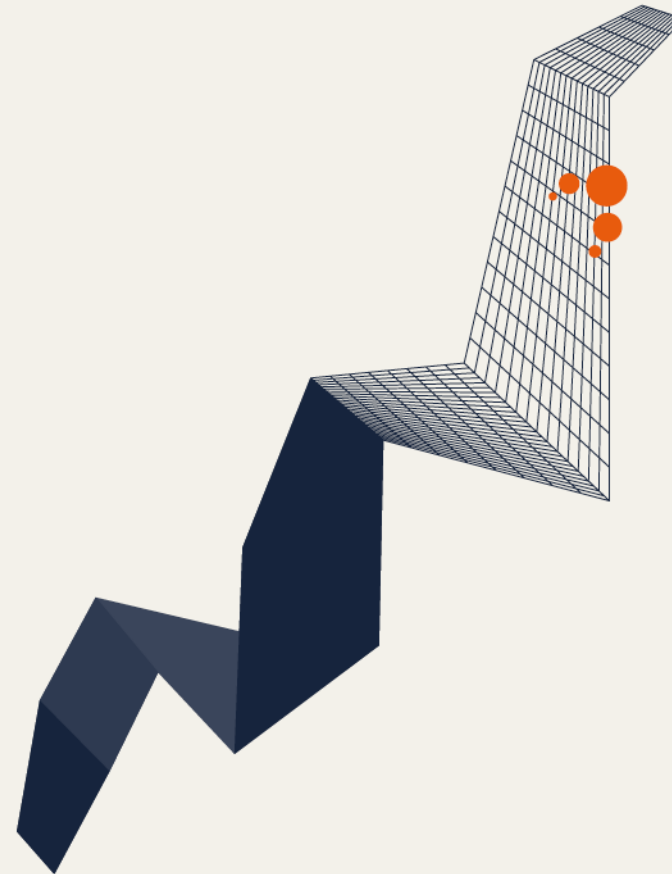


/ Public M&A – zwischen neuen Chancen und staatlichen Restriktionen

Webinar, 28. April 2020

Dr. Michael Brellochs

Dr. Bärbel Sachs



Alicante
Berlin
Bratislava
Brüssel
Budapest
Bukarest
Dresden
Düsseldorf
Frankfurt/M.
Hamburg
London
Moskau
München
New York
Prag
Warschau

noerr.com

/ Rahmenbedingungen

- COVID-19-Pandemie löst historische Kursstürze an den deutschen Aktienmärkten aus
 - ▷ Tageshoch des DAX am 17. Februar 2020: **13.795,20 Punkte**
 - ▷ Tagestief des DAX am 16. März 2020: **8.255,65 Punkte (– 40 %)**
- Tatsächlicher Marktwert einzelner Unternehmen wird sich erst in den nächsten Wochen und Monaten zeigen – welche Unternehmen sind derzeit unterbewertet und welche sind zurecht getroffen?
- Marktgeschehen von hoher Volatilität und Bewertungsunsicherheit geprägt
- Attraktive Einstiegsmöglichkeiten vs. Verkaufervorstellungen orientiert an Zeiten vor COVID-19
- Börsennotierte Unternehmen leichter angreifbar insb. bei großem Streubesitz und ohne Ankerinvestor
- Akquisitionsfinanzierung sind schwieriger geworden, gestiegene Risikoaufschläge
- Politische Maßnahmen zur Verschärfung der Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen

