STUDIEN DES
DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS

READY FOR TAKEOVER?

MARKTÜBLICHE PROZESSE UND VORBEREITUNGSSTAND DEUTSCHER UNTERNEHMEN ALS POTENZIELLE BIETER UND ZIELGESELLSCHAFTEN

WHITE & CASE

Deutsches Aktieninstitut

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

1. Auflage, Juni 2018
Alle Rechte vorbehalten
ISBN 978-3-934579-85-9

READY FOR TAKEOVER?

MARKTÜBLICHE PROZESSE UND VORBEREITUNGSSTAND DEUTSCHER UNTERNEHMEN ALS POTENZIELLE BIETER UND ZIELGESELLSCHAFTEN

Vorwort

Übernahmen börsennotierter Unternehmen erfüllen eine maßgebliche wirtschafts- und strukturpolitische Aufgabe. Sie sind ein wichtiges Instrument für externes Unternehmenswachstum und die Verbesserung der Wettbewerbsposition. Öffentliche Übernahmen führen regelmäßig zu einer Neuausrichtung der Unternehmensstrategie sowie zu erheblichen personellen und organisatorischen Umstrukturierungen. Funktioniert der Übernahmemarkt, sorgt dies bei potenziellen Zielunternehmen für Anpassungsdruck und eine fortwährende Überprüfung ihrer strategischen Ausrichtung.

In der betriebswirtschaftlichen Praxis ist jede Übernahme ein komplexes und transformierendes Ereignis. Unternehmen werden sowohl als Bieter wie auch als Zielunternehmen vor große strategische, finanzielle und rechtliche Herausforderungen gestellt. Es ist daher ein notwendiger Bestandteil guter Corporate Governance, sich kontinuierlich mit möglichen Übernahmeszenarien zu beschäftigen. Dies gilt umso mehr in einem Umfeld niedriger Zinsen und hoher Cash-Bestände, das gute Voraussetzungen für – auch feindliche – Übernahmen schafft.

Eine umfassende Benchmark-Studie darüber, wie sich deutsche Unternehmen als Bieter oder als potenzielles Ziel einer öffentlichen Übernahme positionieren, ist uns bisher nicht bekannt. Die vorliegende Untersuchung schließt diese Lücke. Sie gibt die Ergebnisse einer Umfrage bei den Unternehmen des DAX, MDAX, TecDAX und SDAX zum Übernahmerecht wieder, in der Themen wie die Einschätzung der eigenen Übernahmewahrscheinlichkeit oder der Vorbereitungsstand für den Übernahmefall im Fokus standen. Darüber hinaus setzen sich Experten aus der Rechtspraxis in kurzen Beiträgen mit allen wesentlichen Aspekten auseinander, die in einer Übernahmesituation zu beachten sind.

Anhand der Studie können Unternehmen das eigene Vorgehen zum Thema Übernahme mit marktüblichen Verfahrensweisen vergleichen und weiterentwickeln. Für das Management sowie für die mit diesem Thema befassten Mitarbeiter börsennotierter Unternehmen bietet die Studie wichtige Hilfestellungen und leistet damit einen bedeutenden Beitrag zur weiteren Professionalisierung des Übernahmemarkts in Deutschland.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre!

Dr. Christine Bortenlänger
Geschäftsführender Vorstand
Deutsches Aktieninstitut e.V.

Dr. Lutz Krämer
Partner
White & Case LLP

INHALT

1. TEIL – BESTANDSAUFNAHME: VORBEREITUNG DEUTSCHER UNTERNEHMEN AUF ÖFFENTLICHE ÜBERNAHMEN 9

1. Das Wichtigste im Überblick 9

2. Hintergrund der Studie 12

3. Vorbereitungen auf öffentliche Übernahmen 13

3.1. Umfrage: Methodik und Rücklauf. 13

3.2. Haupttreiber auf dem Übernahmemarkt 14

3.3. Zielgesellschaft: Übernahmewahrscheinlichkeit und Vorbereitungsstand . . . 15

3.3.1. Übernahmewahrscheinlichkeit 15

3.3.2. Vorbereitung der Unternehmen auf eine Übernahmesituation 17

3.4. Exkurs: Vorbereitung auf den Umgang mit aktivistischen Aktionären 21

3.5. Übernahmen als Teil der Wachstumsstrategie – die Bietersicht 22

3.5.1. Vorbereitung auf ein öffentliches Übernahmeangebot 23

3.5.2. Übernahmehindernisse und Schwellenwerte 25

3.6. Rolle der Berater 28

2. TEIL – EMPFEHLUNGEN AUS DER RECHTSPRAXIS. 31

1. Die Verteidigungsbereitschaft eines börsennotierten Unternehmens als Vorstandsaufgabe 31

2. Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als Gestaltungsinstrument für Bieter und Zielgesellschaft 39

3. Praxisrelevante Aspekte der Stellungnahme(n) von Vorstand und Aufsichtsrat nach § 27 WpÜG. 50

4. Erfolgsfaktoren eines Übernahmeangebotes aus Bietersicht: Informationsbeschaffung, Stakebuilding und Irrevocable Undertakings 56

5. Erfolgreiche Angebotsbedingungen: Angebotsstrukturierung und empirische Analyse. 63

6. Die Finanzierung von öffentlichen Übernahmeangeboten durch Fremdkapital 75

7. Herausforderungen auf dem Weg zum Taking Private 80

8. Kartellrechtliche und investitionskontrollrechtliche Vorüberlegungen eines Bieters 89

1. TEIL – BESTANDSAUFNAHME: VORBEREITUNG DEUTSCHER UNTERNEHMEN AUF ÖFFENTLICHE ÜBERNAHMEN

Dr. Claudia Royé
Dr. Norbert Kuhn
Sven Erwin Hemeling
Deutsches Aktieninstitut e.V.

Sabine Küper
Dr. Lutz Krämer
Dr. Alexander Kiefner
White & Case LLP

1. Das Wichtigste im Überblick

Bislang gibt es keine umfassende Benchmarkstudie darüber, wie sich die führenden deutschen Emittenten als Bieter und als potenzielles Ziel auf dem Markt für Übernahmen börsennotierter Unternehmen (öffentliche Übernahmen) positionieren. Das Deutsche Aktieninstitut und White & Case schließen mit der vorliegenden Studie diese Lücke, die die Ergebnisse einer anonymisierten Umfrage aus dem Frühjahr 2018 unter den 160 Unternehmen des DAX, MDAX, SDAX und TecDAX wiedergibt.

Die **wichtigsten Erkenntnisse** der Studie sind:

- Mehr als die Hälfte der Umfrageteilnehmer nennen als **Haupttreiber auf dem Übernahmemarkt** die steigende Wettbewerbsintensität und den damit verbundenen Konsolidierungsdruck. Die Finanzierung dieser strategischen Notwendigkeit, extern zu wachsen, wird nach Meinung der Umfrageteilnehmer durch die derzeit vorhandenen hohen Cash-Bestände und ein günstiges Zins- und Kapitalmarktumfeld erleichtert. Die Nachfrage von Finanzinvestoren sieht nur knapp ein Drittel als Haupttreiber an. Dies zeigt, dass Finanzinvestoren im deutschen Markt im Vergleich zu anderen Ländern bislang eine geringere Rolle spielen. Allerdings gibt es hierzu signifikante Unterschiede zwischen den Indizes: Überdurchschnittlich viele TecDAX-Unternehmen sehen in der Nachfrage durch Finanzinvestoren einen Haupttreiber auf dem Übernahmemarkt.

- Fast drei Viertel der Umfrageteilnehmer halten die **Übernahme des eigenen Unternehmens** in den nächsten drei Jahren für „praktisch ausgeschlossen" bzw. „unwahrscheinlich". Jedoch wurden bereits fast 40 Prozent der Umfrageteilnehmer von einem potenziellen Bieter, in der Regel einem strategischen Investor, angesprochen. Dies betrifft überdurchschnittlich viele Unternehmen des SDAX und des TecDAX, die daher am ehesten als potenzielle Übernahmekandidaten in Frage kommen.

- Grundsätzlich sind die Umfrageteilnehmer für den Fall der Fälle gut vorbereitet. Fast zwei Drittel der Unternehmen halten es für sehr wichtig, regelmäßig den eigenen Aktienkurs und die Aktionärsstruktur einschließlich der Einstiegskurse wesentlicher Aktionäre zu analysieren, um das **Übernahmerisiko besser beurteilen zu können**. Weitere Maßnahmen wie die Auswertung von Analystenreports und des Investorenfeedbacks (zum Beispiel zu etwaigen Strategiedefiziten), die Analyse der relativen Performance sowie die Identifikation potenzieller Bieter werden von jeweils rund einem Drittel der Umfrageteilnehmer als sehr wichtig eingeschätzt, jeweils von einem weiteren Drittel als wichtig.

- Ebenfalls überwiegend gut ist der Vorbereitungsstand für den **Fall einer überraschen-**

den Bieteransprache. Ein detailliertes Defense Manual für die ersten 48 Stunden nach Bieteransprache ist für fast alle Unternehmen wichtig bzw. sehr wichtig. Als etwas weniger wichtig, aber dennoch immer noch sehr bedeutend, werden weitere Maßnahmen wie etwa die Besprechung von Übernahme- bzw. Verteidigungsmaßnahmen im Aufsichtsrat, das Vorhalten einer Liste möglicher Ankerinvestoren oder die vorsorgliche Erstellung eines Kommunikationsplans eingeschätzt.

- Auffallend ist, dass die Unternehmen des DAX und des MDAX sowohl den Maßnahmen zur Einschätzung des Übernahmerisikos als auch den Maßnahmen zur Reaktion auf eine überraschende Bieteransprache eine höhere Bedeutung zumessen als die Unternehmen aus dem SDAX und dem TecDAX. Außerdem zeigt sich, dass viele Umfrageteilnehmer das Potenzial weiterer präventiv wirkender Maßnahmen bislang noch nicht ausreichend erkannt haben. Dies gilt insbesondere für die Vorbereitung einer Liste mit konkreten Kriterien, die eine Beurteilung wahrscheinlicher Übernahmeinteressenten und deren Angebote erleichtern soll. Eine solche **„Wish List“** trägt wesentlich dazu bei, dass sich das Unternehmen im Stressszenario einer Ansprache über die eigenen Anforderungskriterien im Klaren ist. Dadurch wird regelmäßig die eigene Reaktionsfähigkeit verbessert, was gerade im Fall einer als feindlich angesehenen Übernahme hilfreich ist.

- Die Unternehmen stehen nicht nur im Fokus potenzieller Bieter, sondern werden zunehmend ins Visier **aktivistischer Aktionäre** genommen. Für den Umgang mit den aktivistischen Aktionären ergreifen bereits viele Unternehmen unterschiedliche Maßnahmen. Fast die Hälfte der Umfrageteilnehmer führt den Dialog mit kritischen institutionellen Aktionären und 40 Prozent analysieren fortlaufend potenzielle Angriffspunkte. Auch hier ist wieder erkennbar, dass die Unternehmen des SDAX und des TecDAX deutlich weniger Kapazitäten diesen Vorbereitungen widmen können oder wollen als die DAX- und MDAX-Unternehmen.

- Nicht nur als Übernahmeziel, sondern auch als **potenzieller Bieter** setzen sich die Unternehmen intensiv mit den Möglichkeiten auseinander, die der Übernahmemarkt bietet. Akquisitionen und Übernahmen sind für die meisten der Befragten ein Teil ihrer Wachstumsstrategie. Konkret analysieren 50 Prozent der Umfrageteilnehmer regelmäßig potenzielle Übernahmekandidaten; ein Fünftel kann sich sogar eine feindliche Übernahme vorstellen. Dabei nutzen die Umfrageteilnehmer die unterschiedlichen Instrumente der **Transaktionsabsicherung**, was für eine professionelle Vorbereitung spricht. Überraschend hoch ausgefallen sind dabei die Angaben zum Abschluss eines Business Combination Agreement. Insgesamt ist feststellbar, dass bei den Umfrageteilnehmern der Grad der Vorbereitung als potenzieller Bieter erkennbar intensiver ist als der durchschnittliche Vorbereitungsstand auf ein (potenziell feindliches) Übernahmeangebot.

- Bei grenzüberschreitenden Angeboten erschweren **regulatorische Hindernisse** zunehmend Übernahmen anderer Unternehmen. In der jüngsten Vergangenheit gehen viele Jurisdiktionen, insbesondere die USA und die EU, dazu über, mit unterschiedlichen Maßnahmen die einheimische Industrie vor Übernahmen aus dem Ausland zu schützen. Unabhängig von diesen aktuellen Entwicklungen schätzen die Umfrageteilnehmer allerdings chinesische Kapitalverkehrskontrollen als größtes Übernahmehindernis ein. Weniger kritisch wird der Entwurf der EU-Verordnung für eine einheitliche Investitionskontrolle und überraschenderweise auch das Verfahren des Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) gesehen. Die jüngste Verschärfung des deutschen Außenwirtschaftsrechts gilt unter den Umfrageteilnehmern als unproblematischste Regulierung.

Insgesamt zeigen die Umfrageergebnisse, dass die führenden deutschen Emittenten unterschiedlich gut auf dem Übernahmemarkt positioniert sind, sowohl in ihrer Rolle als Bieter als auch als potenzielles Ziel einer Übernahme. Insbesondere die Unternehmen des DAX und des MDAX sind besser vorbereitet und messen dem Thema eine größere Bedeutung bei. Dies liegt sicherlich daran, dass in den größeren Unternehmen mehr Ressourcen zur Verfügung stehen. Allerdings zeigt sich auch, dass eher die Unternehmen des TecDAX und des SDAX im Fokus potenzieller Bieter stehen und dementsprechend ein intensiverer Vorbereitungsaufwand wichtig wäre. Gerade bei den Unternehmen des TecDAX- und des SDAX-Segmentes besteht daher eine gewisse Diskrepanz zwischen der Vorbereitung auf eine potenzielle Bieterrolle und der eigenen Defense-Vorbereitung.

Neben der Darstellung der Umfrageergebnisse bietet die Studie dem Leser die Möglichkeit, sich im zweiten Teil der Studie über die Best Practice auf dem Übernahmemarkt zu informieren. Hier greifen Experten der Kanzlei White & Case begleitend zu den Umfragethemen praxisrelevante Aspekte beim Übernahmeprozess auf wie etwa die Gestaltung erfolgreicher Angebotsbedingungen, Investorenvereinbarungen oder die Verteidigungsbereitschaft des Vorstands.

2. Hintergrund der Studie

Informationen zu Übernahmen börsennotierter Unternehmen (öffentliche Übernahmen) werden aufgrund der Insiderrelevanz streng vertraulich behandelt. Ein Erfahrungsaustausch unter Unternehmen, von dem alle Beteiligten profitieren könnten, findet daher nicht statt. Diese Lücke schließt die vorliegende Studie, die mit einer anonymisierten Umfrage einen Querschnitt der Einschätzungen und Erfahrungen sowie den Vorbereitungsstand der führenden deutschen Emittenten zu Unternehmensübernahmen ermittelt hat. Hierdurch wird für alle Marktteilnehmer eine hohe Markttransparenz erreicht.

Der Zeitpunkt der Studie ist gut gewählt: In den letzten beiden Jahren haben zahlreiche große Übernahmen stattgefunden, die in der medialen Öffentlichkeit erhebliche Aufmerksamkeit erhalten haben. Zu nennen sind unter anderem die Übernahme des US-amerikanischen Saat-Biotechnologieunternehmens Monsanto durch den deutschen Chemiekonzern Bayer sowie die Fusion der Industriegaseanbieter Linde und Praxair im Wege des öffentlichen Tauschangebots. Weiterhin zu nennen sind die Übernahme des Pharmaunternehmens Stada durch die Private Equity Investoren Bain und Cinven sowie die Übernahme des Marktforschungsinstituts GfK durch den Private Equity Investor KKR und des Pharmaherstellers Biotest AG durch einen chinesischen Bieter. Jüngstes Beispiel für die mit einem Übernahmeverfahren häufig verbundenen Unwägbarkeiten ist die angekündigte Übernahme der Innogy durch E.ON. Noch bevor der Energiekonzern sein Übernahmeangebot veröffentlicht hatte, versuchte ein dritter Investor Teile von Innogy herauszubrechen. Fresenius hat kürzlich die geplante Übernahme des US-Pharma-Unternehmens Akorn abgesagt.

Diese Beispiele zeigen, dass Übernahmen an der Tagesordnung sind und Unternehmen jeder Größenordnung davon betroffen sein können. Eine verantwortliche Unternehmensführung muss sich deshalb rechtzeitig mit diesem Thema beschäftigen. Dabei stellen sich insbesondere folgende Fragen: Wie schätzen börsennotierte Unternehmen den Markt für eigene Übernahmen und die Wahrscheinlichkeit ein, selbst Ziel einer Übernahme zu werden? Welche Bedeutung haben die unterschiedlichen strategischen Maßnahmen und Instrumente zur Vorbereitung und während einer Übernahmesituation? Wie bereiten sich Unternehmen umgekehrt auf ihre Rolle als potenzieller Bieter vor? Wie sehen sie diese Rolle als Bieter und wie gehen sie den Übernahmeprozess an? Inwiefern weichen die strategischen Unternehmensentscheidungen zu potenziellen Übernahmesituationen, wie sie im Rahmen der Umfrage ermitteltet wurden, davon ab, was aus Expertensicht empfehlenswert wäre?

Diese Fragen werden mit der vorliegenden Studie beantwortet, die ein Kooperationsprojekt des Deutschen Aktieninstituts mit White & Case LLP ist. In diesem Teil wird der Vorbereitungsstand deutscher börsennotierter Unternehmen in ihrer Rolle als (potenzielle) Zielgesellschaft sowie als (potenzieller) Bieter auf dem Übernahmemarkt dargestellt. Dazu werden die Ergebnisse einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts aus dem Frühjahr 2018 analysiert und zusammengefasst.

Im zweiten Teil der Studie werden die wesentlichen Themen und Instrumente zusammengefasst, die Unternehmen als potenzielle Zielgesellschaft oder als Bieter einsetzen können und müssen, um eine Übernahme erfolgreich durchzuführen oder abzuwehren. Experten der Kanzlei White & Case greifen hier begleitend zu den Umfragethemen praxisrelevante Aspekte beim Übernahmeprozess wie etwa die Gestaltung erfolgreicher Angebotsbedingungen, Investorenvereinbarungen oder die Verteidigungsbereitschaft des Vorstands auf.

3. Vorbereitungen auf öffentliche Übernahmen

3.1. UMFRAGE: METHODIK UND RÜCKLAUF

Um den Stand der Vorbereitungen in börsennotierten Unternehmen zum Thema Übernahmen zu ermitteln, hat das Deutsche Aktieninstitut im Frühjahr 2018 den 160 Unternehmen des DAX, MDAX, SDAX und TecDAX eine Umfrage zugesandt. Diese umfasste Fragen aus der Perspektive als mögliches Übernahmeziel und aus der Perspektive als (potenzieller) Bieter in einem Übernahmeprozess. Relevante Umfrageaspekte waren insbesondere die Treiber auf dem Übernahmemarkt, die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit, selbst Ziel einer Übernahme zu werden, die Vorbereitungsmaßnahmen für den Fall einer Bieteransprache, der Umgang mit aktivistischen Aktionären, Details der Übernahmestrategie sowie regulatorische Hindernisse bei der Unternehmensübernahme mit grenzüberschreitendem Bezug.

Von den 160 Unternehmen haben 53 geantwortet, was einer Rücklaufquote von rund 33 Prozent entspricht. Für die Auswertung wurden allerdings nur die 44 Fragebögen berücksichtigt, die nahezu vollständig ausgefüllt waren. 12 Antworten kamen von DAX-, 14 von MDAX-, 9 von SDAX- und 9 von TecDAX-Unternehmen.

Bezogen auf alle Unternehmen der Indizes sind mit 40 Prozent der DAX-Unternehmen gegenüber 18 Prozent der SDAX-Unternehmen die großen Unternehmen im Umfragerücklauf überrepräsentiert (siehe Abbildung 1). Da kleinere Unternehmen geringere personelle Kapazitäten haben, um an solchen Umfragen teilzunehmen, überrascht diese Verteilung nicht, obwohl die Übernahmewahrscheinlichkeit mit sinkender Marktkapitalisierung – insbesondere im SDAX und im TecDAX – eher steigt. Im Folgenden wird – soweit sinnvoll – bei der Analyse der Antworten nach der Indexzugehörigkeit differenziert, um mögliche Unterschiede zwischen Unternehmen verschiedener Größenklassen identifizieren zu können.

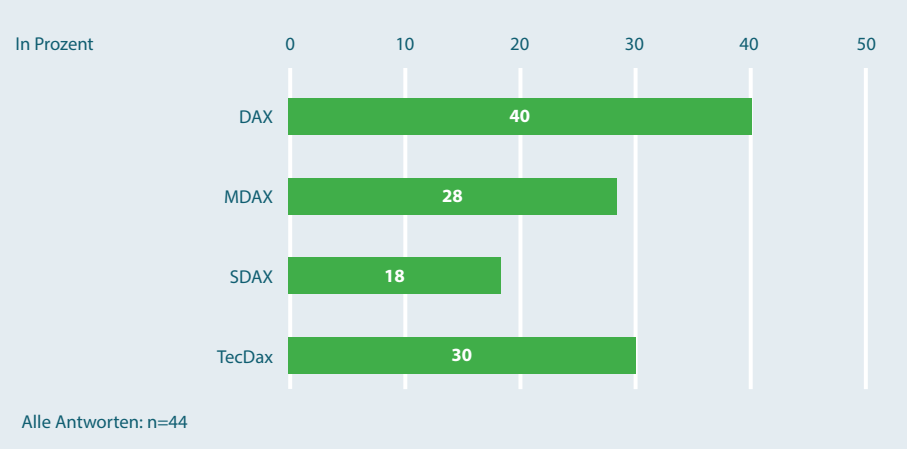

Abb. 1: Rücklaufquoten differenziert nach Indexzugehörigkeit

Die Unternehmensvertreter, die den Fragebogen ausgefüllt haben, sind zu rund 70 Prozent in der Rechtsabteilung und zu 25 Prozent im Bereich Investor Relations tätig. Da es sich bei Übernahmen um ein sensibles Thema handelt, wurde den Unternehmen für die Auswertung der Umfrage Anonymität zugesichert, um die Teilnahmebereitschaft zu erhöhen.

3.2. HAUPTTREIBER AUF DEM ÜBERNAHMEMARKT

Für eine allgemeine Einschätzung des Marktes für öffentliche Unternehmensübernahmen wurden die Umfrageteilnehmer in einem ersten Schritt um ihre Beurteilung der aktuellen Haupttreiber auf dem Markt für öffentliche Übernahmen gebeten (siehe Abbildung 2).

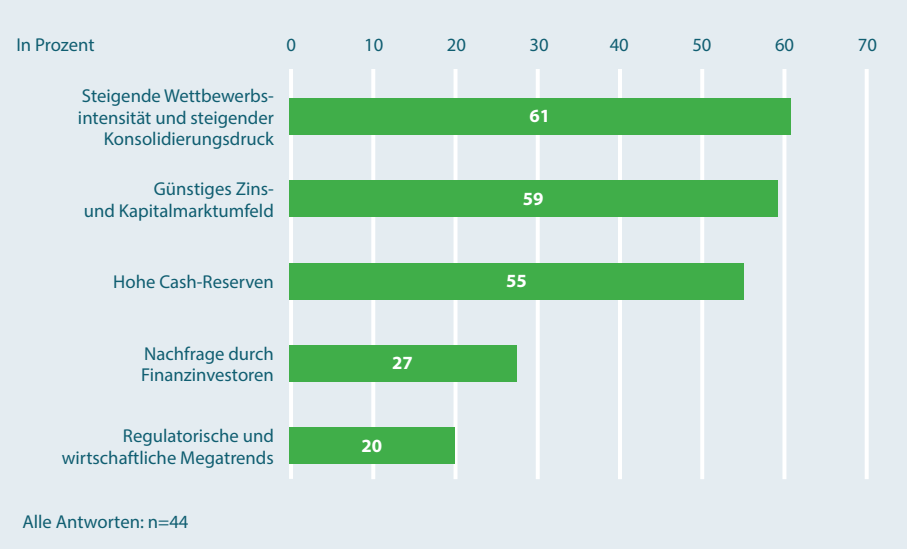

Abb. 2: Haupttreiber auf dem Übernahmemarkt (Mehrfachnennungen möglich)

Die steigende Wettbewerbsintensität und der damit verbundene Konsolidierungsdruck wird mit 61 Prozent von den meisten Umfrageteilnehmern als Haupttreiber genannt, gefolgt von dem günstigen Zins- und Kapitalmarktumfeld und den hohen Cash-Reserven in den Unternehmen, die mit 59 bzw. 55 Prozent der Antworten ebenfalls hohe Werte erreichen. Daraus wird deutlich, dass Akquisitionen anderer Unternehmen als strategische Notwendigkeit zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit aufgefasst werden, deren Umsetzung durch das derzeit günstige Finanzierungsumfeld erleichtert wird. Dies gilt gleichermaßen für alle Unternehmen unabhängig von der Indexzugehörigkeit.

Dass die Nachfrage von Finanzinvestoren nur von knapp einem Drittel der Umfrageteilnehmer als Haupttreiber angegeben wird, bestätigt, dass Finanzinvestoren im deutschen Markt im Vergleich zu anderen Ländern bislang noch eine untergeordnete Rolle spielen. Prominente Beispiele aus den letzten beiden Jahren wie die Übernahme von Stada durch Bain/Cinven und GfK durch KKR sollten nicht darüber hinwegtäuschen, dass laut den öffentlich verfügbaren Angebotsunterlagen lediglich 17 Prozent aller Übernahmen in Deutschland von Finanzinvestoren durchgeführt werden. Im gleichen Zeitraum sind Finanzinvestoren in Großbritannien etwa doppelt so häufig als Bieter bei öffentlichen Übernahmen aufgetreten. Grund für die Zurückhaltung insbesondere der Private-Equity-Branche dürfte das in Deutschland anspruchsvolle rechtliche Umfeld sein, das selbst nach erfolgreicher Durchführung einer öffentlichen Übernahme eine nachfolgende vollständige Integration zumindest verteuert (siehe auch Teil 2, 7. Beitrag, S. 80 ff.).

Allerdings gibt es signifikante Unterschiede zwischen den Indizes dahingehend, wie die Bedeutung von Finanzinvestoren beurteilt wird. 44 Prozent der TecDAX-Unternehmen sehen Finanzinvestoren als Haupttreiber, von den DAX-Unternehmen hingegen nicht einmal ein Fünftel. Aufgrund ihrer hohen Marktkapitalisierung dürften sich DAX-Unternehmen

gegenüber Finanzinvestoren weniger angreifbar fühlen. Darüber hinaus lag in der Vergangenheit der Fokus von Finanzinvestoren schwerpunktmäßig auf Technologieunternehmen, bei denen häufig das größte Wachstumspotential gesehen wird.

Dass regulatorische und wirtschaftliche Megatrends die Geschäftsmodelle verändern, hat ein Fünftel der Befragten als Haupttreiber angegeben, davon fast ein Drittel der SDAX-Unternehmen. Dies legt den Schluss nahe, dass gerade kleinere Unternehmen aufgrund geringerer Kapazitäten mit der Zunahme an regulatorischen Anforderungen in der Wertschöpfungskette und den wirtschaftlichen Megatrends wie etwa der fortschreitenden Digitalisierung besonders zu kämpfen haben. Hintergrund mag aber auch die zu beobachtende Neuordnung in stark regulierten Industrien wie beispielsweise in der Energiewirtschaft sein. Umgekehrt dürften die teilweise in jüngster Zeit verschärften regulatorischen Rahmenbedingungen in den Bereichen Außenwirtschafts- und Kartellrecht von vielen eher als Hürde denn als Treiber für Übernahmen angesehen werden (siehe auch S. 25 ff.).

3.3. ZIELGESELLSCHAFT: ÜBERNAHMEWAHRSCHEINLICHKEIT UND VORBEREITUNGSSTAND

3.3.1. Übernahmewahrscheinlichkeit

In welchem Ausmaß die Unternehmen strategische (vorbereitende) Maßnahmen zur Reaktion auf „freundliche“ oder „feindliche“ Übernahmeangebote vorsehen, hängt davon ab, mit welcher Wahrscheinlichkeit sie mit einem solchen Angebot rechnen (siehe Abbildung 3).

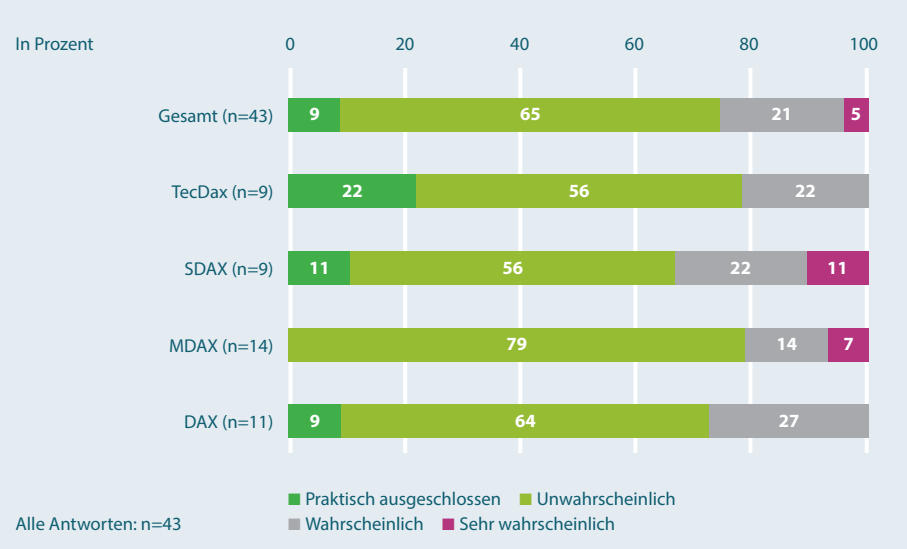

Abb. 3: Erwartung einer Übernahme/eines feindlichen Angriffs in den nächsten drei Jahren

Drei Viertel der Umfrageteilnehmer rechnen nicht mit einer Übernahme ihres eigenen Unternehmens. Sie halten diese entweder für „praktisch ausgeschlossen“ (9 Prozent) oder „unwahrscheinlich“ (65 Prozent). Angesichts der Vielzahl von öffentlichen Übernahmen in der Vergangenheit – rund 20 allein in Deutschland pro Jahr – überrascht diese Aussage. Das gilt selbst unter der Annahme, dass eventuell eine gewisse Zahl der Unter-

nehmen aufgrund ihrer Rechtsform als KGaA oder ihrer etwaigen Aktionärsstruktur (d.h. sie verfügen über einen Ankeraktionär oder haben insgesamt einen geringen Streubesitz) tatsächlich keine idealen Übernahmekandidaten sind. Insoweit zeigt sich schon hier eine gewisse Wahrnehmungsdiskrepanz, die später noch weiter ausgeführt wird.

27 Prozent der DAX-Unternehmen und 22 Prozent der TecDAX-Unternehmen halten eine Übernahme für wahrscheinlich. Allerdings hat keines dieser Unternehmen angegeben, dass es eine Übernahme mit sehr großer Wahrscheinlichkeit erwartet. Die Nennung „sehr wahrscheinlich" erfolgt jeweils nur durch ein Unternehmen aus dem MDAX und dem SDAX.

Gleichmäßige regionale Verteilung

Diejenigen Unternehmen, die eine Übernahme für (sehr) wahrscheinlich halten, wurden zudem gefragt, aus welcher Region ein potenzieller Übernehmer kommen könnte (Mehrfachnennungen waren möglich). Jeweils die Hälfte der antwortenden Unternehmen nannte die Länder Deutschland, USA – überraschenderweise trotz der teilweise rigiden Vorgehensweise des Committee on Foreign Investment in the US (CFIUS) (siehe dazu S. 25 ff.) – und China. Sonstige EU-Staaten werden dagegen mit rund 40 Prozent nicht ganz so häufig genannt. Mit einem Bieter aus Großbritannien, das in Kürze die EU verlassen wird, rechnet hingegen derzeit kein Unternehmen.

Die relativ gleichmäßige Verteilung auf die unterschiedlichen Regionen spricht dafür, dass global aufgestellte Unternehmen potenzielle Bieter weltweit erwarten, also keine spezifischen regionalen Schwerpunkte sehen. Allerdings gibt es Unterschiede nach Index-Zugehörigkeit: Für DAX-Unternehmen haben potenzielle Investoren insbesondere aus der EU, aber auch den USA mehr Gewicht. Von den SDAX- und den TecDAX-Unternehmen rechnen jeweils zwei Drittel mit chinesischen Bietern (allerdings haben nur jeweils drei Unternehmen aus diesen beiden Indizes diese Frage beantwortet). Letzteres bestätigt den zu beobachtenden Trend, dass chinesische Investoren bislang insbesondere an kleineren Unternehmen aus dem Technologiesektor interessiert waren. Dies hat bereits den deutschen und europäischen Gesetzgeber mit – auf europäischer Ebene bisher nur angedachten – Verschärfungen des Außenwirtschaftsrechts auf den Plan gerufen (siehe auch Teil 2, 8. Beitrag, S. 89 ff.).

Ansprache durch potenzielle Bieter

In einem gewissen Kontrast zur eigenen Einschätzung des Risikos einer potenziellen Übernahme stehen die Angaben der Umfrageteilnehmer, ob das eigene Unternehmen bereits aktiv von einem Bieter angesprochen wurde. Auch wenn aus einer Ansprache nicht zwingend die Übernahme folgt, lässt sich hieraus doch eine Indikation hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit einer Übernahme ableiten. Immerhin bejahen 39 Prozent der Umfrageteilnehmer diese Frage. Jedoch hält aber nur rund ein Viertel der Befragten eine Übernahme für wahrscheinlich (siehe Abbildung 3 vorherige Seite).

Besonders hoch ist die Diskrepanz zwischen der eigenen Einschätzung der Übernahmewahrscheinlichkeit und dem Umfang bereits erfolgter Bieteransprachen bei Unternehmen aus dem TecDAX bzw. SDAX. Diese sind in der Vergangenheit bereits zu zwei Dritteln (TecDAX) bzw. zur Hälfte (SDAX) von potenziellen Investoren wegen eines möglichen Übernahmeangebots angesprochen worden. Hingegen halten lediglich ein Drittel der SDAX-Unternehmen und knapp ein Viertel der TecDAX-Unternehmen eine Übernahme für (sehr) wahrscheinlich. Daran zeigt sich, dass weniger die großen, sondern eher kleinere

Unternehmen als Übernahmekandidaten im Fokus potenzieller Bieter stehen, die damit die Gefahr einer Übernahme – im Vergleich zu den größeren Emittenten – eher unterschätzen.

Nahezu 90 Prozent der Bieter, die in der Vergangenheit die Unternehmen angesprochen hatten, waren strategische Bieter, nur 35 Prozent Finanzinvestoren (Mehrfachnennungen möglich). Dies passt zu der Aussage der meisten Unternehmen, strategische Überlegungen als Haupttreiber auf dem Übernahmemarkt zu sehen, also durch den Zukauf von Unternehmen auf den steigenden Wettbewerbsdruck und den damit verbundenen Konsolidierungsdruck zu reagieren (siehe hierzu auch Abbildung 2, S. 14). Finanzinvestoren streben durch eine befristete Beteiligung an Unternehmen im Wege einer öffentlichen Übernahme letztlich eine Renditeoptimierung an. Daher spielen Finanzinvestoren insbesondere für den TecDAX eine Rolle. Bei diesen Unternehmen wird häufig erhebliches Kurssteigerungspotential gesehen: So geben drei von fünf der auf diese Frage antwortenden TecDAX Unternehmen an, dass eine Ansprache durch Finanzinvestoren bereits erfolgte.

Family Offices stellen hingegen für die Umfrageteilnehmer keine wahrnehmbare Gruppe potenzieller Bieter dar, können aber als Teil einer stabilen Aktionärsbasis zur Übernahmeprävention dienen.

3.3.2. Vorbereitung der Unternehmen auf eine Übernahmesituation

Da immerhin fast 40 Prozent der Umfrageteilnehmer bereits von einem potenziellen Bieter angesprochen wurden, stellt sich die Frage, welche vorbereitenden Maßnahmen Unternehmen für eine Übernahmesituation treffen.

Maßnahmen zur Einschätzung des Übernahmerisikos

Die meisten Maßnahmen und Informationsquellen, die es erleichtern, die Wahrscheinlichkeit eines Übernahmeversuchs und seiner Erfolgschancen einzuschätzen, werden von einer Mehrheit der Unternehmen zumindest als eher wichtig beurteilt (siehe Abbildung 4 auf der nächsten Seite).

Fast zwei Drittel der Unternehmen nennen als wichtigste Maßnahme zur Einschätzung der Übernahmewahrscheinlichkeit die Analyse des eigenen Aktienkurses und der Aktionärsstruktur, einschließlich der Ein- und Ausstiegskurse wesentlicher Investoren. In der Praxis zeigt sich, dass diese Analyse standardisiert und fortlaufend im Rahmen der Investor Relations durchgeführt wird.

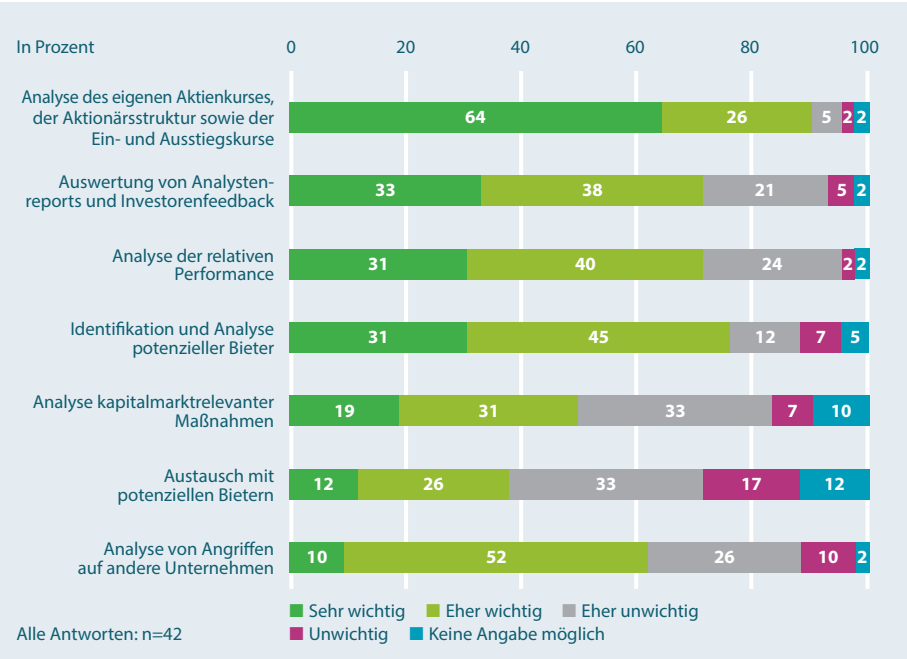

Abb. 4: Maßnahmen / Informationsquellen zur Einschätzung der Übernahmewahrscheinlichkeit

Im Vergleich dazu werden die weiteren in Abbildung 4 aufgeführten Maßnahmen/Informationsquellen von den Umfrageteilnehmern als deutlich weniger relevant eingeschätzt. Jeweils rund ein Drittel der Umfrageteilnehmer erachtet die Analyse von Analystenreports und Investorenfeedback auf Roadshows, die Analyse der relativen Performance im Vergleich zu den Peers und die Identifikation und Analyse potenzieller Bieter als sehr wichtig. Damit kann davon ausgegangen werden, dass die Unternehmen diese marktüblichen Maßnahmen zur regelmäßigen Analyse ihrer Angreifbarkeit im Rahmen einer Übernahme nutzen. Allerdings ist es etwas überraschend, dass die Auswertung von Analystenreports und das Investorenfeedback auf Roadshows von etwas mehr als einem Viertel der Umfrageteilnehmer als (eher) unwichtig betrachtet werden. Obwohl davon auszugehen ist, dass Analystenreports und Investorenfeedback Hauptinformationsquellen in der täglichen Arbeit der Investor Relations Manager sind, sind keine signifikanten Unterschiede bei den Antworten der Umfrageteilnehmer aus den Investor-Relations-Abteilungen und den anderen Bereichen des Unternehmens, insbesondere den Rechtsabteilungen, festzustellen.

Weitere Maßnahmen wie die Analyse kapitalmarktrelevanter Maßnahmen (zum Beispiel Kapitalmaßnahmen, M&A-Aktivitäten) werden von einem Fünftel der Umfrageteilnehmer als sehr wichtig, der Austausch mit potenziellen Bietern über eine mögliche Übernahme und die Analyse von Angriffen auf andere Unternehmen von jedem zehnten Unternehmen als sehr wichtig eingestuft.

