

Snapshot: Der deutsche Übernahmemarkt 2023

Blick auf den Markt und die bedeutendsten Transaktionen

Die Analyse öffentlicher Übernahmen im Jahr 2023 erscheint auf den ersten Blick wie eine Blaupause des Vorjahres. Die bereits 2022 festgestellten Trends bestätigten sich, insbesondere die zahlenmäßig recht geringe Anzahl an Transaktionen mit durchschnittlich niedrigen Transaktionsvolumina, die bedeutende Rolle

von Private Equity-Bietern bei größeren Transaktionen, der hohe Anteil von Delisting-Angeboten sowie die selten angebotenen Übernahmeprämien. Der Aktienmarkt erholte sich nach anfänglicher Schwäche 2023, und der DAX 40 erzielte zum Jahresende neue, zuvor nie erreichte Rekordwerte.



Chart: DAX 40 im Jahr 2023

Potenzielle Bieter waren 2023 mit Blick auf die geopolitischen Herausforderungen zurückhaltend. Diese Zurückhaltung dürfte durch die gestiegenen Finanzierungskosten bei Fremdkapitalfinanzierungen weiter befördert worden sein.

Zum Abschluss des Jahres kam es überraschend zu einer Rallye nicht nur des Aktienmarktes, sondern auch des Public M&A-Markts mit vier Angeboten mit einem Transaktionsvolumen > EUR 1 Mrd. Diese Public M&A-Rallye startete Ende Oktober 2023 mit dem

Erwerbsangebot des Private Equity-Bieters Cinven für den Anbieter von Labor- und medizinischen Diagnostikdienstleistungen Synlab. Das Transaktionsvolumen betrug rund EUR 1,3 Mrd. (mit einer zugrundeliegenden Bewertung von Synlab in Höhe von rund EUR 2,2 Mrd.). Dieses Verfahren fand nicht zuletzt wegen der Beteiligung des aktivistischen Aktionärs Elliott hohes öffentliches Interesse, obwohl Cinven bereits vor dem Angebot rund 42,75 % der Stimmrechte an Synlab hielt und sich u.a. über Vereinbarungen mit weiteren

Großaktionären, darunter auch des Synlab-Gründer Bartholomäus Wimmer, Zugriff auf insgesamt rund 80 % der Anteile vorab sicherte. Cinven hatte sich bereits 2015 an Synlab beteiligt und das Unternehmen im Frühjahr 2021 an die Börse gebracht. Im Rahmen des Erwerbsangebots konnte Cinven weitere 35,39 % der Stimmrechte erwerben und damit seine Beteiligung auf 84,65 % des Grundkapitals erhöhen.

Viel Beachtung in der Öffentlichkeit fand weiterhin das ebenfalls Ende Oktober 2023 veröffentlichte Übernahmeangebot der Containerreederei MSC für den Hamburger Hafenlogistiker HHLA mit einem Transaktionsvolumen von EUR 1,3 Mrd. (das auch dem Wert sämtlicher ausgegebener HHLA-Aktien entsprach); das Finanzierungsvolumen konnte durch Abschluss qualifizierter Nichtannahmevereinbarungen für rund 75 % der HHLA-Aktien auf rund EUR 314 Mio. für die noch ausstehenden 25 % der HHLA-Aktien reduziert werden. Die Stadt Hamburg sowie MSC hatten angekündigt, die HHLA künftig gemeinsam führen zu wollen, indem die jeweiligen Beteiligungen in Höhe von insgesamt 92,3% der Aktien in ein (neues) Joint Venture eingebracht werden. Der Konzernbetriebsrat von HHLA hatte sich allerdings strikt gegen den Einstieg von MSC ausgesprochen.

Der Automobilzulieferer Schaeffler veröffentlichte im November 2023 an die Aktionäre des Antriebsspezialisten Vitesco, an dem Schaeffler über eine Holding bereits rund 49,94 % der Anteile hielt, ein Erwerbsangebot mit einem Transaktionsvolumen von EUR 1,8 Mrd. (bei einer zugrundeliegenden Bewertung von Vitesco in Höhe von rund EUR 3,6 Mrd.) mit dem Ziel, Vitesco nach erfolgreicher Aufstockung der Beteiligung durch eine spätere Verschmelzung vollständig in den Schaeffler-Konzern zu integrieren. Die Veröffentlichung des Angebots erfolgte ohne vorherigen Abschluss eines Business Combination Agreements mit der Zielgesellschaft, das erst während der Laufzeit des Angebots geschlossen wurde und u.a. eine Erhöhung des Angebotspreises vorsah. Das Angebot sah auch keine Mindestannahmeschwelle vor. Nach Ende der Angebotsfrist vermeldete Schaeffler eine (mittelbare und unmittelbare) Beteiligung in Höhe von 79,82 % an Vitesco. Damit hat Schaeffler die Voraussetzungen für einen erfolgreichen Beschluss, der einer qualifizierten Mehrheit bedarf, über die Verschmelzung auf der für Anfang Februar 2024 anberaumten Hauptversammlung geschaffen. Das Schaeffler-Angebot war trotz Gegenwind durch den Hedgefond Greenlight Capital und trotz der neutralen Stellungnahme des Vitesco Managements, das die im Erwerbsangebot angebotene

(erhöhte) Gegenleistung auf Grundlage von drei Fairness Opinions als zu niedrig bewertet hatte, erfolgreich.

Anfang Dezember veröffentlichte der spanische Telekommunikationskonzern Telefónica ein Teil-Erwerbsangebot an die Aktionäre seiner deutschen unter dem Markennamen O2 bekannten Tochtergesellschaft Telefónica Deutschland mit dem Ziel, max. 18,52 % des Grundkapitals zu erwerben, was einem Transaktionsvolumen von EUR 1,29 Mrd. (bei einer zugrundeliegenden Bewertung der Zielgesellschaft in Höhe von rund EUR 6,99 Mrd.) entspricht. Das Angebot wurde für 7,86 % der Aktien angenommen, so dass Telefónica ihre Beteiligung an Telefónica Deutschland auf 93,10 % ausbauen konnte.

