgeber dem Bieter eine Absenkung der Mindestannahmeschwelle auch noch zeitgleich mit der Veröffentlichung der Annahmequote nach Ablauf der Annahmefrist gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG gestatten würde.

9.3. Angebotsabwicklung

Nicht zwingend eine Gesetzesänderung, jedoch mehr Flexibilität in der aufsichtsrechtlichen Praxis wäre bei folgendem Punkt wünschenswert: Die BaFin gestattet für die Abwicklung des Angebots nach Veröffentlichung der Annahmequote am Ende der (weiteren) Annahmefrist gemäß § 23 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG typischerweise einen Zeitraum von maximal 8 bis 10 Bankarbeitstagen. Im Einzelfall ist dies nur schwer in Einklang mit den Mittelziehungsvoraussetzungen von Finanzinvestoren zu bringen. Da die WpÜG-Angebotsverordnung keine zeitlichen Vorgaben für das Settlement macht, sondern lediglich verlangt, dass der Bieter den „Zeitpunkt, zu dem diejenigen, die das Angebot angenommen haben, die Gegenleistung erhalten“ in der Angebotsunterlage spezifiziert, besteht für die BaFin kein Hinderungsgrund, etwas mehr Flexibilität walten zu lassen, ohne dabei das berechnete Anliegen eines unverzüglichen Settlements des jeweiligen WpÜG-Angebots aus den Augen zu verlieren.

9.4. Der „weiße Elefant“ im Raum – das rechtliche Gesamtumfeld für ein „Public to Private“

Für viele Bieter ist eine öffentliche Übernahme erst dann „richtig“ abgeschlossen, wenn sämtliche Anteile an der Zielgesellschaft in der Hand des Bieters sind und die Notwendigkeit einer Börsennotierung entfällt. Im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen ist der Weg zu einem Squeeze-out in Deutschland aber oft lang und dornig. Die in anderen Ländern gebräuchliche Kombination von Übernahmeangebot und Squeeze-out bei entsprechend hohem Angebotserfolg ist in Deutschland praktisch unbekannt. Der übernahmerechtliche Squeeze-out nach § 39a WpÜG, der an sich naheliegen würde, spielt de facto keine Rolle, da

dessen Hürden – Erreichen einer Beteiligungsquote von 95 Prozent im Zuge des Angebots und eine Annahmequote von 90 Prozent für die unwiderrufliche Annahme der Angemessenheit des Übernahmepreises als Squeeze-out-Abfindung – so gut wie nie erreicht werden. Dass sie nicht erreicht werden, hat dabei durchaus rationale Gründe: Einige Marktteilnehmer spekulieren auf eine höhere Abfindung, wenn der Bieter – oft nach weiterem Aufbau – einen umwandlungsrechtlichen oder aktienrechtlichen Squeeze-out (90 Prozent beziehungsweise 95 Prozent Mindestbeteiligungshöhe) oder als vorgelagerten Schritt den Abschluss eines das „Durchregieren“ erlaubenden Beherrschungsvertrags (3/4-Mehrheit in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft) einleitet.

Hintergrund für diese Praxis sind die unterschiedlichen Maßstäbe für die Preisfestsetzung: Beim Beherrschungsvertrag sowie beim umwandlungs- oder aktienrechtlichen Squeeze-out stellt auch ein hochliquider Börsenkurs nur die Preisuntergrenze – jedenfalls nach der derzeitigen Praxis, die von den Gerichten zunehmend in Frage gestellt wird – dar; ein höherer Abfindungsbetrag kann sich aus einer Ertragswertbewertung ergeben. Da der Börsenkurs infolge eines Übernahmeangebots in der Regel ohnehin ansteigt und insbesondere eine angebotene Prämie abbildet, versprechen sich die Investoren durch ein weiteres Zuwarten – sofern die Übernahme zustande kommt – ein Upside, also einen höheren Abfindungspreis. Zudem ist die Höhe der Abfindung bei einem Beherrschungsvertrag oder einem umwandlungs- oder aktienrechtlichen Squeeze-out in einem nachgelagerten Gerichtsverfahren ohne hohes Kostenrisiko für die Aktionäre im Spruchverfahren überprüfbar.