Die Analyse des eigenen Aktienkurses wird unabhängig von der Indexzugehörigkeit – mit leichten Abstrichen bei den Unternehmen des SDAX und des TecDAX – von den Umfrageteilnehmern im gleichen Ausmaß als sehr wichtig eingeschätzt. Bei den anderen Maßnahmen gibt es hingegen Unterschiede: In der Tendenz sprechen die DAX- bzw. MDAX-Unternehmen den übrigen Maßnahmen/Informationsquellen in der Abbildung 4 eine weitaus größere Wichtigkeit zu als die TecDAX- und SDAX-Unternehmen. Dieser Befund ist zwar einerseits nachvollziehbar, da entsprechende Ressourcen zur Implementierung dieser Maßnahmen eher in den größeren Unternehmen vorhanden sind, andererseits ist dieses

Ergebnis aber auch überraschend, da gerade die Unternehmen des TecDAX und SDAX nach eigenen Angaben in der Vergangenheit überdurchschnittlich häufig von potenziellen Bietern angesprochen wurden. Da dies darauf hindeutet, dass gerade diese Unternehmen als Übernahmeziele in Frage kommen, wäre die Implementierung entsprechender vorsorglicher Maßnahmen bei ihnen besonders wichtig (siehe auch S. 15 f.).

Organisatorische und rechtliche Maßnahmen

Neben der Einschätzung der Übernahmewahrscheinlichkeit ist es wichtig, im Falle einer überraschenden Ansprache durch einen potenziellen Übernehmer mit angemessenen Maßnahmen zeitnah reagieren zu können. In der Praxis haben sich viele Unternehmen auf den Fall einer Ansprache vorbereitet, allerdings unterschiedlich intensiv und mit verschiedenen Maßnahmen (siehe Abbildung 5 sowie Teil 2, 1. Beitrag, S. 31 ff. und 2. Beitrag, S. 39 ff.).

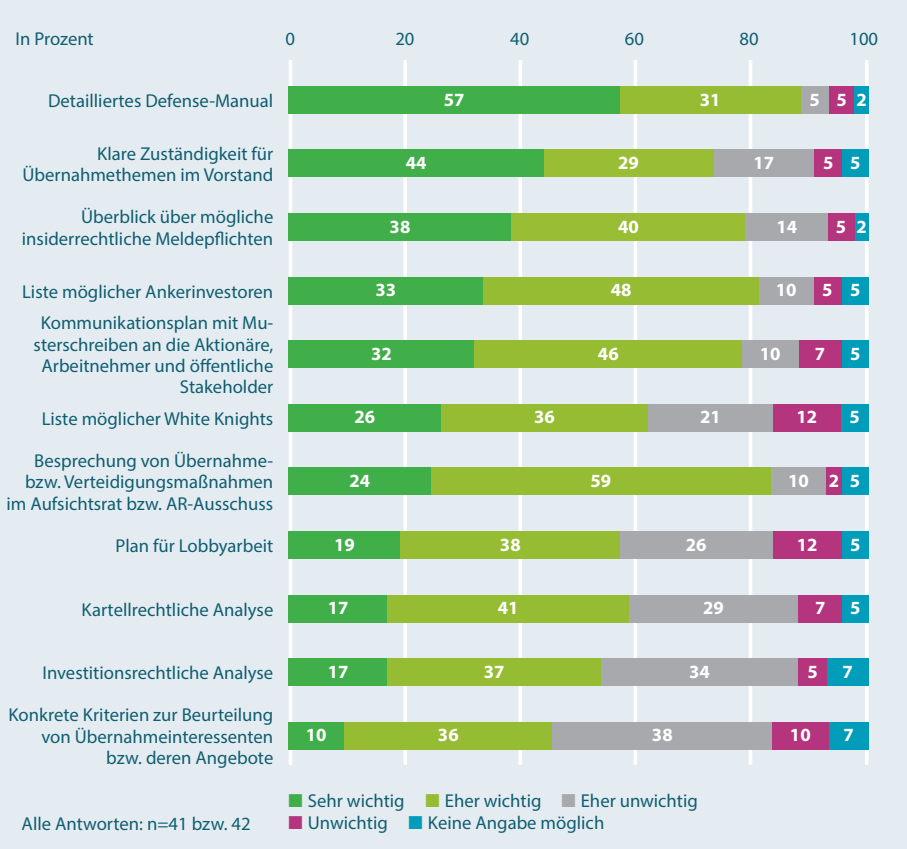

Abb. 5: Vorbereitende Maßnahmen auf eine überraschende Ansprache durch einen potenziellen Übernehmer

Eine inzwischen klassische Vorbereitungsmaßnahme ist die Erstellung eines detaillierten „Defense Manual", also eines Handbuchs oder einer Leitlinie für die Maßnahmen insbesondere in den ersten 48 Stunden nach der Ansprache durch einen potenziellen Bieter. Eine schnelle Reaktion ist erforderlich, unabhängig davon, ob der Bieter als freundlich oder feindlich eingestuft wird. Fast alle Umfrageteilnehmer schätzen ein solches Defense Manual als sehr oder eher wichtig ein. In Bezug auf die Indexzugehörigkeit ergeben sich allerdings deutliche Unterschiede. Jeweils rund drei Viertel der DAX- und der MDAX-Unternehmen erachten das Defense Manual als sehr wichtig. Bei den TecDAX- und den SDAX-Unterneh-

men sehen dies hingegen nur ein Drittel bzw. ein Viertel so. Insbesondere kleinere Unternehmen wollen oder können offensichtlich nicht die Ressourcen aufbringen, zeitintensive Vorbereitungen für eine mögliche Übernahme zu treffen, obwohl für sie die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme deutlich höher als für größere Unternehmen ist.

Folgende Maßnahmen werden von jeweils rund 80 Prozent der Umfrageteilnehmer als sehr wichtig bzw. eher wichtig eingeschätzt: Besprechung von Übernahme- bzw. Verteidigungsmaßnahmen im Aufsichtsrat oder einem Aufsichtsratsausschuss, Zuweisung der Zuständigkeit im Vorstand für Übernahmethemen an ein Vorstandsmitglied, Vorhalten einer Liste möglicher Ankerinvestoren (sogenannter White Squire), vorsorgliche Erstellung eines Kommunikationsplans mit Musterschreiben sowie die Analyse möglicher insiderrechtlicher Szenarien und Entscheidungsparameter für eine etwaige Selbstbefreiung von der Meldepflicht gegenüber der BaFin.

Auch diese Maßnahmen werden von den Unternehmen des DAX und MDAX tendenziell wichtiger eingeschätzt als von den SDAX- und TecDAX-Unternehmen. Allerdings gibt es einige Überraschungen, etwa bei der Bedeutung einer klaren Zuweisung der Zuständigkeit für Übernahmethemen an ein Vorstandsmitglied. Mehr als drei Viertel der MDAX-Unternehmen bezeichnen eine solche Vorstandszuweisung als sehr wichtig, bei den DAX-Unternehmen sind es hingegen nur 18 Prozent. Eine Liste möglicher Ankerinvestoren sehen alle SDAX-Unternehmen als sehr wichtig bzw. eher wichtig an, während es bei den DAX-Unternehmen nur 45 Prozent sind. Maßgeblich für diese Einschätzung dürfte die Tatsache sein, dass kleinere Unternehmen eher davon ausgehen können, einen potenziellen Ankerinvestor zu finden als große Gesellschaften mit hoher Marktkapitalisierung. In der Praxis hat sich allerdings herausgestellt, dass die erstmalige Kontaktaufnahme mit möglichen Ankerinvestoren nach Ansprache durch einen potenziellen Bieter in der Regel zu spät ist (siehe auch Teil 2, 1. Beitrag, S. 35 f.). Insgesamt zeigen diese Angaben der Umfrageteilnehmer, dass sich bei der Vorbereitung auf eine potenzielle Bieteransprache ein Mindeststandard etabliert hat.

Präventiv wirkende Maßnahmen, die über diesen Mindeststandard hinausgehen und detailliertere Analysen voraussetzen, werden dagegen von mehr als einem Drittel der Emittenten als (eher) unwichtig beurteilt (siehe Abbildung 5 vorherige Seite). Dies betrifft die Vorbereitung einer Liste mit konkreten Kriterien für die Beurteilung wahrscheinlicher Übernahmeinteressenten und deren Angebote. Diese bewertet fast die Hälfte der Umfrageteilnehmer überraschenderweise als (eher) unwichtig. Dazu passt, dass mehr als zwei Drittel der Umfrageteilnehmer eine solche „Wish List“ mit unverhandelbaren Punkten oder einer Liste „akzeptabler“ Bieter bisher nicht erstellt hat und diese auch nicht plant.

Die Vorteile dieses Instruments werden von den Umfrageteilnehmern offensichtlich unterschätzt. Eine „Wish List“ trägt wesentlich dazu bei, dass sich das Unternehmen im Stressszenario einer Ansprache über die eigenen Anforderungskriterien im Klaren ist. Sie verbessert regelmäßig die eigene Reaktionsfähigkeit deutlich, was gerade im Fall einer als feindlich eingestuften Übernahme hilfreich ist. Zugleich kann eine hierauf aufbauende (Investoren-) Vereinbarung oder ein Business Combination Agreement (BCA) (siehe auch Teil 2, 2. Beitrag, S. 39 ff.) wesentlicher Bestandteil der Übernahmeverhandlungen sein. Ein solcher am „grünen Tisch“ sorgfältig erstellter Kriterienkatalog kann als Leitfaden und Basis für BCAs gerade bei als feindlich wahrgenommenen Ansprachen zu einer konsistenten Argumentation führen.

3.4. EXKURS: VORBEREITUNG AUF DEN UMGANG MIT AKTIVISTISCHEN AKTIONÄREN

Unternehmen müssen sich nicht nur darauf vorbereiten, Ziel einer öffentlichen Übernahme zu werden, sondern auch darauf, einen konstruktiven Umgang mit aktivistischen Aktionären zu pflegen. Während die Übernahme mit einem substanziellen Anteilserwerb von über 30 Prozent verbunden ist, der eine entsprechende Kontrolle ermöglicht, zielen aktivistische Aktionäre zumeist nicht auf eine Übernahme ab, sondern verfolgen kurzfristigere Ziele der Renditemaximierung. Aktivistische Aktionäre wollen mit einem deutlich geringeren Anteilsbesitz – i.d.R. mit einer Beteiligung, die weit unter einer Sperrminorität in der Hauptversammlung liegt – Einfluss auf die Geschäftspolitik, die Unternehmensstrategie und/oder die Organbesetzung nehmen. Dazu nutzen sie auch das Instrument öffentlicher Kampagnen.

Dabei kommt es nicht selten zu Allianzen mit anderen Aktionären, da auch bisher als eher passiv bekannte „long-only"-Investoren das Kurspotential, das typischerweise mit dem Einstieg aktivistischer Aktionäre verbunden ist, schätzen. Im Einzelfall kann daher aus einem zunächst isolierten Angriff eines aktivistischen Aktionärs und der damit verbundenen öffentlichen Aufmerksamkeit eine Übernahmesituation entstehen. Beispielsweise zeigte die Entwicklung bei Stada eine schnelle Abfolge solcher Szenarien, in denen das Unternehmen zumindest zu Beginn der Investorenkampagne mit den unterschiedlichen Interessen der Anteilseigner konfrontiert wurde.

Während eines öffentlichen Übernahmeangebots drohen spezialisierte aktivistische Aktionäre gerade in Deutschland häufig mit Blockaden von geplanten Strukturmaßnahmen, wie beispielsweise der Zustimmung zu einem Beherrschungsvertrag. Sie machen sich hierbei im Wesentlichen Arbitrage-Möglichkeiten zwischen der angebotenen Abfindung nach IDW S1 und dem nach WpÜG ermittelten Übernahmepreis nebst Prämie zunutze.

Daher ist es im Umgang mit aktivistischen Aktionären wichtig, eigene mögliche Angriffspunkte zu analysieren, die veröffentlichten Zielerwartungen und die tatsächliche Zielerreichung zu vergleichen sowie den Dialog mit allen Aktionärsgruppen zu pflegen. Die Umfrage zeigt, dass sich über die Hälfte der Unternehmen besonders auf den Umgang mit aktivistischen Aktionären vorbereitet und damit die oben skizzierte Problemlage richtig einschätzt (siehe Abbildung 6). Offenbar führte die prominente Berichterstattung über dieses Thema in jüngerer Zeit zu einem stärkeren Fokus des Managements auf die Abwehr aktivistischer Aktionärsangriffe als auf eine weitergehende Übernahmevorbereitung.

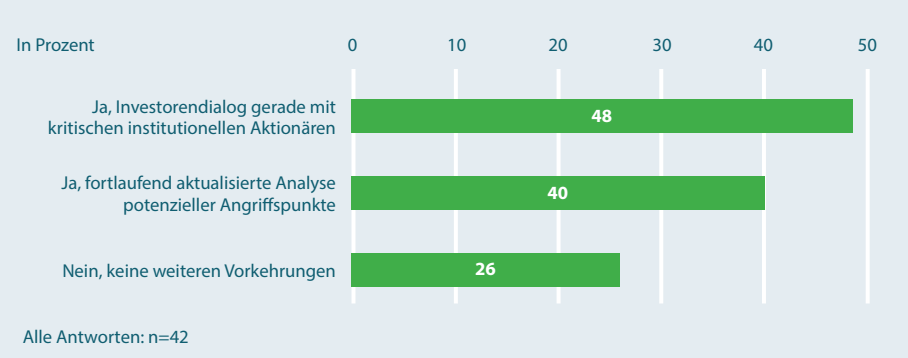

Abb. 6: Vorkehrungen zum Umgang mit aktivistischen Aktionären (Mehrfachnennungen möglich)

Fast die Hälfte der Umfrageteilnehmer führt den Dialog mit kritischen institutionellen Aktionären, und 40 Prozent erstellen fortlaufend eine Analyse potenzieller Angriffspunkte (etwa in der Geschäfts- und Kursentwicklung, der Corporate Governance und der Kommunikation). Allerdings scheut rund ein Viertel der Umfrageteilnehmer diesen Zusatzaufwand und gibt an, keine weiteren Vorkehrungen über die normale Vorbereitung zur Reaktion auf potenzielle Bieteransprachen im Übernahmefall hinaus getroffen zu haben. Dies betrifft zwei Drittel der SDAX-Unternehmen, was darauf hindeutet, dass es gerade in kleineren Unternehmen an den Ressourcen zur Implementierung der entsprechenden Maßnahmen und möglicherweise auch an der Erfahrung zur Prävention oder im Umgang mit aktivistischen Aktionären fehlt.

3.5. ÜBERNAHMEN ALS TEIL DER WACHSTUMSSTRATEGIE – DIE BIETERSICHT

Börsennotierte Unternehmen bereiten sich nicht nur auf ihre Rolle als potenzielle Zielgesellschaft vor, sondern betrachten die Akquisition von Unternehmen als festen Bestandteil ihrer Wachstumsstrategie. Die Mehrheit der Umfrageteilnehmer, nämlich zwei Drittel, strebt eine Mischung aus organischem und externem Wachstum an, nur etwas weniger als ein Drittel gibt an, primär organisch wachsen zu wollen.

Nach den konkreten Details der M&A-Strategie gefragt, gibt knapp ein Drittel der antwortenden Unternehmen an, private M&A-Transaktionen aufgrund der geringeren Publizitätswirkungen zu bevorzugen (siehe Abbildung 7).

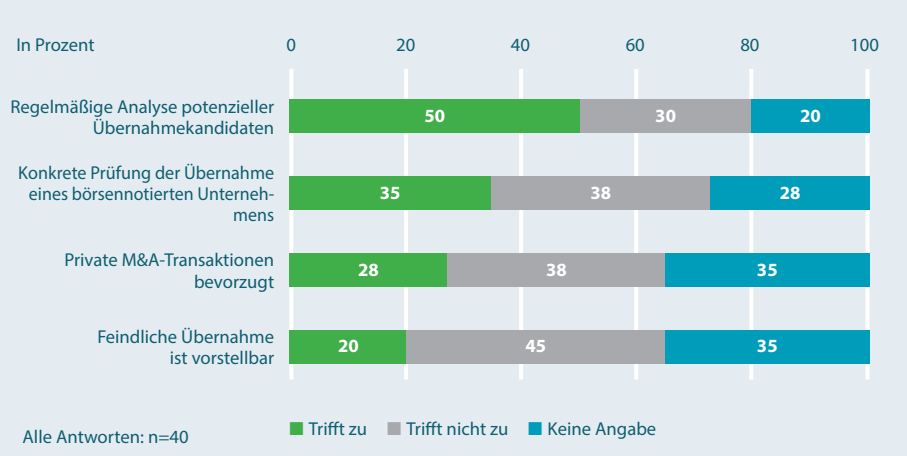

Abb. 7: Aspekte der M&A-Strategie

Zur Auswahl potenzieller Akquisitionsziele antwortet die Hälfte der Umfrageteilnehmer, regelmäßig mögliche Übernahmekandidaten zu analysieren. Etwas mehr als ein Drittel hat bereits konkret die Übernahme eines börsennotierten Unternehmens geprüft, und ein Fünftel kann sich sogar eine feindliche Übernahme vorstellen. Nur ein geringer Teil der Unternehmen gibt allerdings an, bei der Auswahl möglicher Übernahmekandidaten einen festen Anforderungskatalog zu haben.

Mehr als 60 Prozent der DAX-Unternehmen analysieren regelmäßig potenzielle Übernahmekandidaten und haben bereits die konkrete Übernahme eines börsennotierten Unternehmens geprüft. Am geringsten ausgeprägt ist die Übernahmeaffinität, sowohl was „private" als auch öffentliche Angebote angeht, bei den Unternehmen aus dem SDAX. Ein Drittel

der DAX-Unternehmen kann sich eine feindliche Übernahme vorstellen. Dies bestätigt die Annahme, dass eher große, global aufgestellte Unternehmen und Konzerne als Bieter auftreten und die mit einem Übernahmeangebot verbundene Öffentlichkeit nicht scheuen. Außerdem zeigt sich, dass für kleinere Unternehmen öffentliche Übernahmeangebote außerordentliche und transformierende Ereignisse darstellen, die sie daher deutlich weniger als große Unternehmen in ihrem strategischen Fokus haben. Dies gilt für ihre mögliche Rolle als Bieter und als Zielgesellschaft gleichermaßen.

Ein Vergleich mit den Aussagen zur Einschätzung der eigenen Übernahmewahrscheinlichkeit zeigt eine leichte Diskrepanz in Abhängigkeit davon, ob Aussagen als Bieter oder als potenzielles Ziel einer Übernahme getroffen werden (siehe auch S. 15 f.). Werden die Unternehmen als potenzielle Bieter befragt, geben immerhin über 50 Prozent an, regelmäßig geeignete Übernahmekandidaten zu analysieren. Sie sind also durchaus bereit, andere Unternehmen im Wege eines öffentlichen Übernahmeangebots zu erwerben. Demgegenüber sehen aber wiederum nahezu 75 Prozent der Umfrageteilnehmer die Übernahme des eigenen Unternehmens als unwahrscheinlich bzw. praktisch ausgeschlossen an.

Trotz globaler Märkte geben 80 Prozent der Umfrageteilnehmer ungeachtet ihrer Indexzugehörigkeit an, dass ihre potenziellen Übernahmeziele in Deutschland liegen (Mehrfachnennungen waren möglich). Nur etwas mehr als die Hälfte sieht diese in den sonstigen EU-Staaten, etwas mehr als ein Drittel in den USA, ein Fünftel in Großbritannien, in sonstigen Nicht-EU-Staaten oder in China. Internationaler aufgestellt sind die DAX-Unternehmen, deren potenzielle Übernahmeziele sich gleichmäßig über die verschiedenen Regionen verteilen, wobei sonstige EU-Staaten etwas überwiegen und sich nur noch 20 Prozent nach der Brexit-Entscheidung für Übernahmeziele in Großbritannien interessieren. Die Praxis zeigt gleichwohl, dass im Rahmen einer eingehenden Befassung mit potenziellen Bietern für das eigene Unternehmen und/oder als Bieter für konkurrierende Zielgesellschaften internationale Unternehmen sehr schnell in den Fokus kommen.

3.5.1. Vorbereitung auf ein öffentliches Übernahmeangebot

Erforderliche Informationen

Vor Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots wird sich der Bieter regelmäßig Informationen über die Zielgesellschaft beschaffen. Gerade bei börsennotierten Unternehmen wird diese Informationsbeschaffung durch zahlreiche kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten erleichtert, die zu einer umfassenden Transparenz über die Ertragslage der jeweiligen Zielgesellschaft führt.

Dennoch geben mehr als zwei Drittel der an der Umfrage teilnehmenden Unternehmen an, dass die Durchführung einer (limitierten) Due Diligence, die über die aus den Kapitalmarktpublizitätspflichten folgende Informationsbereitstellung hinausgeht, interne Mindestanforderung bei der Vorbereitung auf eine öffentliche Übernahme ist. Bei der Entscheidung hinsichtlich einer Due Diligence im Vorfeld der Transaktion haben viele Unternehmen inzwischen offenbar bei öffentlichen Übernahmen einen höheren Sorgfaltsmaßstab, der die gesetzlich vorgeschriebene öffentlich verfügbare Informationsgrundlage übersteigt.

Dass sich aber immerhin fast ein Drittel der Unternehmen ausschließlich auf öffentlich zugängliche Informationen verlassen würde, bestätigt die Angaben aus Abbildung 7 in Bezug auf feindliche Übernahmen. Bei einer feindlichen Übernahme ist die Durchführung einer Due

Diligence, die das Einverständnis und die Mitwirkung der Zielgesellschaft voraussetzt, nämlich faktisch ausgeschlossen.

Finanzierung des Übernahmeangebots

Die Vorbereitung einer öffentlichen Übernahme setzt die Verfügbarkeit entsprechender Finanzierungsmittel voraus, was sich auch in den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) widerspiegelt. Demnach hat jeder Bieter vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage sicherzustellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Zahlungsanspruchs der Aktionäre zur Verfügung stehen. Die entsprechende Bestätigung einer Bank bzw. eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens ist hierzu vorzulegen (siehe auch Teil 2, 6. Beitrag, S. 75 ff.)

60 Prozent der Umfrageteilnehmer nennen als notwendigen Bestandteil der Finanzierung einer potenziellen Übernahme ausreichende Cash-Bestände, aus denen zumindest ein Teil des Kaufpreises bestritten werden kann (Mehrfachnennungen möglich). Nahezu die Hälfte hat sich mit Kreditzusagen eines Bankenkonsortiums auf eine potenzielle Übernahme vorbereitet. Fast 40 Prozent der Umfrageteilnehmer, die sich als potenzielle Bieter sehen, haben bislang noch keine Finanzierungsmaßnahmen ergriffen. Diese Aussage kann dahingehend interpretiert werden, dass die Umfrageteilnehmer wegen ausreichender Cash-Bestände erst bei Konkretisierung einer Übernahmeabsicht die Notwendigkeit sehen, diese durch externe Finanzierungen sicherzustellen und so die für das Übernahmeangebot erforderliche Finanzierungsbestätigung einer Bank zeitnah zu erhalten.

Die aus Bietersicht in der Umfrage angegebene hohe Relevanz von Cash-Beständen bestätigt die Annahme, dass hohe Barmittel dritthöchster Treiber für Übernahmen sind (siehe auch S. 14). Jeweils die Hälfte der DAX- und der SDAX-Unternehmen haben, abgesehen von den Cash-Beständen, noch keine externen Finanzierungsvorkehrungen getroffen – also die größten und die kleinsten Unternehmen, die an der Umfrage teilgenommen haben.

Transaktionsabsicherung

Unternehmen, die ein Übernahmeangebot vorbereiten, treffen häufig bereits im Vorfeld unterschiedliche Vorkehrungen, um die Erfolgsaussichten der geplanten Transaktion zu erhöhen (siehe auch Teil 2, 2. Beitrag, S. 39 ff., 4. Beitrag, S. 56 ff.).

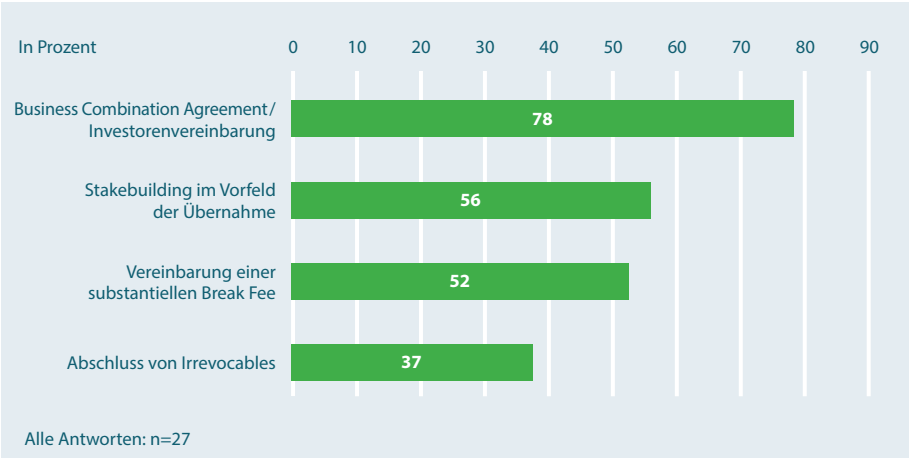

Abb. 8: Maßnahmen zur Erhöhung der Transaktionssicherheit (Mehrfachnennungen möglich)

78 Prozent der Unternehmen geben an, Wert auf den Abschluss eines Business Combination Agreement (BCA) bzw. einer Investorenvereinbarung zu legen (siehe Abbildung 8). Dieses Ergebnis ist unerwartet hoch, da im deutschen Übernahmemarkt in der Vergangenheit jedenfalls nicht regelmäßig derartige Vereinbarungen zur Transaktionsabsicherung getroffen wurden. In der Praxis ist allerdings davon auszugehen, dass Verhandlungen über den Abschluss eines BCA nicht immer der Öffentlichkeit bekannt werden, so dass der Marktüberblick an dieser Stelle unvollständig ist.

Zum Wunsch nach Abschluss eines BCA passt die Antwort der Umfrageteilnehmer zu Break Fees, die häufig im Rahmen eines BCA vereinbart werden. Mit der Vereinbarung einer Break Fee wollen die Parteien sich gegenseitig verpflichten, die Transaktion erfolgreich zu beenden und die für den erfolgreichen Abschluss notwendigen Maßnahmen zu ergreifen.

Die Detailanalyse der Umfrageergebnisse zeigt, dass die DAX-Unternehmen überdurchschnittlich häufig Gebrauch von den obigen Instrumenten zur Transaktionsabsicherung machen. Fast jedes DAX-Unternehmen würde ein BCA und eine substantielle Break Fee vereinbaren, die Hälfte Irrevocables , d.h. die unwiderrufliche Zusage der Aktionäre, ihre Aktien im Rahmen eines Übernahmeangebots einzureichen. Wesentlicher Grund hierfür dürfte unter anderem der intensivere Investorendialog in größeren Unternehmen sein, der den Abschluss von Irrevocables erleichtert.

Interessant ist, dass weiterhin der Aufbau einer ausreichend hohen Beteiligungsquote im Wege des Stakebuilding im Vorfeld der Übernahme von mehr als der Hälfte der Umfrageteilnehmer als wichtig erachtet wird, da dies ab einer Beteiligungsquote von drei Prozent meldepflichtig ist. Auch hat der Gesetzgeber das Fenster für einen versteckten Beteiligungsaufbau mittels derivativer Finanzinstrumente durch eine Ausweitung der Meldepflicht geschlossen. Um dennoch gesetzeskonform ein Stakebuilding betreiben zu können, führen die Unternehmen in der Praxis häufig Parallelgespräche mit einzelnen Blockaktionären, die dann idealerweise bei erfolgreichem Abschluss an einem oder zwei aufeinanderfolgenden Tagen zusammen im Wege des Überschreitens mehrerer Meldeschwellen veröffentlicht werden.

3.5.2. Übernahmehindernisse und Schwellenwerte

Investitionskontrollrechtliche Vorgaben

Bereits bei Vorbereitung einer Unternehmensübernahme muss der Bieter und idealerweise auch die Zielgesellschaft prüfen, ob für die Unternehmensübernahme die Durchführung eines regulatorischen Prüfverfahrens erforderlich ist. Zu nennen sind hier insbesondere kartellrechtliche Fusionskontrollverfahren, außenwirtschaftsrechtliche Genehmigungen sowie bei Erwerb von Finanzdienstleistungsinstituten die Durchführung sogenannter Inhaberkontrollverfahren.

Die kartellrechtliche Fusionskontrolle, mit der das Entstehen von wettbewerbsverzerrenden oder monopolistischen Strukturen verhindert werden soll, gibt es in zahlreichen Jurisdiktionen. Grenzüberschreitende Fusionen bedürfen zudem häufig der Genehmigung von Investitionskontrollbehörden. In Deutschland ist bei Akquisitionen von Nicht EU-/EFTA-Erwerbern für die außenwirtschaftsrechtliche Prüfung das Bundeswirtschaftsministerium zuständig. Hintergrund dieser Prüfverfahren sind Sicherheitsinteressen der Staaten mit dem Ziel, besonderes Knowhow und Technologien zu schützen. Einer außenwirtschaftsrechtli-

chen Prüfung unterliegen beispielsweise Unternehmensakquisitionen aus bestimmten Branchen im Bereich von Schlüsseltechnologien oder der Rüstungsindustrie (siehe auch Teil 2, 8. Beitrag, S. 89 ff.).

In welchem Ausmaß die Investitionskontrollen in den wesentlichen Märkten von den Umfrageteilnehmern als Hindernis bei grenzüberschreitenden Übernahmen empfunden werden, ist in Abbildung 9 dargestellt. Besonders schlecht schneiden die chinesischen Kapitalverkehrskontrollen ab, die von fast einem Fünftel der Umfrageteilnehmer als sehr hinderlich und von einem weiteren Drittel als hinderlich bezeichnet werden. Bei dieser Einschätzung liegt möglicherweise der Gedanke zu Grunde, dass chinesische Investoren derzeit häufig als Investoren im Ausland auftreten, der Erwerb chinesischer Unternehmen aufgrund erheblicher rechtlicher Hürden allerdings für deutsche Unternehmen sehr schwierig ist.

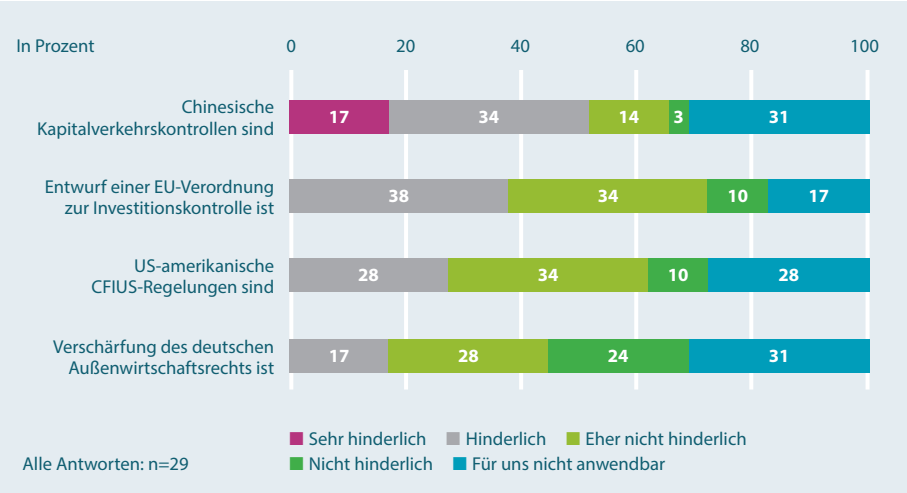

Abb. 9: Einschätzung unterschiedlicher Regimes von Investitionskontrollen

Diese fehlende Reziprozität bei Auslandsinvestitionen hat zu der Initiative einiger europäischer Länder (u.a. Deutschland und Frankreich) geführt, ein einheitliches Investitionsprüfungsverfahren auf europäischer Ebene zu fordern. Obwohl die im September 2017 daraufhin von der EU-Kommission vorgelegte Entwurfsfassung einer entsprechenden EU-Verordnung noch nicht in Kraft getreten ist, wird eine EU-weite außenwirtschaftsrechtliche Regulierung von fast 40 Prozent der Umfrageteilnehmer als hinderlich beurteilt. Gerade Deutschland ist eines der Länder, das gemeinsam mit Frankreich und Italien den Entwurf offiziell begrüßt hat. Diese politische Einschätzung wird offensichtlich von einem großen Teil der Umfrageteilnehmer nicht geteilt.

Dass hingegen die US-amerikanischen Interventionsmöglichkeiten des Committee on Foreign Investments in the United States (CFIUS) nur von nicht einmal einem Drittel als hinderlich eingestuft wurden, ist unerwartet. In der jüngsten Vergangenheit nimmt die Zahl der Kontrollverfahren durch CFIUS deutlich zu, und zuletzt hat US-Präsident Trump erneut eine geplante Akquisition untersagt (die Akquisition von Broadcom durch Qualcomm; im Dezember 2017 hatte der damalige US-Präsident Obama die Übernahme der deutschen Aixtron SE durch einen chinesischen Investor verboten). Es ist nicht zu erwarten, dass sich dieser Trend umkehren wird – die zunehmende Affinität insbesondere des US-Präsidenten Trump zu protektionistischen Maßnahmen lässt eher das Gegenteil erwarten.

Die Auswirkungen der Investitionskontrolle durch CFIUS wird offensichtlich von den Umfrageteilnehmern unterschätzt: Insbesondere dürfte nicht allgemein bekannt sein, dass CFIUS ein Prüfverfahren auf eigene Initiative einleiten kann, auch wenn nur ein Geschäftsbereich des in Deutschland ansässigen Unternehmens in den USA tätig ist.

Das deutsche Außenwirtschaftsrecht, das Mitte 2017 verschärft wurde, wird hingegen nur von knapp einem Fünftel als hinderlich gesehen und ist damit aus Sicht der Umfrageteilnehmer das am wenigsten problematische investitionskontrollrechtliche Verfahren.

Mindestannahmeschwellen und Integrationsmaßnahmen

Ziel einer jeden Übernahme ist der Erwerb eines zumindest hohen Anteilsbesitzes an dem anderen Unternehmen, um sich eine entsprechende Mehrheit bei wichtigen Entscheidungen in der Hauptversammlung des Unternehmens zu sichern. Viele Entscheidungen, beispielsweise die Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern, erfordern in der Hauptversammlung eine Mehrheit von 50 Prozent. Aufgrund niedriger Präsenzen sind dies häufig deutlich weniger als 50 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals. Andere Entscheidungen können per Sperrminorität verhindert werden.

Für wesentliche Strukturmaßnahmen mit dem Ziel der Integration des erworbenen Unternehmens sind hingegen Mehrheiten von mindestens 75 Prozent des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals notwendig (siehe auch Teil 2, 7. Beitrag, S. 80 ff.). Gleiches gilt für die Zustimmung zum Abschluss eines Beherrschungs- und ggf. Gewinnabführungsvertrags. Ob darüber hinaus Anteile am Unternehmen erworben werden sollen, hängt von den strategischen Motiven der Transaktion ab. Ein umwandlungsrechtlicher Squeeze-out der verbleibenden Aktionäre erfordert 90 Prozent; 95 Prozent der aktien- oder übernahmerechtliche Squeeze-out.

Vor dem Hintergrund der für Integrationsmaßnahmen erforderlichen Stimmrechtsanteile stellen viele Bieter ihr Übernahmeangebot unter die zulässige Bedingung des Erreichens einer Mindestannahmeschwelle (siehe auch Teil 2, 5. Beitrag, S. 63 ff.). Wird die gesetzte Mindestannahmeschwelle bis zum Ende der Annahmefrist nicht erreicht oder überschritten, gilt das insoweit bedingte Angebot als nicht vollzogen. Fast ein Fünftel der befragten potenziellen Bieter wollen zumindest 50 Prozent Anteilsbesitz erlangen und würden eine entsprechende Mindestannahmeschwelle in einem Übernahmeangebot vorsehen. Dazu passt, dass 25 Prozent hinsichtlich der angestrebten Integrationsmaßnahmen die Regeln für einen faktischen Konzern als ausreichend ansehen.

Fast ein Drittel strebt hingegen einen Erwerb von 75 Prozent und 35 Prozent sogar 90 Prozent des Grundkapitals der übernommenen Gesellschaft an, um sich die entsprechende Stimmrechtsmehrheit in der Hauptversammlung zu sichern. Eine perspektivische Integrationsmaßnahme, die nach Abschluss des Übernahmeverfahrens durchgeführt werden soll, ist für 70 Prozent der Umfrageteilnehmer der Abschluss eines Beherrschungs- und ggf. Gewinnabführungsvertrags mit der Zielgesellschaft. Mehr als die Hälfte will zu einem späteren Zeitpunkt einen 100-prozentigen Anteilsbesitz erreichen und die übrigen Aktionäre durch Aktienübertragung gegen Barabfindung ausschließen („Squeeze-out"). 15 Prozent der Umfrageteilnehmer geben an, dass eine Mindestannahmeschwelle keine Grundvoraussetzung für ein Übernahmeangebot ist (Mehrfachnennungen möglich).

Der Wunsch, 90 Prozent des Anteilsbesitzes im Rahmen einer öffentlichen Übernahme zu erreichen, ist nachvollziehbar, aber zumeist in der Praxis nicht umsetzbar, gerade bei großen

Unternehmen mit hohem Streubesitz. Dennoch verfolgt ein Drittel der DAX-Unternehmen dieses Ziel. Alle DAX-Unternehmen haben darüber hinaus angegeben, das Angebot durch eine Mindestannahmeschwelle abzusichern, während hingegen 40 Prozent der SDAX-Unternehmen darauf verzichten wollen.

Die Tatsache, dass es gerade in jüngster Zeit zum Erreichen der Schwellenwerte beispielsweise für einen Squeeze-out der letzten ausstehenden Aktionäre zu einem „Preispoker" mit (häufig aktivistischen) Aktionären kommt, die sich angesichts der anstehenden Integrationsmaßnahmen nach der Übernahme kurzfristig mit Aktien eingedeckt haben, kann ein faktisches Integrationshindernis darstellen. Allerdings bedarf es hier insbesondere mit Blick auf den angedachten Minderheitenschutz einer dezidierten Auseinandersetzung mit der Thematik, insbesondere ob es insoweit ergänzenden Regelungsbedarf durch den Gesetzgeber gibt.

3.6. ROLLE DER BERATER

Sowohl als potenzielle Zielgesellschaft als auch als Bieter vertrauen die Unternehmen in den verschiedenen Phasen des Übernahmeprozesses auf die Expertise externer Berater. Je nach Prozessphase und Zugehörigkeit zu einem bestimmten Index schätzen sie die Wichtigkeit der jeweiligen Berater unterschiedlich hoch ein.

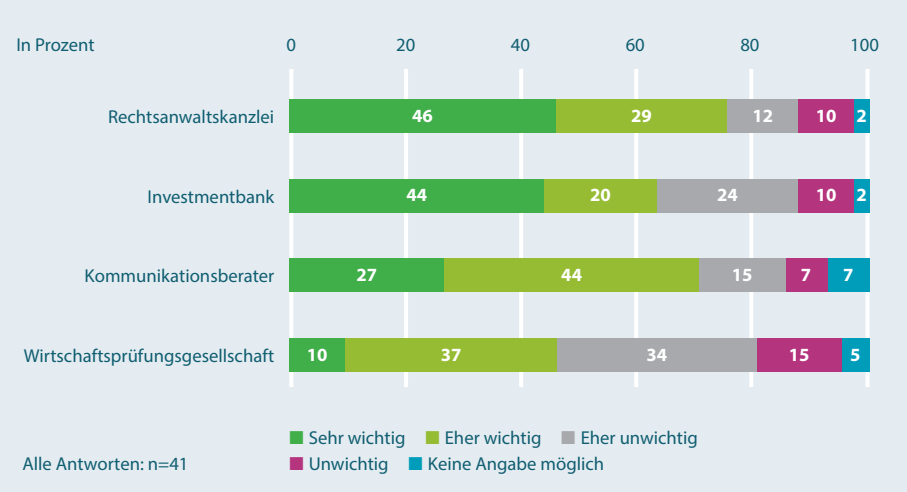

Abb. 10: Frühzeitige „Reservierung" eines Beraterangebots

Im Rahmen von Vorbereitungshandlungen auf potenzielle Übernahmeversuche hält es fast die Hälfte der Unternehmen für sehr wichtig, frühzeitig eine Rechtsanwaltskanzlei und eine Investmentbank für den Fall der Fälle „reserviert" zu haben, um dann schnell auf deren Expertise zurückgreifen zu können. Für etwas weniger wichtig werden Wirtschaftsprüfungsgesellschaften gehalten. Sich frühzeitig der Beratung einer Kommunikationsagentur zu versichern, hält hingegen nur ein Viertel der Umfrageteilnehmer für sehr wichtig. Dies deutet darauf hin, dass die Bedeutung einer professionell begleiteten Kommunikationsstrategie und deren zeitnahe Umsetzung tendenziell unterschätzt werden.