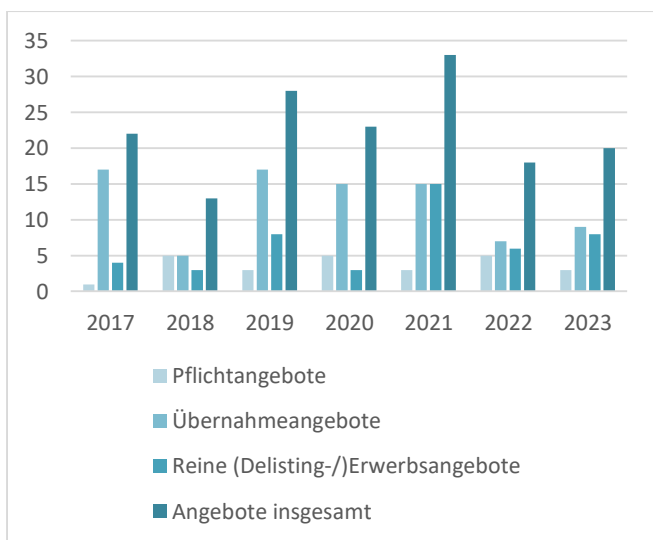
Mitte Dezember 2023 wurden darüber hinaus Informationen über eine sehr großvolumige Transaktion in der Presse veröffentlicht. Danach soll der Ölkonzern ADNOC mit Sitz in Abu Dhabi beabsichtigen, ein Angebot für Covestro mit einem Transaktionsvolumen von EUR 11,6 Mrd. zu veröffentlichen. Allerdings wurden bis zum Jahresende 2023 weder die Mitteilung nach § 10 WpÜG, also die Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots, noch eine Angebotsunterlage auf der Homepage der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlicht.

Ansonsten wurde 2023 nur ein weiteres Übernahmeangebot mit einem Transaktionsvolumen von über EUR 1 Mrd. veröffentlicht, und zwar vom US-amerikanischen Private Equity-Fond Silver Lake an die Aktionäre der Software AG (Transaktionsvolumen EUR 2,9 Mrd. (inkl. der aus Wandlung der ausstehenden Wandelschuldverschreibungen entstandenen neuen Aktien)). Vorübergehend sah es bei dieser Transaktion so aus, als ob es zu einem Bieterwettkampf zwischen Silver Lake und dem britischen Private Equity Haus Bain Capital kommen würde. Trotz einer Kontrollbeteiligung von Silver Lake bereitete Bain Capital mit einer deutlich geringeren Beteiligung ohne Unterstützung des Managements der Software AG ein verbessertes Angebot vor. Bain Capital kämpfte um die Unterstützung seines amerikanischen Gegenspielers sowie der Großaktionärin Software AG Stiftung und plante im Anschluss an das Übernahmeangebot den Zusammenschluss mit seinem Portfoliounternehmen Rocket Software. Silver Lake konnte jedoch attraktivere Pläne für das Zielunternehmen vorweisen, so dass das geplante Angebot von Bain Capital letztendlich nicht veröffentlicht wurde. Silver Lake baute in der Folge seine Beteiligung auf über 60% aus. Ende Dezember 2023 wurde das Delisting der Software AG angekündigt.

Kennzahlen und wesentliche Merkmale der WpÜG-Verfahren 2023

Trend zu Delisting-Angeboten

Bemerkenswert ist der auch 2023 erneut hohe Anteil von Delisting-Angeboten – insgesamt 8 von 20 Angeboten waren Delisting-Angebote (nach 6 von 18 Verfahren in 2022), was auf eine derzeit nur geringe Attraktivität des Kapitalmarkts aus Sicht vieler Investoren schließen lässt. Weiterhin setzt sich der Trend fort, Übernahme- oder Pflichtangebote direkt mit einem Delisting-Angebot zu verknüpfen (2023 in drei Fällen, nämlich Pflichtangebot SD Thesaurus für Bauer und Bauer und die Übernahmeangebote MS Proactive Verwaltung GmbH für MS Industrie AG sowie TPPI für Schumag).



Zahl der WpÜG-Verfahren 2017-2023 (ohne Untersagungen) 2023 wurden zwei Delisting-Erwerbsangebote mit einem Übernahmeangebot und ein Delisting-Angebot mit einem Pflichtangebot kombiniert.

(Reine) Pflichtangebote bleiben die Ausnahme – 2023 gab es lediglich drei.

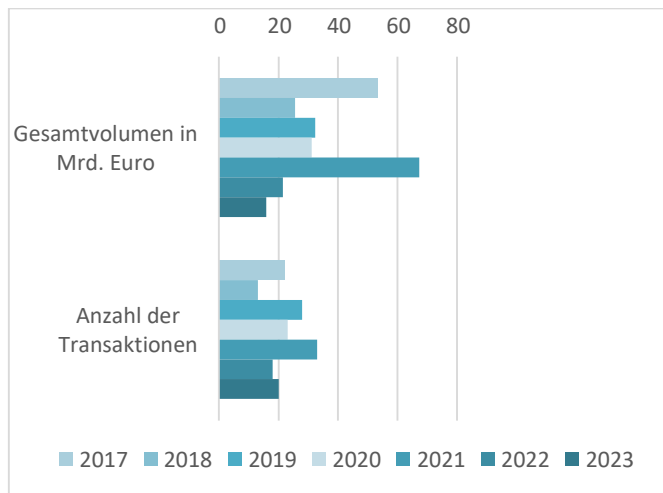
Bieter (Strategen vs. Private Equity-Fonds)

Die Milliardenangebote von Silver Lake für die Software AG, von Cinven für Synlab sowie auch das Angebot von KKR für das Raumfahrtunternehmen OHB mit einem Transaktionsvolumen von rund EUR 264 Mio. (bei einer Marktkapitalisierung der OHB von rund EUR 800 Mio.) zeigen die Bedeutung der Private Equity Branche im öffentlichen Übernahmemarkt. Auch das volumenstärkste Delisting-Angebot an die Aktionäre der Vantage Towers AG wurde von einem Private Equity-Konsortium aus KKR und GIP zusammen veröffentlicht (EUR 1,7 Mrd. Transaktionsvolumen). Bei insgesamt 20 WpÜG-

Transaktionen 2023 traten in sieben Fällen Private Equity-Bieter auf.