/ Inhalt

I. Chancen und Risiken aus Bieterperspektive

II. Staatliche Eingriffsmöglichkeiten bei Übernahmen

III. Übernahmeprävention und Defense

/ I. Chancen und Risiken aus Bieterperspektive

1. Planung und Strukturierung

➤ Stakebuilding und Angebotspreis

- ▷ Beteiligungsaufbau im Vorfeld einer öffentlichen Übernahme durch (außer-)börslichen Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft
- ▷ Beteiligungsaufbau definiert **Untergrenze** bei der Bestimmung **des übernahmerechtlichen Mindestpreises**: Maßgeblich ist der höchste innerhalb eines Zeitraums von sechs Monaten vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage gezahlte Preis
- ▷ **Verdeckter Beteiligungsaufbau** nur bis 2,99% Stimmrechte und zusammen mit sog. „Instrumenten“ bis 4,99% möglich; nach Einstieg Geely/Daimler (2018) und Anpassung BaFin FAQ verdeckter Beteiligungsaufbau über 4,99% schwierig

➤ Durchschnittskurs und Prämienhöhe

- ▷ Drei-Monats-Durchschnittskurs der Aktie der Zielgesellschaft vor der Ankündigung des Übernahmeangebots als Mindestpreis
- ▷ Historische Prämien auf den volumengewichteten Durchschnittskurs in den drei Monaten vor Abgabe des Angebots bei erfolgreichen Übernahmeangeboten liegen in der Regel zwischen 10% und 30%
- ▷ Festlegung der erforderlichen **Prämie** auf den Drei-Monats-Durchschnittskurs als **besondere Herausforderung**:
 - Ab ca. Juni dürfte Drei-Monats-Durchschnittskurs bei zahlreichen Unternehmen erheblich gesunken sein
 - Aber: erhebliche Bewertungsunsicherheit aufgrund COVID-19-Pandemie (was ist „richtiger“ Unternehmenswert?); hohe Einstandspreise vieler (Alt-) Aktionäre; zudem Risiko von steigenden Kursen bei (Zwischen)Erholung (Angebot wird in der Regel nur erfolgreich sein, Angebotspreis über dem Börsenkurs bei Ankündigung des Angebots liegt)

/ I. Chancen und Risiken aus Bieterperspektive

1. Planung und Strukturierung

➤ **Bedingungen des Angebots**

- ▷ Freiwillige Angebote können vom Eintritt bestimmter – vom Bieter nicht beeinflussbarer – Bedingungen abhängig sein (z.B. Mindestannahmeschwelle, MAC-Klauseln)
- ▷ **MAC-Klauseln**
 - Market-MAC oder Business / Company MAC
 - BaFin: Bedingung muss bis zum Ende der Annahmefrist eingetreten sein; Bestimmtheit erforderlich; Feststellung der Auswirkungen auf Gesellschaft durch unabhängigen Gutachter

➤ **Beteiligungserwerb im Rahmen von Kapitalerhöhungen**

- ▷ Vorab Kapitalerhöhung aus **genehmigtem Kapital**
 - Zeichnung neuer Aktien von bis zu 10 % des Grundkapitals der Zielgesellschaft unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre mit einem Abschlag von bis zu 5 % auf den Aktienkurs
 - Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht mit Backstop (Erwerbsverpflichtung nicht bezogener Aktien)
- ▷ **Kombination mit Übernahmeangebot** ebenfalls möglich (zeitgleiche Ankündigung mit der Kapitalerhöhung); Bezugspreis neuer Aktien i.R.d. Kapitalerhöhung für Mindestpreis des Übernahmeangebots relevant

/ I. Chancen und Risiken aus Bieterperspektive

1. Planung und Strukturierung

➤ Due Diligence und Leak-Strategie

- ▷ Erfolgreiche Übernahmen sind in Deutschland in der Regel „freundlich“; aber zunehmende Zahl neutraler Stellungnahmen der Verwaltung der Zielgesellschaft; Anstieg feindlicher Übernahmen wg. gesunkener Kurse?
- ▷ Bewertungsunsicherheit aufgrund COVID-19-Pandemie zwingt grds. dazu, sich **intensiver** als sonst **mit der Zielgesellschaft** und den finanziellen und operativen Auswirkungen der Pandemie auseinanderzusetzen
- ▷ Zulassung einer Due Diligence kann im Interesse der Zielgesellschaft sein (Abwägungsentscheidung, s.u.)
- ▷ **Leak-Strategie** besonders relevant bei längerem / aufwändigerem Due Diligence Prozess