Faktisch zwingend notwendig ist die Einschaltung eines externen Beraters bei der Fairness Opinion, die mit 90 Prozent fast alle Umfrageteilnehmer einholen würden, um sich die Bewertung des eigenen Unternehmens bestätigen zu lassen. Im Zusammenhang mit

der Vorbereitung der gesetzlich verpflichtenden Stellungnahme durch Vorstand und Aufsichtsrat, die die Organe getrennt oder gemeinsam abgeben können, hat sich die Einholung einer externen Fairness Opinion zur Beurteilung der Angemessenheit des Angebotspreises im Markt fest etabliert (siehe auch Teil 2, 3. Beitrag, S. 50 ff.). Fast zwei Drittel der Befragten reicht eine Fairness Opinion für Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam, während ein Drittel zwei Fairness Opinions getrennt für Vorstand und Aufsichtsrat in Auftrag geben würde. Es bestätigt sich auch, dass der Trend zu einer gesonderten Fairness Opinion für den Aufsichtsrat gerade bei den größeren Unternehmen festzustellen ist: Die Hälfte der DAX-Unternehmen würde zwei getrennte Fairness Opinions im Übernahmefall zur Vorbereitung der Stellungnahme zum Übernahmeangebot einholen.

Fast 60 Prozent der Unternehmen würden mit der Fairness Opinion eine Investmentbank beauftragen, ein Drittel eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und nur jedes Zehnte eine unabhängige Beratungsboutique (Mehrfachnennungen waren möglich). Diese Angaben relativieren sich bei der Analyse der Indexzugehörigkeit. Gerade die SDAX- und TecDAX-Unternehmen würden eher einen Wirtschaftsprüfer beauftragen, während vier Fünftel der DAX-Unternehmen eine Investmentbank bevorzugen.

Als Bieter würden die Umfrageteilnehmer bei einer potenziellen Übernahme zu 100 Prozent auf die Expertise einer Rechtsanwaltskanzlei, 90 Prozent auf eine Investmentbank, 63 Prozent auf eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und 43 Prozent auf einen Kommunikationsberater zurückgreifen (Mehrfachnennungen waren möglich). Dass bei den obigen Dienstleistern von den Umfrageteilnehmern am wenigstens Kommunikationsberater genannt werden, zeigt, dass im Übernahmekontext Kommunikationsfragen tendenziell von den Unternehmen als weniger wichtig eingeschätzt werden. Da den Umfrageteilnehmern in der Vergangenheit gerade von Investmentbanken mögliche Übernahmeziele vorgestellt wurden (84 Prozent), gefolgt von M&A-Beratern (49 Prozent), werden diese als deutlich wichtiger eingeschätzt.

2. TEIL – EMPFEHLUNGEN AUS DER RECHTSPRAXIS

1. Die Verteidigungsbereitschaft eines börsennotierten Unternehmens als Vorstandsaufgabe

Dr. Lutz Krämer
White & Case LLP

Dr. Alexander Kiefner
White & Case LLP

Unternehmensübernahmen und aggressiv vorgetragene öffentliche Angriffe aktivistischer Aktionäre auf den Vorstand oder den Aufsichtsrat renommierter börsennotierter Gesellschaften sind auch in Deutschland in den letzten Jahren salonfähig geworden. Feindliche Übernahmen und mitunter persönlich geprägte Angriffe auf langjährige Vorstandsvorsitzende werden nicht mehr despektierlich beäugt, sondern von institutionellen Investoren häufig unter dem Gesichtspunkt kurzfristiger Kurschancen eher sympathisierend begleitet.

In diesem Umfeld erwächst für den Vorstand die permanente Aufgabe, sich möglicher strategischer Erwerber erwehren zu können ebenso wie gegenüber Finanzinvestoren und Angriffen aktivistischer Aktionäre gewappnet zu sein. Aufgrund der durch (Online-)Medien möglichen begleitenden Pressekampagnen wird der Reaktionszeitraum auf mögliche Angriffe für den Vorstand beständig kürzer. Sowohl Aktionäre als auch andere Stakeholder, wie Kunden, Lieferanten, die eigenen Mitarbeiter und die je nach Unternehmenssektor bedeutenden politischen Akteure insbesondere auf der Arbeitnehmerseite, gewinnen in den ersten 48 Stunden einen zumeist kaum noch reversiblen Eindruck von der „Defense-Readiness“ und „Preparedness“ des Vorstands gegenüber Bietern und/oder aktivistischen Aktionären.

Sowohl die erfolgreichen als auch die prominent gescheiterten Übernahmen der letzten Jahre haben gezeigt, dass die vormals sowohl von Anwaltskanzleien als auch Investmentbanken erstellten umfangreichen „Verteidigungshandbücher“ nur sehr bedingt eine zeitnahe, informierte und unter taktischen Aspekten ausreichend flexible Reaktion gewährleisten. Nachfolgend werden daher zunächst erfolgversprechende Vorbereitungsmaßnahmen auf eine überraschende Ansprache durch potenzielle Bieter erörtert, um dann in einem zweiten Schritt auf die Vorbereitung auf aktivistische Aktionäre, deren Kampagnen je nach Zielrichtung und Aufstellung ebenfalls in einem Übernahmeangebot münden oder auf ein Übernahmeangebot folgen können, einzugehen (dazu unter 1.4.).

1.1. KERNBESTAND DER VERTEIDIGUNGSBEREITSCHAFT

Essenziell für jede Verteidigungsbereitschaft ist zunächst die Etablierung eines Core Defense-Teams, das alle Kompetenzen für die sachgerechte Analyse eines Angebots, dessen Bewertung inklusive strategischer Alternativen sowie die angemessene interne und externe Kommunikation gewährleistet. Typischerweise sind daher die Abteilungen Strategie, Finanzen, Investor Relations, Recht, Kommunikation/Presse und Controlling mit jeweils mindestens einer Person eingebunden. Es ist darüber hinaus dringend zu empfehlen, auch die wichtigsten externen Berater, insbesondere eine Investmentbank, Rechtsberater sowie eine Kommunikationsagentur im „Standby-Modus" vorzuhalten. Dies gewährleistet nicht nur deutlich günstigere Konditionen im Verteidigungsfall als dies bei einer – unnötige Ressourcen zur Unzeit bindenden – Ad hoc-Mandatierung möglich ist. Der Vorstand schneidet sich sonst gerade in der wichtigen Orientierungsphase die Möglichkeit eines objektiven Soundings mit eingearbeiteten Beratern bezüglich der Vorbereitung auf und des Verhaltens während der ersten Gespräche ab. Bei der Auswahl der Investmentbank leistet die Kontrollfrage gute Dienste, wen die Gesellschaft ungern auf Bieterseite sehen würde. Schließlich sollte auch der Aufsichtsrat bereits in Grundzügen über den Ablauf sowie die Pflichtenbindungen von Vorstand und Aufsichtsrat während einer Unternehmensübernahme informiert sein. Dazu gehört weiterhin die Etablierung eines begleitenden Transaktionsausschusses zur schnellen Reaktion auf Aufsichtsratsebene.

1.1.1. Szenarien und Gesprächsvorbereitung

Eine gute und praxisnahe Vorbereitung setzt zunächst bei den verschiedenen Szenarien einer möglichen Ansprache an: Hierbei ist weniger entscheidend, ob sich ein Finanzinvestor, ein „Club" von Finanzinvestoren oder ein strategischer Wettbewerber an den Vorstand wendet. Wichtiger für die richtige Reaktion und eine angemessene Gesprächsvorbereitung ist die Fähigkeit zur Einordnung der Gesprächsaufnahme durch den prospektiven Bieter, die üblicherweise in einen „testing the waters"-Ansatz, eine freundliche vorbereitete Offerte oder ein feindliches Angebot mit üblicherweise sehr kurzer Vorlaufzeit vor dem (angedrohten) Announcement – sogenannter „bear hug" – unterteilt wird. Während der Vorstand in den ersten beiden Szenarien grundsätzlich die Kontrolle über Inhalt, Fortgang der Gespräche und vor allem die Zeitschiene behalten kann, sind im letzteren Fall eine sehr schnelle Bewertung des Bieters notwendig sowie das Angebot, seine Wahrscheinlichkeit und die etwaigen Folgen eines erfolgreichen Abwehrkampfes zu evaluieren.

Für die ersten beiden Szenarien eines grundsätzlich freundlichen Angebots sollte im Vorfeld jedenfalls abstrakt bereits geprüft und bewertet worden sein, ab wann die Zielgesellschaft eine Selbstbefreiung von der Ad hoc-Publizität und damit grundsätzlich eine Insiderinformation als gegeben ansieht. Auch wenn naturgemäß für eine abschließende Bewertung die genauen Sachverhaltsumstände bekannt sein müssen, zeigt sich, dass eine grundsätzliche Befassung mit dieser Materie und eine Matrix mit den aus Sicht der Zielgesellschaft wichtigen Kriterien für eine Überschreitung der 50 Prozent-Wahrscheinlichkeit gerade in der anfänglichen Stressphase gute Dienste leistet. Es empfiehlt sich daher auch, die Einschätzung in den Szenarien „testing the waters" sowie „freundliches Angebot" vorab sowohl intern als auch mit den Beratern abzustimmen, um die spätere konkrete Bewertung auf die neuen und unvorhersehbaren Entscheidungskriterien beschränken zu können.

Im Falle eines „bear hug" oder einer direkten feindlichen Übernahme ohne Voransprache wird sich dagegen zeigen, wie gut die bisherige Kapitalmarktkommunikation und wie konsequent der für diesen Fall geplante externe Kommunikationsfluss vorbereitet ist. Dazu gehört, dass sämtliche Stakeholder durch spezifisch auf sie abgestimmte Botschaf-

ten unverzüglich angesprochen werden können und der Vorstand zuvor selbstkritisch die eigenen strategischen oder finanziellen Schwächen des Unternehmens analysiert hat. Auf dieser Basis können die Erfolgsaussichten eines – auch – feindlichen Angebots und vor allen Dingen auch dessen Schwächen sehr zügig bewerten werden.

1.1.2. Gesprächsleitlinien und „Scripts“

Es empfiehlt sich darüber hinaus dringend, dass alle Vorstandsmitglieder einen Gesprächsleitfaden mit Grundsätzen für die Gesprächsführung nicht nur griffbereit vorhalten, sondern die Szenarien mindestens einmal „durchgespielt“ haben. Die Erfahrung zeigt, dass es selbst für erfahrene Vorstandsvorsitzende schwer ist, bei einem überraschenden Anruf mit der möglichen Folge eines Übernahmeangebots ruhig und professionell zu bleiben sowie von dem Gesprächspartner so viel Informationen wie möglich zu erhalten, ohne selbst irgendwelche Zusagen oder Vorfestlegungen zu treffen. Gerade gegenüber internationalen Finanzinvestoren oder strategischen Bietern ist es darüber hinaus erforderlich, dass sich der Vorstand seiner treuhänderischen Funktion den Aktionären gegenüber bewusst ist und sich in dieser ungewohnten Stresssituation entsprechend verhält. Knappe Zusammenfassungen der Dos and Don’ts für das Erstgespräch haben sich jedenfalls in potenziell akuten Übernahmezeiträumen als ständig „in der Brusttasche“ mitzuführende Unterlage bewährt. Sogenannte „Call Sheets“ sind empfehlenswert, auf denen der Name des Bieters, das etwaige Angebotsvolumen, die Art der beabsichtigten Finanzierung und möglicherweise auch ein bereits angedachtes Timing des Angebots festgehalten werden, werden die wesentlichen Details doch in der Hektik des unerprobten Erstkontakts nur allzu oft vergessen.

Ergebnis aus der Umfrage:

Fast die Hälfte der Umfrageteilnehmer bewertet die Vorbereitung einer Liste mit konkreten Kriterien für die Beurteilung wahrscheinlicher Übernahmeinteressenten als (eher) unwichtig.

1.1.3. Ablaufplan für die ersten 48 Stunden

Die zumeist mit viel Liebe zum Detail vorbereiteten Ablaufpläne sind für den Informationsfluss im Unternehmen wichtig, wenngleich in den Einzelschritten im Ernstfall häufig theoretischer Natur: Je nach Ansprache entweder des CEO, eines anderen Vorstandsmitglieds oder auch des Vorsitzenden des Aufsichtsrats ist zunächst die Information des Gesamtvorstands sowie des Core Defense-Teams zu veranlassen. Ob und inwieweit der Aufsichtsrat und weitere Teammitglieder einbezogen werden, hängt sodann vom ersten Eindruck der Ernsthaftigkeit sowie der Evaluierung des potenziellen Angebots durch den Vorstand ab. Neben den Call Sheets, den grundsätzlichen Verhaltensweisen beim Erstgespräch sowie den Dos and Don’ts hat sich darüber hinaus ein detaillierter Ablaufplan für die ersten 48 Stunden nach einer Ansprache als erforderlich und unabdingbar erwiesen. Dieser Detailplan sollte mit großer Sorgfalt und möglichst umfassenden Agendapunkten versehen werden, damit im Stressszenario eine Checkliste zur Verfügung steht. Als Anlage zu diesem Ablaufplan empfehlen sich möglichst detaillierte Entwürfe für Pressemitteilungen, Ad hoc-Mitteilungen sowie Schreiben an die Aufsichtsratsmitglieder, die Belegschaft, Kunden, Lieferanten und politische Akteure (Oberbürgermeister am Hauptsitz, Gewerkschaftsvertreter, Landesregierung etc.). Diese Anlagen sollten jeweils in deutscher und englischer Sprache vorliegen, so dass sie im Ernstfall umgehend an die konkrete Situation angepasst werden können und bilingual versandfähig sind.

1.2. "DEFENSE READINESS": BUSINESSPLANVARIANTEN UND DETAILLIERTE EQUITY STORY

Eine profunde Verteidigungsbereitschaft unterscheidet sich von einer lediglich organisatorisch gut vorbereiteten Reaktionsbereitschaft im Wesentlichen dadurch, dass über die rein formalen Prozesse hinaus wahrscheinliche strategische Bieter und potenziell interessierte Finanzinvestoren analysiert und naheliegende Übernahmekonzepte bereits auf ihre Attraktivität für die eigene Aktionärsbasis geprüft worden sind.

1.2.1. Die Investoren-„Heat map"

Hierzu gehört im ersten Zugriff eine jeweils aktuelle sogenannte „Heat map", in der Investor Relations die jeweiligen Einstiegskurse der institutionellen Aktionärsbasis nachhält und dadurch für diverse Übernahmeprämien von zum Beispiel 25 Prozent, 30 Prozent oder 35 Prozent die jeweilige Abgabebereitschaft der Aktionäre aufgrund deren jeweiligen Investorenprofils beurteilen kann.

1.2.2. Wunsch- und Giftlisten

Des Weiteren sollten wesentliche Wettbewerber in Bezug auf deren „finanzielle Firepower" und das mögliche Synergiepotenzial im Falle einer Übernahme jedenfalls in Umrissen analysiert sein. Hierzu ist es erforderlich und bei konzentrierter Erstellung auch innerhalb weniger Tage möglich, im Rahmen einer sogenannten „Giftliste" die Schwachstellen der eigenen Equity Story bzw. die Verfehlung avisierter Ziele aufzulisten und entsprechende Angriffspunkte mit den bestmöglichen Reaktionsmöglichkeiten aufzulisten. Darüber hinaus sollte ein Aktionsplan vorliegen, der konkrete beschleunigte Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzstruktur, die anspruchsvollere Anforderungen an die externe Kommunikation etc. enthält.

Schließlich sollte im Rahmen einer sogenannten „Wunschliste" das Mindestmaß an Vereinbarungen mit einem potenziellen Übernehmer aufgelistet sein, das aus Sicht des Vorstands als Voraussetzung für einen positiv zu votierenden Zusammenschluss unabdingbar erscheint (Headquarter, Bewahrung von Standorten, Bewahrung von Brands und High-Tech-Arbeitsplätzen, Zuständigkeit für Geschäftsbereiche, Corporate Governance-Themen etc.).

Ergebnis aus der Umfrage:

Zwei Drittel der Umfrageteilnehmer hat noch keine Wunschliste mit unverhandelbaren Punkten oder eine Liste „akzeptabler" Bieter erstellt und plant dies auch nicht.

1.2.3. Akquisitionen und „Ordinary Course of Business"

Gerade in Sektoren mit hoher Akquisitionsdichte und Tendenzen zur Marktkonsolidierung ist es ratsam, dass der Vorstand eine Liste mit potenziellen Akquisitionszielen vorhält und diese möglichen Zielunternehmen nachweislich in Bezug auf deren strategischen Fit, die angemessene Unternehmensbewertung sowie regionale Erwägungen im Rahmen einer Vorstandsbefassung analysiert hat und diese Vorstandsbefassung dokumentiert wird.

Im Falle einer Bieteransprache ist es dem Vorstand dann rechtlich möglich, diese Projekte im Rahmen des „ordinary course of business", also des üblichen Geschäftsgangs weiter zu betreiben, ohne sich dem Vorwurf unzulässiger „frustrierender Maßnahmen" ausgesetzt zu sehen. Es empfiehlt sich darüber hinaus, einem für M&A-Transaktionen zuständigen Ausschuss des Aufsichtsrats zumindest die grundsätzliche Prüfung dieser Akquisitionsziele zu schildern und auch dies zu dokumentieren, um insoweit im Bedarfsfall auch den Aufsichtsrat auf Seiten des Vorstands zu wissen.

Solche Akquisitionsprojekte haben darüber hinaus den Vorteil, im Falle eines für die eigenen Aktionäre attraktiven Angebots und einer dementsprechend wenig aussichtsreichen value defense darauf bestehen zu können, für gewisse Unternehmensbereiche die unternehmerische Führung und Vertretung im zukünftigen Holding-Vorstand nach der Übernahme zu erhalten: Kann im Rahmen einer laufenden Übernahme auf den Verhandlungsabbruch eines – unter Umständen auch erst seit wenigen Wochen verfolgten – Akquisitionsziels hingewiesen werden, erhöht sich hierdurch die Verhandlungsmacht des Vorstands der Zielgesellschaft.

Vor Veröffentlichung der Stellungnahme nach § 27 WpÜG ist ohnedies sehr genau zu überlegen, an welche Zugeständnisse eine grundsätzliche Unterstützung eines Angebots durch Vorstand und Aufsichtsrat zu knüpfen ist. Nach der Übernahme der Stada Arzneimittel AG ist für eine erfolgreiche Übernahme in Deutschland jedenfalls bei angestrebter Überschreitung der 75 Prozent-Schwelle eine positive Stellungnahme nahezu zwingende Voraussetzung und damit ein geeigneter Hebel für den Vorstand der Zielgesellschaft gerade auch gegenüber grundsätzlich attraktiven Übernahmeangeboten. Schließlich hat die intensive Befassung mit möglichen Akquisitionszielen und deren Profitabilität im Vergleich zu den eigenen Unternehmensbereichen den nützlichen Nebeneffekt, die bestmögliche Reaktion auf ein überraschendes Angebot zu erleichtern und zu beschleunigen.

1.3. DIE KÜR: WHITE KNIGHTS UND VORBEREITUNG EINES BUSINESS COMBINATION AGREEMENTS

1.3.1. Die rechtzeitige Identifikation möglicher White Knights

Nur sehr wenige Unternehmen befassen sich im Rahmen einer Übernahmeprophylaxe mit der Identifizierung möglicher White Knights, insbesondere in Phasen hoher Aktienkurse. Dies hat zur Folge, dass jedenfalls im deutschen Übernahmemarkt – soweit ersichtlich – bisher noch nie ein von einer Zielgesellschaft kontaktierter White Knight ein Übernahmeangebot verhindert oder an dessen Stelle durchgeführt hat. Es werden durchaus entsprechende Gespräche von Zielgesellschaften und deren Beratern geführt. Auch kann davon ausgegangen werden, dass die Suche nach einem White Knight jedenfalls in den wenigen Fällen der Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung durch die Zielgesellschaft während der Angebotsfrist ursächlich war, da dies zur gesetzlichen Verlängerung der Angebotsfrist auf zehn Wochen gemäß § 16 Abs. 3 WpÜG führt und damit der Zielgesellschaft zeitlich Luft bei der Suche nach einem „besseren" Bieter verschafft. Abgesehen davon, dass in den bisherigen wenigen Fällen der Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung (Hawesko AG und Pfeiffer Vacuum Technology AG) diese von der Zielgesellschaft wieder abgesagt worden sind, reicht die Zeit zur Identifizierung, Ansprache und Abstimmung möglicher Investitionsvoraussetzungen mit einem White Knight in der Regel nicht aus, um einen bis zu diesem Zeitpunkt unbeteiligten Dritten zur Übernahme

einer Sperrminorität oder einer noch größeren Beteiligung zu bewegen. Neben dem zu diesem Zeitpunkt bereits signifikant gestiegenen Aktienkurs, der dem White Knight künftige Kursphantasie raubt, sind die wenigsten strategischen Bieter daran interessiert, zur Verteidigung einer Zielgesellschaft in einen bereits öffentlichkeitswirksam geführten Übernahmekampf einzutreten. Um überhaupt erfolgreich einen „genehmeren" Großaktionär oder Übernehmer gewinnen zu können, ist im Übernahmeszenario daher die genaue Kenntnis potenzieller Interessenten mit entsprechenden finanziellen Möglichkeiten und ein zuvor etablierter Gesprächskanal erforderlich.

Ergebnis aus der Umfrage:

Eine Liste möglicher Ankerinvestoren sehen alle SDAX-Unternehmen als sehr wichtig bzw. eher wichtig an, während es im DAX nur 45 Prozent sind.

1.3.2. Der Entwurf eines Business Combination Agreements

Die Identifikation und mögliche Ansprache von White Knights legt die erfolgreiche Abwehr eines Übernahmeversuchs weitgehend in die Hände Dritter. Die Abwehr ist dann nicht mehr unter der alleinigen Kontrolle des Vorstands. Zusätzlich kann die Zielgesellschaft aus eigener Kraft etwas sehr Sinnvolles tun, das die bestmögliche Vertretung ihrer eigenen Interessen im Übernahmefall garantiert: Die Erfahrung hat gezeigt, dass die Erstellung eines Business Combination Agreement (BCA) „am grünen Tisch" mit Blick auf wahrscheinliche strategische Erwerber die Gewähr bietet, sämtliche für die Zielgesellschaft bedeutsamen Aspekte zu dokumentieren und im Sinne eines „Menüansatzes" auszuformulieren. Ein solcher Entwurf mit ca. 30 bis 40 Seiten verbessert die Reaktionsgeschwindigkeit und die Argumentationskraft insbesondere im Stressszenario einer feindlichen Ansprache beträchtlich: Das Defense-Team und der Vorstand der Zielgesellschaft „vergessen" keine wesentlichen Punkte; sie können diese deutlich besser gewichten und sich bei der stets notwendigen Informationsermittlung auf deutlich weniger Aspekte beschränken, als dies ohne diese präzise Vorbereitung der Fall wäre. Darüber hinaus bietet die umfassende materielle Vorbereitung des Entwurfs eines BCA den Vorteil, sowohl gegenüber dem Bieter als auch gegenüber den eigenen (institutionellen) Investoren und Stakeholdern, die die Reaktion und Argumentation der Zielgesellschaft sehr genau registrieren, ein professionelles Bild in Bezug auf Inhalt und Priorisierung der wesentlichen Themen zu gewährleisten.

Die Erfahrung zeigt, dass erfahrene Berater gemeinsam mit dem Core Defense-Team einer Zielgesellschaft binnen weniger Tage in der Lage sind, einen relativ vollständigen Entwurf eines BCA zu erstellen. Die hierdurch erreichte qualitative Verbesserung bei der Absicherung der Position der Gesellschaft und nicht zuletzt die psychologische Entlastung der Handelnden in der Übernahmesituation wiegen die überschaubaren Kosten für diese intensive inhaltliche Vorbereitung um ein Vielfaches auf. Dies gilt insbesondere angesichts der Tatsache, dass allein die Kosten für die Finanzberater einschließlich der Finanzkommunikation je nach Volumen und Dauer eines Übernahmeverfahrens regelmäßig im hohen einstelligen Millionenbereich oder auch weit darüber liegen können. Schließlich erleichtert ein am „grünen Tisch" erstelltes Draft BCA sachgerechte Business Judgement-Entscheidungen, weil unvermeidbare Konzessionen und Kompromisse stets an einer selbst erstellten Vorlage „gebenchmarkt" werden können.

Aus Sicht der prospektiven Zielgesellschaft kann daher nicht genug für diesen zusätzlichen Baustein der Übernahmevorbereitung geworben werden.

1.4. BESONDERHEITEN DER REAKTION AUF AKTIVISTISCHE AKTIONÄRE

Ein gleichsam positiver Nebeneffekt einer inhaltlich umfassenden Vorbereitung auf mögliche Unternehmensübernahmen ist, dass den inzwischen auch in Deutschland verbreiteten Angriffen aktivistischer Aktionäre professionell begegnet werden kann. Für eine im Einzelfall adäquate Reaktion ist es zunächst wichtig, die Ratio des Einstiegs aktivistischer Aktionäre zu kennen und ihre Investmentphilosophie sowie ihr Angriffsziel frühzeitig zu identifizieren. In aller Regel haben aktivistische Aktionäre und Fonds kein Interesse an einer Übernahme und wollen ein lediglich überschaubares Investitionsvolumen einsetzen, um von einer angenommenen Unterbewertung oder einer behaupteten Überkapitalisierung – möglichst durch Mobilisierung anderer Shareholder – kurzfristig zu profitieren.

1.4.1. Typische Angriffsziele und Themen aktivistischer Aktionäre

Hauptthemen aktivistischer Aktionäre sind

- Corporate Governance-getriebene Angriffe, wie zum Beispiel behauptete Underperformance des Vorstands oder einzelner Vorstandsmitglieder, Schwächen in der Zusammensetzung von Aufsichtsorganen etc.,
- strategische Gegenvorschläge (Spin-Offs oder umfangreiche Portfolioveräußerungen und -umschichtungen, umfassende Kostensenkungsmaßnahmen),
- kurzfristige finanzielle Maßnahmen zugunsten der Aktionäre (Forderungen nach Aktienrückkäufen oder deutlicher Erhöhung des Leverage im Falle behaupteter Überkapitalisierung etc.) oder auch
- sogenannte event-driven Beteiligungen wie die Opposition gegen größere Unternehmensakquisitionen.

1.4.2. Prävention

Eine erfolgversprechende Prävention gegen derartige Angriffe ist ein ständiges Monitoring der eigenen Unternehmensperformance, der Finanzierungsstrategie sowie die beständige Diskussion mit den Aktionären über die eigene Corporate Governance. Ähnlich der „Giftliste“ zur Verteidigung gegen Unternehmensübernahmen ist es empfehlenswert, dass die Bereiche Unternehmenskommunikation und Investor Relations stets eine Liste mit kritischen Punkten vorhalten, die von Aktionären vorgebracht werden oder die Unternehmensinsider aufgrund der aktuellen Unternehmensentwicklung als Schwächen benennen.

1.4.3. Analyse der Vorgehensweise und Reaktion

Nach einem ersten Einstieg/Stakebuilding eines aktivistischen Aktionärs sollte mit Hilfe von qualifizierten Beratern zunächst analysiert werden, ob der betreffende Aktivist in der Vergangenheit eher für eine moderate Vorgehensweise mit Hilfe nichtöffentlicher Ansprache der Unternehmensorgane stand oder einen aggressiven bzw. feindlichen Ansatz durch den Launch von Pressekampagnen und persönlicher Angriffe gegen Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder gewählt hat. Da nicht selten Sitz(e) im Aufsichtsrat der Gesellschaft gefordert werden, sollte insbesondere auch bei ungeplanten Mandatsniederlegungen auf Anteilseignerseite für eine qualifizierte und zeitnahe Besetzung der vakanten Position im Wege der gerichtlichen Bestellung Sorge getragen werden.

Nach dem ersten Investment eines aktivistischen Aktionärs sollte eine interne „Task Force" gebildet werden, die insbesondere die Presse- und IR–Dokumente in Bezug auf Angriffspunkte analysiert und nach Reaktionsmöglichkeiten sucht, wobei Inkonsistenzen nach Möglichkeit zu vermeiden sind. Des Weiteren empfiehlt sich eine kritische Analyse der Vorschläge der Aktivisten und ein möglichst unparteiisches Benchmarking gegenüber der eigenen Performance. Im Dialog mit der Investoren-Community sollte darüber hinaus geprüft werden, ob und ggfs. welche Unterstützung der Aktivist bei anderen institutionellen Aktionären für seine Position hat oder wahrscheinlich erreichen wird.

1.4.4. Prüfung der Dialogbereitschaft

Mit entsprechender Vorbereitung empfiehlt sich auch der direkte Dialog mit aktivistischen Aktionären, wobei stets berücksichtigt werden sollte, dass aus diesen Gesprächen – möglicherweise auch falsch – zitiert bzw. Leaks an die Presse gegeben werden. Schließlich sollte die Gesellschaft mit Hilfe ihrer Berater abschätzen, welche Bereitschaft auf Seiten des aktivistischen Aktionärs besteht, über eine öffentliche Präsentation seiner Argumente hinaus eine Vertretung im Aufsichtsrat und tiefgreifende Strategieänderungen, wie zum Beispiel Spin-offs oder umfangreiche Aktienrückkäufe, zu erstreiten.

Wie schon bei der sogenannten value defense gegenüber einem Übernahmeangebot ist auch gegenüber aktivistischen Aktionären neben aller PR- und IR-Arbeit der Fokus auf die Erfüllung der eigenen Unternehmensziele und eine nach Möglichkeit klare Zielerfüllung oder Übererfüllung zu legen: Dies ist stets die beste Antwort auf aggressive Attacken von zumeist nur im niedrigen einstelligen Prozentbereich engagierten Aktionären.

Ergebnis aus der Umfrage:

Fast die Hälfte der befragten Investoren führt den Dialog mit kritischen institutionellen Aktionären.

2. Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements als Gestaltungsinstrument für Bieter und Zielgesellschaft

Dr. Alexander Kiefner
White & Case LLP

Dr. Lutz Krämer
White & Case LLP

Auch in Deutschland ist in den letzten Jahren im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeverfahren zwischen dem Bieter und der Zielgesellschaft häufig eine Investorenvereinbarung oder ein Business Combination Agreement (BCA) abgeschlossen worden. Die Bandbreite der Inhalte und Gestaltungen ist groß, und die Begrifflichkeiten sind nicht immer klar definiert.

Während Investorenvereinbarungen eher den „typischen" Fall des Barangebots eines größeren Bieters – sei es eines Finanzinvestors, sei es eines strategischen Investors – mit einer kleineren Zielgesellschaft im Blick haben, wird der Begriff des BCA eher für das Zusammengehen zweier Partner „auf Augenhöhe" bis hin zum „Merger of Equals" verwendet. Investorenvereinbarungen gehen bisweilen mit einer Kapitalerhöhung bei der Zielgesellschaft zwecks Sicherung der künftigen Finanzierung der Gesellschaft oder zwecks Gewinnung eines strategischen Ankerinvestors einher, der sich unter Umständen auch mit einer Beteiligung unterhalb der übernahmerechtlichen Kontrollschwelle begnügt. BCAs zeichnen demgegenüber eher den Weg der Integration des Geschäfts der Zielgesellschaft in das eines strategischen Bieters vor; das Übernahmerecht ist – je mehr die Idee eines „Merger of Equals" im Vordergrund steht – häufig dann nur ein Baustein unter mehreren (etwa in Gestalt eines „Share for Share"-Angebots) und wird zum Beispiel mit einer grenzüberschreitenden Verschmelzung kombiniert. Prominente Beispiele für die erste Fallgruppe aus letzter Zeit umfassen etwa die Fälle McKesson/Celesio (2013/2014) oder Cinven und Bain Capital/Stada (2017); für die zweite Fallgruppe stehen etwa stellvertretend die Fälle Linde/Praxair (2017) und – letztlich gescheitert – Deutsche Börse/London Stock Exchange (2017).

So verschieden die jeweiligen Transaktionen in Struktur, Intention und Volumen auch sind, so eint sie doch, dass vor Beginn eines förmlichen öffentlichen Übernahmeverfahrens mit Abschluss einer Investorenvereinbarung bzw. eines BCA die Meilensteine der Transaktionsumsetzung (Deal Protection) festgelegt und bestimmte Rahmenbedingungen für die künftige Zusammenarbeit – zum Beispiel in inhaltlicher Hinsicht (Business Protection) oder in personeller Hinsicht (Corporate Governance) – vereinbart werden. Nur in Ausnahmefällen wird ein BCA erst nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage abgeschlossen, um den Erfolg des Angebots sicherzustellen (Deal Protection; Beispiel: Terex/Demag Cranes 2011). Die Interessenlage und Motivation von Bieter und Zielgesellschaft, eine Vereinbarung abzuschließen, sind dabei durchaus unterschiedlich.

2.1. DIE SICHT DES BIETERS

Sowohl einem Finanzinvestor als auch einem strategischen Investor als Bieter wird es in erster Linie darum gehen, durch Abschluss einer Vereinbarung vor Beginn des förmlichen Übernahmeverfahrens die erfolgreiche Durchführung des Übernahmeverfahrens abzusichern. Im Kern geht es regelmäßig darum, die Unterstützung des Managements der Zielgesellschaft frühzeitig zu gewinnen und somit den Eindruck eines „freundlichen Angebots" zu unterstreichen. Zum einen kann dies wichtig sein, um eine möglichst hohe Annahmequote des Angebots zu erreichen. Zum anderen liegt es im Interesse des Bieters, die Durchsetzbarkeit aus seiner Sicht zwingender Vollzugsbedingungen des Übernahmeangebots in der Investorenvereinbarung bzw. im BCA abzusichern (wie zum Beispiel die Nichtdurchführung von Kapitalmaßnahmen oder gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen während der Angebotsfrist). Weiterhin kann der Bieter ein Interesse daran haben, ein erfolgreiches Management der Zielgesellschaft an Bord zu behalten und damit die Einvernehmlichkeit zu betonen.

Fragen der Personalbesetzung schlagen auch die Brücke zu Punkten, die über den erfolgreichen Transaktionsabschluss selbst hinausreichen. Im Fall eines strategischen Zusammengehens „auf Augenhöhe" (etwa durch ein Tauschangebot zweier Partner ähnlicher Größe) ist das Übernahmerecht oft nur technische „Krücke", so dass die vertikal gedachten Kategorien von Bieter und Zielgesellschaft zur Beschreibung der Interessenlage der beiden Partner nicht recht passen. Geht es um die Vereinbarung einer solchen Partnerschaft auf Augenhöhe, werden beide Parteien häufig ein Interesse haben, auch bestimmte inhaltliche Grundsätze für diese Partnerschaft frühzeitig festzulegen.

Im Fall eines klassischen Barangebots im Übernahmeverfahren wird es auf Seiten des Bieters – anders als auf Seiten der Zielgesellschaft – häufig kein dringendes Bedürfnis geben, Eckpunkte der zukünftigen Zusammenarbeit gesondert in einer Vereinbarung niederzulegen. Bei Erfolg der Übernahme mündet die Transaktion meist in ein Konzernverhältnis zwischen Bieter als neuer Muttergesellschaft und Zielgesellschaft als neuer Tochtergesellschaft (einschließlich eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag, vgl. Diebold/Wincor Nixdorf). Der Bieter erhält damit alle Möglichkeiten, die das Gesellschafts- und Konzernrecht zur Durchsetzung der eigenen Interessen zur Verfügung stellt.

2.2. DIE SICHT DER ZIELGESELLSCHAFT

In der Diskussion um Investorenvereinbarungen kommt – sieht man von den Fällen einer „Partnerschaft auf Augenhöhe" ab – häufig zu kurz, dass gerade die Zielgesellschaften zur Wahrung ihrer Interessen häufig ein vitales Interesse am Abschluss einer solchen Vereinbarung haben.

Nicht jede informelle Ansprache durch einen Bieter wird als freundlich wahrgenommen, jedenfalls solange nicht bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind. Ein börsennotiertes Unternehmen, welches aufgrund seiner Aktionärsstruktur als Übernahmeziel in Frage kommt, wird bei guter Vorbereitung auf den potenziellen Ernstfall einschätzen können, wie schwierig eine Angebotsabwehr sein wird und ab welchen Prämien auf den aktuellen Aktienkurs die Verkaufsbereitschaft der freien Aktionäre hoch sein dürfte. Investorenvereinbarungen können ein wesentlicher Bestandteil eines Verhandlungsprozesses sein, in deren Verlauf eine zunächst als kritisch oder gar feindlich wahrgenommene Ansprache in ein freundliches Szenario übergeht. Im Kern wird es dabei regelmäßig darum gehen, dass der Bieter für den Fall des Erfolgs des Angebots zusagt, in bestimmten Bereichen von seinen gesellschafts-

rechtlichen Möglichkeiten einer Einflussnahme auf die Zielgesellschaft nicht Gebrauch zu machen, etwa mit Blick auf die Personalpolitik oder bestimmte operativ-strategische Themenfelder.

Wegen der hohen Bedeutung, die einer Investorenvereinbarung im Falle einer Bieteransprache zukommen kann, ist jede potenzielle Zielgesellschaft gut beraten, die aus ihrer Sicht wichtigsten Forderungen, von denen eine Unterstützung des (Übernahme-)Angebots abhängig gemacht werden soll, frühzeitig zu definieren und die Eckpunkte auch ohne konkreten Anlass bereits im Vorfeld auszuformulieren. Denn im Fall einer Bieteransprache ist meistens Zeit das kostbarste Gut. Ist die Zielgesellschaft bei Bedarf in der Lage, etwaige Unterstützungsvoraussetzungen bereits in Form eines Entwurfs einer Investorenvereinbarung vorzulegen, unterstreicht dies die Fähigkeit der Zielgesellschaft, auch in zeitkritischen Szenarien rasch handlungsfähig zu sein.

Ergebnis aus der Umfrage:

Nur ein Drittel der Umfrageteilnehmer hat eine Wish List mit unverhandelbaren Punkten erstellt.

Ein klares Verständnis, worin genau die wesentlichen Anforderungen der Zielgesellschaft bestehen, ist schließlich auch geboten, wenn es – wie etwa bei Restrukturierungsfällen anzutreffen – die Zielgesellschaft selbst ist, die sich auf die Suche nach einem (finanzstarken) Partner und (potenziellen) Bieter macht. Auch in solch einem Kontext liegt es im vitalen Interesse der Zielgesellschaft, bestimmte Zusagen des Übernehmers – etwa zur künftigen Kapitalausstattung – vor Beginn des förmlichen Übernahmeverfahrens vertraglich zu fixieren.

2.3. EINZELNE REGELUNGSGEGENSTÄNDE

Bestimmte Regelungsgegenstände finden sich in einer Vielzahl von Investorenvereinbarungen und BCAs. Bevor auf die einzelnen Regelungen näher eingegangen wird, soll zuvor noch knapp der rechtliche Rahmen skizziert werden.

2.3.1. Rechtlicher Rahmen

Gemessen an ihrer Bedeutung sind Investorenvereinbarungen und BCAs bislang juristisch nur wenig aufgearbeitet. Die vereinzelte Rechtsprechung steht den Vereinbarungen bisher meist recht zurückhaltend gegenüber, und auch die Literatur konnte sich noch nicht zu einer einheitlichen und belastbaren Linie durchringen (Überblick etwa bei *Kiefner,* Investorenvereinbarungen zwischen Aktien- und Vertragsrecht, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, Jg. 2014, S. 547 ff.). Die Bindungswirkung ist daher in einigen Bereichen immer noch mit Fragezeichen versehen.

Häufig wird die Sorge geäußert, der Vorstand der Zielgesellschaft gehe mit einer solchen Vereinbarung Verpflichtungen ein, die mit der eigenverantwortlichen Leitungskompetenz, die das Aktiengesetz dem Vorstand ausdrücklich zuschreibt (§ 76 AktG), nicht vereinbar sei. In eine ähnliche Richtung gehen vereinzelte Bedenken, eine Investorenvereinbarung könne im Einzelfall einen „verdeckten" Beherrschungsvertrag darstellen – was nach dem Aktiengesetz die Zustimmung der Hauptversammlung und Ausgleichs- und Abfindungsleistun-

gen an die Minderheitsaktionäre erfordere. In der Sache überzeugen diese Ansichten nicht. Zum einen entspricht es der üblichen Praxis, die meisten Pflichten, die das Management der Zielgesellschaft treffen sollen, unter einen sogenannten „Fiduciary-out"-Vorbehalt zu stellen, d.h. dem Management bleibt es, ohne vertragsbrüchig zu werden, möglich, von an sich bestehenden vertraglichen Verpflichtungen abzuweichen, wenn es die Treuepflichten erfordern, denen das Management unterliegt. Zum anderen ist es – wie etwa Regelungen bei langlaufenden Unternehmensfinanzierungen belegen – dem Aktienrecht nicht fremd, dass der Vorstand einem Dritten auf vertraglicher Grundlage durchaus substantielle und/oder längerlaufende Mitspracherechte einräumt. Insoweit begegnen insbesondere diejenigen Pflichten, die lediglich dazu dienen, die Transaktion „unter Dach und Fach" zu bringen, keinen Bedenken. Dies gilt umso mehr, wenn die Pflichten – ähnlich einem „Fiduciary-out" – nicht „hart" und erfolgsbezogen formuliert sind, sondern als Bemühenspflichten.