Allerdings zeigen die zeitlich letzten drei WpÜG-Angebote des Jahres 2023, dass auch strategische Investoren wieder vermehrt bereit sind, börsennotierte Unternehmen zu erwerben: alle diese drei Angebote lagen im Milliardenbereich und wurden von strategischen Investoren vorgelegt. Im Jahr 2022 waren noch die drei Angebote mit einem Transaktionsvolumen > EUR 1 Mrd. von Private Equity-Bietern veröffentlicht worden.

Ein Branchenschwerpunkt war 2023 nicht auszumachen. Die Übernahme- und Erwerbsangebote, die nicht unmittelbar zur Vorbereitung eines Delisting veröffentlicht wurden, betrafen Zielgesellschaften aus ganz verschiedenen Branchen wie Telekommunikation, Automobilzulieferer, Hafenlogistik, Labor- und medizinische Diagnostikdienstleistungen, Luft- und Raumfahrttechnik, IT und Software, Stahl- und Metaldistribution, Lithium-Ionen-Batterietechnologie, Holding-Gesellschaften und ein Unternehmen für thermische Transportboxen.



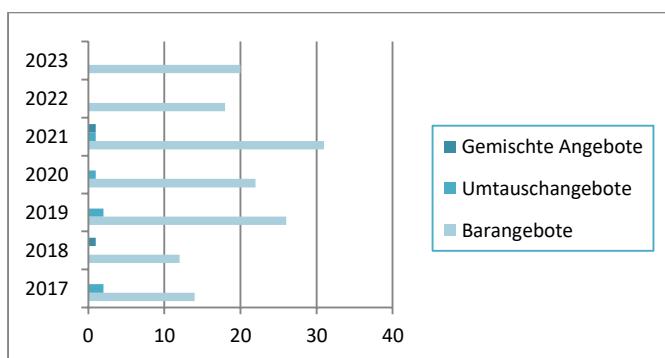
Volumen/Anzahl der WpÜG-Transaktionen 2017-2023

Gegenleistung und Finanzierungsmaßnahmen

Im Übrigen hat sich die Tendenz, das Finanzierungsvolumen bei einem WpÜG-Verfahren durch den Abschluss sog. qualifizierter Nichtannahmevereinbarungen (Non-Tender Agreements) zu reduzieren, weiter verfestigt. Berücksichtigt man die durch diese Vereinbarungen von der Finanzierungsbestätigung wirtschaftlich ausgenommenen Aktien, reduziert sich das Gesamttransaktionsvolumen (und damit das für die Finanzierungsbestätigung im Sinne des § 13 WpÜG nachzuweisende Finanzierungsvolumen)

der im Jahr 2023 durchgeführten 20 WpÜG-Verfahren auf insgesamt lediglich EUR 11,9 Mrd.

Die seit September 2022 stark gestiegenen Fremdkapitalzinsen hätten theoretisch zu einer Renaissance der Tauschangebote bei der Strukturierung öffentlichen Übernahmen führen können. 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 hatten aber zur Folge, dass Aktien als Gegenleistung bei der Vorbereitung von Übernahmeverfahren seit der Entscheidung nicht als Option bei der Strukturierung eines Angebots in Betracht gezogen wurden. Aktien als Gegenleistung wurden auch 2023 in keinem Fall – auch nicht als Teil einer „gemischten Gegenleistung“ - angeboten.



Gegenleistung bei WpÜG-Angeboten 2017-2023

Die Bereitschaft der Investoren, hohe Prämien bei Übernahme eines börsennotierten Unternehmens zu zahlen, stellt im aktuellen Marktumfeld mit steigenden Zinsen und der Erwartung stagnierender oder gar zurückgehender Aktienkurse die Ausnahme dar. In 50 % der 20 WpÜG-Angebote entsprach die Gegenleistung dem gesetzlichen Mindestpreis im Sinne des § 4 WpÜG-Angebotsverordnung, also dem Wert der höchsten vom Bieter und einer gemeinsam mit ihm handelnden Person gewährten oder vereinbarten Gegenleistung für Aktien der Zielgesellschaft. Interessant ist, dass mit der Belebung des Übernahmemarktes zum Jahresende wieder Prämien gezahlt wurden, auch wenn drei der vier Angebote reine Erwerbsangebote waren, die nicht den Preisregeln des WpÜG und der WpÜG-Angebotsverordnung unterworfen waren. So errechnet sich beim Angebot von Telefónica für O2 eine Prämie von 36,3 %, beim Angebot von Schaeffler für Vitesco eine Prämie von 23,4 % (nach Erhöhung der Gegenleistung durch Angebotsänderung) und

beim Angebot an die Aktionäre der HHLA sogar eine Prämie von 48,78 % auf den volumengewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs der Aktien. Ansonsten war nur Fujitsu beim Angebot für die GK Software bereit, eine Prämie von immerhin 34,66 % zu zahlen; Hintergrund dürften hier die im Marktdurchschnitt hohen Bewertungen von Software-Unternehmen sein.

Untersagungen

Im Jahr 2023 gab es keine Untersagung von Angebotsunterlagen durch die BaFin.

Überwiegend positive gemeinsame Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft

Wie im Vorjahr ist der Regelfall bei öffentlichen Angeboten inzwischen die Abgabe einer gemeinsamen Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft. Dass Vorstand und Aufsichtsrat getrennte Stellungnahmen zu einem WpÜG-Angebot veröffentlichen, kommt nicht mehr vor.