Der vorstehende Zusammenhang ist der Hauptgrund dafür, dass sich selbst bei einem attraktiven Übernahmepreis mit hoher Prämie das Erreichen der Mindestannahmeschwelle mit dem Ziel des Kontrollerwerbs im ersten Anlauf als schwierig gestaltet und ein Scheitern der Transaktion im Raum stehen kann. Das Erreichen eines Beteiligungserwerbs von 95 Prozent im Zuge des Übernahmeverfahrens ist in der Regel völlig unrealistisch. Im Interesse der Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Markts für Übernahmen sollte der Gesetzgeber auf eine bessere Abstimmung von öffentlichem Übernahmerecht und den Bestimmungen zum Beherrschungsvertrag sowie zum umwandlungs- beziehungsweise aktienrechtlichen Squeeze-out hinwirken. Ein Vorschlag könnte etwa dahin gehen, dass ein Angebotspreis, der eine bestimmte substantielle Mindestprämie gegenüber dem Aktienkurs enthält, für einen Zeitraum von zwei Jahren ab Ablauf der Angebotsfrist unwiderleglich als angemessener Abfindungspreis für einen Beherrschungsvertrag oder Squeeze-out gilt. Dem Anreiz zur Spekulation auf höhere Abfindungspreise bei nachfolgenden Integrationsmaßnahmen als „self fulfilling prophecy“ wäre damit zu einem erheblichen Teil die Grundlage entzogen.

Die in den letzten Jahren stark zunehmende Tendenz zum Delisting der Zielgesellschaft könnte durch eine weitere rechtliche Klarstellung vereinfacht werden. Grundsätzlich ist ein Bieter, der außerhalb der Börse Aktien innerhalb eines Jahres nach Veröffentlichung der Ergebnisse im Anschluss an den Ablauf der Annahmefrist zu einem höheren Preis als der im WpÜG-Angebot festgesetzten Gegenleistung erwirbt, gegenüber den Aktionären zur Nachzahlung des Differenzbetrages verpflichtet. Nach § 31 Abs. 5 Satz 2 WpÜG gilt dies allerdings nicht für den Erwerb von Aktien im Zusammenhang mit einer gesetzlichen Verpflichtung zur Zahlung einer Abfindung, also insbesondere bei anschließendem Squeeze-out oder Abschluss eines Beherrschungsvertrags. Richtigerweise sollte seitens des Gesetzgebers klargestellt werden, dass auch das für ein Delisting als gesetzliche Voraussetzung vorgesehene Delisting-Erwerbsangebot als gesetzliche Verpflichtung in diesem Sinne zu qualifizieren ist, also kein Nachzahlungsanspruch entsteht, wenn innerhalb eines Jahres ein Delisting-Erwerbsangebot zu einem höheren Preis eingeleitet wird.

Autoren

**Dr. Norbert Kuhn**

Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Tel. +49 69 92915-20
kuhn@dai.de

**Dr. Claudia Royé**

Leiterin Kapitalmarktrecht
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Tel. +49 69 92915-40
roye@dai.de

Frankfurt

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 92915-0
Fax +49 69 92915-12
dai@dai.de
@Aktieninstitut
LinkedIn Aktieninstitut

Brüssel

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Rue Marie de Bourgogne 58
1000 Brüssel
Tel. +32 2 7894-100
Fax +32 2 7894-109
europa@dai.de

Berlin

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Haus Huth
Alte Potsdamer Str. 5
10785 Berlin
Tel. +49 30 25899-774
Fax +49 30 25899-651
berlin@dai.de

**Dr. Alexander Kiefner**

Partner
White & Case LLP
Telefon + +49 69 29994 1132
alexander.kiefner@whitecase.com

**Sabine Küper**

Rechtsanwältin/Professional Support
Counsel
White & Case LLP
Telefon +49 69 29994 1343
sabine.kueper@whitecase.com

Berlin

White & Case LLP
John F. Kennedy-Haus
Rahel Hirsch-Straße 10
10557 Berlin
Tel. +49 30 880911 0
Fax +49 30 880911 297
www.whitecase.com
LinkedIn White & Case

Frankfurt

White & Case LLP
Bockenheimer Landstraße 20
60323 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 29994 0
Fax +49 69 29994 1444

Düsseldorf

White & Case LLP
Graf-Adolf-Platz 15
40213 Düsseldorf
Tel. +49 211 49195 0
Fax +49 211 49195 100

Hamburg

White & Case LLP
Valentinskamp 70 / EMPORIO
20355 Hamburg
Tel. +49 40 35005 0
Fax +49 40 35005 111