Auch in der umgekehrten Richtung, nämlich dann, wenn die Zielgesellschaft sich Zusagen vom Bieter geben lässt, können rechtliche Beschränkungen relevant werden. Das Aktiengesetz verbietet, dass Aktionäre der Zielgesellschaft bzw. deren Management ein bestimmtes Stimmverhalten zusagen (Verbot sogenannter gebundener Aktien), und auch künftigen Mitgliedern des Aufsichtsrats kann keine bestimmte Ausübung ihres Mandats vorgeschrieben werden. Soweit also die Kompetenzen von Hauptversammlung oder Aufsichtsrat betroffen sind, wird im Rahmen von Investorenvereinbarung meist nur Raum für Bemühenspflichten sein. Das Verbot gebundener Aktien hindert allerdings richtigerweise nicht daran, vorab definierte stimmrechtsbezogene Unterlassenspflichten des Bieters zu vereinbaren, also zum Beispiel die Pflicht, über die Hauptversammlung keine Verlegung des Satzungssitzes zu beschließen.

Im Blick behalten muss das Management der Zielgesellschaft beim Abschluss einer Investorenvereinbarung auch seine Pflichten mit Blick auf die Zusammensetzung des Gesellschafterkreises. So fordert etwa das Übernahmerecht, dass sich der Vorstand nicht völlig der Möglichkeit begibt, einem später eingereichten konkurrierenden Angebot den Vorzug zu geben. Insbesondere vor Beginn des förmlichen Übernahmeverfahrens – die Wegscheide markiert die Mitteilung über die Übernahmeabsicht nach § 10 WpÜG – unterliegt der Vorstand keinem strikten Neutralitätsgebot. Maßstab ist immer das Unternehmensinteresse. Kommt das Management der Zielgesellschaft zu dem Ergebnis, dass das Zusammengehen mit einem bestimmten Bieter im Interesse der Gesellschaft liegt, so darf es auch grundsätzlich eine Vereinbarung eingehen, die dieses Zusammengehen flankiert.

Zusammengefasst kann festgehalten werden, dass Investorenvereinbarungen und BCAs in ihrer rechtlichen Bindungswirkung immer noch erheblichen Zweifeln ausgesetzt sind. Ihre Bedeutung schmälert das allerdings nicht. Häufig wird den Vereinbarungen vor allem eine hohe faktische Bindungswirkung zukommen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Vereinbarung – oder zumindest die wesentlichen Eckpunkte – öffentlich bekannt gemacht werden. An einer solchen Öffentlichkeit kann insbesondere die Zielgesellschaft ein Interesse haben, wenn die Vereinbarung auch dem Schutz ihrer Interessen dient.

2.3.2. Deal Protection

Im Zentrum einer Investorenvereinbarung oder eines BCA steht meist die Deal Protection, also die Absicherung einer erfolgreichen Durchführung des Übernahmeverfahrens.

Positive Stellungnahme

Regelmäßig werden die Parteien vereinbaren, dass der Vorstand und ggf. auch der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft das bevorstehende Übernahmeangebot unterstützen und eine befürwortende Stellungnahme nach § 27 WpÜG abgeben werden (wobei diese Verpflichtung aus den zuvor genannten Gründen regelmäßig unter einem Ficuriary-out-Vorbehalt steht). Häufig wird sich hieraus die Notwendigkeit ergeben, dass zumindest die zentralen Punkte der Stellungnahme noch vor Abschluss der Investorenvereinbarung abgestimmt sind. Da der Angemessenheit des Übernahmepreises eine hervorgehobene Rolle zukommt, müssen insbesondere Bewertungsfragen (und damit vor allem Fragen der Unternehmensbewertung) bereits zu diesem Zeitpunkt geklärt sein.

No shop / no talk

Eng verwandt mit der Pflicht zur Unterstützung sind die 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). Auch diese Verpflichtungen stehen in der Praxis regelmäßig unter einem Fiduciary-out-Vorbehalt.

Absehen von quotenverwässernden Maßnahmen

In Investorenvereinbarungen finden sich bisweilen auch Regelungen, wonach der Vorstand von Maßnahmen absehen soll, welche die Beteiligungshöhe des Bieters verwässern (etwa die Ausnutzung genehmigten Kapitals und die Veräußerung eigener Aktien). Insbesondere wenn der Bieter über das Übernahmeverfahren eine Beteiligungshöhe anstrebt, die ihm im Anschluss den Abschluss eines Beherrschungsvertrags ermöglicht (hierzu ist die ¾-Mehrheit in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft erforderlich), ist dieses Ansinnen gut nachvollziehbar. Eine solche Regelung findet regelmäßig als gleichlautende Bedingung in der Angebotsunterlage ihren Niederschlag. Dennoch sehen einige Gerichte solche Regelungen – selbst bei Fiduciary-out-Vorbehalt – als vermeintlich unzulässigen Eingriff in die eigenverantwortliche Leitungskompetenz des Vorstands an und sprechen ihnen daher die Wirksamkeit ab. Dies überzeugt in der Sache wenig, ist jedoch bei der Ausgestaltung entsprechender Vereinbarungen im Blick zu behalten.

Break up fee und reverse break up fee

Bieter bedingen sich gelegentlich aus, dass die Zielgesellschaft im Fall eines nicht vom Bieter zu vertretenden späteren Scheiterns der Transaktion dem Bieter eine sogenannte break up fee zahlt. In der Sache handelt es sich um einen pauschalierten Ersatz für die bisweilen beträchtlichen angefallenen Aufwendungen (Investmentbanken, Kommunikationsberater, Rechtsberater, etc.). Eine solche Ersatzregelung begegnet keinen Bedenken, wenn sie sich in angemessener Höhe bewegt und keinen prohibitiven Charakter hat.

Je nach den Begleitumständen kann auch ein solche Aufwandentschädigung zugunsten der Zielgesellschaft (sogenannte reverse break up fee) vereinbart werden. Dies kommt etwa dann in Betracht, wenn ein mögliches Transaktionshindernis – etwa ein außenwirtschafts- oder kartellrechtliches Genehmigungserfordernis – in der Sphäre des Bieters liegt, die Zielgesellschaft ein hohes Interesse am Erfolg der Transaktion hat und die Kosten aus einer Risikoverwirklichung (zumindest teilweise) dem Bieter zugewiesen werden sollen.

2.3.3. Business Protection aus Sicht des Bieters

Das Interesse des Bieters am Geschäftsbetrieb der Zielgesellschaft kann nach Inhalt und Zeithorizont stark variieren.

Strategische Ausrichtung und Geschäftspolitik

Keinen rechtlichen Bedenken begegnen richtigerweise Regelungen, wonach die Zielgesellschaft für den Zeitraum bis zum Transaktionsabschluss – dieser kann insbesondere bei Kartellbedingungen mehrere Monate betragen – ihre Geschäftspolitik grundsätzlich nicht ändern und zum Beispiel auch ihre Dividendenpolitik beibehalten soll. In der Sache handelt es sich um einen Annex zu eher technischen Deal Protection-Maßnahmen.

Problematischer sind Festlegungen zur dauerhaften Strategie, etwa wenn diese sich auf die Aufteilung oder Verschiebung bestimmter Geschäftsfelder beziehen. Hier ist angesichts der kritischen Rechtsprechung in einigen Fällen Vorsicht geboten, um dem möglichen Vorwurf vorzubauen, der Vorstand der Zielgesellschaft habe sich unzulässig bereits im Vorfeld der beabsichtigten Maßnahme gebunden.

Zustimmungsvorbehalte

Ähnlich wie Festlegungen zur Strategie und zur Geschäftspolitik sind Zustimmungsvorbehalte für die Vornahme bestimmter Geschäfte zu beurteilen. Geht es nur darum, den Zeitraum bis zum Transaktionsabschluss abzusichern, werden solche Vorbehalte häufig zulässig sein. Zustimmungsvorbehalte mit einer langen Laufzeit sind hingegen kritisch zu hinterfragen. Meist besteht auch in tatsächlicher Hinsicht kein dringendes Bedürfnis hierfür.

Abschluss eines Beherrschungsvertrags

Bisweilen ist in Investorenvereinbarungen und BCAs auch der nachfolgende Abschluss eines Beherrschungsvertrags als weiterer Integrationsschritt angelegt. Je nach Beteiligungsverhältnissen und Zeithorizont kann man sich dabei trefflich darüber streiten, ob es sich um eine Maßnahme der Business Protection handelt (zum Beispiel zur Absicherung der geplanten Integrationsmaßnahmen eines strategischen Bieters) oder ob aus Sicht des Bieters überhaupt erst das zeitnah geschnürte Paket aus Übernahme und Beherrschungsvertrag die Gesamttransaktion ausmacht, die der Bieter verfolgt (dann Nähe zur Deal Protection).

Ergebnis aus der Umfrage:

Ein Drittel aller Umfrageteilnehmer strebt einen Erwerb von 75 Prozent des Grundkapitals an, um einen Beherrschungsvertrag abschließen zu können.

Da der Abschluss eines Beherrschungsvertrags eine ¾-Mehrheit in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft erfordert, hat der Bieter nicht nur ein Interesse daran, dass die Zielgesellschaft dieses aktiv unterstützt, sondern auch Maßnahmen unterlässt, die dem Erreichen der erforderlichen Beteiligungshöhe zuwiderlaufen (wie etwa Kapitalmaßnahmen oder die Veräußerung eigener Aktien). Wie oben ausgeführt, soll aus Sicht einiger Gerichte damit – wenig überzeugend – der Bereich unentziehbarer Leitungsmacht des Vorstands der Zielgesellschaft berührt sein. Dementsprechende Vorsicht ist also geboten.

2.3.4. Business Protection aus Sicht der Zielgesellschaft

Das vermutlich wichtigste Motiv einer Zielgesellschaft zum Abschluss einer Investorenvereinbarung besteht in der Begrenzung des künftigen Einflusses des Bieters als künftigen Konzernherrn auf das Geschäft der Zielgesellschaft. Im Grundsatz begegnen solche Regelungen keinen rechtlichen Bedenken, denn das Aktiengesetz steht – wie die Zulässigkeit von sogenannten Entherrschungsverträgen belegt – einer Reduzierung der Einflussnahme durch einen Großaktionär im Ausgangspunkt positiv gegenüber.

Standort- und Arbeitsplatzsicherung

Häufig anzutreffen sind Regelungen, wonach der Bieter seinen Einfluss nicht dazu nutzen darf, auf Standortverlagerungen oder Standortschließungen hinzuwirken oder sonstige Maßnahmen zum Arbeitsplatzabbau anzustoßen. Bisweilen finden sich auch Bestimmungen, das Mitbestimmungsniveau nicht anzutasten oder die Gesellschaft in eine SE umzuwandeln.

Know-how

Ebenfalls häufiger finden sich in Investorenvereinbarungen auch Regelungen, die dem Schutz von Forschung und Entwicklung (keine Reduzierung oder Verlagerung von Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten) und geistigem Eigentum (keine Verschiebung oder Veräußerung von Patenten oder Lizenzen) dienen.

Ausgleich von „passiven Konzerneffekten“

Vereinzelt erörtert wird auch die Frage, ob sich die Zielgesellschaft den Ausgleich sogenannter passiver Konzerneffekte vom Bieter zusichern lassen soll. Hierunter versteht man die negativen finanziellen Auswirkungen, die eine Zielgesellschaft durch einen Wechsel beim beherrschenden Großaktionär erleiden kann, wie zum Beispiel den Verlust von steuerlichen Verlustvorträgen oder die Kündbarkeit wichtiger Vertragsbeziehungen infolge eines „change-of-control“. Ob sich derartige Regelungen in Verhandlungen durchsetzen lassen, wird stark davon abhängen, wie stark die Verhandlungsmacht der Zielgesellschaft ist bzw. wie sehr der Bieter auf die Kooperation der Zielgesellschaft angewiesen ist.

Standstill

Eine Standstill-Verpflichtung des Bieters, also die Zusage, die Beteiligung nach Abschluss des Übernahmeverfahrens nur mit Zustimmung der Zielgesellschaft weiter auszubauen, kann ebenfalls im Interesse einer Business Protection der Zielgesellschaft liegen. Denn auf diese Weise ist der Bieter auf die Mitwirkung des Managements der Zielgesellschaft angewiesen, wenn er im weiteren Verlauf zum Beispiel einen Beherrschungsvertrag oder einen Squeeze-out anstrebt.

2.3.5. Corporate Governance

Oft spielen auch Vereinbarungen über die künftige Besetzung der Organe eine prominente Rolle.

Zusagen betreffend die künftige Corporate Governance bei der Zielgesellschaft

Zusagen hinsichtlich der künftigen Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat sind meist als Bemühenspflichten und Einwirkungspflichten ausgestaltet. Denn der Hauptversammlung (Wahl von Aufsichtsräten) und dem Aufsichtsrat (Bestellung des Vorstands) können nicht bindend bestimmte Personalentscheidungen vorgegeben werden.

Soweit es um Besetzungswünsche des Bieters geht, wird dem Management der Zielgesellschaft aufgegeben, diese zu unterstützen, etwa im Bereich des Aufsichtsrats durch Wahlvorschläge an die Hauptversammlung oder den Antrag auf vorläufige gerichtliche Bestellung.

Zusagen betreffend die künftige Corporate Governance bei der Bietergesellschaft

Trägt die Vereinbarung Züge eines BCA oder einer Partnerschaft auf Augenhöhe, rückt häufig auch die Organbesetzung beim Bieter als der künftigen Schaltzentrale des kombinierten Geschäfts in den Blick, etwa welche Rolle der CEO der Zielgesellschaft künftig auf dieser Ebene spielen wird und wie der Zeitplan für eine Umgestaltung oder Erweiterung des Topmanagements aussieht, zum Beispiel durch Erweiterung des Vorstands der Bietergesellschaft um Vorstandsmitglieder der Zielgesellschaft. Auch hier werden sich die Regelungen eher auf Bemühens- und Einwirkungspflichten beschränken. Rechtlich vollständig bindende Vereinbarungen werden kaum möglich sein. Die faktische Wirkung solcher Bestimmungen steht im Vordergrund.

2.3.6. Laufzeit der Vereinbarung

Verfolgt eine Zielgesellschaft mit einer Investorenvereinbarung die Sicherung ihrer auch mittel- und langfristigen Interessen, kommt der Frage nach der Laufzeit besondere Bedeutung zu. Verbreitet sind Regellaufzeiten in einem Korridor von zwei bis fünf Jahren; längere Laufzeiten wie etwa im Fall des Investor Agreements Midea/KUKA im Jahr 2016 (7,5 Jahre) sind die Ausnahme. Bisweilen sehen die Vereinbarungen allerdings vor, dass die Vereinbarung automatisch endet, wenn ein Beherrschungsvertrag abgeschlossen oder ein Squeeze-out durchgeführt wurde. Je nach Bieterabsichten und voraussichtlicher Beteiligungsstruktur nach Abschluss des öffentlichen Übernahmeverfahrens muss dem Management der Zielgesellschaft bewusst sein, dass der Schutz, den die Investorenvereinbarung bietet, dann ggf. nur von relativ kurzer Dauer sein kann.

2.3.7. Absicherung der Durchsetzbarkeit?

Wie oben bereits erwähnt, entfalten Investorenvereinbarungen und BCAs – vor allem wenn sie bzw. ihre wesentliche Regelungen veröffentlicht sind – in erster Linie eine faktische Bindungswirkung. Sie sind aus Sicht von Bieter und Zielgesellschaft nicht auf Justiziabilität ausgerichtet und können ein künftiges strukturelles Machtgefälle zwischen Mutter und Tochter nicht ausblenden. Die wenigen Gerichtsentscheidungen, die es gibt, sind nicht von den Vertragsparteien selbst, sondern regelmäßig von Minderheitsaktionären angestrengt worden. Vereinzelt geblieben sind Ansätze, die Überwachung der Bestimmungen zum Schutz der Zielgesellschaft einer außenstehenden Person oder Institution anzuvertrauen (so im Fall Conti/Schaeffler Bundeskanzler a.D. Gerhard Schröder als Garant).

2.3.8. Tabellarische Übersicht

Nachfolgende Aufstellung enthält für einige beispielhaft ausgewählte Vereinbarungen eine Auswertung der zentralen Regelungen:

	Demag Cranes / Terex (2011)	GAGFAH S.A. / Deutsche Annington Immobilien (2014)	Wincor Nixdorf / Diebold (2015)	Aixtron SE / Grand Chip Investment (2016)	Linde AG / Praxair (2017)
Angebotsart und -preis	Erhöhung des Angebotspreises	• Jeweils kombiniertes Bar- / Tauschangebot	Tauschangebot	Festlegung Mindestangebotspreis	• Tauschangebot • Regelung ADRs
Angebotsbedingungen	• Kein Verkauf, Kauf oder Übertragung wesentlicher Assets • Keine Vereinbarung von Joint Ventures oder ähnlichen Zusammenschlüssen • Keine Maßnahmen außerhalb des üblichen Geschäftsbetriebs • Keine Auflösung der Zielgesellschaft • Keine Änderung des Unternehmensgegenstands	• Durchführung der notwendigen Kapitalerhöhungen • Kein wesentliches Absinken bestimmter Aktienindizes • Mindestannahmequote • Keine wesentliche Erhöhung des Grundkapitals • Keine Einladung zu einer Hauptversammlung • Keine Dividenden, Satzungsänderungen oder Liquidation • Keine wesentliche Transaktion • Kein MAC • Kein wesentlicher Compliance-Verstoß • Kein Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals • Unabhängiger Gutachter für Bedingungen	• Kartellfreigabe • Börsenzulassung der Tauschaktien in Frankfurt und New York • Wirksamkeit des Form S-4 Registration Statement für die Tauschaktien • Mindestannahmeschwelle 67,5 Prozent • Kein MAC • Compliance-Bedingung für Wincor Nixdorf	AWG/CFIUS-Genehmigung	• Beendigung des bisherigen Management-Incentive-Programms • Festlegungen zur Angebotsfrist • Nur einvernehmlicher Verzicht auf bestimmte Linde-bezogene Angebotsbedingungen (Mindestannahmeschwelle, MAC, Compliance) • Kartellrechtliche / außenwirtschaftsrechtliche Freigaben innerhalb von 12 Monaten
Positive Stellungnahme	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
No shop / no talk	Ja (mit bestimmten Einschränkungen)	Ja (mit bestimmten Einschränkungen)	Ja (mit bestimmten Einschränkungen)	Ja (mit bestimmten Einschränkungen)	Ja (mit bestimmten Einschränkungen)
Keine quotenverändernden Maßnahmen	Keine Kapitalmaßnahmen	Keine wesentliche Erhöhung des Grundkapitals	n.a.	n.a.	Keine Kapitalmaßnahmen auf beiden Seiten
Strategischen Ausrichtung / Geschäftspolitik	• Unterstützung der bisherigen Wachstumsstrategie der Zielgesellschaft • Know-how-Transfer von Target an Bieter • Migration der IT-Systeme • Zentralisierung bestimmter Funktionen • Regelung zu R&D	• Regelung neuer Sitz und Firmenname • Künftige Strategie und Struktur • Organisation Vertrieb und Akquisition • Einsetzung eines Integrationsausschusses	n.a.	Festlegung der gemeinsamen Strategie	n.a.

	Demag Cranes / Terex (2011)	GAGFAH S.A. / Deutsche Annington Immobilien (2014)	Wincor Nixdorf / Diebold (2015)	Aixtron SE / Grand Chip Investment (2016)	Linde AG / Praxair (2017)
Standort- und Arbeitsplatzabsicherung	Ja (mit näheren Spezifizierungen)	Ja (mit näheren Spezifizierungen)	n.a.	Ja (mit näheren Spezifizierungen)	Ja (Sicherung Arbeitnehmerrechte)
Know-how- / IP-Schutz	Unterstützung der Vermarktung der Marken der Zielgesellschaft	n.a.	n.a.	Sicherung Marken- und Patentrechte der Zielgesellschaft	n.a.
Künftige Corporate Governance Bieter	n.a.	Künftige Besetzung des Verwaltungsrats	Künftige Besetzung von Board-Positionen beim Bieter (einschl. bisherige Target-Vorstandsmitglieder)	n.a.	• Regelung der Vergütung von Vorstand / Aufsichtsrat / Führungskräften • Vereinbarte Maßnahmen nach Vollzug des Umtauschangebots nicht öffentlich bekannt
Künftige Corporate Governance Target	• Künftige Unabhängigkeit des Vorstands • Künftige Mitglieder und Organisationsstruktur Vorstand • Mitgliederzahl Aufsichtsrat	• Künftige Besetzung des Vorstands • Erweiterung des Aufsichtsrats und mögliche künftige Mitglieder • Management-Besetzung wesentlicher Tochtergesellschaften	n.a.	Rücktritt von vier Mitgliedern des AR und gerichtliche Neubestellung	Regelung der Vergütung von Vorstand / Aufsichtsrat / Führungskräften
Beherrschungsvertrag / Squeeze-out	BCA explizit mit der Absicht abgeschlossen, BGAV oder Squeeze-out abzusichern	n.a.	n.a	Parteien sichern Unterstützung von Post-Merger-Integrationsmaßnahmen zu	Ausführungen zu den weiteren Schritten der Zusammenführung unter der NewCo (einschl. BGAV / Squeeze-out)
Künftige Börsennotierung	Erhalt der Börsennotierung	n.a.	n.a.	n.a.	Aufnahme der NewCo-Aktien in DAX30 und S&P 500 angestrebt
Break Up Fee	n.a.	n.a.	n.a.	EUR 10 Mio (mit Bedingungen)	EUR 250 Mio durch Linde AG unter bestimmten Bedingungen
Reverse Break Up Fee	n.a.	n.a.	n.a.	EUR 25 Mio	EUR 250 Mio

	Demag Cranes / Terex (2011)	GAGFAH S.A. / Deutsche Annington Immobilien (2014)	Wincor Nixdorf / Diebold (2015)	Aixtron SE / Grand Chip Investment (2016)	Linde AG / Praxair (2017)
Laufzeit / Besondere Kündigungsrecht	• Abschluss des BCA erst während laufender Angebotsfrist • Zwei Jahre Laufzeit nach Unterzeichung oder nach Closing des Angebots auf Grundlage der geänderten Angebotsunterlage und der Wirksamkeit des BGAV oder des Squeeze-out • Kündigungsrecht, falls Bieter keine geänderte Angebotsunterlage vorlegt.	3 Jahre ab Unterzeichnung	n.a.	3,5 Jahre	Diverse Bedingungen für Kündigung durch Linde und/oder Praxair

2.4. FAZIT

Business Combination Agreements und Investorenvereinbarungen sind ein inzwischen häufig genutztes Instrument, das den Rahmen einer öffentlichen Übernahme und ggf. auch einer anschließenden Integration absteckt. Die Inhalte und die Beweggründe für ihren Abschluss unterscheiden sich von Fall zu Fall erheblich.

Aus Sicht eines Bieters wird regelmäßig die Erhöhung der Transaktionssicherheit im Vordergrund stehen. Für die Zielgesellschaft hingegen wird meist das Interesse an einer business protection ausschlaggebend sein. Gerade der letzte Gesichtspunkt wird in der rechtlichen Diskussion um Investorenvereinbarungen und Business Combination Agreements oft nicht ausreichend gewürdigt. Die Skepsis, in solchen Vereinbarungen vor allem ein Instrument zur überschießenden Einengung der Zielgesellschaften zu erblicken, ist meist unbegründet.

Insbesondere aus Sicht einer (potenziellen) Zielgesellschaft empfiehlt es sich, sich frühzeitig mit den Gestaltungsmöglichkeiten einer solchen Vereinbarung vertraut zu machen.

3. Praxisrelevante Aspekte der Stellungnahme(n) von Vorstand und Aufsichtsrat nach § 27 WpÜG

Dr. Matthias Kiesewetter
White & Case LLP

Dr. Robert Weber
White & Case LLP

Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Gesellschaften sehen sich in einer Übernahmesituation umfangreichen zusätzlichen Pflichten ausgesetzt. Dazu gehört, dass sie gemäß § 27 Abs. 1 WpÜG eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot des Bieters abgeben müssen. Diese Verpflichtung besteht unabhängig davon, ob es sich um ein Übernahme-, ein Pflicht- oder ein sonstiges Erwerbsangebot handelt. Die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft sollen in die Lage versetzt werden, auf einer möglichst ausgeglichenen und umfangreichen Informationsgrundlage eine sachlich fundierte Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung des Angebots treffen zu können. Die Stellungnahme nach § 27 WpÜG dient dabei nach dem Leitbild des deutschen Übernahmerechts als Korrektiv zu den Angaben in der Angebotsunterlage des Bieters, denn in der Stellungnahme wird die Sicht der Organe der Zielgesellschaft zu dem Angebot dargelegt. Verbunden damit ist eine Haftung für fehlerhafte Stellungnahmen entsprechend der Haftung des Bieters für fehlerhafte Angebotsunterlagen.

Vorstand und Aufsichtsrat steht es frei, sich auf eine gemeinsame Stellungnahme zu einigen oder, alternativ, zwei voneinander unabhängige, möglicherweise sogar divergierende Stellungnahmen abzugeben. Das jeweilige Vorgehen – sei es gemeinsam oder unabhängig voneinander – hängt letztlich von der Bewertung des Angebots durch das jeweilige Organ im Einzelfall ab. Separate Stellungnahmen sind geboten, wenn Vorstand und Aufsichtsrat das Angebot unterschiedlich bewerten oder in ihrer zwar schlussendlich übereinstimmenden Bewertung die verschiedenen Aspekte des Angebots unterschiedlich gewichten. Stimmen hingegen Vorstand und Aufsichtsrat bei der Bewertung des Angebots überein, hat sich in der Praxis eine gemeinsame Stellungnahme als Regelfall etabliert. Etwaige Stellungnahmen der Arbeitnehmer und ihrer Vertretungen sind der Stellungnahme nach § 27 WpÜG beizufügen, in der Praxis aber eher die Ausnahme.

3.1. VORBEREITUNG DER STELLUNGNAHME

3.1.1. Zeithorizont

Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft stehen bei der Vorbereitung der Stellungnahme unter erheblichem Zeitdruck, denn sie ist *unverzüglich* nach der Übermittlung der Angebotsunterlage durch den Bieter zu veröffentlichen und die Veröffentlichung ist *unverzüglich* der BaFin mitzuteilen (§ 27 Abs. 3 WpÜG). Nach der allgemeinen zivilrechtlichen

Definition bedeutet unverzüglich „ohne schuldhaftes Zögern", also zum frühestmöglichen Zeitpunkt, zu dem die Verwaltungsorgane eine mit der erforderlichen Sorgfalt vorbereitete Stellungnahme abgeben können.

Für die Zwecke des § 27 WpÜG hat die Rechtsprechung diese Definition der Unverzüglichkeit dahingehend konkretisiert, dass die Stellungnahme im Regelfall innerhalb von zwei Wochen nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage zu veröffentlichen ist. Damit ist der Zeithorizont für die Verwaltungsorgane abgesteckt. In Ausnahmefällen kann aber auch eine kürzere Zeitspanne geboten sein, etwa in einfach gelagerten Fällen oder wenn Bieter und Zielgesellschaft bereits vor Abgabe des Angebots kooperiert haben. Umgekehrt kann ganz selten auch eine erst später veröffentlichte Stellungnahme noch als unverzüglich zu betrachten sein, wenn die Bewertung des Angebots durch außergewöhnliche Umstände besonders erschwert wird. Verzögerte und/oder unvollständige Stellungnahmen können von der BaFin mit einem Bußgeld sanktioniert werden.

3.1.2. Informationsgrundlage

Zur Vorbereitung der Stellungnahme nach § 27 WpÜG müssen sich Vorstand und Aufsichtsrat zunächst eine angemessene Informationsgrundlage schaffen, schon um ihren allgemeinen Organpflichten nach §§ 93, 116 AktG nachzukommen. Ausgangspunkt für die Stellungnahme ist die umfassende Auseinandersetzung mit der Angebotsunterlage des Bieters.

Daneben sind Vorstand und Aufsichtsrat gehalten, auch alle weiteren zugänglichen Erkenntnisquellen zu nutzen. Dazu zählen zum Beispiel bereits vorliegende Wertgutachten für Unternehmensteile. Eine darüber hinausgehende aktien- oder kapitalmarktrechtliche Ermittlungspflicht der Verwaltungsorgane wird überwiegend abgelehnt. Dennoch kann es im Einzelfall sinnvoll sein, im Rahmen des zeitlich Möglichen weitere Informationsquellen selbst zu schaffen, um etwaige Informationsdefizite auszugleichen. Sind entscheidende Informationen nicht zeitnah zu beschaffen, so ist dies aus Plausibilitätsgründen in der Stellungnahme kenntlich zu machen. Zwar sind die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft gesetzlich nicht verpflichtet, sich bei der Vorbereitung der Stellungnahme externen Sachverstands zu bedienen. In der Praxis gibt es aber wohl keine Übernahme, in der nicht mit dem Übernahmerecht vertraute Rechtsanwälte beraten oder gleich mit der Formulierung der Stellungnahme(n) befasst sind.

Ergebnis aus der Umfrage:

90 Prozent der Umfrageteilnehmer würden eine Fairness Opinion eines externen Beraters einholen.

In diesem Zusammenhang nutzen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft häufig die Möglichkeit, eine sogenannte Fairness Opinion einzuholen und sie im Regelfall auch als Anlage zur eigenen Stellungnahme zu veröffentlichen. Unter dem der internationalen M&A-Praxis entlehnten Begriff der Fairness Opinion versteht man eine sachverständige Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises. Erstellt werden solche Fairness Opinions durch Investmentbanken oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften mit einschlägiger Expertise hinsichtlich kapitalmarktorientierter Bewertungsmethoden. Das Einholen einer Fairness Opinion dient auch der Darlegung, dass die Organe ihre

eigene Bewertung des Angebots auf eine umfassende Informationsgrundlage gestützt haben. Vor diesem Hintergrund hat sich die Einholung einer Fairness Opinion in den letzten Jahren zum Best-Practice-Standard entwickelt. Sie entbindet die Organe jedoch nicht von der Verpflichtung, den Inhalt der Fairness Opinion selbst einer kritischen Würdigung zu unterziehen und zu einer eigenen Einschätzung der Angemessenheit des Angebotspreises zu gelangen.

3.1.3. Beratung und Beschlussfassung

Vorstand und Aufsichtsrat sind je als Kollegialorgan in ihrer Gesamtheit zur Stellungnahme verpflichtet, nicht die einzelnen Gremienmitglieder. Allerdings kann der Aufsichtsrat diese Aufgabe an einen Ausschuss delegieren (insbesondere zur Vermeidung etwaiger Interessenkonflikte im Aufsichtsrat). Zustimmungspflichten zwischen den Organen für die Stellungnahme des jeweils anderen Organs bestehen nicht, da es ja gerade um die Einschätzung des jeweiligen Organs geht. Auch besteht keine Verpflichtung des Vorstands, seine Stellungnahme vorab mit dem Aufsichtsrat zu erörtern. Indes ergibt sich die Abstimmung jedenfalls im Normalfall, der gemeinsamen Stellungnahmen, bereits aus der Natur der Sache. Im Übrigen gelten hinsichtlich der Beschlussfassung in Vorstand und Aufsichtsrat die allgemeinen Regelungen aus Gesetz, Satzung und Geschäftsordnung (zum Beispiel Mehrheitserfordernisse, Ladungsfristen).

3.2. INHALT DER STELLUNGNAHME

Der Mindestinhalt der Stellungnahme wird durch § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 bis 4 WpÜG vorgegeben. Die dort genannten und im Folgenden näher erläuterten Gesichtspunkte sind nach Empfehlung der BaFin getrennt darzustellen. Für alle Gliederungspunkte gilt gleichermaßen, dass sie nicht bloß eine Bewertung verlauten lassen sollen, sondern dass diese Bewertung immer auch mit einer nachvollziehbaren und folgerichtigen Begründung zu versehen ist. Nur auf diese Weise kann die Stellungnahme den Wertpapierinhabern einen echten Gewinn an Transparenz und eine brauchbare Handlungsempfehlung bieten. Zugleich gilt es zu vermeiden, lediglich Informationen zum Angebot und/oder Bewertungen Dritter aufzunehmen. Letztlich ist jeweils eine eigene Einschätzung von Vorstand und Aufsichtsrat gefordert.

3.2.1. Bewertung der Art und Höhe der Gegenleistung

Für die Wertpapierinhaber als Adressaten der Stellungnahme ist die Bewertung der Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung, die in einer Geldleistung in Euro oder in liquiden Aktien bestehen kann, von zentraler Bedeutung. Handelt es sich um ein Barangebot, so erübrigt sich zwar nicht eine Auseinandersetzung mit der Höhe, aber jedenfalls mit der Art der Gegenleistung, es sei denn, eine Gegenleistung in Aktien erschiene ausnahmsweise attraktiver. Liegt hingegen ein Tauschangebot vor, so muss zur Bewertung der Angemessenheit den zum Tausch angebotenen Aktien zunächst ein eigener Wert beigemessen werden. Zusätzlich muss geprüft werden, ob sie den in § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG normierten Anforderungen entsprechen, d.h. ob es sich um liquide Aktien handelt, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.

Hinsichtlich der Höhe der angebotenen Gegenleistung genügt es keineswegs, lediglich auf die Einhaltung der Mindestpreisregeln (inländischer gewichteter 3-Monats-Durchschnittskurs gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebV, höchster Vorerwerbspreis in den letzten sechs Monaten gemäß § 4 WpÜG-AngebV) hinzuweisen. Vielmehr sollen Vorstand und Auf-

sichtsrat eine eigene Einschätzung abgeben, ob der Angebotspreis angemessen ist und auch im Hinblick auf das eigene Entwicklungspotenzial der Zielgesellschaft ihrem „inneren Wert“ entspricht. An dieser Stelle zahlt sich insbesondere die Einholung einer Fairness Opinion aus, da hinsichtlich der Begründung der eigenen Bewertung unter anderem auf die Ausführungen im Opinion Letter verwiesen werden kann. Daneben bietet es sich an, den Angebotspreis ins Verhältnis zu bisherigen Börsenkursen und zu Kurszielen von (mit der Transaktion nicht vorbefassten) Analysten zu setzen und die eigene Einschätzung auf diese Weise zu plausibilisieren. Bei Bezugnahmen auf die weitere unternehmerische Entwicklung ist es gestattet, eine stand alone-Betrachtung der Zielgesellschaft vorzunehmen, da etwaige mit der geplanten Übernahme verbundene Synergieeffekte für die Organe der Zielgesellschaft zu diesem Punkt ggf. noch nicht belastbar abschätzbar sind. Angesichts der kurzen Frist für die Stellungnahme ist eine förmliche Unternehmensbewertung hingegen nicht vorzunehmen. Ebenso wenig ist es erforderlich, dem Angebotspreis die eigene Vorstellung eines angemessenen Werts für die Gegenleistung gegenüberzustellen.

3.2.2. Bewertung der voraussichtlichen Folgen für die Zielgesellschaft

Des Weiteren müssen Vorstand und Aufsichtsrats auf die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft, die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte der Zielgesellschaft eingehen. Zunächst ist auf die verschiedenen Möglichkeiten unternehmerischen Einflusses – von der Sperrminorität bis zum Squeeze-out – hinzuweisen, welche der Bieter bei Erreichen der jeweiligen Beteiligungsschwellenwerte erlangt. Sodann ist eine Einschätzung der konkreten Folgen anhand der Angaben zu den Absichten des Bieters in der Angebotsunterlage vorzunehmen. Sofern der Bieter in der Angebotsunterlage lediglich bestätigt, keine grundlegenden Veränderungen anstreben und die bisherige Unternehmensstrategie in Abstimmung mit der Zielgesellschaft fortführen zu wollen, genügt eine kurze begrüßende Bemerkung. Beabsichtigt der Bieter hingegen Maßnahmen, die Auswirkungen auf die oben genannten Aspekte des Unternehmens haben werden, so sind diese im Einzelnen zu benennen und zu bewerten. Neben naheliegenden Themenkreisen wie beispielweise den Auswirkungen auf die wesentlichen von der Zielgesellschaft abgeschlossenen Verträge und auf die Beziehungen zu ihren wesentlichen Vertragspartnern kommen dabei auch Ausführungen zu kartellrechtlichen Konsequenzen, zum künftigen Refinanzierungsbedarf oder zu speziellen Marktgegebenheiten in Betracht.

3.2.3. Bewertung der vom Bieter verfolgten Ziele

Auch die vom Bieter mit dem Angebot verfolgten Ziele sind in der Stellungnahme des Vorstands zu bewerten. Grundlage sind wiederum die Angaben des Bieters in der Angebotsunterlage zu seiner strategischen Planung mit Blick auf den Anteilserwerb. Was die Zielgesellschaft betrifft, so werden die Ziele des Bieters bereits im Rahmen der oben beschriebenen Folgenabwägung regelmäßig umfassend aufgegriffen worden sein. Im Wesentlichen betrifft die Stellungnahme hier deshalb die Auswirkungen auf der Ebene des Bieters selbst. Gegebenenfalls ist auf die Umsetzbarkeit des Angebots durch den Bieter einzugehen, insbesondere soweit mögliche Hindernisse (zum Beispiel Fusionskontrolle) in Betracht kommen. Ausreichend ist insofern aber eine Plausibilitätskontrolle. Handelt es sich bei dem Bieter um ein special purpose vehicle, so ist auf die Zielsetzung der hinter ihm stehenden (juristischen) Person(en) einzugehen.

3.2.4. Eigene Absichten der Organmitglieder

Soweit einzelne Organmitglieder selbst Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind, so haben sie in der Stellungnahme anzugeben, ob sie ihrerseits beabsichtigen, das Angebot anzunehmen. Diese Offenlegung bietet den übrigen Wertpapierinhabern ein weiteres Indiz zur Angemessenheit des Angebotspreises, auch wenn die Gründe für die Absicht einzelner Organmitglieder, das Angebot anzunehmen, nicht zwingend mit dessen Attraktivität zusammenhängen müssen. Die Information über die eigenen Absichten der Organmitglieder kann jedenfalls entscheidende Bedeutung für die Glaubwürdigkeit der Stellungnahme und die Überzeugungskraft der mit ihr verbundenen Handlungsempfehlung haben. Hegen die einzelnen Organmitglieder unterschiedliche Absichten, so verrät dieser Umstand den Wertpapierinhabern zudem, dass innerhalb des Organs möglicherweise unterschiedliche Bewertungen des Angebots vorherrschen. Die BaFin verlangt in ihrer Aufsichtspraxis jedenfalls eine individualisierte Aufstellung unter Namensnennung, selbst wenn sämtliche beteiligten Organmitglieder dieselbe Absicht äußern. Die jeweilige Beteiligungshöhe muss indes nur dann preisgegeben werden, wenn das jeweilige Organmitglied das Angebot nur teilweise anzunehmen beabsichtigt.

3.3. AUSGEWÄHLTE THEMENFELDER

Neben dem oben geschilderten Mindestinhalt, der durch den Wortlaut des § 27 Abs. 1 S. 2 WpÜG vorgegeben wird, kann es je nach konkretem Übernahmeszenario verschiedene weitere Themenfelder oder besondere Schwerpunkte geben, auf die in der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat einzugehen ist. Hält die Zielgesellschaft beispielsweise eigene Aktien, so ist auch ihre Absicht zur Annahme bzw. Nichtannahme des Angebots aufzunehmen. Mit Blick auf den Bieter sollte dessen geplante Finanzierung bewertet werden.

3.3.1. Behandlung von Interessenkonflikten

Eine Übernahmesituation kann Mitglieder der Verwaltungsorgane im Einzelfall vor nicht unbeträchtliche Interessenkonflikte stellen (zum Beispiel Verbindung von Aufsichtsratsmitgliedern zum Bieter oder zu finanzierenden Banken oder eigene Beteiligung von Vorstandsmitgliedern).

Bislang nicht abschließend geklärt ist, wie mit solchen Interessenkonflikten einzelner Organmitglieder umzugehen ist. Sofern teilweise vertreten wird, dass die betroffenen Organmitglieder der jeweiligen Beschlussfassung oder sogar den Beratungen fernzubleiben haben, vermag dies jedenfalls in dieser Allgemeinheit nicht zu überzeugen und dürfte allenfalls im Einzelfall in Betracht kommen. Da ein Organmitglied, in dessen Person ein Interessenkonflikt besteht, nicht in den Genuss der Business Judgement Rule käme, kommt es in der Praxis indes häufig zu einer freiwilligen Enthaltung oder einem Verzicht auf die Teilnahme an der Beschlussfassung.

Aus rechtlicher Sicht ist es Organmitgliedern mit erheblichen Eigeninteressen am Ausgang des Übernahmeversuchs allerdings im Normalfall nicht verwehrt, an der Stellungnahme mitzuwirken. Ihre Interessenlage ist jedoch in der Stellungnahme umfassend offenzulegen, sodass die Wertpapierinhaber die Stellungnahme im Lichte dieser Information bewerten können. In diesem Zuge sind auch die Teilnahme an Managementbeteiligungsprogrammen oder Sonderkündigungsrechte der Organmitglieder im Falle eines Kontrollwechsels zu nennen. In Fällen besonders starker Interessenverflechtungen ist allerdings eine Enthaltung des befangenen Organmitglieds vorzugswürdig. Solche Enthaltungen sind ebenfalls offenzulegen. Darüber hinaus ist es inzwischen gängige Praxis, die entsprechenden Abstimmungsergebnisse in Vorstand und Aufsichtsrat zu veröffentlichen.