In 14 der 20 veröffentlichten Verfahren unterstützte das Management der Zielgesellschaft das Angebot. Die Entscheidung über die Angemessenheit des Angebotspreises wurde in der Mehrheit der Fälle durch die Einholung von einer oder mehrerer Fairness Opinions unterstützt, die regelmäßig zusammen mit der Stellungnahme veröffentlicht werden. Nur bei Delisting-Angeboten wird in der Regel auf die Einholung einer Fairness Opinion verzichtet oder auf die im Rahmen des vorangegangenen Übernahmeangebots eingeholte Opinion verwiesen. Im Fall des kombinierten Übernahme- und Delisting-Angebots für die MS Industrie wurde ein Bewertungsgutachten nach IDW S-1, im kombinierten Pflicht- und Delisting-Angebot für die Bauer AG wurde eine Fairness Opinion eingeholt.

In fast allen Verfahren kam es im Vorfeld sowie teilweise während der Laufzeit des Angebots zu Verhandlungen zwischen der Bieterin und dem Management der Zielgesellschaft, die häufig im Abschluss eines Business Kombination/Investment Agreement oder im Falle des Delisting einer Delisting-Vereinbarung mündeten. Gegenstand einer solchen Vereinbarung ist regelmäßig die Zusicherung der positiven Begleitung des Angebots durch das Management der Zielgesellschaft. Bei den volumenstarken Erwerbsangeboten zum Jahresende (Cinven/Synlab und Schaeffler/Vitesco) gaben Vorstand und Aufsichtsrat trotz erfolgter Gespräche mit den jeweiligen Bietern neutrale Stellungnahmen unter

Hinweis auf den nach ihrer Auffassung zu niedrigen Angebotspreis ab.

In keinem Fall kam es zu einer vom Management der Zielgesellschaft als „feindlich“ bewerteten Übernahme. In den Fällen, in denen das Angebot vom Management abgelehnt wurde, wurde jeweils der Angebotspreis als zu niedrig bewertet (im Falle des Übernahmeangebots SWOCTEM/Klößner unterstützt von einer entsprechenden Fairness Opinion, bei den beiden Pflichtangeboten Triathlon/Voltabox und Endurance/exceet jeweils aufgrund eigener Einschätzung durch das Management). In allen drei Verfahren kam es nicht zu einer Vereinbarung mit dem Vorstand der Zielgesellschaft.

Häufiger als in den Vorjahren wurden Stellungnahmen des Betriebsrats veröffentlicht. Dabei begleitete der Betriebsrat sowohl das Angebot von KKR für OHB als auch das Angebot von Cinven für die Software AG positiv, was insofern bemerkenswert ist, als dass Arbeitnehmervertretungen in der Vergangenheit häufig sehr kritisch gegenüber Private Equity-Bietern eingestellt waren. Allerdings lehnten die Arbeitnehmervertreter der HHLA den Einstieg von MSC ab.

Neue Tendenzen bei der Absicherung von Transaktionen

Grundsätzlich erscheint eine gewisse Zurückhaltung erkennbar, den Erfolg eines Übernahme- oder Erwerbsangebot von umfangreichen Vollzugsbedingungen abhängig zu machen. Pflicht- sowie Delisting-Angebote sind ohnehin grundsätzlich bedingungsfeindlich.

Neun der 10 veröffentlichten Übernahme- und Erwerbsangebote wurden 2023 unter Bedingungen gestellt. Bemerkenswert ist, dass teilweise ausschließlich die erforderlichen regulatorischen Freigaben als Bedingung aufgenommen wurden, wie z.B. im Übernahmeangebot für die HHLA (nämlich die subventionskontrollrechtliche Freigabe sowie außenwirtschaftsrechtliche und kartellrechtliche Freigaben sowie die Zustimmung der Hamburger Bürgerschaft) oder beim Übernahmeangebot für SNP Schneider-Neureither & Partner durch Octapharma, das nur unter der Bedingung der Freigabe durch das Bundeskartellamt stand. Investitionskontrollrechtliche Bedingungen mussten in sieben Fällen aufgenommen werden, der Abschluss des (neuen) subventionskontrollrechtlichen Verfahrens in drei

Fällen (siehe hierzu unten „Zunehmende Bedeutung regulatorischer Genehmigungsverfahren“).

Nur noch wenige Bieter halten es für zielführend, ihr Angebot unter die Bedingung des Erreichens einer Mindestannahmeschwelle zu stellen. 2023 wurde diese Bedingungen in lediglich drei Fällen gewählt, nämlich beim Übernahmeangebot Fahrenheit/va-Q-tec, beim Angebot von Fujitsu für die GK Software AG sowie beim Angebot von Silver Lake für die Software AG. Silver Lake verzichtete allerdings im Laufe der Annahmefrist auf die Mindestannahmeschwelle von 50 % + 1 Aktie und konnte sich im Lauf der weiteren Annahmefrist einen Anteil von 84,29 % am Grundkapital sichern. In den beiden anderen Fällen wurde die Mindestannahmeschwelle jeweils erfolgreich während der Angebotsfrist überschritten.

Grundsätzlich galt die Aufnahme einer Mindestannahmeschwelle bei öffentlichen Übernahmen als Garant für das Erreichen einer angemessenen Annahmequote. Dass Bieter Sorge haben, die Mindestannahmeschwelle nicht erreichen zu können, liegt daran, dass ein Großteil der institutionellen Anleger ihre Aktien typischerweise erst unmittelbar vor Ablauf der Annahmefrist oder erst im Rahmen der weiteren 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. 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, führt häufig zu unerwünschten, suboptimalen Ergebnissen. Umgekehrt ist klar, dass weder die Aktionäre noch die Zielgesellschaft über einen längeren Zeitraum im Unklaren über den Bedingungseintritt und damit den Erfolg (oder Misserfolg) eines Angebots gelassen werden sollen. Es wäre daher weiterhin begrüßenswert, 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 Nummer 2 WpÜG gestatten würde. Das Zukunftsfinanzierungsgesetz, das einige eher technische Aspekte betreffende Änderungen des WpÜG zum Jahresende eingeführt hat (siehe unten, Übernahmerechtliche Auswirkungen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes), hat aber von umfangreicheren WpÜG-Reformen abgesehen.