3.3.2. Freundliche und feindliche Übernahmen

Inhalt und Schwerpunkte der Stellungnahme werden auch dadurch beeinflusst, ob es sich um ein freundliches oder feindliches Übernahmeangebot handelt. Ergeht das Angebot in Abstimmung mit der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft, etwa durch Abschluss eines Business Combination Agreement (BCA) zwischen Bieter und Zielgesellschaft, so kann eine Handlungsempfehlung an die Wertpapierinhaber zur Annahme des Angebots darauf gestützt werden. Der spätere Abschluss eines BCA löst jedoch keine Pflicht zur Aktualisierung der Stellungnahme aus. Bei Angeboten gegen den Willen der Zielgesellschaft bietet die Stellungnahme hingegen die Möglichkeit, für das eigene Unternehmenskonzept der Geschäftsleitung zu werben. Das Verhinderungsgebot des § 33 WpÜG steht dem nicht entgegen.

3.3.3. Änderungen des Angebots und konkurrierende Angebote

Weiterer Aufwand für die Organe der Zielgesellschaft entsteht, wenn der Bieter das Angebot nachträglich ändert oder ein zweiter Bieter ein konkurrierendes Angebot abgibt. Erhöht der Bieter vor Ablauf der Annahmefrist die angebotene Gegenleistung oder bietet er wahlweise eine andere Gegenleistung an, so ist erneut zur Angemessenheit dieser Gegenleistung Stellung zu nehmen. Die unveränderten Bedingungen müssen nicht erneut bewertet werden. Insofern kann die ursprüngliche Stellungnahme jedoch überarbeitet werden, wenn die Verwaltungsorgane ihre Einschätzung inzwischen auf eine breitere Informationsgrundlage stützen können. Bei konkurrierenden Angeboten haben zwei getrennte Stellungnahmen zu erfolgen, aus denen hervorgeht, welches Angebot als vorzugswürdig erachtet wird.

3.4. FAZIT

Die Stellungnahme nach § 27 WpÜG stellt Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft vor eine erhebliche fachliche, zeitliche und organisatorische Herausforderung. Unter den kritischen Augen der BaFin ist innerhalb eines kurzfristigen Prozesses den Interessen der Zielgesellschaft und des Kapitalmarkts gerecht zu werden; auch die Gefahr von Bußgeldern und Haftungsrisiken ist dabei zu beachten. Bei der Bewältigung dieser Herausforderungen hat sich in den vergangenen Jahren eine konstruktive Zusammenarbeit der von einer Übernahme betroffenen Gesellschaften mit externen Beratern und Sachverständigen sowie die Einholung einer Fairness Opinion bewährt.

4. Erfolgsfaktoren eines Übernahmeangebotes aus Bietersicht: Informationsbeschaffung, Stakebuilding und Irrevocable Undertakings

Dr. Matthias Kiesewetter
White & Case LLP

Dr. Tobias Heinrich
White & Case LLP

4.1. EINLEITUNG

Die Übernahme einer börsennotierten Zielgesellschaft erfordert eine gründliche Vorbereitung auf Seiten des Bieters. Unverzichtbar ist zunächst eine umfassende Informationsbeschaffung und -auswertung, um die rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse der Zielgesellschaft zu bewerten und die Voraussetzungen und Auswirkungen einer Übernahme einschätzen zu können. Auf Grundlage dieser Informationen kann der Bieter dann konkrete strategische Schritte unternehmen, welche die Erfolgsaussichten einer späteren Übernahme erhöhen bzw. die Übernahme gegen etwaige Störversuche Dritter absichern. Hierzu zählen insbesondere Vorfeldvereinbarungen mit einzelnen Aktionären sowie sonstige Maßnahmen zum Beteiligungsaufbau unterhalb der Kontrollschwelle von 30 Prozent. Der vorliegende Beitrag stellt einige der relevantesten Vorfeldinformationen und die Methoden zu ihrer Beschaffung vor und gibt einen Überblick über die häufigsten von Bietern verwendeten Instrumente zum Beteiligungsaufbau im Vorfeld einer Übernahme.

4.2. DUE DILIGENCE AUS ÖFFENTLICH ZUGÄNGLICHEN QUELLEN

In der frühen Vorbereitungsphase einer öffentlichen Übernahme hat der Bieter regelmäßig keinen oder nur sehr eingeschränkten Zugang zu internen Unternehmensdaten der Zielgesellschaft. Er ist deshalb bei der Informationsbeschaffung auf öffentlich zugängliche Quellen angewiesen, die jedoch bei börsennotierten Gesellschaften durchaus ergiebig sind und deren Informationsgehalt es bestmöglich auszuschöpfen gilt.

Ergebnis aus der Umfrage:

Zwei Drittel aller Umfrageteilnehmer geben an, dass sie vor Abgabe eines Übernahmeangebots über die öffentlich verfügbaren Informationen hinaus eine limitierte Due Diligence durchführen würden.

4.2.1. Finanzierungsvolumen

Von elementarer Bedeutung für den Bieter ist das zu erwartende Finanzierungvolumen einer Übernahme. Auch wenn der Bieter es für unwahrscheinlich hält, dass sämtliche Wertpapierinhaber sein Übernahmeangebot annehmen werden und er so zum Alleinaktionär der Zielgesellschaft wird, muss er nach deutschem Übernahmerecht sicherstellen, im Zweifel die Übernahme sämtlicher bisher nicht von ihm gehaltener Aktien finanzieren zu können (§ 13 Abs. 1 S. 1 WpÜG). Bei der Vorbereitung eines auf den Erwerb der Kontrolle gerichteten freiwilligen Übernahmeangebots kann der Erwerber zunächst nicht von einer Annahmequote ausgehen, sondern muss das maximale Finanzierungsvolumen berechnen, das sich aus der Multiplikation von voraussichtlichem Angebotspreis mit der Anzahl der nicht vom Bieter gehaltenen Aktien ergibt. Während eine beratende Investmentbank den näherungsweise berechneten Durchschnittskurs gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung als Grundlage für den Angebotspreis liefern kann, muss die Anzahl der außenstehenden Aktien ermittelt werden. Zu berücksichtigen sind dabei auch eigene Aktien der Zielgesellschaft (außer beim Pflichtangebot) sowie neue Aktien, die aufgrund angekündigter Kapitalmaßnahmen oder durch die Ausübung von Aktienoptionen und Wandelschuldverschreibungen auszugeben sein können. Als Informationsquellen zur Ermittlung der Aktienanzahl kann neben einem aktuellen Auszug des Handelsregisters der Zielgesellschaft samt Satzung und Hauptversammlungsprotokollen die für die Berechnung des Stimmrechtsanteils maßgebliche von der Gesellschaft zu veröffentlichende Mitteilung zur Gesamtzahl der Stimmrechte (§ 41 Abs. 1 WpHG) gelten.

4.2.2. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft

Die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft können durch ihre Positionierung erheblichen Einfluss auf den Verlauf einer Übernahme nehmen. Der Bieter sollte selbstverständlich die handelnden Personen in Vorstand und Aufsichtsrat kennen und ihre Interessenlage in Erfahrung bringen. Hierzu enthält der Jahresabschluss neben einer Aufstellung sämtlicher Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrat auch Angaben zu weiteren Mandaten der Aufsichtsratsmitglieder in anderen Unternehmen. Er gibt außerdem Auskunft zu den Gesamtbezügen der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder und weist die Bezüge der Vorstandsmitglieder einzeln aus. Insbesondere verrät der Jahresabschluss auch Leistungen, die für den Fall der Beendigung der Vorstandstätigkeit zugesagt worden sind. Nach Veränderungen der Organbesetzung, die noch nach dem letzten Jahresabschluss stattgefunden haben, kann in jüngeren Hauptversammlungsbeschlüssen, Handelsregisterauszügen und Ad-hoc-Mitteilungen der Zielgesellschaft gesucht werden.

Indizien zur Interessenlage der Organmitglieder und zugleich zur weiteren Geschäftsentwicklung der Zielgesellschaft bieten die Directors' Dealings-Meldungen (Art. 19 MMVO). Bei Meldungen über den Erwerb von Wertpapieren durch das Management erfährt der Bieter, dass er sich mit seinem Angebot auch an die Organmitglieder selbst – in ihrer Rolle als Aktionäre der Zielgesellschaft – richten wird. Durch Meldungen über die Veräußerung von Aktien kann indes der Eindruck entstehen, dass die Geschäftsleitung eine negative wirtschaftliche Entwicklung der Zielgesellschaft befürchtet. Trotz des zu vermutenden Wissensvorsprungs der Organmitglieder sind solche Rückschlüsse jedoch mit Vorsicht zu genießen, da die Gründe zur Veräußerung vielfältig sein können und nicht zwingend mit der wirtschaftlichen Entwicklung der Zielgesellschaft zusammenhängen müssen. Dennoch bilden die Directors' Dealings-Meldungen ein wichtiges Mosaiksteinchen im Gesamtbild über die Zielgesellschaft (Art. 19 MMVO).

4.2.3. Mehrheitserfordernisse und Beteiligungsverhältnisse

Für die Frage, welche Mindestbeteiligungsgröße an der Zielgesellschaft angestrebt werden sollte, wird ein Bieter zunächst prüfen, wie die Mehrheitserfordernisse für wichtige Maßnahmen der Hauptversammlung der Zielgesellschaft ausgestaltet sind. Hierzu ist die Satzung der Zielgesellschaft auf etwaige Abweichungen von den gesetzlichen Mehrheitserfordernissen durchzusehen. Dies kann beispielsweise die Mehrheit betreffen, mit der die Aufsichtsratsmitglieder der Kapitalseite abberufen werden können. Aber auch die Mehrheitserfordernisse für Satzungsänderungen, für Änderungen des Unternehmensgegenstandes und für Kapitalerhöhungen mit oder ohne Ausschluss des Bezugsrechts sind von großer Relevanz. Besonderes Augenmerk verdient das Mehrheitserfordernis zum Abschluss eines Unternehmensvertrages, wenn der Bieter für die Zeit nach der Übernahme den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages anstrebt.

Bevor jedoch solche zukünftigen Veränderungen in der Zielgesellschaft in Betracht kommen, muss der Bieter die Machtverhältnisse verstehen, die gegenwärtig in der Zielgesellschaft herrschen. Sind konkurrierende Bieter zu erwarten? Gibt es veräußerungswillige Inhaber von relevanten Aktienpaketen? Indizien hierfür können in einer sorgfältigen Analyse der Beteiligungsverhältnisse der Zielgesellschaft gewonnen werden. Welche Akteure unmittelbar oder mittelbar Beteiligungen an der Zielgesellschaft oder Instrumente zu deren Erwerb halten, kann der Bieter anhand der Stimmrechtsmitteilungen gemäß §§ 33, 34 und 38 WpHG nachvollziehen. Sie verraten, wer die Meldeschwellen von 3 Prozent, 5 Prozent, 10 Prozent, 15 Prozent, 20 Prozent 25 Prozent, 30 Prozent, 50 Prozent sowie 75 Prozent erreicht, über- oder unterschritten hat. Besonders interessant ist das in der jeweiligen Stimmrechtsmitteilung enthaltene Datum, dem sich der zu diesem Zeitpunkt geltende Börsenwert zuordnen lässt. Daraus lässt sich auf den ungefähren Einstiegspreis schließen, zu dem der jeweilige Paketinhaber seine Beteiligung erworben hat. Aus dem Verhältnis zwischen Einstiegspreis und voraussichtlichem Angebotspreis ergibt sich ein erstes Bild der Interessenlage des Paketinhabers, denn er wird seine Anteile im Normalfall nur ungern unterhalb seines Einstiegspreises veräußern wollen. Zu beachten ist allerdings zum einen, dass die Aussagekraft der Stimmrechtsmitteilungen durch das Schwellensystem naturgemäß eingeschränkt ist, da Veränderungen der Beteiligungshöhe zwischen den Schwellenwerten gerade keine Mitteilungspflicht auslösen. Zum anderen kann zwischen Erreichen der Schwelle und Veröffentlichung der Mitteilung eine gewisse Zeitspanne liegen, sodass auch in zeitlicher Hinsicht keine absolute Gewissheit herrscht.

Über die Inhaber wesentlicher Beteiligungen – also solcher in Höhe von 10 Prozent der Stimmrechte oder mehr – kann der Bieter durch die Investorenmitteilungen nach § 43 WpHG noch weitere Informationen erhalten. Darin soll der Inhaber die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele und die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel darlegen. Die Angaben zu den Absichten des Inhabers beschränken sich in der Praxis jedoch oft auf dehnbare oder inhaltsleere Floskeln und beziehen sich ohnehin nur auf den Zeitpunkt des Erwerbs, ohne dass eine spätere Strategieänderung mitgeteilt werden müsste.

4.2.4. Ereignisse in der Sphäre der Zielgesellschaft

Dass der Bieter sich auch über aktuelle wesentliche Ereignisse und Veränderungen im Bereich der Zielgesellschaft ein Bild machen sollte, liegt auf der Hand. Im Kontext einer öffentlichen Übernahme gewinnen diesbezügliche Informationen aber noch zusätzlich an Bedeutung, weil sich der Bieter in viel geringerem Maße vertraglich absichern kann, als es

beim Erwerb einer nichtbörsennotierten Gesellschaft etwa durch Vollzugsbedingungen und Garantien möglich ist. Nur in sehr begrenztem Maße kann er ein Übernahmeangebot unter sogenannte Material Adverse Change-Bedingungen stellen.

Um besondere Vorkommnisse in der Sphäre der Zielgesellschaft auszumachen, kann der Bieter zunächst deren Ad-hoc-Mitteilungen des letzten Geschäftsjahres durchsehen. Darin finden sich zum Beispiel Informationen über wichtige Vertragsabschlüsse und -beendigungen, zu außergewöhnlichen Schadensfällen und Rechtsstreitigkeiten oder zu unerwarteten Entwicklungen der Geschäftszahlen. Da all diese Informationen die Schwelle zur kurserheblichen Insiderinformation genommen haben, werden sie regelmäßig von einiger Relevanz sein. Dem Bieter muss jedoch bewusst sein, dass die vorgefundenen Mitteilungen nicht immer ein vollständiges Bild liefern. Denn zum einen ist die Zielgesellschaft hinsichtlich zukünftiger Umstände nur dann zur Mitteilung verpflichtet, wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit nach der Einschätzung des Vorstands bei über 50 Prozent liegt. Zum anderen besteht die Möglichkeit der Befreiung von der Ad-hoc-Pflicht nach den Voraussetzungen des Art. 17 MMVO. Der Bieter muss deshalb damit rechnen, dass Informationen über weitere erhebliche Vorkommnisse existieren können, die von der Zielgesellschaft (noch) nicht publik gemacht wurden.

Sofern der Bieter keine eigene Financial Due Diligence durchführen kann, sollte er im Unternehmensregister nach Bekanntmachungen zu Bilanzkontrollverfahren nach § 106 WpHG Ausschau halten. Sie geben Aufschluss darüber, ob die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) oder die BaFin in der Vergangenheit die Rechnungslegung der Zielgesellschaft für fehlerhaft gehalten haben. Nach eigenen Angaben untersucht die DPR alle börsennotierten Unternehmen in einem Rhythmus von acht bis zehn Jahren, die in den Indizes DAX, MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten sogar mit einer erhöhten Frequenz, nämlich alle vier bis fünf Jahre. Liegen also keine Bekanntmachungen vor, lässt dies vermuten, dass die Rechnungslegung der Zielgesellschaft der Überprüfung durch die DPR bzw. BaFin bisher standgehalten hat.

4.2.5. Übernahmehindernisse

Der Bieter sollte schon im frühen Stadium der Angebotsplanung versuchen, potenzielle Übernahmehindernisse zu identifizieren. Hilfreich sind dazu die übernahmespezifischen Angaben im Lagebericht der Zielgesellschaft zu folgenden Punkten (§§ 289a, 315a HGB): Zusammensetzung des Kapitals und etwaige unterschiedliche Aktiengattungen. Sie führen zudem Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen auf, die Dritten ein Recht zum Umtausch bzw. Bezug neuer Aktien gewähren und eine Übernahme daher erheblich erschweren können. Hinzu kommen etwaige Ermächtigungen des Vorstands zu Verteidigungsmaßnahmen oder zu einer Barkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts. Das Ausnutzen eines solchen genehmigten Kapitals könnte eine Verwässerung der Beteiligung des Bieters zur Folge haben. Weitere im Lagebericht zu publizierende Aspekte, die eine Übernahme potenziell erschweren können, sind etwaige Beschränkungen in Bezug auf die Aktienübertragung und wesentliche Verträge der Zielgesellschaft, die unter der Bedingung eines Kontrollwechsels stehen (mit Change of Control-Klauseln).

Des Weiteren ist anhand der Angaben gemäß § 313 Abs. 2 HGB im Anhang zum Konzernlagebericht zu prüfen, ob die Zielgesellschaft ihrerseits börsennotierte Tochter- oder Enkelgesellschaften hat. Dann nämlich könnte der Bieter infolge einer Übernahme der Zielgesellschaft mittelbar auch die Kontrolle an diesen Gesellschaften erlangen. Mit Kontrollerlangung wäre der Bieter gegenüber deren (Mit-)aktionären möglicherweise gemäß

§ 35 WpÜG zur Abgabe weiterer Pflichtangebote verpflichtet, was das Übernahmeprojekt erheblich verteuern würde. Unter bestimmten Voraussetzungen könnte in diesem Fall der potenzielle Bieter eine Buchwertbefreiung nach WpÜG-Angebotsverordnung beantragen.

4.3. TYPISCHE GESTALTUNGEN DES BETEILIGUNGSAUFBAUS

Hat der Bieter sich anhand der oben beschriebenen Informationsquellen ein umfassendes Bild der Zielgesellschaft gemacht, kann er konkrete Schritte zu einem Beteiligungsaufbau unternehmen, um eine möglichst positive Ausgangslage für sein Übernahmeangebot zu schaffen. Bei den verschiedenen Instrumenten, die dafür zur Verfügung stehen, sind stets die Regeln zur Stimmrechtspublizität und des Insiderrechts sowie mögliche Auswirkungen auf das spätere Übernahmeangebot, insbesondere bezüglich des Mindestpreises, zu beachten.

4.3.1. Vorfeldvereinbarungen

Die erste Vorstufe zum Erwerb stellt häufig der Abschluss einer Vorfeldvereinbarung dar. Diese oft mit den vagen Begriffen Letter of Intent (LoI) oder Memorandum of Understanding (MoU) bezeichneten Vereinbarungen können verschiedene Reichweiten aufweisen. Häufig handelt es sich um reine Absichtserklärungen zum weiteren Transaktionsverlauf, die nur in Bezug auf die Verpflichtung der Parteien zur Vertraulichkeit und die Bestimmungen zur Verhandlungs- oder Abschlussexklusivität eine rechtliche Bindungswirkung entfalten. Eine Meldepflicht nach §§ 33 ff. WpHG ergibt sich aus LoI und MoU regelmäßig nicht. Nur wenn eine vereinbarte Break Fee faktisch zu einem Kontrahierungszwang führt, kann es sich um eine „vergleichbare wirtschaftliche Wirkung" (im Sinne des § 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) handeln. In diesem Fall ist die Vorfeldvereinbarung gemäß § 2 Nr. 5 WpÜG-Angebotsverordnung auch in der Angebotsunterlage zu nennen.

4.3.2. Paketerwerbe

Verträge zum außerbörslichen Erwerb von Aktienpaketen können Bieter und Paketinhaber weitestgehend frei gestalten. Zu beachten ist, dass bei Beteiligungen jenseits der Kontrollschwelle von 30 Prozent der Stimmrechte keine Entscheidungsfreiheit mehr über die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots besteht, sondern der Bieter in diesem Fall ein Pflichtangebot abgeben muss (§ 35 WpÜG). Der Vollzug des Erwerbs wird vertraglich regelmäßig an bestimmte Voraussetzungen geknüpft, wie zum Beispiel die fusionskontrollrechtliche Freigabe durch die zuständige Kartellbehörde. Unüblich ist jedoch, den Vollzug vom späteren Übernahmeangebot abhängig zu machen. Auch aufschiebend bedingte Erwerbsverträge sind grundsätzlich von der Meldepflicht nach § 33 WpHG erfasst. Der in dem Paketkaufvertrag festgelegte Kaufpreis kann außerdem Auswirkungen auf die Höhe und Art der Gegenleistung des späteren Übernahmeangebots haben: Sie muss nach § 4 WpÜG-Angebotsverordnung mindestens dem Wert der höchsten vom Bieter innerhalb der letzten sechs Monate gezahlten Gegenleistung für den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft entsprechen. Hat der Bieter im selben Zeitraum mindestens fünf Prozent der der Aktien oder Stimmrechte gegen Zahlung einer Geldleistung erworben, so kann er das Übernahmeangebot nach § 31 Abs. 3 WpÜG nicht mehr als Tauschangebot ausgestalten, sondern muss auch hier zumindest alternativ eine Geldleistung anbieten.

Ergebnis aus der Umfrage:

56 Prozent der Umfrageteilnehmer streben ein Stakebuidling im Vorfeld der Übernahme an. 78 Prozent geben an, Wert auf eine Vorfeldvereinbarung in der Form eines Business Combination Agreement oder eines Investment Agreement zu legen.

4.3.3. Irrevocable Undertakings

Statt ein Aktienpaket schon vor Abgabe des öffentlichen Übernahmeangebots zu erwerben, kann der Bieter mit dem Paketinhaber auch eine Vereinbarung treffen, mit der sich der Paketinhaber im Voraus zur Annahme des späteren Angebots verpflichtet – ein sogenanntes Irrevocable Undertaking. Solche Vereinbarungen sind möglich als Hard Irrevocables, die eine Bindung in allen Fallkonstellationen vorsehen, oder Semi-Hard/Soft Irrevocables, die nur unter bestimmten Bedingungen (etwa dem Ausbleiben eines höheren Übernahmeangebots) bindend sind. Sie können ein- oder zweiseitig verpflichtend ausgestaltet werden, also entweder nur den Aktionär zum Abschluss des späteren Kauf- und Übertragungsvertrages zu den Konditionen der Angebotsunterlage verpflichten oder aber auch den Bieter seinerseits zur Abgabe des Angebots verpflichten.

Ganz regelmäßig fallen Irrevocable Undertakings unter die Meldepflicht nach § 38 WpHG und sind gemäß § 2 Nr. 7 WpÜG-Angebotsverordnung in der Angebotsunterlage aufzuführen. Sie bieten den Vorteil, dass der Bieter schon im Vorfeld seines Übernahmeangebots eine Mindestannahmequote absichern kann. Nicht im Vorhinein festlegen lassen sich hingegen die Konditionen des anschließenden Erwerbs, die sich ausschließlich nach der späteren Angebotsunterlage richten. Ist der Bieter dort gezwungen, aufgrund der Mindestpreisregeln eine höhere Gegenleistung anzubieten, profitieren davon auch alle Aktionäre, die über Irrevocables gebunden sind. Besonders hilfreich können Irrevocables im Hinblick auf einen späteren Squeeze-out nach §§ 39a, 39b WpÜG sein, da sie – anders als Paketerwerbe außerhalb des Übernahmeangebots – die Annahmequote erhöhen. Liegt diese bei 90 Prozent der vom Angebot betroffenen Aktien, so gilt gemäß § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG der Angebotspreis im Rahmen des übernahmerechtlichen Squeeze-out als angemessene Abfindung.

4.3.4. Optionsgeschäfte

Auch durch den Abschluss von Optionsgeschäften kann der Bieter den Beteiligungsaufbau und damit die spätere Übernahme vorbereiten. Dazu geeignet sind in erster Linie Kaufoptionen (Call-Option) mit physischem Settlement. Durch ihren Erwerb erlangt der Bieter das Recht, durch Ausübung der Option zu einem späteren Zeitpunkt eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem im Voraus vereinbarten Preis von dem Vertragspartner zu erwerben. Üblicherweise werden Optionen mit festgelegtem Ausübungszeitpunkt als „europäische“ Optionen, solche mit frei wählbarem Ausübungszeitpunkt während der Laufzeit als „amerikanische“ Optionen bezeichnet. Von einem physischen Settlement spricht man, weil der Bieter am Ende tatsächlich Aktien geliefert bekommt. Bei Call-Optionen mit Barausgleich erhält er hingegen nur die Differenz zwischen einem fiktiv vereinbarten Kurs und dem tatsächlichen Kurs der in Bezug genommenen Aktien. Auch wenn die Gegenpartei wegen des mit der Option verbundenen Risikos zumeist eine gewisse Anzahl an Aktien erwerben und dem Bieter bei Ausübung anbieten wird, dienen Optionen mit Barausgleich vorrangig der Preisabsicherung. Ungeeignet für den gezielten Beteiligungsaufbau ist es für den Bieter, die Rolle der Gegenpartei einer Verkaufs-

option (Put-Option) einzunehmen. Der Aktieninhaber erwirbt mit ihr das Recht, innerhalb des festgelegten Zeitraums eine bestimmte Anzahl an Aktien zu einem bestimmten Preis zu verkaufen. Hier hat es der Bieter jedoch gerade nicht in der Hand, ob es schlussendlich zum Aktienerwerb kommt.

Kaufoptionen mit physischem Settlement unterfallen regelmäßig der Mitteilungspflicht nach § 38 WpHG. Dabei ist unerheblich, ob es sich um europäische oder amerikanische Optionen handelt. Für eine Schwellenberührung genügt es bereits, dass der Bieter Optionen in relevanter Höhe unmittelbar oder mittelbar hält, selbst wenn der Ausübungszeitraum noch nicht erreicht ist. Übernahmerechtlich sind sie von § 31 Abs. 6 WpÜG erfasst, sodass auch sie Auswirkungen auf den für die Angebotsunterlage geltenden Mindestpreis haben können. Für die Anwendung der Mindestpreisregeln kommt es nicht darauf an, ob die Option tatsächlich ausgeübt wird. Die vom Bieter gehaltenen Optionen mit physischem Settlement sind gemäß § 2 Nr. 5 WpÜG-Angebotsverordnung in der Angebotsunterlage offenzulegen.

4.3.5. Wandelanleihen

Für den Beteiligungsaufbau vor einem Übernahmeangebot weniger geeignet sind Wandelanleihen, die dem Inhaber das Recht einräumen, sie während einer Wandlungsfrist zu einem vorher festgelegten Verhältnis in Aktien einzutauschen. Auch hier existieren verschiedene Ausgestaltungen, denen jedoch gemein ist, dass Ausübungspreis, Ausübungszeitpunkt und weitere Bedingungen der Wandelanleihe zumeist nicht vom Bieter beeinflusst werden können und deshalb nicht notwendigerweise mit seiner Übernahmeplanung im Einklang stehen.

5. Erfolgreiche Angebotsbedingungen: Angebotsstrukturierung und empirische Analyse

Dr. Robert Weber
White & Case LLP

Angebotsbedingungen erweisen sich für den Bieter grundsätzlich als unverzichtbar, da diese einen wirkungsvollen Schutzmechanismus gegen die mit einem Angebot verbundenen Risiken darstellen. Weder das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) noch die Übernahmerichtlinie sehen eine Legaldefinition für Angebotsbedingungen vor. In Art. 6 Abs. 3 lit. h), Art. 13 lit. e) der Übernahmerichtlinie und in § 18 Abs. 1 WpÜG wird lediglich die Existenz solcher Bedingungen vorausgesetzt. Was also unter einer Angebotsbedingung zu verstehen ist, bestimmt sich nach den allgemeinen zivilrechtlichen Grundlagen des Bürgerlichen Gesetzbuches. Gemäß § 158 Abs. 1 BGB ist eine Bedingung eine Bestimmung, welche die Rechtswirkung eines Rechtsgeschäfts von einem zukünftigen, ungewissen Ereignis abhängig macht. Aufgrund der privatautonomen Gestaltungsfreiheit kann grundsätzlich jedes Rechtsgeschäft mit einer Bedingung versehen werden. Dieser Grundsatz gilt prinzipiell auch für Erwerbsangebote von Wertpapieren, welche im Rahmen des WpÜG abgegeben werden. In der Praxis des Übernahmerechts werden Angebotsbedingungen fast ausschließlich als aufschiebende Bedingungen konstruiert.

Die Grenzen der Gestaltungsfreiheit sind dann erreicht, wenn ein angemessener Interessenausgleich zwischen der Bietergesellschaft und der Zielgesellschaft nicht herbeigeführt werden kann. Zum einen kann ein Übernahmeangebot erhebliche Folgen für die Zielgesellschaft, deren Aktionäre und Organe mit sich bringen. Die Zielgesellschaft ist somit daran interessiert, dass der Bieter an sein Angebot möglichst gebunden ist. Andererseits ist es für den Bieter unbillig, wenn dieser an seinem Angebot festgehalten wird, obwohl die Durchführung des Angebotsverfahrens nicht (mehr) in seinem Interesse liegt, von solchen Gründen abhängt, die er nicht beeinflussen kann, oder aus rechtlichen Gründen unzulässig ist.

5.1. ÜBERNAHMERECHTLICHE VORGABEN

Die Zulässigkeit von Angebotsbedingungen in Übernahmeangeboten hängt zudem davon ab, dass besondere Vorgaben des Gesellschafts- und Übernahmerechts eingehalten werden.

5.1.1. Begrenzung der zivilrechtlichen Gestaltungsfreiheit

Die grundsätzliche Freiheit des Bieters, Übernahmeangebote mit Bedingungen auszugestalten, wird in erster Linie durch § 18 Abs. 1 WpÜG begrenzt. Gemäß § 18 Abs. 1 WpÜG darf ein Angebot grundsätzlich nicht von einer Bedingung abhängig gemacht werden, deren Eintritt der Bieter, mit ihm gemeinsam handelnde Personen im Sinne des § 2 Abs.

5 WpÜG oder deren Tochterunternehmen (§ 2 Abs. 6 WpÜG) ausschließlich selbst herbeiführen können. § 18 Abs. 1 WpÜG verbietet somit Potestativbedingungen. Daher sind solche Bedingungen unzulässig, die den Vollzug des Angebotes davon abhängig machen, dass der Bieter die Finanzierung des Angebotes künftig sicherstellen kann (Finanzierungsvorbehalte), der Bieter einen Kapitalerhöhungsbeschluss zum Zwecke der Schaffung der als Gegenleistung anzubietenden Wertpapiere fasst oder ein Zustimmungsbeschluss eines Tochterunternehmens des Bieters oder einer mit dem Bieter gemeinsam handelnden Person gefasst wird. Umgekehrt verbietet § 18 Abs. 1 WpÜG hingegen nicht solche Bedingungen, deren Eintritt nicht ausschließlich der Bieter, die mit ihm gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen herbeiführen können.

Bei Pflichtangeboten sind gemäß § 39 WpÜG die Regelungen des § 18 Abs. 1 WpÜG nicht anwendbar. Dies bedeutet aber nicht, dass bei Pflichtangeboten Potestativbedingungen zulässig wären. Ein solches Verständnis widerspräche der Rechtsnatur eines Pflichtangebots. Pflichtangebote sind nach dem Willen des Gesetzgebers grundsätzlich bedingungsfeindlich. Etwas anderes gilt nur dann, wenn die Bedingungen zwingenden gesetzlichen Vorschriften Rechnung tragen, namentlich bei kartellrechtlichen oder aufsichtsrechtlichen Genehmigungsvorbehalten.

Gemäß § 39 Abs. 3 S. 1 BörsG darf ein freiwilliges Übernahmeangebot, das im Zusammenhang mit einem geplanten Widerruf der Zulassung der Wertpapiere der Zielgesellschaft zum Handel am regulierten Markt (Delisting) abgegeben wird, ebenfalls nicht von Bedingungen abhängig gemacht werden.

5.1.2. Transparenz- und Bestimmtheitsgebot

Die Angebotsunterlage ist in einer Form abzufassen, die ihr Verständnis und ihre Auswertung erleichtert (§ 11 Abs. 1 S. 4 WpÜG). Hieraus folgt, dass die Angebotsbedingungen so formuliert werden müssen, dass der Angebotsadressat anhand objektiver Kriterien eindeutig feststellen kann, ob die Bedingung eingetreten ist. Die vom Gesetz geforderte Transparenz und Bestimmtheit kann dann möglicherweise beeinträchtigt sein, wenn das Angebot – wie regelmäßig der Fall – mehrere Angebotsbedingungen beinhaltet. Die Bietergesellschaft muss daher besonders darauf achten, die Bedingungen verständlich und übersichtlich darzustellen.

5.1.3. Gleichbehandlungsgebot

Weiterhin dürfen Angebotsbedingungen nicht gegen das Gleichbehandlungsgebot verstoßen. Ein Verstoß gegen dieses Gebot ist dann denkbar, wenn die Bietergesellschaft den Vollzug des Angebots davon abhängig macht, dass ein bestimmter Wertpapierinhaber das Angebot annimmt. Eben dieser Wertpapierinhaber könnte somit darüber entscheiden, ob andere Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ihre Wertpapiere veräußern können. Etwas anderes gilt, wenn der Bieter im Angebot eine Mindestannahmeschwelle vorsieht, selbst wenn er hierdurch faktisch bewirkt, dass ein bestimmter Wertpapierinhaber das Angebot annehmen muss.

5.2. ANGEBOTSSTRUKTURIERUNG – EMPIRISCHE ANALYSE FÜR DAS JAHR 2017

Angebotsbedingungen lassen sich in drei Kategorien einordnen: Erstens behördliche Verfahren, zweitens Maßnahmen oder Ereignisse mit Bezug zum Übernahmeangebot und

drittens Maßnahmen und Ereignisse mit Bezug zur Zielgesellschaft oder auf gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen (sogenannte MAC-Klauseln). Maßnahmen und Ereignisse mit Bezug zum Bieter sind in der Regel unzulässig, da deren Vornahme oder Eintritt meist ausschließlich vom Bieter beeinflusst werden können.

Im Jahr 2017 waren insgesamt fünfzehn von dreiundzwanzig Angebotsunterlagen und somit ca. 65 Prozent aller Übernahmeangebote nach dem WpÜG mit Angebotsbedingungen versehen. In dreizehn dieser fünfzehn Angebote behielt sich der Bieter das Recht vor, auf eine Angebotsbedingung verzichten zu dürfen. In den verbleibenden zwei Angeboten war der Vollzug des Angebotes lediglich von einer behördlichen Genehmigung (vgl. unten 1.3.1) abhängig. Wäre die behördliche Genehmigung nicht erteilt worden, wäre die Übernahme bereits deswegen rechtlich unzulässig gewesen.

Die restlichen acht Angebote und somit ca. 35 Prozent aller Übernahmeangebote wiesen hingegen keine Angebotsbedingungen auf. Zwei der acht Angebote waren Pflichtangebote, weswegen diese gemäß § 39 WpÜG keine Vollzugsbedingungen enthalten durften. Weitere vier der acht Angebote erfolgten wegen eines geplanten Delisting. Diese Angebote dürften somit gemäß § 39 Abs. 3 S. 1 BörsG nicht von einer Vollzugsbedingung abhängig gemacht werden. Die übrigen zwei Angebote verzichteten auf eine Bedingung. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebote ein behördliches Genehmigungsverfahren abgeschlossen und eine entsprechende Freigabe bereits erteilt wurde.

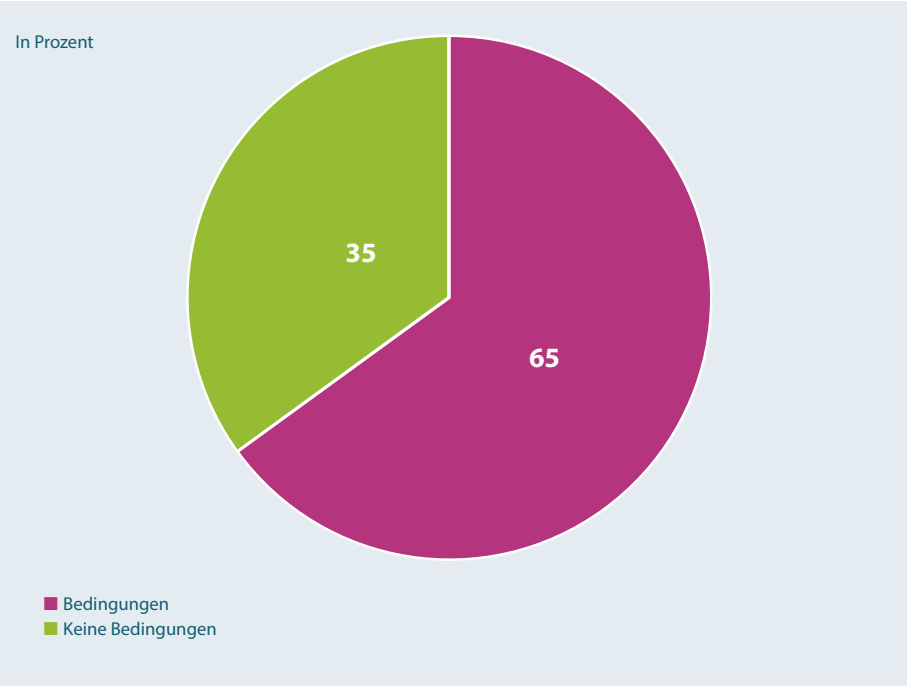

Abbildung 11: Angebotsbedingungen bei Übernahmeangeboten im Jahr 2017

5.2.1. Behördliche Freigaben

Mit elf Angeboten waren ca. 73 Prozent aller fünfzehn mit Angebotsbedingungen versehenen Übernahmeangebote von künftigen behördlichen Freigaben abhängig. Es handelte sich um fusionskontrollrechtliche Verfahren (Kartellvorbehalt) und um sonstige regulatorische Freigaben.

5.2.1.1. Kartellvorbehalte

Neun dieser elf Angebote, deren Vollzug von einer behördlichen Freigabe abhängig war, enthielten einen Kartellvorbehalt.

Kartellvorbehalte sind als Angebotsbedingung uneingeschränkt zulässig. Sie sind bei Zusammenschlussvorhaben insbesondere deswegen erforderlich, weil der Vollzug eines Zusammenschlusses, bevor die kartellrechtliche Freigabe erteilt wurde, verboten ist (§ 41 Abs. 1 GWB bzw. Art. 7 EG-Fusionskontrollverordnung [FKVO]). Es lassen sich einfache und qualifizierte Kartellvorbehalte unterscheiden. Qualifizierte Kartellvorbehalte machen die Vollziehbarkeit des Angebotes davon abhängig, dass die behördliche Freigabe auflagenfrei erteilt wird. Bei einfachen Kartellvorbehalten genügt jede erteilte behördliche Freigabe, selbst wenn diese mit Auflagen oder sonstigen Einschränkungen versehen ist. Beide Arten der Kartellvorbehalte sind zulässig.

5.2.1.2. Sonstige regulatorische Bedingungen

Sechs der elf Angebote sahen sonstige regulatorische Bedingungen vor, im Konkreten die Freigabe nach dem Außenwirtschaftsgesetz, die Durchführung eines Inhaberkontrollverfahren sowie Genehmigungen und/oder Nichtuntersagungen sonstiger Institutionen anderer Rechtsordnungen. Die Vollziehbarkeit eines Angebotes wurde allgemein davon abhängig gemacht, dass keine (auch vorläufige) Verfügung oder Anordnung einer Behörde eines Mitgliedsstaats der EU oder einer US-amerikanischen Behörde erlassen wird, die den Erwerb unwirksam oder rechtswidrig macht.

5.2.1.2.1. Inhaberkontrollverfahren

Zwei der sechs Bietergesellschaften, welche sonstige regulatorische Vorbehalte in ihren Angebotsunterlagen enthielten, machten den Vollzug des Angebotes von der erfolgreichen Durchführung eines Inhaberkontrollverfahrens abhängig.

Das Inhaberkontrollverfahren ist ein besonderes Anzeigeverfahren und richtet sich an den potenziellen Erwerber. Anzuzeigen sind der geplante unmittelbare oder mittelbare Erwerb einer bedeutenden Beteiligung von 10 Prozent des Kapitals oder der Stimmrechte, etwa an einem Kredit- oder Finanzleistungsinstitut (§ 2c KWG; Art. 4 Abs. 1 lit. c] SSM-Verordnung), einem Versicherungsunternehmen (§§ 17 f. VAG), dem Träger einer Börse (§ 6 BörsG) oder einer externen OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaft (§ 19 KAGB). Ebenfalls anzeigepflichtig ist die Erhöhung einer bedeutenden Beteiligung von 20, 30 und 50 Prozent am Kapital oder den Stimmrechten (§ 2c Abs. 1 S. 6 KWG).

5.2.1.2.2. Nichtuntersagungen nach dem deutschen Außenwirtschaftsgesetz

Eines der sechs Angebote, die sonstige regulatorische Vorbehalte vorsahen, machte den Vollzug davon abhängig, dass eine außenwirtschaftliche Kontrollgenehmigung nach dem Außenwirtschaftsgesetz (AWG) erteilt wird.

Beabsichtigt ein unionsfremder Erwerber den vollständigen Erwerb einer inländischen Gesellschaft oder den Erwerb einer unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligung von mindestens 25 Prozent an einer inländischen Gesellschaft, kann das Bundeministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) ein Kontrollverfahren nach dem AWG durchführen und prüfen, ob der beabsichtigte Erwerb die öffentliche Ordnung oder Sicherheit der Bundesrepublik

Deutschland gefährdet (§ 5 Abs. 2 AWG und §§ 55 ff. AWV). Das Prüfverfahren kann durch das BMWi innerhalb von drei Monaten nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots im Sinne des WpÜG eingeleitet werden (§ 55 Abs. 3 AWV). Nach dem Erhalt aller erforderlichen Informationen zur Durchführung des Prüfverfahrens kann das BMWi innerhalb einer Frist von vier Monaten die Übernahme untersagen oder zur Gewährleistung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland entsprechende Anordnungen erlassen, sofern es innerhalb von zwei Monaten ein Prüfungsverfahren eröffnet hat (§ 59 AWV). Der Fristablauf wird im Falle von Verhandlungen des BMWi mit den beteiligten Unternehmen über vertragliche Regelungen oder Auflagen zur Gewährleistung der öffentlichen Ordnung und Sicherheit gehemmt, so dass sich dadurch das Prüfverfahren weiter verlängern kann. Wurde dem Antragssteller die Eröffnung des eines Prüfungsverfahren nicht innerhalb der zwei Monate seitens des BMWi mitgeteilt, so gilt die Übernahme als freigegeben (§ 58 Abs. 2 AWV).

5.2.1.2.3. Weitere sonstige regulatorische Vorbehalte

Vier der sechs Angebote, die sonstige regulatorische Vorbehalte vorsahen, setzten eine oder mehrere Genehmigungen und/oder Nichtuntersagungen sonstiger Institutionen anderer Rechtsordnungen voraus. Das Angebot, dem zufolge allgemein keine (auch vorläufige) Verfügung oder Anordnung einer Behörde eines Mitgliedsstaats der EU oder einer US-amerikanischen Behörde vorliegen darf, die den Erwerb unwirksam oder rechtswidrig macht, wurde bei vorgenannter Aufzählung nicht berücksichtigt.

Ein Angebot setzte die Freigabe nach dem Russischen Auslandsinvestitionsgesetz (Bundesgesetz der Russischen Föderation Nr. 160-FZ) und dem Russischen Gesetz über Strategische Investitionen (Bundesgesetz der Russischen Föderation Nr. 57-FZ) durch russischen Wettbewerbsbehörden voraus. Auf Grundlage dieses Gesetzes kann die Behörde den Erwerb von Unternehmen verbieten, die strategische Bedeutung für die nationale Verteidigung und Staatssicherheit haben.

Ein anderes Angebot war davon abhängig, dass weder der Bankenverband (BdB) noch der Prüfungsverband deutscher Banken (PdB) dem Erwerb mit Blick auf die Einlagensicherung widersprechen und eine Bestimmung der Bietergesellschaft durch die BaFin zu einem übergeordneten Unternehmen im Sinne des § 10a Abs. 1 S. 5 KWG erklärt wird.

Zwei der sechs Angebote setzten voraus, dass keine Untersagung des Erwerbs durch das Committee on Foreign Investements in the United States (CFIUS) erfolgt. Im Rahmen des CFIUS-Verfahrens kann der US-amerikanische Präsident den Erwerb von Unternehmen (vorläufig) verhindern, wenn er durch den Erwerb die nationale Sicherheit gefährdet sieht.

Der Vollzug eines Angebotes war davon abhängig, dass die SEC vor Ablauf der Annahmefrist das Registration Statement erklärt. Das Registration Statement ist erforderlich, damit das Angebot nach den Vorgaben des amerikanischen Securities Act registriert werden muss.

5.2.2. Mindestannahmeschwellen

Die Bietergesellschaft kann den Vollzug des Angebots von der Erreichung einer festgelegten Mindestannahmeschwelle abhängig machen. Die Zulässigkeit einer solchen Bedingung folgt aus § 21 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG. Die Bestimmung der Annahmequote steht grundsätzlich im freien Ermessen des Bieters. Die angestrebte Annahmequote darf bei Übernahmeangeboten allerdings nicht auf einen Erwerb von weniger als 30 Prozent der Stimmrechte an der

Zielgesellschaft gerichtet sein (§ 29 WpÜG). Eine Mindestannahmeschwelle ist für den Bieter dann von Interesse, wenn neben dem Erwerb der übernahmerechtlichen Kontrolle der Zielgesellschaft der Erwerb eines größeren Anteils an den Stimmrechten oder am Grundkapital ggf. mit dem Ziel der Vollintegration angestrebt wird. In der Regel werden daher zur Sicherung einer absoluten oder einer qualifizierten Mehrheit in der Hauptversammlung Mindestannahmequoten von 50 Prozent oder 75 Prozent festgelegt. So kann mit einer Mehrheit von 75 Prozent des vertretenen Grundkapitals etwa der Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages in der Hauptversammlung beschlossen werden (§§ 291 Abs. 1, 293 Abs. 1 S. 2 AktG). Denkbar sind auch Mindestannahmeschwellen von 90 Prozent bzw. 95 Prozent, wenn dem Übernahmeangebot die Durchführung eines umwandlungsrechtlichen (§ 62 Abs. 5 UmwG), übernahmerechtlichen oder aktienrechtlichen Squeeze-out nachfolgen soll (§§ 39a f. WpÜG bzw. §§ 327a ff. AktG).

Die Vollziehbarkeit von acht der fünfzehn bedingten Übernahmeangebote und somit ca. 53 Prozent aller Angebote hing vom Erreichen einer Mindestannahmeschwelle ab.

Vier dieser acht Angebote enthielten (anfänglich) Mindestannahmeschwellen von mindestens 75 Prozent des in Aktien zerlegten Grundkapitals, wobei etwaige von der Zielgesellschaft gehaltene eigene Aktien abzuziehen waren. Den Angebotsunterlagen dieser vier Bieter ist zu entnehmen, dass diese nach dem Vollzug der Übernahme unter anderem eine Umstrukturierung der Zielgesellschaft anstrebten oder zumindest in Betracht zogen. Zudem wird in diesen vier Angebotsunterlagen verdeutlicht, dass die Umstrukturierungsmaßnahmen insbesondere den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages umfassen sollten.

Zudem enthielten drei Angebote Mindestannahmequoten, die den Erwerb einer Aktienmehrheit an der Zielgesellschaft sicherstellen sollten (63 Prozent abzüglich gehaltener eigener Aktien, 51 Prozent, 50 Prozent plus 1 Aktien) und ein Angebot eine Mindestannahmequote von 30 Prozent des Grundkapitals.

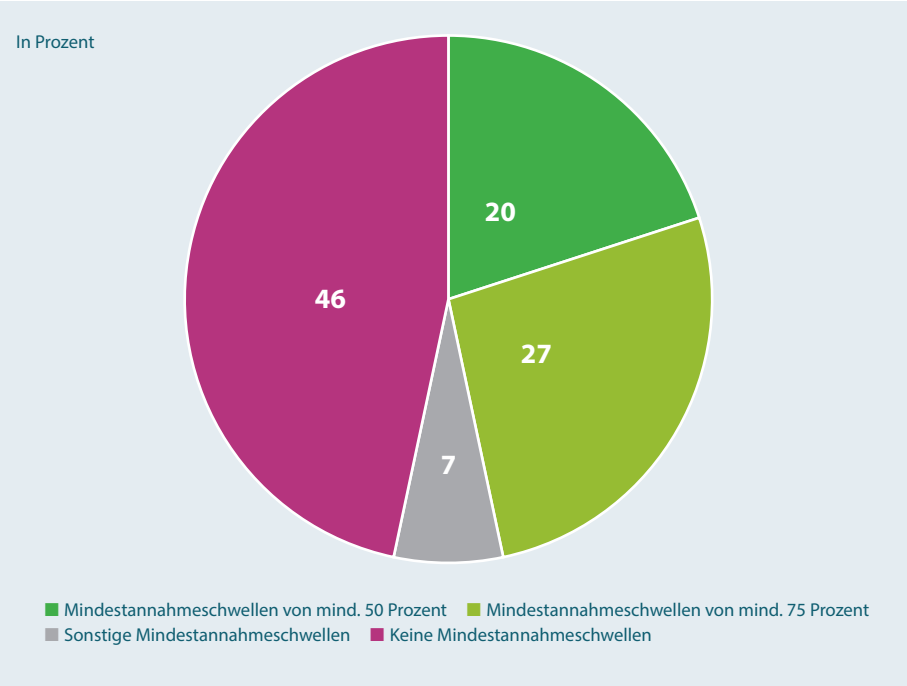

Abbildung 12: Mindestannahmeschwellen bei bedingten Übernahmeangeboten im Jahr 2017

5.2.3. MAC-Klauseln

Die Bietergesellschaft ist nach einer erfolgreichen Übernahme in der Regel daran interessiert, die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft nach eigenen unternehmerischen Vorstellungen zu optimieren. Daher ist es für den Bieter entscheidend, dass bestimmte wirtschaftliche Voraussetzungen während der Übernahme (nahezu) unverändert fortbestehen. Umgekehrt will der Bieter an seinem Angebot unter Umständen nicht mehr festhalten, wenn vor dem Ablauf der Annahmefrist nachteilige wirtschaftliche Umstände bei der Zielgesellschaft oder auf dem Markt eintreten, welche das Erreichen der mit dem Angebot verbundenen Ziele unmöglich machen oder zumindest erheblich erschweren. Dem Interesse des Bieters kann dadurch Rechnung getragen werden, dass er in das Übernahmeangebot Material-Adverse-Change-Klauseln (MAC-Klauseln) als Bedingung aufnimmt. MAC-Klauseln können sowohl auf Ereignisse und Maßnahmen in der Sphäre der Zielgesellschaft abstellen (sogenannte Business-MAC-Klauseln) oder an gesamtwirtschaftliche Ereignisse bzw. Rahmenbedingungen anknüpfen (sogenannte Market MAC-Klauseln).

Zehn der insgesamt fünfzehn Angebote (ca. 67 Prozent aller bedingten Angebote), die mit Vollzugsbedingungen versehenen waren, enthielten MAC-Klauseln. Die Vollziehbarkeit aller zehn Angebote war von einer oder mehreren Business-MAC-Klauseln abhängig. Fünf dieser Angebote enthielten zusätzlich eine Market-MAC-Klausel.

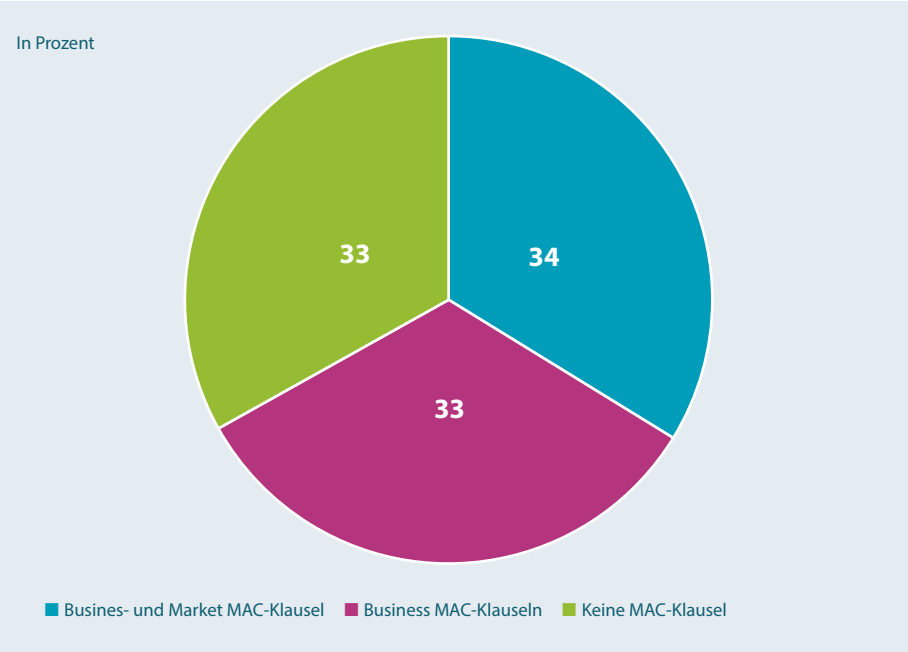

Abbildung 13: MAC-Klauseln bei bedingten Übernahmeangeboten im Jahr 2017

5.2.3.1. Market MAC-Klauseln

Nach zwei der fünf Angebotsunterlagen sollte das Angebot wegen einer wesentlichen nachteilige Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht vollzogen werden, wenn bis zum Ablauf der Annahmefrist des Übernahmeangebotes der Tagesschlusskurs des DAX an mindestens fünf aufeinanderfolgenden Tagen unter 10.000 Punkte liegt. In zwei anderen Angebotsunterlagen hing der Angebotsvollzug von dem Nichteintritt eines wesentlichen Rückgangs des TecDAX ab, wobei eine bestimmte Punktzahl des TecDAX

zum letzten Tag der Annahmefrist nicht unterschritten werden durfte. Die letzte der fünf Angebotsunterlagen setzte voraus, dass der „MSCI World Health Care Index" an fünf aufeinander folgenden Werktagen jeweils nicht einen bestimmten Kurswert unterschreitet.

5.2.3.2. Business MAC-Klauseln

In zehn der fünfzehn Angebotsunterlagen finden sich Business MAC-Klauseln. Diese lassen sich in drei Kategorien einordnen: Erstens der Eintritt einer wesentlichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse der Zielgesellschaft, zweitens der Beschluss oder die Durchführung von Kapitalmaßnahmen und drittens sonstige Maßnahmen oder Ereignisse in der Sphäre der Zielgesellschaft, die von wesentlicher Bedeutung sind.

5.2.3.2.1. Keine wesentliche Verschlechterung der Zielgesellschaft, insbesondere Insolvenz

Sämtliche Angebotsunterlagen, die Business MAC-Klauseln beinhalteten, enthielten eine Vollzugsbedingung, die an die wirtschaftlichen Verhältnisse der Zielgesellschaft anknüpft. Acht der zehn Angebotsunterlagen stellten auf das Vorliegen eines Insolvenzgrundes, einen bereits gestellten Insolvenzantrag (durch ein Organmitglied oder einen Dritten) oder auf die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens ab. Bei sechs der zehn Angebote lag die Voraussetzung einer vollzugsfeindlichen Business-MAC-Klausel bereits dann vor, wenn eine wesentliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse bei der Zielgesellschaft eintrat oder zu erwarten war, etwa in Form des Verlustes von mindestens der Hälfte des Grundkapitals im Sinne des § 92 Abs. 1 AktG, der wesentlichen Verschlechterung von Geschäftsbetrieben oder „sonstiger" wesentlicher Verschlechterungen, die nach Art. 17 MAR ad-hoc-pflichtig sind.

5.2.3.2.2. Keine Kapitalmaßnahmen der Zielgesellschaft

Die Vollziehbarkeit von acht der zehn Angebote, die Business MAC-Klauseln enthielten, hing davon ab, dass die Zielgesellschaft bis zum Ablauf der Annahmefrist keine (wesentliche) Kapitalmaßnahme beschließt oder durchführt.

Keine Kapitalerhöhung der Zielgesellschaft

Sämtliche dieser Angebote setzten voraus, dass die Zielgesellschaft während der Annahmefrist keine Kapitalerhöhung beschließt oder durchführt. Die konkrete Ausgestaltung der Angebotsbedingungen variierte und war zuvorderst durch die jeweilige Übernahmesituation geprägt.

Alle Angebote stellten entweder auf eine ordentliche und/oder eine nominelle Kapitalerhöhung ab. Zwei der acht Angebote sahen zudem die Ausnutzung eines vorhandenen genehmigten oder bedingten Kapitals durch den Vorstand und Aufsichtsrat als vollzugsfeindlich an.

Fünf der acht Angebote setzten voraus, dass keinerlei Kapitalmaßnahmen, unabhängig von deren Volumen, vorgenommen werden. Die übrigen drei Angebote legten ein bestimmtes Volumen der Kapitalerhöhung fest, das für das Vorliegen einer beachtlichen Kapitalerhöhung überschritten werden musste: Ein Angebot legte einen prozentualen Anteil am Grundkapital von 5 Prozent fest, zwei der drei Angebote stellten auf einen bestimmten Betrag oder eine bestimmte Anzahl an Aktien ab (3 Mio. neue Aktien/neues Grundkapital bei 134 Mio. Aktien/Grundkapital bzw. Erhöhung des Grundkapitals von 25 Mio. auf EUR 28 Mio.).

Zeitlich knüpfen sechs der acht Angebote an den Beschluss und/oder die Durchführung der Kapitalerhöhung an. Jeweils ein Angebot stellte auf die Einberufung einer Hauptversammlung, die über eine Maßnahme iS der §§ 180-240 AktG beschließen soll, und ein weiteres auf die Veröffentlichung des Bezugsangebots ab.

Keine Aufhebung oder Schaffung von bedingtem oder genehmigtem Kapital

Der wirksame Vollzug von zwei der acht Angebote war davon abhängig, dass die Zielgesellschaft kein bedingtes (§§ 192 ff. AktG) oder genehmigtes Kapital (§§ 202 ff. AktG) schafft bzw. der Vorstand eine entsprechende Ermächtigung ausübt.

Keine Begebung von Wandlungs- und Optionsrechten

Sieben der acht Angebotsunterlagen, die den Angebotsvollzug von Kapitalmaßnahmen der Zielgesellschaft abhängig machten, sahen vor, dass die Zielgesellschaft keine neuen Wandlungs- oder Optionsrechte sowie sonstige Finanzinstrumente (§ 221 AktG) begeben darf. Drei der sieben Angebote sahen jede Begebung der vorgenannten Instrumente als vollzugsfeindlich an, wohingegen drei der Angebote ein Mindestvolumen der Begebung festlegten. Drei der sieben Angebote regelten Ausnahmen, die einen Eintritt der Vollzugsbedingung ausschlossen (zum Beispiel Mitarbeiter- bzw. Aktienoptionsprogramme, Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 S. 4 AktG, Erfüllung bestehender Optionsrechte).

Keine Kapitalherabsetzung

Eines der acht Angebote legte fest, dass für den Angebotsvollzug die Hauptversammlung der Zielgesellschaft keine Kapitalherabsetzung (§§ 222 ff. AktG) beschließen darf.

5.2.3.2.3. Sonstige Maßnahmen und Ereignisse von wesentlicher Bedeutung

Neun der fünfzehn Angebotsunterlagen enthielten zudem weitere unterschiedliche Vollzugsbedingungen, die die Vollziehbarkeit des Angebots von Maßnahmen und Ereignissen von wesentlicher Bedeutung für die Zielgesellschaft abhängig machten.

Im Einzelnen:

Satzungsänderungen

Fünf dieser neun bedingten Übernahmeangebote stuften Satzungsänderungen als vollzugsfeindlich ein. Drei dieser fünf Angebote stellten allgemein auf Satzungsänderungen ab, wobei eines der drei Angebote die Verlegung des Sitzes der Gesellschaft nach Berlin aus dem Kreis der relevanten Satzungsänderungen herausnahm. Die übrigen zwei Angebotsunterlagen konkretisierten die relevanten Satzungsänderungen dahingehend, dass (nur) eine satzungsmäßige Erhöhung der Mehrheitserfordernisse, die Vornahme eines Aktiensplits oder einer Aktienzusammenlegung und eine statutarischen Änderung der Art der Aktien sowie der in der Aktie verkörperten Rechte Auswirkungen auf die Vollziehbarkeit des Angebotes haben sollten.

Kein Beschluss über Dividendenausschüttung

Vier der neun Angebotsunterlagen setzten voraus, dass die Zielgesellschaft keine Dividende ausschüttet. Während eines der vier Angebote jeden Dividendenausschüttungsbeschluss der

Hauptversammlung als vollzugsfeindlich ansah, war der Vollzug von drei Angeboten davon abhängig, dass eine bestimmte festgelegte Dividendenhöhe überschritten wird.

Keine wesentlichen Compliance-Verstöße durch Organe der Zielgesellschaft

Drei der neun Angebote wurden unter eine Compliance-Bedingung gestellt. Bei einer solchen Bedingung wird das Angebot nicht vollzogen, wenn ein wesentlicher Compliance-Verstoß vorliegt und dieser durch einen unabhängigen Gutachter während des Angebotszeitraumes festgestellt wird. Gemäß den drei Angebotsbedingungen durften keine Informationen über die Begehung von Straftaten und Ordnungswidrigkeiten durch die Geschäftsführungsorgane, leitende Angestellte der Zielgesellschaften sowie deren Tochterunternehmen bekannt werden, die in einem Zusammenhang mit Korruptions-, Bestechungs-, Geldwäschebekämpfungsgesetzen oder dem Kartellrecht stehen und eine Insiderinformation im Sinne des Art. 7 der EU-Marktmissbrauchsverordnung darstellen oder, wenn die Information nicht veröffentlicht worden wäre, eine Insiderinformation darstellen würden.

Unternehmensvertrag, Umwandlungsmaßnahmen, Auflösung der Zielgesellschaft und wesentliches Veräußerungsgeschäft

Jeweils zwei der neun Übernahmeangebote mit einer auf Maßnahmen und Ereignisse von wesentlicher Bedeutung für die Zielgesellschaft abstellenden Bedingung qualifizierten den Abschluss eines Unternehmensvertrages iS der §§ 291, 292 AktG, einen Beschluss über die Auflösung der Zielgesellschaft, die Vornahme einer bzw. den Beschluss über eine Maßnahme nach dem Umwandlungsgesetz oder die Vornahme einer wesentlichen Transaktion im Umfang von 30 Mio. oder 100 Mio als vollzugsfeindlich.

Veräußerung eigener Aktien, wesentlicher Steuerschaden und Einberufung einer Hauptversammlung nach § 16 Abs. 3 WpÜG

Jeweils eines der neun Angebote setzte voraus, dass die Zielgesellschaft keine eigenen Aktien i.S des § 71 AktG veräußert, bei der Zielgesellschaft kein wesentlicher Steuerschaden in Form eines verminderten Verlustvortrages entsteht, keine Hauptversammlung nach § 16 Abs. 3 WpÜG einberufen wird und die Hauptversammlung eines verbundenen Unternehmens zugestimmt hat.

5.2.3.2.4. Prüfung durch unabhängigen Gutachter

Angebotsbedingungen müssen eindeutig formuliert sein, auf objektive Kriterien abstellen und dürfen keinen Beurteilungsspielraum zulassen. MAC-Klauseln sehen sich in der Regel dem Problem ausgesetzt, dass ihre Tatbestandsvoraussetzungen bewusst oder unbewusst einen Beurteilungsspielraum zulassen. Damit eine MAC-Klausel deswegen nicht unzulässig ist, kann die Bietergesellschaft im Angebot regeln, dass das Vorliegen der tatbestandlichen Voraussetzungen einer MAC-Klausel von einem unabhängigen bzw. neutralen Gutachter festgestellt werden muss.

Fünf der zehn Angebote, die MAC-Klauseln aufwiesen, haben die Feststellung des Vorliegens der tatbestandlichen Voraussetzungen der Klausel einem unabhängigen bzw. neutralen Gutachter übertragen. Gemeinsam war den MAC-Klauseln, die einer Prüfung durch einen Gutachter unterworfen wurden, dass sie nicht auf ein objektives Ereignis abstellten (wie zum Beispiel Insolvenz, Ad-hoc-Pflicht, Kapitalerhöhung oder Dividendenausschüttung),

sondern vielmehr den Begriff der „Wesentlichkeit“ verwendeten (zum Beispiel wesentliche Transaktion, wesentlicher Verlust, wesentlicher Compliance-Verstoß, wesentliche Kapitalerhöhung), auch wenn dann wieder konkrete Kriterien für die Beurteilung des Gutachters genannt werden. Aus zwei der fünf Übernahmeangebote, welche die Prüfung durch einen unabhängigen Gutachter vorsehen, geht hervor, dass sich die jeweilige Zielgesellschaft in einer separaten Grundsatzvereinbarung – soweit rechtlich zulässig – dazu verpflichtet hat, den unabhängigen Gutachter in angemessenem Umfang zu unterstützen und ihm alle erforderlichen Informationen zur Verfügung zu stellen.

5.3. ZUSAMMENFASSUNG

Die empirische Auswertung zeigt, dass ca. 65 Prozent aller WpÜG-Angebote des Jahres 2017 unter Vollzugsbedingungen gestellt wurden. 35 Prozent der veröffentlichten Angebotsunterlagen enthielten keine Vollzugsbedingungen, wobei dies überwiegend gesetzlichen Vorschriften geschuldet war (§ 39 WpÜG, § 39 Abs. 3 S. 1 BörsG).

73 Prozent sämtlicher Angebote, die Vollzugsbedingungen aufwiesen, machten den Vollzug des Angebots von einer oder mehreren behördlichen Freigabe(n), insbesondere durch Kartellbehörden, abhängig. 53 Prozent aller bedingten Angebote setzten das Erreichen einer Mindestannahmequote voraus. Ca. 67 Prozent aller bedingten Angebote beinhalteten eine oder mehrere MAC-Klauseln. Insbesondere die Business-MAC-Klauseln sind sehr heterogen ausgestaltet und tragen den individuellen Verhältnissen und Besonderheiten der jeweiligen Bieter- und Zielgesellschaft Rechnung.

6. Die Finanzierung von öffentlichen Übernahmeangeboten durch Fremdkapital

Dr. Tom Oliver Schorling
White & Case LLP

Dr. Matthias Kiesewetter
White & Case LLP

Für das Gelingen eines öffentlichen Übernahmeangebots ist die Finanzierung von entscheidender Bedeutung. Die Finanzierung muss schon vor Abgabe des Angebots sichergestellt sein. Bei einer börsennotierten Zielgesellschaft haben Bieter und finanzierende Banken dabei zusätzlich zu den wirtschaftlich-strategischen Überlegungen allgemeine kapitalmarktrechtliche und insbesondere übernahmerechtliche Vorgaben zu beachten.

Dabei weist die Finanzierung von öffentlichen Übernahmeangeboten durchaus Gemeinsamkeiten mit der Finanzierung von nicht-öffentlichen Übernahmen auf, zum Teil bestehen jedoch auch erhebliche Unterschiede. So sind zum Beispiel beide Bereiche von dem Konzept der Finanzierungssicherheit, dem sogenannten „certain funds concept" geprägt. Bei einem öffentlichen Übernahmeangebot bindet dieses die finanzierenden Banken bis zum Angebotsvollzug an ihre Finanzierungszusage. Das gleiche gilt für einen Private Equity Investor im Rahmen der Angebotsabgabe für eine nicht-öffentliche Verkaufsauktion – im Moment der Erteilung des Zuschlags durch den Verkäufer muss die Möglichkeit des Rückzuges der finanzierenden Banken von ihrer Finanzierungszusage auf ein absolutes Minimum begrenzt sein. Unterschiede gibt es dagegen im Hinblick auf den Zugriff auf die personellen und finanziellen Ressourcen der Zielgesellschaft. Im Falle einer öffentlichen Übernahme ist es ungleich schwieriger für die finanzierenden Banken, über die öffentlich zugänglichen Quellen hinaus Informationen über die Entwicklungen im Zielunternehmen zu erlangen oder die Forderungen durch Kreditsicherheiten über das Vermögen der Zielgesellschaft besichern zu lassen. Zwar gelten auch für nicht-börsennotierte Aktiengesellschaften strenge Kapitalerhaltungsvorschriften. Diese können jedoch bei einer nicht-öffentlichen Transaktion leichter und schneller berücksichtigt werden.

6.1. DIE BILDUNG VON KONSORTIEN

6.1.1. Initiative und Zielsetzung

Die Initiative zur Aufsetzung der Finanzierungsstruktur geht naturgemäß vom Bieter aus. Vor Veröffentlichung seiner Absicht, ein Übernahmeangebot abzugeben, wird er sich der Unterstützung von Fremdkapitalgebern versichern, falls die Übernahme nicht mit Bordmitteln finanziert werden kann. Je nach geographischem Schwerpunkt der Zielgruppe und deren Industriegruppe wird eine Vorauswahl von Banken getroffen, die nach Unterzeichnung einer strengen Vertraulichkeitsvereinbarung (NDA – non-disclosure agreement) mit

den wesentlichen Aspekten der geplanten Transaktion in der Regel in bilateralen Gesprächen vertraut gemacht werden. Auf der Grundlage von durch den Bieter vorgegebenen Term Sheets werden die wesentlichen Konditionen der Banken für die Finanzierung abgefragt und verglichen. Ab einem bestimmten Zeitpunkt informiert der Bieter die Banken, welche die attraktivsten Konditionen bieten, über die Identität der anderen ausgewählten Banken. Nachfolgend wird mit dieser Bankengruppe die finale Vertragsdokumentation mit ihren rechtlichen und wirtschaftlichen Parametern erstellt. Je nach Größe, Komplexität und Anzahl der Beteiligten dürfte hierfür ein Zeitraum von 2 bis 3 Monaten einzuplanen sein.

Ergebnis aus der Umfrage:

40 Prozent der Umfrageteilnehmer, die sich als potenzieller Bieter sehen, haben bisher noch keine Finanzierungsmaßnahmen ergriffen.

6.1.2. Vertraulichkeit und Mehrgleisigkeit (sogenannte „Trees“)

Im Zusammenhang mit der Vorbereitung von öffentlichen Übernahmen gelten gesteigerte Anforderungen an die Vertraulichkeit. Zusätzlich zur rein praktischen Gefahr eines Scheiterns des Vorhabens bei einem sogenannten „Leakage“ sind bei einer börsennotierten Zielgesellschaft zudem die kapitalmarktrechtlichen Vorgaben des Insiderrechts zu beachten. Auch aus Sicht der beteiligten Banken wird dem Thema Vertraulichkeit höchste Aufmerksamkeit beigemessen, da allein der Verdacht einer unsachgemäßen internen Behandlung gravierende Folgen hätte, nicht zuletzt auch für die Aussichten einer Rolle bei zukünftigen Transaktionen. Es ist daher - im Gegensatz zu den Transaktionen im Bereich der privaten Übernahmen - nicht üblich, dass verschiedene Teams innerhalb einer Bank unter Verwendung von „Chinese Walls“ verschiedene Bieter bei deren öffentlichen (und in diesem Fall konkurrierenden) Angeboten für das gleiche Zielunternehmen begleiten.

6.2. DIE FINANZIERUNGSZUSAGE

Die vertragliche Grundlage zwischen dem finanzierenden Bankenkonsortium und dem Bieter (bzw. dessen Vehikel) wird zunächst durch eine verbindliche Finanzierungszusage (Commitment Letter) gelegt. Diese Finanzierungszusage ist nicht zu verwechseln mit der Finanzierungsbestätigung nach dem WpÜG (vgl. zur Finanzierungsbestätigung nachstehend Ziffer 4). Die Finanzierungszusage verweist in der Regel auf endverhandelte und unterschriftsreife Kreditverträge, die der Finanzierungszusage als Anlage beigefügt sind. Die Finanzierungszusage wird von Vertretern der arrangierenden Banken unterzeichnet und an den Bieter gerichtet und ist somit rechtlich verbindlich. Sämtliche möglicherweise im Vorfeld der Abgabe der Finanzierungszusage gemachten Gremienvorbehalte auf Bankenseite müssen im Zeitpunkt der Abgabe der Finanzierungszusage aufgehoben sein.

6.3. DER KREDITVERTRAG

Die Dokumentation des Kreditvertrages kann unterschiedlich gestaltet sein. Je nach Größe der Transaktion und Zusammensetzung des Bankenkonsortiums kann die Dokumentation englisch- oder deutschsprachig sein bzw. deutschem oder englischem Recht unterstellt sein. Gesetzliche Vorgaben bestehen insoweit nicht.

Die vertraglichen Regelungen im Kreditvertrag sind im Übrigen mannigfaltig und umfangreich. Je nach Größe und Komplexität der Transaktion kann hier ein Umfang von bis zu 200 bis 300 Seiten durchaus erwartet werden. Die Länge der Dokumentation erklärt sich daraus, dass im Gegensatz etwa zu einem Kaufvertrag nicht nur ein Stichtag, sondern ein Zeitraum von mehreren Jahren vertraglich zu erfassen ist und eine Vielzahl von Eventualitäten und wirtschaftliche Zielkorridore abzudecken sind. Im Rahmen der öffentlichen Übernahmefinanzierungen sind insbesondere die folgenden Regelungen von großer Bedeutung:

6.3.1. Certain Funds

In der Finanzierungszusage wird konkret vereinbart, welche Finanzmittel in welcher Höhe zu welchen Konditionen und zu welchem Zweck in Anspruch genommen werden können. Insbesondere wird auch geregelt, welche Auszahlungsvoraussetzungen vorliegen müssen, um eine Ziehung tatsächlich vornehmen zu können. Hier wird auf das Konzept der „Certain Funds“ zurückgegriffen. Insofern decken sich die Interessen des Bieters an einer sicheren Finanzierung mit dem Schutz der Öffentlichkeit und der Altaktionäre vor unzureichend finanzierten öffentlichen Übernahmeangeboten. Im Ergebnis gibt es daher nur ganz wenige Gründe, aus denen die durch die Finanzierungszusage gebundenen Banken eine Inanspruchnahme ablehnen können. Hierzu gehören etwa das rechtliche Bestehen des Bieters und die Durchsetzbarkeit der Finanzierungsdokumente. Etwaige wirtschaftliche oder rechtliche Verschlechterungen auf der Ebene der Zielgesellschaft oder allgemeine Markteinbrüche beschränken die Pflicht der Banken zur Auszahlung unter der Finanzierungsdokumentation dagegen typischerweise nicht, es sei denn die entsprechende Auszahlungsbedingung lässt sich in der Angebotsunterlage spiegeln.

6.3.2. Ziehungszeitraum

Die Verpflichtung der Banken zur Auszahlung kann offensichtlich nicht ohne zeitliche Beschränkung eingegangen werden. Aus Sicht der Banken stellt die Auszahlungspflicht 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 keineswegs endgültig absehbar. So kann es zum Beispiel sein, dass sich die Angebotsfrist durch Angebotsänderungen, die Einberufung einer Übernahmehauptversammlung der Zielgesellschaft oder/und konkurrierende Angebote verlängert. Während Angebotsänderungen in der Kontrolle des Bieters liegen und sich die Bank insofern über Covenants absichern kann, besteht diese Möglichkeit nicht bei der Einberufung einer Übernahmehauptversammlung oder/und der Veröffentlichung eines konkurrierenden Angebotes. Im Ergebnis kann ein Ziehungszeitraum von bis zu 12 Monaten angemessen bzw. erforderlich sein.

6.3.3. Finanzierungsvolumen

Ausgangspunkt der Berechnung des benötigten Finanzierungsvolumens ist das Produkt aus Angebotspreis (Kaufpreis pro Aktie) und Anzahl der ausstehenden Aktien. Zusätzlich sind jedoch diverse weitere Aspekte zu berücksichtigen. Soll Spielraum für eine etwaige Erhöhung des Angebots eingeräumt werden? Verfügt die Zielgesellschaft über ausreichende eigene Liquidität auch nach Vollzug des Angebots oder muss bereits an eine Betriebsmittellinie für die Zielgesellschaft gedacht werden, etwa für den Fall, dass sich die dort bislang engagierten Banken zurückziehen? Und wie sieht es mit Change-of-control Klauseln bei den sonstigen Finanzierungsinstrumenten auf Zielebene aus? Für den Fall, dass langfristige Bankfinanzierungen kündbar werden oder Schuldverschreibungen infolge des Eigentümer-

wechsels gekündigt werden können, sollte auch insoweit eine Finanzierungsvorsorge getroffen werden. Derartige Aspekte können den Finanzierungsbedarf über das eigentliche Angebot hinaus empfindlich anschwellen lassen.

6.3.4. Auflagen

Von herausragender Bedeutung aus Sicht der Banken ist die Frage, ab wann und unter welchen Bedingungen diese rechtlichen Zugriff auf die Cash Flows und die Vermögenswerte der Zielgesellschaft als Kreditsicherheiten bekommen können. Im Falle eines Strategen als Bieter kann dieses Bedürfnis möglicherweise durch die ausreichende Bonität des Bieters und dessen Vermögenswerte befriedigt werden. Im Fall einer Übernahme durch einen Private Equity Sponsor dagegen wird das Darlehen an eine vermögenslose Bietergesellschaft vergeben und eine Rückzahlung kann nur aus dem wirtschaftlichen Potential der Zielgesellschaft erfolgen.

Ergebnis aus der Umfrage:

Nach den Umfrageergebnissen haben jeweils die Hälfte der DAX- und SDAX-Unternehmen noch keine externen Finanzierungsvorkehrungen getroffen.

Bei Vollzug des Angebots und Erwerb der angedienten Aktien können diese als Sicherheit für die Finanzierung zugunsten der Banken verpfändet werden. Einem Zugriff auf die Vermögenswerte der Zielgesellschaft stehen jedoch zwingende aktienrechtliche Vorgaben entgegen. Weder darf eine Aktiengesellschaft den Erwerb der eigenen Aktien durch Dritte mit eigenen Mitteln unterstützen (§ 71a AktG), noch dürfen den Aktionären – auch nicht indirekt – die Einlagen zurückgewährt werden (§ 57 AktG). Diese Beschränkungen können rechtlich erst dann aufgehoben werden, wenn entweder ein Unternehmensvertrag (zum Beispiel Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag) zwischen Bieter- und Zielgesellschaft abgeschlossen wurde, oder aber zum Beispiel infolge einer Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Bietergesellschaft die aktienrechtlichen Beschränkungen hinfällig werden. Die vertragliche Vereinbarung über die Aufnahme einer Mindestannahmequote in die Angebotsunterlage sowie von zeitlichen Zielvorgaben für den Abschluss eines Unternehmensvertrages nach Erreichung einer ausreichenden Annahmeschwelle von Zielaktien ist daher aus Bankensicht von großer Bedeutung.

6.4. FINANZIERUNGSBESTÄTIGUNG NACH WPÜG

Zudem hat der Bieter bei einem Barangebot durch ein von ihm unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu bestätigen, 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 Finanzierungsbestätigung ist bedingungsfeindlich, d.h. die darin enthaltene Wissenserklärung kann nicht unter Bedingungen oder einen Kenntnisvorbehalt gestellt werden.

Die Finanzierungsbestätigung ist der Angebotsunterlage beizufügen und wird mit dieser gemeinsam veröffentlicht. Im Regelfall erfolgt die Ausstellung entweder durch die beratende Investmentbank oder, bei einer fremdfinanzierten Übernahme, durch eine der finan-

zierenden Banken. Das Merkmal der Unabhängigkeit ist hiervon nicht betroffen, solange es keine gesellschaftsrechtliche Verbindung zwischen Bank und Bieter gibt.

Durch die unabhängige Prüfung und Bestätigung soll die Veröffentlichung von unseriösen oder nicht ausreichend finanzierten Angeboten verhindert werden. Die BaFin unternimmt insofern keine eigenen Prüfungshandlungen, sondern verlässt sich auf die Finanzierungsbestätigung der Bank. Dabei handelt es sich bei der Finanzierungsbestätigung um ein haftungsträchtiges Dokument. 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 von der die Finanzierungsbestätigung ausstellenden Bank Schadensersatz erlangen. Eine solche Haftung der Bank besteht nicht, wenn die Bank nachweisen kann, dass sie 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.

Die Bank wird vor Ausstellung der Finanzierungsbestätigung deshalb eine eigene Prüfung vornehmen, ob der Bieter tatsächlich die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um die zur Sicherstellung der Finanzierung erforderlichen Mittel zur Verfügung zu haben. Dies erfolgt typischerweise durch Mitarbeiter und Anwälte, die nicht bereits mit der Akquisitionsfinanzierung selbst befasst sind. Die Bank macht sich mit der verkehrsüblichen Sorgfalt ein umfassendes Bild von den vorhandenen oder von dem Bieter veranlassten Sicherstellungsmaßnahmen. Sie muss dafür sorgen, dass sie alle relevanten tatsächlichen Vorkehrungen, vertraglichen Vereinbarungen und Vertragsparteien kennt und kritisch hinterfragt, soweit Anhaltspunkte nahelegen, dass sie dem (hohen) Standard des WpÜG nicht ausreichend genügen.

Bei der Fremdfinanzierung eines Barangebots muss im Zeitpunkt der Gestattung der Angebotsunterlage ein Kreditvertrag geschlossen sein oder eine verbindliche Kreditzusage vorliegen. Rechtlich unverbindliche Term Sheets sind nicht ausreichend. In der Praxis wird der Bieter häufig darauf drängen, dass die Voraussetzungen bereits im Zeitpunkt der Ankündigung des Angebots und damit vor Gestattung der Angebotsunterlage vorliegen. Die Bank, die die Finanzierungsbestätigung ausstellt, gleicht die Angebotsbedingungen des Kreditvertrags sehr eng mit den in der Angebotsunterlage enthaltenen Angebotsbedingungen ab. Insbesondere bei MAC-Klauseln ist Vorsicht geboten, da diese zumeist nicht ein-zu-eins in der Angebotsunterlage gespiegelt werden können. Aus diesem Grund werden derartige Klauseln und andere Auszahlungsbedingungen in der Praxis, wie oben ausgeführt, bis zur Abwicklung des Angebots abbedungen (certain funds).