Das Übernahmeangebot von Silver Lake für die Software AG enthielt neben der Mindestannahmeschwelle weitere umfangreiche Bedingungen, unter anderem eine Market MAC-Klausel (bezogen auf die Entwicklung des SDAX), die Nichtdurchführung von Kapitalmaßnahmen oder sonstigen Strukturmaßnahmen sowie die – durch einen neutralen Gutachter zu bestätigende – Nichtfeststellung eines wesentlichen Compliance-Verstoßes. Vergleichbar umfangreiche Bedingungen enthält des Weiteren nur das Erwerbsangebot von Schaeffler für Vitesco, das Übernahmeangebot von KKR für OHB sowie das Übernahmeangebot von Fujitsu für die GK Software SE.

Die aktuelle geopolitische Lage wurde erneut im Angebot von SWOCTEM für die Klöckner & Co abgebildet: Das Angebot enthält neben diversen marktüblichen Bedingungen unter anderem die 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. Diese Bedingung wurde erstmals im Angebot von Oaktree für die Deutsche Euroshop 2022 verwendet.

Zunehmende Bedeutung regulatorischer Genehmigungsverfahren

Die Bedeutung regulatorischer Verfahren im Zusammenhang mit dem Erwerb börsennotierter Unternehmen hat in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen. In 9 der 20 Verfahren mussten – teilweise mehrere – fusionskontrollrechtliche Freigaben eingeholt werden.

Das deutsche investitionsrechtliche Regime wurde in den vergangenen Jahren mehrfach mit dem Ziel einer strengeren Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland verschärft mit der Folge der zunehmenden Bedeutung von Investitionskontrollverfahren bei öffentlichen Übernahmen. 2023 wurden in sieben Fällen die investitionskontrollrechtliche Freigabe – teilweise in mehreren Jurisdiktionen – als Vollzugsbedingung aufgenommen.

Das Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (BMWK) verabschiedete sich 2023 von der Strategie stückweiser Aktualisierung und legte Anfang September 2023 eine Evaluierung des ersten Gesetzes zur Änderung des AWG sowie zu den letzten Änderungen der Außenwirtschaftsverordnung

mit dem Ziel einer ganzheitlicheren Bewertung des Investitionskontrollrechts in Deutschland vor. Der Bericht kommt zu dem Schluss, dass die derzeitigen Regeln einen wirksamen Schutz der deutschen und europäischen Sicherheitsinteressen bieten, ohne die generelle Offenheit Deutschlands gegenüber ausländischen Investoren in Frage zu stellen. Dennoch plant das BMWK eine umfassende Aktualisierung der deutschen Vorschriften für ausländische Direktinvestitionen, um den zunehmenden geopolitischen Bedenken Rechnung zu tragen und seine praktischen Erfahrungen aus den vielen investitionsrechtlichen Verfahren in den letzten Jahren zu berücksichtigen.

Obwohl das BMWK die Statistiken für 2023 noch nicht veröffentlicht hat, ist anzunehmen, dass die Zahl der geprüften Fälle noch höher war als in den Vorjahren (jeweils 306 Fälle in den Jahren 2021 und 2022). Das BMWK nimmt weiterhin eine eher kritische Haltung gegenüber Investitionen aus Russland und China ein und hat seine Prüfung von Investitionen staatlicher Unternehmen, insbesondere aus dem Nahen Osten, verstärkt.

Mit der am 12. Januar 2023 in Kraft getretenen EU-Verordnung zur Kontrolle drittstaatlicher Subventionen (Foreign Subsidies Regulation / FSR), deren Regelungen seit dem 12. Juli 2023 gelten, ist ein zusätzlich regulatorisches Prüfverfahren bei der Vorbereitung einer öffentlichen Übernahme zu berücksichtigen. Meldepflichtig sind Transaktion, wenn das erworbene oder eins der zu erwerbenden Unternehmen oder das Gemeinschaftsunternehmen in der EU ansässig ist, im letzten Geschäftsjahr einen Gesamtumsatz in der EU von mindestens EUR 500 Mio. erzielt hat und die an der Transaktion beteiligten Unternehmen finanzielle Zuwendungen aus Nicht-EU-Staaten in Höhe von insgesamt mehr als EUR 50 Mio. in den letzten drei Jahren erhalten haben.

Die Anmeldepflichten gehen mit Vollzugsverboten einher: Anmeldepflichtige M&A-Transaktionen dürfen nicht vollzogen und öffentliche Aufträge nicht an anmeldepflichtige Bieter vergeben werden, bevor die Kommission ihre Prüfung abgeschlossen hat. Verstöße gegen die Anmeldepflicht und/oder das Vollzugsverbot können mit erheblichen Geldbußen geahndet werden.

Die neue regulatorische Meldepflicht wurde im abgelaufenen Jahr in drei Fällen als Bedingung bei Übernahmeangeboten berücksichtigt (nämlich bei den Angeboten für HHLA, Synlab und OHB). Mit Blick auf die Reichweite der erfassten „drittstaatlichen finanziellen Zuwendungen“ wird künftig eine erhebliche

Zahl von Transaktionen angemeldet und geprüft werden müssen, was bereits in der Planungsphase einer Transaktion zu berücksichtigen ist.

Übernahmerechtliche Auswirkungen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes und des EU Listing Act

Das Übernahmerecht erfreut sich seit Inkrafttreten des WpÜG 2002 einer erstaunlichen Stabilität. Mit dem am 15.12.2023 in Kraft getretenen Zukunftsfinanzierungsgesetz hat der Gesetzgeber einen wichtigen Schritt in Richtung Digitalisierung des Übernahmeverfahrens gemacht und einige verfahrensrechtliche Änderungen im WpÜG implementiert.