Die Bank muss selbst keine Sicherstellungsmaßnahmen ergreifen, sondern nur die Maßnahmen des Bieters bestätigen. Im Rahmen des zwischen Bieter und Bank abzuschließenden Cash Confirmation Agreement über die Finanzierungsbestätigung wird die Bank jedoch – je nach Einzelfall – flankierende Maßnahmen vereinbaren, um ihr Risikoprofil zu verringern.

7. Herausforderungen auf dem Weg zum Taking Private

Prof. Dr. Roger Kiem
White & Case LLP

Dr. Hendrik Röhricht
White & Case LLP

Im deutschen Markt für öffentliche Übernahmen haben Private Equity („PE")-Bieter einen signifikanten Anteil. Regelmäßig werden knapp 20 Prozent der öffentlichen Übernahmen in Deutschland von PE-Bietern durchgeführt, darunter bedeutende Übernahmen wie im letzten Jahr das gemeinsame Angebot der PE-Häuser Bain und Cinven für die STADA Arzneimittel AG. Bei der Übernahme eines Unternehmens stehen für PE-Bieter besondere Interessen im Vordergrund. Das Angebot ist üblicherweise in erheblichem Umfang durch Fremdkapital finanziert. Dies setzt wiederum voraus, dass bereits vor der Übernahme Klarheit darüber besteht, ob der PE-Bieter im Fall einer erfolgreichen Übernahme hinlänglichen Zugriff auf die Finanzmittel der Zielgesellschaft erlangt, insbesondere um freie Cashflows der Zielgesellschaft als Sicherheiten für Banken verwenden zu können. Aus diesem Grund wird in der Praxis versucht, durch der Übernahme nachfolgende Strukturmaßnahmen diesen Zugriff sicherzustellen. Dies kann durch den Abschluss eines Beherrschungsvertrags geschehen. Der Vorteil eines solchen besteht darin, dass der Bieter „lediglich" eine qualifizierte Mehrheit (oder wie der Fall der STADA Arzneimittel AG vor kurzem gezeigt hat, bereits knapp 65 Prozent) erreichen muss, die erheblich unter den für einen Squeeze-out erforderlichen 90 Prozent bzw. 95 Prozent liegt. Die damit einhergehende Weisungsbefugnis gegenüber der Untergesellschaft ermöglicht es, entsprechende Maßnahmen durchzusetzen und auf die benötigten Finanzmittel zuzugreifen. Gleichzeitig ist der Bieter aber verpflichtet, einen Ausgleich und unter Umständen eine Abfindung zu zahlen, die nach der Ertragswertmethode (in der Regel IDW S1 oder Discounted-Cashflow-Verfahren) berechnet wird. Dadurch setzt er sich der Gefahr aus, in das Blickfeld spekulativ orientierter „aktivistischer" Anleger zu geraten. Diese haben es auf eine Abfindung abgesehen, die deutlich über der Gegenleistung des Übernahmeangebots liegen soll. Die gleiche Problematik entsteht bei der Durchführung eines aktienrechtlichen oder verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out. Auch hier schuldet der Bieter den ausscheidenden Aktionären eine Abfindung, die mindestens dem nach den IDW S1-Grundsätzen ermittelten „inneren Wert" der Aktien oder dem höheren Börsenkurs entspricht. Deren Angemessenheit kann im Rahmen eines Spruchverfahrens überprüft werden. Der übernahmerechtliche Squeeze-out hat sich in der Praxis hingegen nicht durchsetzen können. Vor diesem Hintergrund verdienen die Maßnahmen nach dem AktG besondere Aufmerksamkeit, die für Bieter einerseits ausreichende Einflussmöglichkeiten auf die Zielgesellschaft bieten können, andererseits Bieter Maßnahmen durch aktivistische Anleger aussetzen.

7.1. RELEVANTE KONTROLLSCHWELLEN

7.1.1. Kurzdarstellung der Strukturmaßnahmen nach AktG/UmwG/WpÜG

7.1.1.1. Beherrschungsvertrag

Ergebnis aus der Umfrage:

33 Prozent der in der Umfrage befragten potenziellen Bieter streben den Erwerb von 75 Prozent und 35 Prozent der Bieter den Erwerb von 90 Prozent des Grundkapitals an, um die Leitung der übernommenen Gesellschaft durch einen Beherrschungsvertrag zu übernehmen und/oder einen Squeeze-out vorbereiten zu können.

Mit dem Abschluss eines Beherrschungsvertrags, bei dem es sich um einen Unternehmensvertrag handelt, wird einer Vertragspartei auferlegt, die Leitung ihrer Gesellschaft einem anderen Unternehmen zu unterstellen. Zu seiner Wirksamkeit bedarf der Beherrschungsvertrag der Zustimmung der Hauptversammlung der Untergesellschaft. Das Aktiengesetz verlangt für die Beschlussfassung eine qualifizierte Mehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, wobei die Satzung der Untergesellschaft die gesetzlichen Anforderungen nochmal verschärfen kann. Handelt es sich bei der Obergesellschaft um eine Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien („KGaA") mit Sitz im Inland, so ist des Weiteren die Zustimmung von deren Hauptversammlung erforderlich, wobei die für die Untergesellschaft geltenden Mehrheitserfordernisse sinngemäße Anwendung finden. Die Rechtsform der beherrschten Gesellschaft ist dabei irrelevant. Gerade PE-Bieter nehmen als Bedingung für den Vollzug des Übernahmeangebots eine Mindestannahmeschwelle von 75 Prozent auf. Jüngstes Beispiel ist das Übernahmeangebot von Bain und Cinven für Stada.

7.1.1.2. Squeeze-out

Handelt es sich um eine Zielgesellschaft, deren Wertpapiere im regulierten Markt notiert sind, kann der Bieter zwischen unterschiedlichen Arten des Squeeze-out mit unterschiedlichen Mehrheitserfordernissen wählen: Dem aktienrechtlichen Squeeze-out mit 95 Prozent, dem verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out mit 90 Prozent und dem übernahmerechtlichen Squeeze-out mit 95 Prozent, wobei auf die geringe praktische Bedeutung des Letzteren hingewiesen wird. Sind die Wertpapiere der Zielgesellschaft nicht am regulierten Markt notiert, sondern lediglich im Freiverkehr oder sind sie gar nicht in den Börsenhandel einbezogen, bleibt einem Bieter nur die aktien- oder verschmelzungsrechtliche Variante. Sollte das übernahmerechtliche Squeeze-out-Verfahren bereits eingeleitet worden sein, muss bis zu dessen rechtskräftigem Abschluss abgewartet werden. Solange bleibt dem Bieter zum Zweck der Vermeidung von Parallelverfahren der Weg zu dem aktienrechtlichen und auch des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out versperrt.

7.1.2. Faktisch relevante Kontrollschwellen

Grundsätzlich bedürfen Beschlüsse der Hauptversammlung einer Zielgesellschaft der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen. Strukturmaßnahmen wie die oben dargestellten bedürfen qualifizierten Mehrheiten. Wie schnell die erforderliche Hauptversammlungs-

mehrheit zu erreichen ist, bestätigen die Statistiken zu der Hauptversammlungspräsenz der letzten Jahre. 2015 lag die durchschnittliche Präsenz bei den DAX 30-Unternehmen laut einer Studie der SdK bei 54,95 Prozent. 2016 erhöhte sich die Präsenz bei den Blue Chips laut BARKOW Consulting sogar auf 62,3 Prozent und 2017 – auf 62,9 Prozent. Die Tatsache, dass bei diesen Werten von einer Rekordpräsenz seit 20 Jahren gesprochen wird, verdeutlicht, auf was für einem niedrigen Niveau sich die Zahl der Hauptversammlungsbesucher in der Regel hält. Dies kann als Folge zum Entstehen von sogenannten faktischen Hauptversammlungsmehrheiten führen, so dass bereits bei einer Beteiligung von unter 50 Prozent Beschlüsse mit einfacher Mehrheit gefasst und strukturverändernde Entscheidungen durchgesetzt werden können. Eine solche Mehrheitsbeteiligung aufgrund faktischer Hauptversammlungsmehrheit kann des Weiteren dazu führen, dass ein Unternehmen einen beherrschenden Einfluss auf ein anderes Unternehmen ausüben kann. Von einer derartigen Abhängigkeit ist nach der Rechtsprechung des BGH dann auszugehen, wenn die abstrakte Möglichkeit einer beständigen und umfassenden gesellschaftsrechtlich vermittelten Einflussnahme besteht. Die Abhängigkeit kann ihren Ausdruck auch darin finden, dass der Vorstand und seine Geschäftspolitik gesteuert werden, woran insbesondere dann zu denken ist, wenn die faktische Hauptversammlungsmehrheit über die Besetzung des Aufsichtsrats entscheiden kann.

7.2. MASSNAHMEN ZUR ERREICHUNG RELEVANTER KONTROLLSCHWELLEN

7.2.1. Paketerwerb vor/nach Bekanntmachung des Übernahmeangebots/Bedingter Paketerwerb

7.2.1.1. Paketerwerb als strategische Absicherung

Üblicherweise wird der Bieter bereits vor dem Unterbreiten eines Pflicht- oder Übernahmeangebots versuchen, Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben. Derartige Paketerwerbe (block trades) sollen dazu beitragen, die Erfolgschancen einer Übernahme zu steigern. Zugleich können Paketerwerbe die Grundlage bilden, um durch Erreichen der faktisch relevanten Kontrollschwellen Einfluss auf die Zielgesellschaft ausüben zu können, selbst wenn die gewünschten rechtlich relevanten Kontrollschwellen durch die im zeitlichen Zusammenhang erfolgende Übernahme nicht erreicht werden sollten. Dieser Umstand ist häufig für PE-Bieter entscheidend. Sie sind an Transaktionen mit nicht börsennotierten Zielgesellschaften ohne die Unwägbarkeiten des Kapitalmarkts gewöhnt. Solche Transaktionen zeichnen sich dadurch aus, dass ein hohes Maß an Sicherheit besteht, Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen. Daher sind PE-Bieter daran interessiert, ihr Investitionsvorhaben bei börsennotierten Zielgesellschaften in doppelter Hinsicht abzusichern: Zum einen schafft der Paketerwerb mit hinreichender Sicherheit das erforderliche Mindestmaß an operativem Einfluss, zum anderen dient er der Vorbereitung des eigenen Exits. Letzterer kann wiederum durch Veräußerung eines (infolge von Zukäufen oder Kapitalmaßnahmen größeren) Pakets erfolgen, wie zum Beispiel der Fall WMF AG unter Beteiligung von Capvis und KKR oder der Erwerb von GfK durch KKR zeigen. Auch aus Sicht der finanzierenden Banken erhöht ein Paketerwerb die Erfolgswahrscheinlichkeit der Finanzierung des Erwerbsvorhabens und reduziert Risiken: Entweder trägt der Paketerwerb zum Erreichen der rechtlich relevanten Kontrollschwellen bei. Oder er sichert zumindest das Erreichen der faktisch relevanten Kontrollschwellen ab, damit der PE-Bieter Einfluss auf die operative Umsetzung der für den Erfolg seines Investitionsvorhabens notwendi-

gen Maßnahmen erhält und so die für den Erwerb aufgenommene Finanzierung zurückführen kann. Der PE-Investor, der seine Beteiligung an der Zielgesellschaft im Vorfeld einer Übernahme aufbauen möchte, hat am wenigsten Interesse daran, die Öffentlichkeit in seine Pläne einzuweihen und so den Preis durch Spekulation auf ein nachfolgendes Übernahmeangebot in die Höhe zu treiben. Er wird daher versuchen, Stimmrechtsmitteilungen, die durch Paketerwerbe ausgelöst werden können, im Vorfeld eines öffentlichen Übernahmeangebots zu vermeiden. Aufgrund dieser Meldepflichten sind Paketerwerbe daher zeitlich eng mit einem öffentlichen Übernahmeangebot abzustimmen, um ungewünschte Spekulationen, den Aufbau ungewünschter Blockadepositionen und dadurch bedingte Preiserhöhungen zu vermeiden.

7.2.1.2. Kombinierte und bedingte Paketerwerbe

Eine mögliche Lösung stellt der kombinierte oder parallele Paketerwerb dar. Bei diesem erwirbt der Bieter Aktien außerhalb eines formellen Angebotsverfahrens, allerdings nicht im Voraus, sondern während es läuft. Hierbei empfiehlt es sich, die Übereignung der Wertpapiere aus einem Paketerwerb erst nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach dem WpÜG zu vollziehen. Dadurch wird insbesondere einem die Last genommen, ein Angebot infolge einer Kontrollerlangung über die Zielgesellschaft unterbreiten zu müssen (Pflichtangebot), die dann entsteht, wenn der Bieter mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hält. Diese Verpflichtung entfällt nämlich dann, wenn die Kontrolle auf Grund eines Übernahmeangebots erworben wird. Ausreichend ist auch, wenn der Paketerwerb einen Bezug zum Übernahmeangebot aufweist. Eine solche Verknüpfung wird jedenfalls dann anzunehmen sein, wenn der Erwerb nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und vor dem Ablauf der Annahmefrist erfolgt, mithin wenn es sich um einen Parallelerwerb handelt. Vorgeschlagen wird teilweise, den Zeitpunkt nach vorne bis zur Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots zu verlagern, so dass auch Erwerbe zwischen der Veröffentlichung der Entscheidung und der Veröffentlichung der Angebotsunterlage (Vorerwerbe) erfasst werden, allerdings unter der Voraussetzung, dass der Erwerb erst nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage seine Wirksamkeit entfaltet. Die vor diesem Zeitpunkt erfolgenden Erwerbe scheiden demgegenüber aus. Parallele Paketerwerbe finden bei der Berechnung der 95 Prozent-Schwelle unstreitig Berücksichtigung. Bezüglich der Nacherwerbe verlangt der BGH in seinem Urteil aus dem Jahr 2012, dass der Erwerb jedenfalls innerhalb der weiteren Annahmefrist zu erfolgen hat. Ein Paketerwerb wird selten unter der Bedingung einer erfolgreichen Durchführung der Übernahme erfolgen. Vielmehr stehen beide autonom nebeneinander.

7.2.2. Irrevocables/Tender Commitments

Bei sogenannten Irrevocable Undertakings (oder tender commitments) handelt es sich um Vorverträge, durch die einer Partei (dem Aktionär der Zielgesellschaft) auferlegt wird, und zwar grundsätzlich ohne Recht auf Widerruf, das nachfolgende Pflicht- oder Übernahmeangebot unter der Bedingung dessen erfolgreichen Durchführung zu den jeweiligen Bedingungen anzunehmen. Dementsprechend beruht der Erwerb der Aktien auf dem Übernahme- oder Pflichtangebot. Zwar stellen auch Irrevocables eine Möglichkeit dar, Positionen und hierdurch strategische Absicherungen aufzubauen. Doch stellt sich auch hier das Problem der Stimmrechtsmitteilungen. Nach der Verwaltungspraxis der BaFin müssen sowohl der Abschluss der Irrevocables als auch die Zahl der Aktien der Zielgesellschaft, deren Erwerb im Raum steht, gemeldet werden. Daher sind parallele Paketerwerbe häufig vorzugswürdig.

7.3. DARSTELLUNG DER STRUKTURMASSNAHMEN IM EINZELNEN

7.3.1. Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (BGAV)

Der Mehrheitsbesitz infolge einer Übernahme führt lediglich zum Entstehen eines sogenannten faktischen Konzerns mit der Zielgesellschaft. Deren Vorstand leitet diese weiterhin unter eigener Verantwortung. Insbesondere ist der Zugriff auf den Cashflow der Zielgesellschaft durch den Übernehmer ausgeschlossen und Synergien können nur begrenzt gehoben werden. An dieser Stelle hilft der Abschluss eines BGAV weiter. Infolge eines Beherrschungsvertrags besitzt die Obergesellschaft die Leitungsbefugnis über die Untergesellschaft und kann dem Vorstand der Untergesellschaft Weisungen erteilen, die von diesem zwingend zu befolgen sind. Des Weiteren hat die Obergesellschaft bei Einführung eines Gewinnabführungsvertrags Zugriff auf sämtliche Jahresüberschüsse der Zielgesellschaft. Die Verbote der sogenannten „financial assistance" und der Einlagenrückgewähr sind durch den BGAV ebenfalls außer Kraft gesetzt, was eine Transaktionsrefinanzierung – etwa durch upstream loans oder aufsteigende Sicherheiten – ebenfalls erheblich erleichtert.

Vor diesem Hintergrund nehmen gerade PE-Bieter als Bedingung für den Vollzug des Übernahmeangebots eine Mindestannahmeschwelle von 75 Prozent auf, um später einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag sicher abschließen zu können. Jüngstes Beispiel ist das Übernahmeangebot von Bain und Cinven für STADA Arzneimittel AG. Trotz einer Absenkung der Mindestannahmeschwelle von anfänglich 75 Prozent auf 67,5 Prozent während der Angebotsfrist und einer Erhöhung des Angebotspreises scheiterte das Übernahmeangebot jedoch im ersten Anlauf. Mit einer weiteren Absenkung der Mindestannahmeschwelle auf 63 Prozent konnte das Angebot schließlich erfolgreich vollzogen worden. Damit hatten aktivistische Aktionäre aber einen geeigneten Rahmen, um ihre Zustimmung zu einem BGAV von einem Abfindungspreis abhängig zu machen, der über dem Angebotspreis im Übernahmeverfahren liegen musste.

Neben dem bereits erwähnten Beispiel STADA Arzneimittel AG existieren weitere: Zu nennen sind insbesondere GfK, SLM Solutions, Celesio, Demag Cranes und Kabel Deutschland. In allen diesen Fällen hatten aktivistische Aktionäre ihre Anteile konsequent aufgestockt, nachdem die Übernahmeabsicht an die Öffentlichkeit gelangt war, um den Erfolg der Übernahme zu bestimmen. Aktivistische Aktionäre können nach Aufbau hinreichender Positionen durch das Zurückhalten der Aktien die Übernahme ohne weiteres zum Scheitern bringen oder den Bieter dazu zwingen, ein höheres Angebot abzugeben.

Um das Vorgehen aktivistischer Aktionäre besser nachvollziehen zu können, sollte man sich Folgendes vor Augen führen: Im Gegenzug für den Abschluss eines BGAVs erhalten die Aktionäre des beherrschten Unternehmens neben dem Anspruch auf eine Ausgleichszahlung (Garantiedividende) die Möglichkeit, aus der Gesellschaft gegen eine Abfindung, die sich grundsätzlich auf Aktien des herrschenden Unternehmens richtet, auszuscheiden. Ersetzt wird dabei der volle Wert der Beteiligung, der oft den Angebotspreis aus einer Übernahme übersteigt. Nach ständiger Rechtsprechung kommt dem Börsenkurs dabei eine Indizwirkung für den Mindestwert der Aktie zu, d.h. der Börsenkurs der letzten drei Monate vor Ankündigung des BGAV bildet die Untergrenze für die zu zahlende Abfindung. Ergibt sich im Rahmen der Unternehmensbewertung eine höhere Abfindung, ist diese maßgeblich. Dies und die Tatsache, dass die Angemessenheit der Abfindung in einem Spruchverfahren überprüft werden kann (in dessen Rahmen es teilweise Erhöhungen um 20 Prozent bis 30

Prozent gibt), sind dafür verantwortlich, dass der Bieter im Zweifel von dem Abschluss eines BGAVs Abstand nehmen wird, wenn er eine Alternative für sich sieht. Zu der überlangen Dauer des Spruchverfahrens und hohen Kosten der Unternehmensbewertung kommt nämlich hinzu, dass sich der Bieter eventuell zum leichten Opfer der spekulativen Anleger macht.

Dabei kommen Besonderheiten des deutschen Übernahme- und Aktienrechts aktivistischen Aktionären entgegen. Nach Abschluss eines regelmäßig mehrjährigen Spruchverfahrens kann sich ein Aktionär binnen zwei Monaten entscheiden, ob er gegen eine Abfindung ausscheiden oder aber eine Ausgleichszahlung beanspruchen will. Der Abfindungsbetrag wird dabei mit 5 Prozent Zinsen über dem Basiszinssatz verzinst. Obgleich eine zwischenzeitlich gezahlte Garantiedividende angerechnet wird, können die Aktionäre dennoch das Delta behalten, sollte die Garantiedividende unter den 5 Prozent liegen. Hieraus ergibt sich eine Mindestverzinsung von 5 Prozent über dem Basiszinssatz p.a. Hinzu kommt, dass die finanzierenden Banken der aktivistischen Aktionäre deren Beteiligung an der Zielgesellschaft nach Abschluss des BGAV mit bis zu 100 Prozent Fremdkapital unterlegen. Aus dem Unterschiedsbetrag zwischen Garantiezins und Zinsen für das Fremdkapital ergibt sich eine weitere Einnahmequelle für aktivistische Aktionäre. Besonders attraktiv wird dieser sogenannte Domination Trade auch dadurch, dass er jederzeit durch Andienung der Aktien an den Mehrheitsaktionär aufgelöst werden kann. Die aktivistischen Aktionäre stehen somit vor einer Rechenaufgabe: sie sollten eine ausreichende Zahl an Aktien in das Übernahmeangebot einbringen, damit es erfolgreich ist, aber auch genug Aktien zurückhalten, um den Übernahmeprozess für eigene Zwecke profitabel steuern zu können. Diesem Problem versuchen sie in letzter Zeit zu entgehen, indem sie die Aktien von den Aktionären, die das Angebot annehmen wollen, leihen und im Falle einer erfolgreichen Übernahme an sie den Angebotspreis inklusive Leihgebühr zahlen, und beim Scheitern der Übernahme die Aktien zurückgeben (sogenannter Box Trade).

7.3.2. Squeeze-out

7.3.2.1. 95 Prozent-Schwelle beim aktien- und übernahmerechtlichen Squeeze-out

Gemeinsam ist beiden Squeeze-out-Arten das Erreichen einer Schwelle von 95 Prozent. Der Unterschied besteht jedoch darin, dass im Falle des aktienrechtlichen Squeeze-out dem Hauptaktionär 95 Prozent des Grundkapitals der Gesellschaft gehören müssen, während sich bei dem übernahmerechtlichen Squeeze-out die 95 Prozent auf das stimmberechtigte Grundkapital beziehen. Dies hat zur Folge, dass im Falle eines übernahmerechtlichen Squeeze-out dem Bieter bei Erreichen der 95 Prozent-Schwelle ausschließlich die übrigen stimmberechtigten Aktien übertragen werden, also keine Vorzugsaktien. Differenzen zwischen den beiden Squeeze-out-Arten bestehen zudem insoweit, als es für den aktienrechtlichen Squeeze-out keinen Unterschied macht, zu welchem Zeitpunkt der Hauptaktionär die 95 Prozent-Schwelle erreicht hat, wohingegen für den übernahmerechtlichen bestimmt wird, dass der Bieter nach einem Übernahme- oder Pflichtangebot über 95 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals verfügen muss. Wie die Ausführungen zu den Paketerwerben gezeigt haben, ist damit nicht gemeint, dass die 95 Prozent-Schwelle infolge des Übernahme- oder Pflichtangebots erreicht werden muss. Vielmehr können unter bestimmten Voraussetzungen Vor-, Parallel- und Nacherwerbe außerhalb des formellen Angebotsverfahrens Berücksichtigung finden. Liegen die Voraussetzungen für einen übernahmerechtlichen Squeeze-out vor, erfolgt die Übertragung der übrigen Aktien durch einen Gerichtsbeschluss, der auf Antrag des Bieters ergeht.

Wie eingangs erwähnt, wird sich ein Bieter jedoch kaum für einen übernahmerechtlichen Squeeze-out entscheiden. Neben der 95 Prozent-Schwelle, die spätestens bis zum Ablauf der

weiteren Annahmefrist erreicht werden muss und der dreimonatigen Frist für die Stellung des Antrags beim LG Frankfurt a.M. auf Übertragung der Aktien kommt erschwerend hinzu, dass die Strukturmaßnahme solange keine Wirksamkeit entfaltet, bis der Rechtsstreit über die Angemessenheit der Abfindung rechtshängig bleibt, was im Falle einer Beschwerde zum OLG Frankfurt a.M. Jahre in Anspruch nehmen kann. Bei dem aktienrechtlichen Squeeze-out werden die Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär dagegen per Beschluss der Hauptversammlung, der vom Vorstand zur Eintragung in das Handelsregister angemeldet werden muss, übertragen. Die Angemessenheit der Abfindung wird im Spruchverfahren überprüft. Dieses hat jedoch für die Strukturmaßnahme keine aufschiebende Wirkung. Eine Randnotiz bleibt daher, dass für den übernahmerechtlichen Squeeze-out zusätzlich geregelt ist, dass die Angemessenheit der im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots gewährten Gegenleistung vermutet wird, wenn der Bieter aufgrund des Angebots Aktien in Höhe von mindestens 90 Prozent des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat (Markttest).

7.3.2.2. 90 Prozent-Schwelle beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out

Gehören dem Bieter mindestens 90 Prozent des Grundkapitals an der Zielgesellschaft, wobei ausschließlich eine unmittelbare Beteiligung zählt, hat er zudem die Möglichkeit, einen verschmelzungsrechtlichen oder sogenannten „privilegierten" Squeeze-out durchzuführen. In der Rolle der übernehmenden oder übertragenden Gesellschaft kann neben einer Aktiengesellschaft ausschließlich eine KGaA oder SE auftreten, was bei der Wahl eines geeigneten SPVs zu beachten ist. Im Falle eines Squeeze-out nach dem UmwG kann die Hauptversammlung der übertragenden Aktiengesellschaft innerhalb von drei Monaten nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär beschließen. Im Übrigen bedarf es weder eines Zustimmungsbeschlusses der Hauptversammlung der übertragenden noch der übernehmenden Gesellschaft. Die Verknüpfung der Verschmelzung mit einem Squeeze-out muss im Verschmelzungsvertrag bzw. in seinem Entwurf ihren Ausdruck finden. Über den für das Vorliegen der 90 Prozent-Schwelle maßgeblichen Zeitpunkt wird gestritten. Vorgeschlagen wird teilweise auf den Zeitpunkt der Eintragung der Verschmelzung in das Register der übernehmenden Gesellschaft, der Anmeldung zur Eintragung oder aber der Fassung des Verschmelzungsbeschlusses abzustellen. Auf den ersten Blick erscheint der verschmelzungsrechtliche Squeeze-out aufgrund seiner herabgesetzten Schwelle vorteilhafter für den Ausschluss der Restminorität zu sein. Zu bedenken gilt jedoch, dass den Hauptaktionär beim Squeeze-out nach dem UmwG die Pflicht trifft, eine Barabfindung an die von dem Squeeze-out betroffenen Aktionäre zu zahlen und diese sich wiederum nach dem Ertragswert (in der Regel IDW S1 oder Discounted-Cashflow-Verfahren) bemisst. Nicht umsonst spricht man beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out von einem aktienrechtlichen Minderheitenausschluss mit herabgesetztem Mindestschwellenwert. Die Übertragung wird zudem erst wirksam, wenn die Verschmelzung tatsächlich stattfindet, und zwar gleichzeitig mit dieser.

Unabhängig davon, ob es sich um das Erreichen einer Squeeze-out-Schwelle oder der qualifizierten Mehrheit beim Beherrschungsvertrag handelt, abgestellt wird dabei grundsätzlich auf stimmberechtigte Aktien, m.a.W., ohne Einbezug von stimmrechtslosen Vorzugsaktien. Im Falle eines übernahmerechtlichen Squeeze-out wird diese Aktiengattung zudem nicht ohne weiteres auf den Hauptaktionär übertragen. Hat er die 95 Prozent erreicht, kann er erst dann die Übertragung der stimmrechtslosen Vorzugsaktien beanspruchen, wenn ihm gleichzeitig 95 Prozent am gesamten Grundkapital der Zielgesellschaft gehören. Ist dies nicht der Fall, muss er sich mit einer fragmentarischen Kontrolle zufrieden geben. Um

den Weg zu Ende zu gehen, hat er dann die Option, nach dem rechtskräftigen Abschluss des übernahmerechtlichen Squeeze-out den aktien- oder verschmelzungsrechtlichen anzuschließen. Aber auch die für die Angemessenheitsvermutung vorausgesetzte 90 Prozent-Schwelle im Falle eines übernahmerechtlichen Squeeze-out wird für stimmberechtigte und stimmrechtslose Vorzugsaktien getrennt ermittelt. Im Gegensatz dazu stellt der verschmelzungsrechtliche Squeeze-out auf die Beteiligungsquote und gerade nicht auf den Stimmrechtsanteil ab.

7.3.2.3. Entscheidungen nach AktG

Wie die oben gemachten Ausführungen gezeigt haben, ist die Hürde, auf eine Squeeze-out-Schwelle zu kommen, ziemlich schwer zu überwinden. Aus diesem Grund fragt es sich, welche anderen Möglichkeiten es gibt, die Vorgänge innerhalb der Zielgesellschaft zu steuern, ohne zugleich über die Mehrheit des Grundkapitals zu verfügen.

Grundsätzlich ist für Beschlüsse der Hauptversammlung eine einfache Stimmenmehrheit erforderlich, aber auch ausreichend. Eine der wohl bedeutendsten Folgen davon ist, dass die Hauptversammlung mit einfacher Mehrheit die Mitglieder des Aufsichtsrats wählen und abberufen kann. Auf die Spitze getrieben, kann ein einziger Aktionär, der über die Stimmenmehrheit verfügt, über die Besetzung des Aufsichtsrats bestimmen. Die Satzung der Gesellschaft kann zusätzlich Erleichterungen, wie zum Beispiel in Form einer relativen Mehrheit, vorsehen. Die Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats hat indes weitreichende Konsequenzen, schließlich übt dieser einen entscheidenden Einfluss auf die Geschäftsleitung aus.

Des Weiteren reicht eine einfache Mehrheit grundsätzlich aus, um Änderungen im Gesellschaftsvertrag vorzunehmen oder Kapitalerhöhungsmaßnahmen zu beschließen.

Minderheitsaktionären ist es zudem möglich, die Fassung von Hauptversammlungsbeschlüssen, die eine bestimmte Mindestquote erfordern, zu verhindern (Sperrminorität). Bereits eine Beteiligung ab ¼ am Grundkapital erlaubt es, beispielsweise Satzungsänderungsbeschlüsse, Kapitalerhöhungs- und Kapitalherabsetzungsmaßnahmen zu blockieren, vorausgesetzt, diese erfordern eine qualifizierte Mehrheit. Die Sperrminorität lässt sich nicht allgemein bestimmen, sondern muss in jedem Einzelfall gesondert festgestellt werden. Zwar kann sie nach herrschender Meinung nicht die Wirkungen eines Beherrschungsvertrags hervorrufen. Das Einflusspotenzial ist von seiner Intensität her jedoch vergleichbar, weswegen oft von einer „negativen Beherrschung“ gesprochen wird.

7.4. ABSCHLUSS EINER INVESTORENVEREINBARUNG ZUR TRANSAKTIONSABSICHERUNG

Im Zusammenhang mit dem Erwerb eines Unternehmens werden Investoren den Abschluss einer sogenannten Investorenvereinbarung (Investment Agreement oder Business Combination Agreement (BCA)) mit der Zielgesellschaft anstreben. Ein PE-Investor will das Target in der Regel für drei bis sieben Jahre halten und es danach wieder veräußern. Für die Zeit der Inhaberschaft liegt sein größtes Anliegen in dessen Wertsteigerung, um nach dem Exit eine möglichst hohe Rendite zu erzielen, die sodann an die Investoren ausgeschüttet werden kann. In diesem Zusammenhang hat er ein Interesse daran, auf das Management der Zielgesellschaft Einfluss zu nehmen. Im Gegenzug wird den Managern eine Beteiligung von in der Regel bis zu 10 Prozent gewährt, die sie dazu motivieren soll, an der Wertentwicklung des Unternehmens (auch) im eigenen Interesse zu partizipieren. Da es sich um ein mittelfristi-

ges Projekt handelt, müssen zudem die Exit-Möglichkeiten eines PE-Investors ausgehandelt werden, die einen zügigen und steuerlich günstigen späteren Verkauf der Zielgesellschaft gewährleisten sollen. Typisch für so eine Vereinbarung ist zudem, dass die Parteien den Erfolg der Transaktion absichern wollen. Die genauen Vertragsinhalte sind dabei mannigfaltig. Die Parteien können u.a. Bestimmungen zu der Struktur der geplanten Transaktion und ihrem genauen Ablauf, dem Aufbau von Anteilen an der Zielgesellschaft, der Besetzung der Leitungsorgane sowie der zukünftigen Unternehmenspolitik aufnehmen. Im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot verpflichtet sich die Zielgesellschaft in der Investorenvereinbarung, das Angebot des Bieters zu unterstützen, indem zum Beispiel keine Suche nach und keine Verhandlungen mit anderen Investoren erfolgen (no shop clause/no talk clause), es werden die sogenannten Break-up-fees, Garantien sowie Verfügungsbeschränkungen (zwecks des späteren Exits) festgelegt. Des Weiteren bestimmen die Parteien in der Regel den Integrationsprozess im Anschluss an den Kontrollerwerb. (Siehe hierzu auch Teil 2, 2. Beitrag, S. 39 ff.)

7.5. ZUSAMMENFASSUNG

Das primäre Anliegen eines Investors besteht darin, so viel Kontrolle wie möglich über die Zielgesellschaft zu erlangen. Hierdurch soll auf den Vorstand Einfluss ausgeübt, Synergien gehoben und auf freie Cashflows der Zielgesellschaft zugegriffen werden, insbesondere um so das für das Übernahmeangebot aufgenommene Fremdkapital zurückzuführen. Zwar stärkt die in den letzten Jahren geringe Hauptversammlungspräsenz den Einfluss der abgegebenen Stimmen. Dennoch reichen die durch das Vorliegen einer einfachen Stimmenmehrheit geschaffenen Kontrollmöglichkeiten einem Investor regelmäßig nicht aus, um seine Ziele zu verwirklichen. Ein Squeeze-out beseitigt demgegenüber zwar Minderheitenverwaltungskosten und stellt eine faktische Kontrolle über die Zielgesellschaft sicher. Ein Investor wird sich jedoch häufig schwer tun, die Mehrheitsanforderungen eines Squeeze-outs zu erreichen. Daher verbleibt ein BGAV als das Mittel der Wahl. Ein Investor sollte sich frühzeitig vorbereiten, um die ihn im Zusammenhang mit dem Abschluss eines BGAVs treffenden Herausforderungen (Mehrheiten, Abfindungsansprüche, Domination Trade) erfolgreich zu meistern.

8. Kartellrechtliche und investitionskontrollrechtliche Vorüberlegungen eines Bieters

Dr. Justus Herrlinger
White & Case LLP

Dr. Tobias Heinrich
White & Case LLP

Übernahmeangebote nach § 29 WpÜG und ansonsten bedingungsfeindliche Pflichtangebote i.S.d. § 35 WpÜG können den Vorschriften der kartellrechtlichen Fusionskontrolle und damit einem Anmeldeverfahren bei den Kartellbehörden unterliegen. In seltenen Fällen kann dies für das Angebot auch ein Untersagungsrisiko bedeuten. Fusionskontrollregelungen gibt es in zahlreichen Jurisdiktionen, die folgenden Erläuterungen konzentrieren sich jedoch auf die europäische und die deutsche Fusionskontrolle. Darüber hinaus sind bei der Vorbereitung und der Durchführung von Unternehmenstransaktionen abhängig von den Wettbewerbsverhältnissen zwischen den beteiligten Parteien bestimmte Restriktionen zum Austausch sensibler Informationen zu beachten.

Ferner können grenzüberschreitende Übernahmen unter den gegebenen Voraussetzungen einem oder auch mehreren investitionskontrollrechtlichen Prüfverfahren (international Foreign Direct Investment oder kurz FDI-Reviews) unterliegen. Dies gilt bei Investitionen ausländischer Bieter im Inland zunächst auf Grundlage der zuletzt im Juli 2017 überholten Außenwirtschaftsverordnung (AWV). Darüber hinaus reichen oftmals bereits nur geringfügige Auslandsaktivitäten und Assets ausländischer Tochtergesellschaften des inländischen Zielunternehmens für die Anwendung eines Investitionskontrollverfahrens auch in einem oder ggfs. mehreren Drittstaaten aus. Aus diesem Grund werden unter 8.2. neben den Voraussetzungen der AWV auch die Anforderungen einer investitionskontrollrechtlichen Prüfung in den USA (CFIUS) als in der Praxis besonders wichtiger Rechtsordnung behandelt.

8.1. ZUSAMMENSCHLUSSKONTROLLE

Zusammenschlusskontrolle – soweit auf eine Übernahme anwendbar – begründet für Bieter und Zielgesellschaft, je nach Perspektive und Interessenlage, Chancen und Risiken (s.u. 8.2.5). In jedem Fall ist die rechtzeitige und strategische Beschäftigung mit dem Thema von großer Bedeutung.

Die Anwendung der Fusionskontrolle erfordert zum einen, dass eine Unternehmenstransaktion einen Zusammenschlusstatbestand im rechtlichen Sinne erfüllt. Zum anderen müssen die beteiligten Unternehmen eine gewisse Marktgröße, meist gemessen am Umsatz, erreichen, um unter die Prüfvorschriften zu fallen.

8.1.1. Zusammenschlusstatbestände

Sowohl das deutsche als auch das europäische Recht kennen mehrere Zusammenschlusstatbestände, die diverse M&A-Konstellationen abdecken. Die Anmeldepflicht ist dabei unabhängig von der wettbewerblichen Problematik des Vorhabens, es handelt sich um eine rein formelle Anmeldepflicht. Ob eine Wettbewerbsbeschränkung zu befürchten ist, ist erst Gegenstand der Prüfung. Auch die Übernahme durch einen Finanzinvestor ohne eine Überschneidung der Geschäftsbereiche kann also der Fusionskontrolle unterliegen.

Sobald die Voraussetzungen der EU Fusionskontrolle vorliegen (Zusammenschlusstatbestand und Umsatzschwellen), ersetzt dieses Verfahren alle nationalen Verfahren, deren Voraussetzungen gegebenenfalls auch erfüllt sein können (sogenannter „one stop shop“)

8.1.1.1. Europäische Zusammenschlusstatbestände

Die EU Fusionskontrollverordnung definiert einen Zusammenschluss als dauerhafte Veränderung der Kontrolle über ein Unternehmen oder Unternehmensteile.

Kontrolle ist die Möglichkeit, einen bestimmenden Einfluss auf die Tätigkeit eines Unternehmens auszuüben. Kontrolle ergibt sich aus einer Gesamtschau aller rechtlichen und tatsächlichen Umstände und erfordert, die wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen bestimmen zu können. Die wesentlichen Entscheidungen sind abzugrenzen von dem täglichen operativen Geschäft und umfassen insbesondere den Geschäftsplan, das Budget und die Besetzung der Geschäftsführung.

Kontrolle kann auch in negativer Form durch Vetorechte über solche strategischen Entscheidungen vorliegen. Ein Minderheitsgesellschafter, der ein entsprechendes Veto-Quorum erreicht, kann also Mitkontrolle ausüben. Dabei wird für die Kontrolle auch eine eventuelle faktische Mehrheit oder ein faktisches Minderheitsquorum in der Hauptversammlung berücksichtigt. Bei dauerhaft niedriger Präsenzquote können die erforderlichen Stimmanteile mit weniger als 50 Prozent aller Stimmrechte erreicht werden. Für die Feststellung der Dauerhaftigkeit zieht die EU-Kommission die vergangenen (ununterbrochenen) drei Jahre als erstes Indiz heran, zwischenzeitliche Veränderungen, auch bedingt durch die Übernahme, sind aber zu berücksichtigen. Im Falle eines Übernahmeangebots sind im Ausgangspunkt die bisherigen Präsenzquoten in der Hauptversammlung zu beachten, um das Überschreiten der Schwelle zu einer möglichen negativen Kontrolle rechtzeitig zu antizipieren und die daraus gegebenenfalls erforderlichen Konsequenzen auch für die Zusammenschlusskontrolle zu ziehen.

8.1.1.2. Deutsche Zusammenschlusstatbestände

Das deutsche Recht kennt in § 37 GWB mehrere Tatbestände und Ausnahmen für das Vorliegen eines Zusammenschlusses. Zunächst ist nach deutschem wie nach europäischem Recht der Tatbestand des Kontrollerwerbs maßgeblich, wie oben dargelegt.

Darüber hinaus sieht das GWB rein formal, d. h. ohne Berücksichtigung etwaiger Kontrollmöglichkeiten, einen Zusammenschluss bereits dann vor, wenn entweder 25 Prozent oder 50 Prozent der Kapitalanteile oder Stimmrechte an einem anderen Unternehmen erworben werden. Dabei sind auch bereits bestehendes Kapital- oder Stimmrechte zu berücksichtigen, so dass der aktuelle Zuwachs geringer sein kann.

Schließlich kennt das deutsche Recht einen Auffangtatbestand für sonstige Verbindungen zwischen Unternehmen, durch die ein Unternehmen einen „wettbewerblich erheblichen Einfluss“ auf ein anderes Unternehmen ausüben kann. Dies setzt zunächst voraus, dass beide Unternehmen in einem wettbewerblichen Verhältnis zueinander stehen, dies kann entweder ein „horizontales“ Konkurrenzverhältnis oder ein „vertikales“ Liefer-/Dienstleistungsverhältnis sein. Darüber hinaus muss eine gesellschaftsrechtlich vermittelte Möglichkeit der Einflussnahme vorliegen, wobei die Beteiligungsquote auch unter 25 Prozent liegen kann. Eine feste Anteilsunterschwelle für diesen Einfluss gibt es nicht. Die Wesentlichkeit des Einflusses muss schließlich die Position des Minderheitsgesellschafters der eines 25 Prozent-Aktionärs vergleichbar oder entsprechend stellen. Dies kann über sogenannte „Plusfaktoren“ erfolgen, insbesondere besondere Informations-, Präsenz- oder Teilhaberechte (Gremiensitz, Entsende- oder Zustimmungsrechte).

Der Erwerb wettbewerblich erheblichen Einflusses wurde in dem Fall A-Tec/Norddeutsche Affinierie AG („NA“, heute Aurubis AG) erfolgreich als Verteidigungsmittel durch die Zielgesellschaft NA eingesetzt. Im Jahr 2008 erwarb A-Tec gegen den Willen des Unternehmens 13,75 Prozent der Aktien an NA. Bundeskartellamt und OLG Düsseldorf werteten diese Beteiligung angesichts einer niedrigen Hauptversammlungspräsenz in Verbindung mit Präsenz in den Aufsichtsgremien und überlegenem Wissen der A-Tec über das Geschäftsfeld als Grundlage eines wettbewerblich erheblichen Einflusses[1]. A-Tec sei bei wertender Betrachtung der einzige Aktionär mit wettbewerblichen Interessen an dem Unternehmen gewesen. Im Ergebnis wurde die Beteiligung des Aktionärs A-Tec wegen der Entstehung einer übermächtigen Marktposition (gemeinsame Marktanteile über 80 Prozent) im Bereich der „Kupferstranggussformate“ untersagt.

8.1.1.3. Ausnahmen

Deutsches und europäisches Recht kennen für öffentliche Übernahmen unter engen Voraussetzungen Ausnahmen von den Zusammenschlusstatbeständen: Nach der so genannten „Bankenklausel“ stellt es keinen Zusammenschluss dar, wenn Kreditinstitute, Finanzinstitute oder Versicherungsgesellschaften *vorübergehend* Anteile an Unternehmen zum Zwecke der Veräußerung erwerben, sofern sie ihre *Stimmrechte nicht ausüben* und die Anteile *binnen eines Jahres* wieder veräußern.

8.1.2. Umsatzschwellen

Zusammenschlüsse unterliegen der Anmeldekontrolle nur, wenn sie eine gewisse „gesamtwirtschaftliche Bedeutung“ erreichen. Kriterien dafür sind im europäischen und deutschen Recht Umsatzschwellenwerte. Dabei werden den unmittelbar am Zusammenschluss beteiligten Unternehmen, d. h. in der Regel Erwerber und Zielgesellschaft, die Umsätze der mit ihnen verbundenen Unternehmen zugerechnet. Auf der Erwerberseite führt dies praktisch zu einer „Konzernbetrachtung“ aller von der letztlichen Obergesellschaft indirekt oder direkt kontrollierten Gesellschaften, auf Seiten der Zielgesellschaft sind deren kontrollierte Beteiligungen einzubeziehen.[2]

8.1.2.1. Umsatzschwellen auf EU-Ebene

Die Kommission ist für die Prüfung von Zusammenschlüssen (ausschließlich, s. o.) zuständig, wenn diese gemeinschaftsweite Bedeutung haben. Gemeinschaftsweite Bedeutung kann nach zwei alternativen positiven Voraussetzungen und einer jeweils zusätzlichen negativen Voraussetzung gegeben sein.

- Zum einen gilt die Voraussetzung, dass der weltweite Gesamtumsatz aller beteiligten Unternehmen zusammen mehr als 5 Mrd. EUR beträgt und mindestens zwei beteiligte Unternehmen einen gemeinschaftsweiten Gesamtumsatz von jeweils mehr als 250 Mio. EUR aufweisen.

- Alternativ liegt ein Zusammenschluss mit gemeinschaftsweiter Bedeutung auch vor, wenn der weltweite Gesamtumsatz aller beteiligten Unternehmen zusammen mehr als 2,5 Mrd. EUR beträgt, der Gesamtumsatz aller beteiligten Unternehmen in mindestens drei Mitgliedstaaten jeweils 100 Mio. EUR übersteigt, in jedem dieser mindestens drei Mitgliedstaaten der Gesamtumsatz von mindestens zwei beteiligten Unternehmen jeweils mehr als 25 Mio. EUR beträgt **und** der gemeinschaftsweite Gesamtumsatz von mindestens zwei beteiligten Unternehmen jeweils 100 Mio. EUR übersteigt.

- Ausgeschlossen ist eine gemeinschaftsweite Bedeutung wiederum trotz Erreichens der genannten Schwellenwerte, wenn alle beteiligten Unternehmen jeweils mehr als zwei Drittel ihres gemeinschaftsweiten Gesamtumsatzes in *ein und demselben* Mitgliedstaat erzielen. In einem solchen Fall geht das europäische Recht davon aus, dass ein Zusammenschluss überwiegend nationale Bedeutung hat und – soweit deren Anmeldevoraussetzungen vorliegen – von den nationalen Kartellbehörden geprüft werden soll.

8.1.2.2. Umsatzschwellen in Deutschland

Ein Zusammenschluss ist durch das Bundeskartellamt zu prüfen, wenn die beteiligten Unternehmen im letzten Geschäftsjahr vor dem Zusammenschluss gemeinsam weltweite Umsatzerlöse von mehr als 500 Mio. EUR erzielten, ein beteiligtes Unternehmen in Deutschland mehr als 25 Mio. EUR und ein anderes beteiligtes Unternehmen mehr als 5 Mio. EUR in Deutschland umsetzte.

Alternativ ist ein Zusammenschluss zur Prüfung anzumelden, wenn die beteiligten Unternehmen einen gemeinsamen weltweiten Umsatzerlös von mehr als 500 Mio. Euro erzielen, eines der beteiligten Unternehmen mehr als 25 Mio. Euro in Deutschland umsetzt und die Gegenleistung für den Zusammenschluss mehr als 400 Millionen Euro beträgt sowie das zu erwerbende Unternehmen in erheblichem Umfang im Inland tätig ist. Für die genannte Gegenleistung sind zu berücksichtigen alle Vermögensgegenstände und sonstigen geldwerten Leistungen, die der Veräußerer vom Erwerber im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss (Kaufpreis) erhält sowie der Wert etwaiger vom Erwerber übernommener Verbindlichkeiten.

Nach einer Ausnahmeregelung für kleinere Unternehmen ist eine Anmeldung nicht erforderlich, wenn eines der beteiligten Unternehmen (i) keiner größeren Unternehmensgruppe angehört und (ii) weltweit Umsatzerlöse von weniger als 10 Millionen Euro erzielt.

8.1.3. Vollzugsverbot und Ausnahmen

Zentrales Element der Zusammenschlusskontrolle ist das Vollzugsverbot, nach dem der angestrebte Zusammenschluss nicht vollzogen, also nicht umgesetzt werden darf, bevor die zuständige Kartellbehörde das Vorhaben freigegeben hat. Auf der einen Seite hindert das Vollzugsverbot die Unternehmen zwar nicht daran, die entsprechenden Kauf- und Übertragungsverträge bereits zu unterschreiben und sich damit zum Abschluss der Transaktion zu verpflichten, solange die Verträge eine entsprechende aufschiebende Bedingung

für die Kartellfreigabe enthalten. Andererseits ist das Vollzugsverbot aber weit zu verstehen, so dass auch bereits Teilvollzugshandlungen, beispielsweise die Umbesetzung von Geschäftsführungsposten durch den Erwerber oder ein gemeinsamer Marktauftritt, nicht erlaubt sind. Auch wirtschaftlich darf die Umsetzung der Transaktion nicht vorweggenommen werden. Verstöße gegen das Vollzugsverbot können mit empfindlichen Bußgeldern geahndet werden.

Sowohl nach europäischem als auch nach deutschem Recht gibt es eine enge Ausnahme vom Vollzugsverbot für öffentliche Übernahmeangebote oder Rechtsgeschäfte mit Wertpapieren. Unter den kumulativen Voraussetzungen, dass (i) der Zusammenschluss durch ein öffentliches Übernahmeangebot oder den Erwerb von Wertpapieren von mehreren Veräußerern bewirkt wird, (ii) er unverzüglich bei der zuständigen Kartellbehörde angemeldet wird und (iii) die mit den Anteilen verbundenen Stimmrechte vom Erwerber bis zur kartellrechtlichen Freigabe nicht ausgeübt werden, gilt das Vollzugsverbot für diese Anteilserwerbe nicht. In der Praxis findet diese Ausnahme aufgrund der engen Voraussetzungen nur in wenigen Fällen Anwendung.

Zudem können die Kartellbehörden auf Antrag eine Ausnahme vom Vollzugsverbot gewähren. Diese Erlaubnis berechtigt den Erwerber, seine Stimmrechte zur Erhaltung des vollen Wertes seiner Investition ausüben. Diese Erlaubnis umfasst typische Handlungen wie die Entlastung des Vorstandes, die Billigung der Bilanz und Ausschüttungsbeschlüsse, jedoch nicht Beschlüsse über den Verkauf von Tochtergesellschaften, die Aufgabe von Betriebsstätten oder die Beendigung von Geschäftszweigen. In der Praxis sind die Kartellbehörden zurückhaltend mit der Erteilung einer Ausnahmegenehmigung. Sie erfordert eine gesicherte Abwägung der Risiken für den Wettbewerb und kann damit ähnlich aufwändig sein wie die Prüfung einer Zusammenschlussanmeldung. Die Prüfung eines Ausnahmeantrags ist zudem nicht fristgebunden.

8.1.4. Wettbewerbliche Beurteilung

Ob ein anmeldepflichtiger Zusammenschluss einem Untersagungsrisiko unterliegt, hängt von den Wirkungen der Zusammenführung der betroffenen Geschäfte auf den Wettbewerb auf den relevanten Märkten ab. Die Parameter für die wettbewerbliche Beurteilung sind nach europäischem und deutschem Recht weitgehend einheitlich.

Zusammenschlüsse sind zu untersagen, wenn zu erwarten ist, dass durch sie wirksamer Wettbewerb auf den relevanten Märkten erheblich behindert wird, insbesondere durch die Begründung oder Verstärkung einer beherrschenden Stellung.

Der relevante Markt wird in sachlicher und räumlicher Weise definiert, ausnahmsweise auch in zeitlicher Hinsicht. Nach dem sogenannten Bedarfsmarktkonzept gehören alle diejenigen Leistungen oder Produkte zu einem sachlich relevanten Markt, die von den Käufern bei Vorliegen eines bestimmten Bedarfs hinsichtlich ihrer Eigenschaften und Verwendungszwecke als miteinander austauschbar angesehen werden können. Kann bei Ausfallen eines Angebots zur Befriedigung des bestehenden Bedarfs ein anderes Angebot als Substitut herangezogen werden, ist davon auszugehen, dass beide Produkte zu einem einheitlichen Markt gehören. Man spricht auch von Nachfragesubstituierbarkeit. Ergänzend wird auch auf die Angebotssubstituierbarkeit abgestellt. Diese liegt vor, wenn ein Hersteller binnen kurzer Zeit und zu vertretbaren Kosten seine Produktion von einem Angebot auf einen anderes umstellen kann. Auch wenn beide Angebote nicht unbedingt denselben konkreten Bedarf eines Kunden befriedigen (zum Beispiel Schokoladenosterhasen und

-weihnachtsmänner), können sie aufgrund von raschen und typischen Umstellungsmöglichkeiten einem sachlichen Markt zugeordnet werden.

Entsprechendes gilt für den räumlichen Markt. Angebote stehen nur im Wettbewerb zueinander, wenn sie für dieselben Verbraucher geographisch verfügbar sind. Eine Tankstelle in Bayern steht nicht im Wettbewerb zu einer anderen in Vorpommern. Gleichzeitig sollten die Wettbewerbsbedingungen in den jeweiligen hinreichend homogen sein. Kartellrechtlich relevante Märkte sind nicht an nationale Ländergrenzen gebunden und gehen – abhängig von den angebotenen Produkten – auch häufig darüber hinaus.

Eine erhebliche Wettbewerbsbeeinträchtigung liegt vor, wenn zu befürchten ist, dass das zusammengeschlossene Unternehmen nicht mehr hinreichend vom Restwettbewerb kontrolliert wird und sich somit letztlich zum Nachteil der Verbraucher verhalten kann. Eine solche unkontrollierte Marktmacht kann insbesondere in der Fähigkeit eines Unternehmens bestehen, Preise über das Wettbewerbsniveau zu erhöhen, die Auswahl oder Qualität des Angebots zu verringern oder andere Kennzahlen des Wettbewerbs zu verschlechtern. Wettbewerbsdefizite können auch durch oligopolistische Marktstrukturen begründet werden, insbesondere wenn sich ein enges Anbieterfeld weiter verengt oder ein letzter aktiver Wettbewerber (sogenannter „Maverick“) von einem Oligopolmitglied übernommen wird.

Im deutschen Recht gibt es eine kartellrechtliche Privilegierung für kleine Märkte (sogenannte Bagatellmärkte). Führt ein Zusammenschluss im Zuständigkeitsbereich des Bundeskartellamtes auf einem Markt, der seit mindestens 5 Jahren besteht, auf dem im letzten Kalenderjahr im Inland aber insgesamt weniger als 15 Mio. EUR Umsatz erzielt wurden, zu einer erheblichen Wettbewerbsbeeinträchtigung, kann das Kartellamt einen solchen Zusammenschluss nicht untersagen. Für die Berechnung des Bagatellmarktes sind auch bei einem weiteren wirtschaftlich relevanten Markt lediglich die im Inland erzielten Umsätze relevant.[3]

8.1.5. Informationsaustausch im Rahmen eines Zusammenschlusses

Neben den angesprochenen praktischen Herausforderungen der Informationsbeschaffung insbesondere im Falle eines feindlichen Übernahmeangebots begründet das allgemeine Kartellverbot gleichzeitig Grenzen für den Informationsaustausch zwischen konkurrierenden Unternehmen. Ein Austausch von wettbewerblich sensiblen Informationen, zum Beispiel über Kunden, Mengen, Preise, Kosten, Strategien etc., ist zwischen Wettbewerbern grundsätzlich nicht zulässig. Dementsprechend sind im Rahmen von M&A- und Übernahme-Prozessen entsprechende Vorsichtsmaßnahmen geboten. Dies können neben Vertraulichkeitsvereinbarungen personelle (sogenanntes Clean Team) und allgemeine Zugangsbeschränkungen (Red Data Room) sein. Im Ergebnis darf einem Wettbewerber vor der Übernahme der tatsächlichen Kontrolle über ein konkurrierendes Unternehmen kein Zugriff auf dessen, marktrelevante Geschäftsdaten und Strategien eröffnet werden.

Insoweit ist auch und gerade in einvernehmlichen Übernahmeprozessen ein rechtlich geordnetes Verfahren einzurichten, das keinen übermäßigen und frühzeitigen Informationsaustausch zwischen konkurrierenden Parteien ermöglicht.

8.1.6. Kartellrecht im Übernahmeverfahren

8.1.6.1. Berücksichtigung notwendiger kartellrechtlicher Genehmigungen bei Planung des Übernahmeverfahrens

Aus Bietersicht

Der Bieter eines öffentlichen Übernahmeangebots muss rechtzeitig eventuelle Anmeldepflichten und Untersagungsrisiken erkennen. Die Anmeldepflichten und –verfahren müssen in den Ablauf der Prozesse und das Transaktionsmanagement eingeplant werden. Fusionskontrollrechtliche Anmeldeverfahren ohne erhebliche nachteilige wettbewerbliche Folgen erfordern 25 Werktage (EU Kommission) oder einen Monat (Bundeskartellamt). Führt das Vorhaben zu wettbewerblichen Bedenken bei der zuständigen Behörde, kann sich das Verfahren über einen Zeitraum von vier bis fünf Monaten oder länger erstrecken. Hinzu kommt die Vorbereitung der Verfahren durch die Unternehmen. Gegebenenfalls sind zusätzliche Vorgespräche mit den Behörden einzuplanen.

Die für die Prüfung der Anmeldepflichten und die Erstellung der Anmeldeunterlagen erforderlichen Informationen sind in einer – insbesondere feindlichen – Übernahmesituation nicht immer vollständig verfügbar. Dies kann Analyse und Bearbeitung vor praktische Herausforderungen stellen.

Aus Sicht der Zielgesellschaft

Für den Fall eines ungewollten Übernahmeangebots kann das Kartellrecht ein zusätzliches Verteidigungsinstrument bieten (s.o. zum Fall A-Tec/NA). Neben den eher formellen Hürden der eventuell erforderlichen Anmeldeverfahren kann eine Übernahme durch einen Wettbewerber zu Untersagungsrisiken und erheblichem Prüfungsaufwand führen. Ein entsprechendes Vorbringen gegenüber den Behörden bedarf einer sorgfältigen rechtlichen und u. U. ökonomisch unterstützten Vorbereitung.

Wie auf Bieterseite wird die Zielgesellschaft in diesen Fällen nur über unvollständige Informationen über die Tätigkeiten des Erwerbers verfügen. Strategisches Ziel ist insoweit, den Kartellbehörden gegenüber ein hinreichend schlüssiges und überzeugendes Szenario zu präsentieren, so dass diese ihre behördlichen Ermittlungsbefugnisse einsetzen, um die erforderlichen Unternehmens- und Marktdaten zu erlangen. Auch insoweit sind rechtzeitige und vertrauensbildende Kontakte mit den Kartellbehörden empfehlenswert.

8.1.6.2. Kartellrecht als Gegenstand eines Business Combination Agreement

In der übernahmerechtlichen Praxis streben Bieter häufig den Abschluss eines Business Combination Agreement (BCA) mit der Zielgesellschaft zur Absicherung des Erfolgs des geplanten Übernahmeangebots an (siehe Teil 2, 2. Beitrag, S. 39 ff.). Auch aus Sicht der Zielgesellschaft ist es hilfreich, Eckpunkte der Zusammenarbeit während der Übernahmephase und nach erfolgreichem Abschluss des Übernahmeangebots vertraglich im Rahmen eines BCA zu regeln. Von Bedeutung ist dabei insbesondere eine Absichtserklärung des Bieters, am erfolgreichen Vollzug des Übernahmeangebots aktiv mitzuwirken. Dabei wird regelmäßig die Übernahme der Einholung etwaiger regulatorischer Genehmigungen, wie die kartellbehördliche Freigabe, gegenständlich erfasst. Häufig wird in diesem Zusammenhang die Bildung einer Task Force der internen und externen Kartellrechtsexperten für die Durchführung der (oder des) kartellrechtlichen Verfahren(s) geregelt. Damit korrespondieren

entsprechende wechselseitige Informationspflichten in Bezug den verfahrenstechnischen Ablauf hinsichtlich der Freigabe durch die Kartellbehörden. Ferner erfolgt eine Festlegung des Personenkreises (insbesondere Berater), der zur Mitwirkung der Genehmigungserteilung berechtigt und bestimmt ist.

Erfolgt die Genehmigung der Transaktion durch die Kartellbehörden unter Auflagen oder Bedingungen, stellt sich für den Bieter die Frage, ob er unter diesen neuen rechtlichen oder wirtschaftlichen Rahmenbedingungen noch Interesse an einem Vollzug der Transaktion hat. In diesem Zusammenhang wird daher regelmäßig im BCA eine Absicherung zu seinen Gunsten geregelt, wonach ein Vollzug des Übernahmeangebots nur nach Erfüllung von aus seiner Sicht zumutbaren Auflagen oder Bedingungen der Kartellbehörden möglich ist.

Da insoweit der Vollzug der Transaktion in das Ermessen des Bieters gestellt wird, verlangen Zielgesellschaften häufig die Vereinbarung einer sogenannten Reverse Break Fee. Diese sichert die Zielgesellschaft gegen das Scheitern der Transaktion wegen Versagung der kartellrechtlichen und ggf. weiterer regulatorischer Freigaben ab. Dabei ist insbesondere die Wahrscheinlichkeit etwaiger Auflagen in das Kalkül der Höhe nach einzustellen.

8.1.6.3. Kartellrechtliche Genehmigung als Bedingung des Übernahme- oder Pflichtangebots

Ist die Durchführung von einem oder mehreren kartellrechtlichen Verfahren, ggf. in verschiedenen Jurisdiktionen, erforderlich, ist die Aufnahme einer kartellrechtlichen Vollzugsbedingung in die Angebotsunterlage erforderlich. Eine solche Bedingung ist im Sinne des § 18 WpÜG zulässig, da der Bieter den Eintritt dieser Bedingung nicht selbst herbeiführen kann. Aufgrund des Gebots der kartellrechtlichen Zulässigkeit einer Transaktion ist die Aufnahme einer kartellrechtlichen Bedingung auch bei Pflichtangeboten, die ansonsten bedingungsfeindlich sind, zulässig.

Die kartellrechtliche Bedingung in der Angebotsunterlage stellt in der Regel darauf ab, dass der Unternehmenszusammenschluss von den zuständigen Kartellbehörden in den aufzulistenden Rechtsordnungen freigegeben worden oder die gesetzlichen Wartefristen in den Rechtsordnungen abgelaufen sind. Erst danach darf das Angebot vollzogen werden. Regelmäßig wird in diesem Zusammenhang ein sogenanntes Long-Stop-Date, also ein Enddatum genannt, bis zu dessen Ablauf das Angebot seine Gültigkeit verliert, falls bis dahin die Kartellrechtsverfahren nicht abgeschlossen werden konnten.

8.2. INVESTITIONSKONTROLLRECHT

8.2.1. Investitionskontrollrechtliche Verfahren

Neben der Fusionskontrolle ist durch die Beteiligten einer Übernahme die Notwendigkeit eines Investitionskontrollverfahrens – ggfs. auch in mehreren Rechtsordnungen – zu prüfen. Hieraus können sich im Einzelfall erhebliche Transaktionsrisiken ergeben (vgl. in Deutschland nur zuletzt die Fälle KUKA, AIXTRON und Biotest). Die Disziplin wird daher zunehmend auch als „neues" Fusionskontrollrecht qualifiziert. Die Parteien einer grenzüberschreitenden Übernahme sind daher, insbesondere im Technologie- und Verteidigungssektor, gut beraten, die aus einem oder mehreren internationalen Investitionskontrollverfahren resultieren Transaktionsrisiken eingehend zu prüfen. Schon vermeintlich unbedeutende Assets der Ziel-

gesellschaft in Drittstaaten können die Einleitung eines entsprechenden Verfahrens auch im Ausland (insbesondere in den G-20 Staaten) nahelegen. Eine europäische Harmonisierung steht im Rahmen der FDI-Reviews noch aus, wird aber auf Basis eines Verordnungsvorschlags der EU-Kommission für Ende 2018 / Anfang 2019 – jedenfalls ansatzweise – erwartet. Die folgenden Ausführungen beschränken sich, wie eingangs erwähnt, auf Deutschland und die USA.

8.2.1.1. Einleitung des Verfahrens

In vielen Rechtsordnungen steht es grundsätzlich im Ermessen der Parteien, ein Investitionskontrollverfahren einzuleiten. Gleichzeitig sind die Stellen dort aber auch in der Lage, von Amts wegen die investitionskontrollrechtlichen Aspekte einer Transaktion zu prüfen, wenn diese eine Gefahr für nationale Sicherheitsinteressen darstellen könnte. Ein generelles Vollzugsverbot besteht hier in der Regel gerade nicht, wenngleich eine Transaktion (oder die Übernahme bestimmter Assets in dem betreffenden Drittstaat) vor oder nach Closing der Transaktion untersagt werden kann. Um hier der Gefahr einer behördlich oder regierungsseitig angeordneten Entflechtung zu begegnen, werden Transaktionen von den Parteien vielfach vorsorglich angemeldet.

Ergebnis aus der Umfrage:

Nur 17 Prozent der Umfrageteilnehmer bewerten die Verschärfung der deutschen AWV als hinderlich für öffentliche Übernahmen.

Deutsches Außenwirtschaftsrecht

In Deutschland wird das Prüfungsverfahren entweder auf Antrag des Erwerbers nach § 58 Abs. 1 AWV oder auf eigene Initiative des zuständigen Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie (BMWi) eröffnet. Dabei ist zwischen sektorübergreifenden und sektorspezifischen Verfahren zu unterscheiden.

Für sektorübergreifende – also branchenunspezifische – Verfahren kann das BMWi bei jedem Erwerb einer unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligung an einem Unternehmen durch einen unionsfremden Investor, der mindestens 25 Prozent der Stimmrechte an einem inländischen Unternehmen erwirbt, nach eigenem Ermessen ein Verfahren eröffnen, wenn der Erwerb die öffentliche Sicherheit und Ordnung der Bundesrepublik Deutschland gefährden könnte. Erwerber aus Mitgliedsstaaten der Europäischen Freihandelsassoziation (EFTA) stehen unionsansässigen Erwerbern gleich und unterliegen nicht der Investitionskontrolle. Von einer Prüfung erfasst werden ebenfalls mittelbare Erwerbstatbestände, bei denen zum Beispiel ein inländisches Akquisitionsvehikel als unmittelbarer Erwerber für nicht unionsansässige Investoren fungiert. Die Entscheidung über die Eröffnung einer Prüfung ergeht in sektorübergreifenden Verfahren binnen drei Monaten nach Kenntnis vom Abschluss des schuldrechtlichen Vertrages. Die Eröffnung des Verfahrens ist dem Zielunternehmen schriftlich mitzuteilen.

Nach der im Juli 2017 verschärften AWV ist der schuldrechtliche Erwerb eines inländischen Unternehmens oder einer unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligung auch bei einer sektorübergreifenden Prüfung dann zwingend zu melden, wenn das Unternehmen in einem besonders sicherheitsrelevanten zivilen Wirtschaftsbereich tätig ist (§ 55 Abs. 1, 4 AWV).

Damit unterliegt die sektorübergreifende Prüfung in Fällen einer besonderen „Gefährdung" der öffentlichen Ordnung und Sicherheit der gleichen Meldepflicht wie Unternehmen, für die die sektorspezifische Prüfung gemäß § 60 ff. AWV einschlägig ist (zum Beispiel bei Herstellern von Kriegsgütern und Kryptotechnologie). Als besonders sicherheitsrelevant gelten Beteiligungserwerbe an folgenden Unternehmen:

- Betreiber kritischer Infrastrukturen (insbesondere Energie, Informationstechnik und Telekommunikation, Transport und Verkehr, Gesundheit, Wasser etc.), die für das Funktionieren des Gemeinwesens von besonderer Bedeutung sind,
- Unternehmen, die branchenspezifische Software für den Betrieb kritischer Infrastruktur entwickeln oder ändern,
- Unternehmen, die mit organisatorischen Überwachungsmaßnahmen für Telekommunikationseinrichtungen betraut sind,
- Unternehmen, die Cloud-Computing-Dienste ab einer gewissen Größenordnung erbringen und
- Unternehmen, die im Bereich der Telematikinfrastruktur tätig sind.

Um Rechtssicherheit für den Erwerb eines Unternehmens zu erlangen, bei dem keine verbindliche Meldepflicht nach den AWV-Regelungen besteht, kann ein Antrag auf Erteilung eine Unbedenklichkeitsbescheinigung nach § 58 Abs. 1 AWV gestellt werden.

CFIUS

Ergebnis aus der Umfrage:

38 Prozent der Umfrageteilnehmer halten die CFIUS-Regeln für nicht anwendbar oder jedenfalls für nicht hinderlich.

In den USA ist das Committee on Foreign Investments in the United States (CFIUS) befugt, jede Transaktion zu überprüfen, bei der eine ausländische Person (foreign person) die Kontrolle eines US business engaged in interstate commerce übernehmen könnte. Erfasst sind damit aus deutscher Sicht dem Grunde nach sämtliche Übernahmen deutscher Zielunternehmen mit nennenswerten Assets und Geschäftsaktivitäten in den USA. Ausgenommen ist lediglich ein Erwerb von 10 Prozent der Stimmrechte, wenn es sich um eine rein passive Beteiligung handelt, die nicht etwa durch Benennungsrechte der Board-Mitglieder durchbrochen werden kann.

Der Bieter wird daher bei einer Transaktion mit einem hinreichenden Konnex zu den USA einen Antrag auf Freigabe der Transaktion durch CFIUS jedenfalls prüfen. Die Antragstellung ist rechtlich nicht zwingend (voluntary process). CFIUS greift aber auch aktiv solche Transaktionen auf, die in dessen Zuständigkeitsbereich fallen und legt den Transaktionsbeteiligten gegebenenfalls nahe, einen entsprechenden Prüfungsantrag nachzureichen.

8.2.1.2. Prüffristen

Deutschland

Seit der AWV-Reform gilt für die sektorspezifische Prüfung eine Prüffrist von drei Monaten. Für die in der Praxis häufigere sektorübergreifende Prüfung gilt folgendes:

- Für die Erteilung einer Unbedenklichkeitsbescheinigung beträgt die Prüffrist zwei Monate (Phase 1) nach Eingang des Antrags des Erwerbers.

- Sofern das BMWi eine Gefährdung der öffentlichen Sicherheit oder Ordnung sieht, kann es ein offizielles Prüfverfahren einleiten (Phase 2), das bis zu vier Monaten dauern kann. Die Frist beginnt mit dem Eingang der zusätzlich durch das BMWi angeforderten Unterlagen.

Der Fristablauf wird im Falle von Verhandlungen des BMWi mit den beteiligten Unternehmen über vertragliche Regelungen (Mitigierungsmaßnahmen) oder Auflagen zur Gewährleistung der öffentlichen Ordnung und Sicherheit gehemmt. Das Prüfverfahren kann sich dadurch auf einen Zeitraum von über sechs Monaten verlängern.

CFIUS

Mit Annahme des Antrags beginnt die offizielle Prüfung der Transaktion innerhalb eines Zeitraums von 30 Kalendertagen. Können mögliche Sicherheitsbedenken innerhalb dieser Frist nicht ausgeräumt werden, schließt sich eine weitere 45-tägige Prüfungsfrist an. Bedenken von CFIUS können in dieser Phase durch sogenannte Mitigierungsmaßnahmen („mitigation measures") ausgeräumt werden. In der Praxis wird dieser Zeitrahmen vereinzelt dadurch „gestreckt", dass die Transaktionsparteien durch CFIUS aufgefordert werden, ihren bisherigen Antrag zurückzunehmen und das Verfahren mit einer neuen Prüfungsfrist wieder in Gang zu setzen (withdraw and resubmit). Wird der Vorgang dem US-Präsidenten vorgelegt, hat dieser innerhalb von 15 Tagen zu entscheiden.

8.2.2. Bedeutung der Investitionskontrollregeln im Übernahmeverfahren

8.2.2.1. Planungsphase

Strukturelle Vorüberlegungen

Investitionskontrollregeln greifen unter den gegebenen Voraussetzungen – ebenso wie die Fusionskontrolle – an verschiedenen Stellen in ein Übernahmeverfahren ein. Dies ist insbesondere bei der zeitlichen Planung einer Übernahme zu berücksichtigen, da die Durchführung eines oder mehrerer internationaler Investitionskontrollverfahren – teilweise erheblich – über das Ende der Angebotsfrist nach dem WpÜG hinaus gehen kann. Dies ist mit einem angemessenen Long-Stop-Date zu berücksichtigen.

Nach dem WpÜG haben die Aktionäre zwischen dem Ablauf des Übernahmeverfahrens und dem Erreichen des Long-Stop-Dates keine Möglichkeit von der Annahme des Angebots zurückzutreten; dies kann in Einzelfällen bei paralleler Anwendung ausländischer Übernahmeregelungen anders sein und das Risiko eines „walk aways" durch Ausübung von Rücktrittsrechten nach sich ziehen.

Wechselseitige Due Diligence

Im Rahmen der Due Diligence bildet – neben der Anwendung der maßgeblichen nationalen FDI-Reviews – aus Erwerbersicht zunächst die Vulnerabiltät der Zielgesellschaft in Bezug auf nationale Sicherheitsinteressen einen wesentlichen Prüfungsmaßstab. Dabei geht es neben etwaigen Transaktionsrisiken hinsichtlich des „ob" der Transaktion, vor allem auch um die Vorwegnahme von behördlich angeordneten Auflagen und Mitigierungsmaßnahmen. Gehört hierzu etwa der Abverkauf (Warehousing) von Vermögensgütern, ergeben sich aus den in der Due Diligence gewonnenen Erkenntnissen ggfs. Folgen für die Strukturierung der Gesamttransaktion in wirtschaftlicher und rechtlicher Hinsicht. Vor diesem Hintergrund sind auch in Bezug auf etwaige einer Transaktion entgegenstehender Sicherheitsinteressen verschiedener Jurisdiktionen alle verfügbaren Informationen tatsächlicher und rechtlicher Art auszuschöpfen. Die Praxis behilft sich insoweit mit spezifischen Due Diligence Requests, die während des Investitionskontrollverfahrens gegenüber den Parteien aufgeworfenen Fragen vorwegnehmen sollen. Der beabsichtigte Erkenntnisgewinn aus einer solchen Due Diligence stößt dort auf Grenzen, wo sicherheitsrelevante Informationen alleine den nationalen Sicherheitsbehörden vorliegen oder bei dem Zielunternehmen (zum Beispiel vertraulichen Projekten mit Regierungsorganisationen) besondere Vertraulichkeitsbereiche geschaffen werden.

Aus Sicht der Zielgesellschaft und/oder des veräußernden Paketaktionärs ist es geboten, die von dem Erwerber ausgehende investitionskontrollrechtliche Gefährdungslage (*Threat*) zu prüfen. Hierzu kann neben der gesellschaftsrechtlichen Struktur und den maßgebenden Kontrollverhältnissen vor allem auch die Finanzierung der geplanten Akquisition gehören. Weitere Aspekte sind die direkte oder indirekte Beteiligung von Regierungsorganisationen.

Die Durchführung eines oder mehrerer FDI-Verfahren erfordert seitens der Zielgesellschaft regelmäßig die Bereitstellung von Informationen und hat damit erheblichen Einfluss auf die Qualifizierung von Sicherheitsrisiken. Dies eröffnet im Einzelfall einen gewissen Verhandlungsspielraum für das Management der Zielgesellschaft, umgekehrt aber auch die Gefahr, dass eine einmal festgestellte hohe Vulnerabilität künftige Transaktionen erschweren kann. Darüber hinaus ist auch der mögliche Einfluss Dritter (Kunden der Zielgesellschaft, Wettbewerber der Zielgesellschaft oder des potenziellen Käufers, Politiker und Lobbyisten) zu berücksichtigen.

8.2.2.2. Regulatorische Bedingungen und MAC

Die Aufnahme regulatorischer Vollzugsbedingungen in Bezug auf die erfolgreiche Durchführung eines FDI-Verfahrens unterliegt – mangels ausdrücklicher Vollzugsverbote – vielfach (jedenfalls in einem gewissen Umfang) der Disposition der Parteien. Die Praxis geht im Regelfall gleichwohl je nach Fallgestaltung von einer entsprechenden Freigabe als Vollzugsbedingung aus. Ziel einer entsprechenden Bedingung ist es, die schwer abzuschätzenden Folgen der Rückabwicklung der Transaktion im Falle einer nachträglichen Untersagung zu vermeiden. Die Aufnahme entsprechender Bedingungen ist auch hier nach dem WpÜG (§ 18 Abs. 1) zulässig, da deren Eintritt nicht vom Bieter selbst herbeigeführt werden kann. Der Stand behördlicher Verfahren ist gemäß § 2 Nr. 8 WpÜG-Angebotsverordnung in der Angebotsunterlage zu beschreiben. Soweit die Durchführung eines Investitionskontrollverfahrens, wie in einigen Fällen unter der AWV oder gegenüber CFIUS, de jure freiwilliger Natur ist und kein zwingendes Vollzugshindernis begründet, kann übernahmerechtlich unter den Voraussetzungen des § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpÜG auf die Bedingung bis einschließlich zum vorletzten Werktag der ordentlichen oder verlängerten Annahmefrist verzichtet werden.

In kritischen Fällen werden die Parteien einer Übernahme investitionskontrollrechtliche Vorbehalte nur durch die Billigung oder Vereinbarung von mitigation measures in Form von Auflagen oder Bedingungen ausräumen können. Abhängig von der Qualität der regulatorischen Auflagen können die Transaktionsziele der Parteien und etwaige Synergiepotentiale, ähnlich wie im Rahmen der Fusionskontrolle, wesentlich beeinträchtigt werden. Dem wird auch hier in der Praxis durch regulatorische Material Adverse Change (MAC)-Klauseln als Vollzugsbedingung Rechnung getragen. Hierdurch wird dem Erwerber vertraglich vorgegeben, welche Auflagen zur Erlangung der erforderlichen Genehmigung zu erfüllen sind. Bei Eintritt des regulatorischen MACs ist es dem Erwerber erlaubt von der Transaktion (und ggf. dem öffentlichen Übernahmeangebot) Abstand zu nehmen; unter Umständen allerdings verbunden mit der Zahlung einer sogenannten Reverse Break Fee.

Nach dem WpÜG können regulatorische MAC-Klauseln nur wirksam vereinbart werden, wenn sie hinreichend bestimmt sind und deren Vorliegen von unabhängigen Experten feststellbar ist. Die BaFin erachtet eine Anknüpfung an konkrete Finanzkennzahlen, wie zum Beispiel das Betriebsergebnis (EBIT) oder das Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) bei MAC-Klauseln im Rahmen der Angebotsdurchführung als zulässig. Teilweise wird auch auf den Einfluss von Auflagen auf den konsolidierten Jahresumsatz der Zielgesellschaft abgestellt.

Der Erwerber wird sich in Transaktionsvereinbarungen in der Praxis oftmals in Form von Covenants verpflichten, die erforderlichen Anstrengungen zu unternehmen, um die notwendigen regulatorischen Genehmigungen zu erhalten. Hierbei gibt es naturgemäß graduelle Abstufungen zwischen sogenannten „hell or high water"-Verpflichtungen (Verkäuferinteresse) bis hin zur Möglichkeit, die Transaktion bei wirtschaftlich nachteiligen Bedingungen abzubrechen (Käuferinteresse). Bis zu der Schwelle, bei dem ein regulatorischer MAC greift, finden sich vielfach harte Verpflichtungen des Erwerbers, alles Erforderliche für die Erfüllung regulatorischer Auflagen zu unternehmen.

8.3. ZUSAMMENFASSUNG

Fusions- und Investitionskontrollverfahren können bei Übernahmen abhängig von den beteiligten Unternehmen (insbes. Herkunftsstaat des Bieters), ihren Marktpositionen und je nach Zielsetzung der Übernahme (freundlich/feindlich) erhebliche formelle und ggfs. auch materielle Hürden aufstellen. Aufgrund der gerade bei FDI-Verfahren weiten Beurteilungsspielräume ist deren Ausgang im Hinblick auf Freigabe/Untersagung und etwaige Mitigierungsmaßnahmen nicht immer klar prognostizierbar. Zwar gehörten neben den lange etablierten Fusionskontrollverfahren investitionskontrollrechtliche Anmeldungen – nicht nur bezogen auf CFIUS – auch bisher zum Standardprogramm bei internationalen Übernahmen, waren aber in Deutschland bisher unter den Erfahrungen mit der AWV nur selten als ausschlaggebende Gesichtspunkte zu berücksichtigen. Künftig werden die potenziellen Auswirkungen und vorgelagerten Analysen eine größere Rolle spielen und in kritischen Einzelfällen auch zu konservativeren Beurteilungen hinsichtlich der Erfolgsaussichten einer Übernahme führen. In Zeiten eines gesteigerten internationalen Protektionismus stehen beide Verfahren in ihrer Wertigkeit damit nahezu gleichberechtigt nebeneinander.

---

[1] BKartA v. 27. Februar 2008, Az. B5 –198 / 07; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12.11.2008, Az. VI-Kart 5/08 (V).

[2] Der Kreis der nach europäischem und deutschem Recht einzubeziehenden Unternehmen kann sich im Einzelnen unterscheiden und bedarf einer Einzelfallwürdigung.

[3] Vgl. BKartA, Beschluss von 12.11.2014, B5-138 / 13-Tokyo Electron / Applied Materials / Intel, Rn. 168.

REDAKTION

Deutsches Aktieninstitut e.V.

Sven Erwin Hemeling
Leiter Primärmarktrecht
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Telefon +49 69 92915-27
hemeling@dai.de

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Telefon +49 69 92915-20
kuhn@dai.de

Dr. Claudia Royé
Leiterin Kapitalmarktrecht
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Telefon +49 69 92915-40
roye@dai.de

White & Case LLP

Dr. Alexander Kiefner
Partner
Telefon +49 69 29994-1570
alexander.kiefner@whitecase.com

Dr. Lutz Krämer
Partner
Telefon +49 69 29994-1132
lutz.kraemer@whitecase.com

Sabine Küper
Rechtsanwältin
Telefon +49 69 29994-1343
sabine.kueper@whitecase.com

ISBN 978-3-934579-85-9