Kommunikation mit der BaFin und Melderegime

Die elektronische Einreichung von Anträgen, Dokumenten und Mitteilungen nach dem WpÜG erfolgt demnach jetzt ausschließlich im Portal der Melde- und Veröffentlichungsplattform (MVP) der BaFin, das für Bieter, Antragsteller, Zielgesellschaft oder andere berechnete Personen wie Rechtsanwälte zur Verfügung steht (§ 45 WpÜG). Die BaFin hat zu den Einzelheiten des Verfahrens am 14.12.2023 ein Informationsblatt zum Fachverfahren „Unternehmensübernahmen (WpÜG)“ veröffentlicht.

Neben Folgeänderungen bezüglich der Kommunikation mit der BaFin entfällt mit der elektronischen Kommunikation auch das Unterschriftenerfordernis für die Angebotsunterlage (vgl. § 11 Abs. 1 WpÜG n.F.). Zu beachten ist allerdings, dass das übernahmerechtliche Schriftformerfordernis weiterhin hinsichtlich der Unterrichtungspflicht des Vorstands der Zielgesellschaft durch den Bieter (§ 10 Abs. 5 S. 1 WpÜG) sowie hinsichtlich der Finanzierungsbestätigung (§ 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG) gilt, da an dieser Korrespondenz die BaFin jeweils nicht beteiligt ist, so dass die elektronische BaFin-Plattform nicht zur Verfügung steht.

Eher formaler Natur ist weiterhin die leichte Nachschärfung des übernahmerechtlichen Melderegimes. So wurde die bisher grundsätzlich erforderliche Vorabmitteilung an die BaFin nach § 10 Abs. 2 S. 1 WpÜG 30 Minuten vor Veröffentlichung der Mitteilung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 WpÜG gestrichen, da diese laut BaFin keine praktische Bedeutung hatte. Inhaltlich neue Mitteilungspflichten sind durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz hinsichtlich

Angebotsänderungen im Sinne von Korrekturen gemäß § 14 Abs. 3 S. 3 WpÜG sowie bei Vereinbarung eines Gegenseitigkeitsvorhalts im Rahmen des europäischen Regimes für Verhinderungsverbote (§ 33c Abs. 3 S. 5 WpÜG) vorgesehen. Das Verhinderungsgebot im Sinne der §§ 33a ff. WpÜG spielt allerdings in der deutschen Praxis bisher keine Rolle.

Fristen

Eine hilfreiche Änderung durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz dürfte die Umstellung des Fristenregimes im WpÜG von „Werktagen“ auf nunmehr bereits aus dem Prospektrecht bekannte „Arbeitstage“ sein. Der bisher im WpÜG teilweise verwendete Begriff „Werktag“ war spezialgesetzlich nicht definiert und schloss nach der BaFin-Verwaltungspraxis auch Samstage mit ein. Durch die einheitliche Berechnung aller übernahmerechtlicher Fristen nach Arbeitstagen und die neu eingefügte Definition soll nunmehr sichergestellt werden, dass Fristen grundsätzlich nicht mehr an Tagen enden, die am Dienstsitz der BaFin in Frankfurt am Main keine Arbeitstage sind. Faktische Fristverkürzungen, die bisher dadurch eintraten, dass der Fristablauf an einem Samstag stattfand, entfallen damit zukünftig.

Mehrstimmrechtsaktien

Die Wiedereinführung der Mehrstimmrechtsaktien im Aktienrecht durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz kann in bestimmten Konstellationen zu Wechselwirkungen mit dem Übernahmerecht führen. Der Gesetzgeber hat die neue Vorschrift des § 12 AktG so ausgestaltet, dass die Mehrstimmrechte nach Börsengang bzw. bei einer Übertragung der Mehrstimmrechtsaktien erlöschen („transfer based sunset clause“). Beim Erlöschen von Mehrstimmrechten reduziert sich die Gesamtzahl der Stimmrechte an der betroffenen Gesellschaft, was zu einer Verschiebung des Stimmgewichts führt und ein Überschreiten der Kontrollschwelle nach § 29 Absatz 2 WpÜG zur Folge haben kann. Der Gesetzgeber hat in diesem Fall für einen betroffenen Aktionär eine Befreiung von den übernahmerechtlichen Pflichten nach § 35 WpÜG (Kontrollerwerbsmitteilung, Pflichtangebot) gemäß § 37 WpÜG i. V. m. § 9 Satz 1 Nummer 5 WpÜG-Angebots-VO ermöglicht. § 9 Satz 1 Nummer 5 WpÜG-AngebotsVO enthält ausdrücklich den Befreiungsgrund der "Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte an der Zielgesellschaft". Dieser Befreiungsgrund soll laut Begründung des Zukunftsfinanzierungsgesetzes auch die Verringerung

der Gesamtstimmrechtszahl durch das Erlöschen von Mehrstimmrechten abdecken.

Insiderrechtliche Behandlung von gestreckten Sachverhalten

Auch der Vorschlag der EU-Kommission über einen EU Listing Act könnte gegebenenfalls Einfluss auf die Planung öffentlicher Übernahmeangebote haben. Die Vorbereitung der Übernahme eines börsennotierten Unternehmens - bestehend aus diversen Zwischenschritten - ist häufig ein sog. gestreckter Sachverhalt im Sinne des durch die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) geregelten Insiderrechts und Rechts der Ad-hoc-Publizität. Derartige Zwischenschritte können nach derzeitiger Rechtslage – unabhängig davon, ob der Eintritt des Endereignisses schon überwiegend wahrscheinlich ist – eine Insiderinformation darstellen und eine Veröffentlichungspflicht der Bieterin und der Zielgesellschaft auslösen. Bei Zweifeln, ob eine Ad hoc-Meldung erforderlich ist, kann von der in Art. 17 Abs. 4 MAR vorgesehene Möglichkeit Gebrauch gemacht werden, die Veröffentlichung der Insiderinformation aufzuschieben (sog. Selbstbefreiung). Nach den ESMA-Leitlinien ist für die Aufschubentscheidung ein berechtigtes Interesse dann gegeben, wenn keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und die Gesellschaft die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann. Die Beachtung der Vorgaben der MAR betrifft zunächst vor allem die Zielgesellschaft. Aber auch für börsennotierte Bieter stellt sich regelmäßig die Frage, wann die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 WpÜG zu veröffentlichen ist und wie sich dies zu den Veröffentlichungspflichten nach der MAR (einschl. etwaiger vorgelagerter Zwischenschritte) verhält.

Für gestreckte Sachverhalte wie M&A-Transaktionen sieht der Vorschlag des Listing Act vor, dass die Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung einer Insiderinformation künftig nicht mehr für Zwischenschritte gelten soll, sondern nur noch das Endereignis veröffentlicht werden muss. In einem delegierten Rechtsakt der Kommission soll eine – allerdings nicht erschöpfende - Liste mit Beispielen für typische Insiderinformationen die Bewertung erleichtern, was eine veröffentlichungspflichtige Information ist. Die genaue Ausgestaltung der Regelung zu insiderrelevanten gestreckten Sachverhalten nach dem neuen Listing Act ist aber weiterhin unklar, so dass abzuwarten bleibt, ob und gegebenenfalls wie sich diese Neuregelung im

Insiderrecht auf den Erwerb börsennotierter Unternehmen auswirkt.

Acting in concert

Für die übernahmerechtliche Praxis relevant ist des Weiteren ein am 30. März 2023 veröffentlichter Artikel der BaFin zum „Collaborative Engagement“ von institutionellen Investoren bei Nachhaltigkeitsthemen und zur Zurechnung von Stimmrechten. Die BaFin weist in dieser Publikation darauf hin, dass sich Investoren oftmals absprechen, um ihre Positionen in puncto Nachhaltigkeit (ESG) gegenüber den Unternehmen möglichst wirkungsvoll vertreten zu können. Ein solcher Austausch kann unterschiedlich weit reichen, von der unverbindlichen Erörterung von Nachhaltigkeitsthemen bis hin zur Vereinbarung eines gemeinsamen Vorgehens in den Gremien eines Unternehmens. Solche Absprachen können laut BaFin im Einzelfall bestimmte Zurechnungstatbestände des WpHG und des WpÜG und insbesondere den Tatbestand des „acting in concert“ erfüllen. Ein acting in concert liege danach vor, wenn Aktionäre oder deren Tochterunternehmen ihr Verhalten in Bezug auf eine börsennotierte Aktiengesellschaft abstimmen, wobei eine Abstimmung in diesem Sinne bedeutet, dass sich die Beteiligten über die Stimmrechtsausübung verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten in sonstiger Weise zusammenwirken.

Vereinbarungen in Einzelfällen sind dabei ausgenommen. Die BaFin folgt insoweit nach eigener Aussage der Rechtsprechung des BGH und erörtert anhand von Beispielen diverse Fallgruppen. Sollte es zu einer solchen Absprache im Zusammenhang mit der Vorbereitung eines WpÜG-Angebots kommen, handelt es sich auch insoweit um ein acting in concert.

Übernahmerechtlich relevante Rechtsprechung 2023

2023 wurde nur eine – allerdings bemerkenswerte - übernahmerechtliche Entscheidung getroffen, und zwar im Nachgang zur Stada-Übernahme 2017. Im Zusammenhang mit dieser Übernahme hatten die Bieter Bain und Cinven mit dem Hedgefonds Elliott nach Erreichen der – zuvor reduzierten – Annahmeschwelle von 63 % innerhalb der gesetzlichen weiteren Annahmefrist eine Vereinbarung in Form eines „Irrevocable Commitment“ geschlossen. In diesem verpflichtete sich Elliott, in der Stada-Hauptversammlung einem Gewinnabführungs- und

Beherrschungsvertrag (BGAV) zuzustimmen, sofern die Abfindung für die außenstehenden Aktionäre auf mindestens EUR 74,40 je Aktie festgelegt wird. Die Aktionäre, die das öffentliche Übernahmeangebot angenommen hatten, hatten als Gegenleistung nur EUR 66,25 erhalten.

Durch diese Vereinbarung konnte sich Elliott für das von ihr gehaltene Stada-Aktienpaket zumindest die Differenz zum ursprünglichen Angebotspreis in Höhe von EUR 8,15/Aktie sichern, ohne die Aktien während der Annahmefrist des Übernahmeangebots einreichen zu müssen. Letztendlich übertrug Elliott die Aktien erst im Rahmen des Delisting-Erwerbsangebots an die Stada-Aktionäre zum nochmals erhöhten Preis von EUR 81,73 je Aktie.

Rechtlich stellte sich aus Sicht der Aktionäre, die im Rahmen eines Übernahmeangebots die deutliche niedrigere Gegenleistung erhalten hatten, die Frage, ob sie aufgrund des grundsätzlich im WpÜG verankerten Gleichbehandlungsgrundsatzes für die Aktionäre einer Aktiengattung einen Nachzahlungsanspruch geltend machen konnten. Grundsätzlich muss der Bieter, der innerhalb eines Jahres nach Ablauf der Annahmefrist Aktien außerhalb der Börse zu einem höheren Preis erwirbt, den Aktionären, die das Übernahmeangebot angenommen haben, den Unterschiedspreis nachzahlen (§ 31 Abs. 5 WpÜG). Eingeschlossen sind Vereinbarungen in diesem Zeitraum, auf deren Grundlage die Übertragung von Aktien verlangt werden kann (§ 31 Abs. 6 WpÜG). Von der Nachzahlungspflicht ausgenommen sind Erwerbe „im Zusammenhang mit einer gesetzlichen Verpflichtung zur Gewährung einer Abfindung“ (§ 31 Abs. 5 S. 2 WpÜG), wozu grundsätzlich auch die Abfindung bei Abschluss eines BGAV zählt.

Am 23. Mai 2023 entschied der Bundesgerichtshof (BGH) in zwei gleichlautenden Urteilen (II ZR 219/21 und II ZR 220/21) zugunsten der Gleichbehandlung der Aktionäre und schränkt damit bezogen auf die Zeit nach der Übernahme Individualvereinbarungen ein, die bestimmte Großaktionäre mit Blick auf einen künftigen BGAV, ein Delisting oder ein Squeeze-out in der bisherigen Praxis bevorzugten. Das liegt auf der gleichen Linie wie andere jüngere BGH-Entscheidungen zum WpÜG (McKesson/Celesio und Deutsche Bank/Postbank), die bezogen auf die Gleichbehandlung der Aktionäre im Vorfeld eines Übernahmeangebots ebenfalls eine wirtschaftliche Betrachtung in den Mittelpunkt stellten.

Der innovative Ansatz des vereinbarten Irrevocable Commitment im Fall Stada bestand darin, dass die Bieter die weiteren Aktien nicht unmittelbar erwarben und auch keinen eigenen Anspruch auf Lieferung des Elliott-Aktienpaketes erhielten, sondern die erhaltene Gegenleistung zunächst nur in der Zustimmung zum beabsichtigten Hauptversammlungsbeschlusses zum BGAV bestand. Da nach dem Wortlaut des Gesetzes einem durchgeführten Nacherwerb nur solche Vereinbarungen gleichgestellt seien, aufgrund derer die Übereignung von Aktien „verlangt werden kann“, sollte die Nachzahlungspflicht – so die Argumentation der Bieter – nicht ausgelöst werden. Zudem beziehe sich die Vereinbarung nach Auffassung der Bieter auf einen Erwerb, der „im Zusammenhang mit einer Verpflichtung zur Gewährung einer Abfindung“ stehe, und sei auch deshalb von der Nachzahlungspflicht ausgenommen. Das OLG-Frankfurt hatte diese Gestaltung für zulässig erachtet und einen Nachzahlungsanspruch abgelehnt.

Beiden Argumenten hat der BGH eine Absage erteilt. Mit ausführlicher Begründung und unter Bezugnahme auf die Gesetzesmaterialien und den Sinn und Zweck der gesetzlichen Bestimmungen legt der BGH dar, dass es unerheblich ist, wie der Nacherwerb des Bieters zustande kommt, und dass die Ausnahmeregelung für gesetzliche Abfindungen eine Vorfeldabrede zum BGAV wie das Irrevocable Commitment nicht erfasst. Entscheidend sei die „bei objektiver Betrachtungsweise bestehende Dispositionsentscheidung der Bieter“, die Elliott-Aktien zu einem deutlich höheren Preis als dem allen anderen Aktionären im Übernahmeangebot unterbreiteten Angebotspreis zu erwerben. Hierdurch seien Elliott „nicht schützenswerte Arbitragemöglichkeiten eröffnet worden“.

Damit hat der BGH die bisherigen grundsätzlich nicht schützenswerten Arbitragemöglichkeiten von Großaktionären im Übernahmerecht von einigen Besonderheiten der Preisbildung bei BGAV und Squeeze-out entkoppelt und die Auslegung zu etwaigen Nachzahlungsansprüchen im Zusammenhang mit Übernahmeverfahren an internationale Preis- und Übernahmeregeln angeglichen. Die Gleichbehandlung der Aktionäre bleibt im Übernahmerecht also ein vorrangiges schützenswertes Gut.

Ausblick

Der Jahresanfang 2024 lässt keinen kurzfristigen Boom am Public M&A-Markt erwarten. Da das WpÜG gerade durch das im Dezember 2023 in Kraft getretene Zukunftsfinanzierungsgesetz einige Änderungen überwiegend technischer Natur erfahren hat, wären weitere Rechtsänderungen des Übernahmerechts wie beispielsweise eine rechtlich verankerte höhere Flexibilität der Bieter bei Angebotsänderungen zwar wünschenswert, sind aber nicht zu erwarten. Ob der Gesetzgeber künftig die vom OLG Frankfurt festgelegten hohen Anforderungen an die Liquidität der Aktien bei Tauschangeboten auf ein Maß reduzieren wird, das auch Bietern mit einer geringeren Marktkapitalisierung die Durchführung eines Tauschangebot ermöglicht, bleibt abzuwarten und ist derzeit nur kapitalmarktrechtliches Wunschdenken.

Dennoch könnten sich durch die erwarteten zumindest leichten Zinsrückgänge einige Bieter ermutigt fühlen, fremdfinanzierte Unternehmensübernahmen vorzubereiten. Aus Sicht potenzieller Zielgesellschaften ist daher weiterhin eine sorgfältige Vorbereitung möglicher Verteidigungsstrategien empfehlenswert

Practice

Dr. Thyl Haßler

Partner, Düsseldorf
E thyl.hassler@whitecase.com

Dr. Tobias Heinrich

Partner, Frankfurt
E theinrich@whitecase.com

Dr. Alexander Kiefner

Partner, Frankfurt
E akiefner@whitecase.com

Prof. Dr. Roger Kiem

Partner, Frankfurt
E roger.kiem@whitecase.com

Dr. Matthias Kiesewetter

Partner, Hamburg
E mkiesewetter@whitecase.com

Sabine Küper

Professional Support Counsel,
Frankfurt
E sabine.kueper@whitecase.com

Frederic Wünsche

Local Partner, Frankfurt
E frederic.wuensche@whitecase.com

Offices

Berlin

White & Case LLP

John F. Kennedy-Haus
Rahel Hirsch-Straße 10
10557 Berlin

T +49 30 880911 0

Düsseldorf

White & Case LLP

Graf-Adolf-Platz 15
40213 Düsseldorf

T +49 211 49195 0

Frankfurt

White & Case LLP

Bockenheimer Landstraße 20
60323 Frankfurt am Main

T +49 69 29994 0

Hamburg

White & Case LLP

Valentinskamp 70 / EMPORIO
20355 Hamburg

T +49 40 35005 0

whitecase.com

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

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

© 2024 White & Case LLP