➤ Sonderfall der Kontrollerlangung ohne Pflichtangebot

- ▷ Übernahme ohne Abgabe eines Pflichtangebot nur in Ausnahmefällen denkbar
- ▷ In COVID-19-Pandemie ggf. Sanierungsbefreiung von der Angebotspflicht durch Ermessensentscheidung der BaFin (§ 37 Abs. 1 WpÜG iVm § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung) → setzt Nachweis der Sanierungsbedürftigkeit und -fähigkeit der Zielgesellschaft und des Sanierungsbeitrags des Antragstellers voraus

/ 1. Chancen und Risiken aus Bieterperspektive

2. Durchführung

➤ Abstimmung mit relevanten Parteien

- ▷ Vor Ankündigung der Übernahmeabsicht (§ 10 WpÜG) wird Kreis der Insider idR möglichst klein gehalten (Vorstand, Aufsichtsrat, Großaktionäre)
- ▷ Andere Beteiligte, die von einem Übernahmeangebot bzw. Kontrollwechsel bei Zielgesellschaft betroffen sind, werden idR erst nach Ankündigung des Angebots angesprochen
- ▷ In COVID-19 Pandemie ggf. **engere Abstimmung mit Kreditgebern** von krisengeschwächten Unternehmen erforderlich
 - Change-of-control-Klausel in Kreditverträgen
 - Genaue Risiko- und Finanzbedarfsanalyse bei Zielgesellschaft

➤ Auftreten aktivistischer Aktionäre

- ▷ M&A-Arbitrage durch aktivistische Aktionäre und Hedgefonds weiterhin zu erwarten
- ▷ Verlangen nach einer Erhöhung des Angebotspreises ggf. einfacher möglich als bisher → Verweis auf **Unterbewertung der Zielgesellschaft** und (vermeintliche) Ausnutzung der COVID-19 Pandemie
- ▷ Besonders kritisch, wenn hohe Annahmeschwelle angestrebt wird → **Wahl der Annahmeschwelle** und **Kommunikationsstrategie** des Bieters und der Zielgesellschaft zu den Hintergründen der Übernahme und den gemeinsamen strategischen Zielen von zentraler Bedeutung

/ 1. Chancen und Risiken aus Bieterperspektive

3. Integration und Strukturmaßnahmen

➤ **Typische rechtliche Integrationsmaßnahmen nach erfolgreicher Übernahme**

- ▷ Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
- ▷ Ausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-Out)
- ▷ Barabfindung an die außenstehenden Aktionäre der Zielgesellschaft
 - nach Fundamentalwert (idR IDW S 1)
 - Drei-Monats-Durchschnittskurs der Aktie der Zielgesellschaft vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme als Untergrenze der Barabfindung, sofern zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und Hauptversammlungsbeschluss nicht mehr als 6-7 Monate liegen (Stollwerck-Entscheidung des BGH)
- ▷ Sofern Eigenständigkeit der Zielgesellschaft im Konzern gewahrt werden soll, vertragliche Regelung empfehlenswert

/ II. Staatliche Eingriffsmöglichkeiten bei Übernahmen

1. Tendenz zur Verschärfung der Eingriffsmöglichkeiten

➤ Folgen der Covid-19-Pandemie:

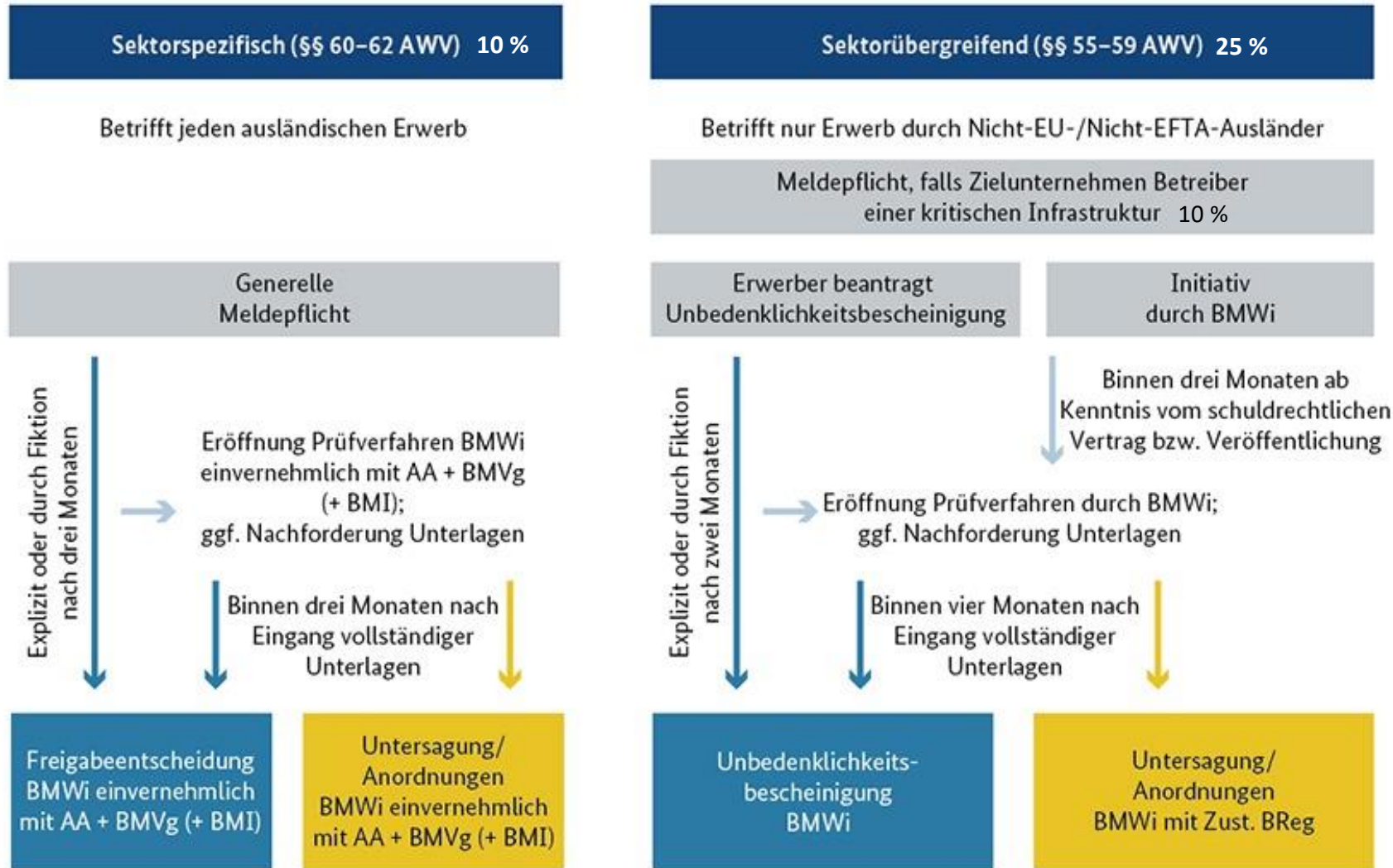
- ▷ Aufforderung der EU Kommission an die Mitgliedsstaaten:
 - ggf. Investitionskontrollsysteme einzuführen
 - bestehende Investitionskontrollsysteme zu überprüfen und ggf. anzupassen
 - sämtliche verfügbaren Möglichkeiten auszuschöpfen, um Beteiligungen ausländischer Investoren vor allem in systemrelevanten Bereichen genau zu überprüfen und ggf. zu beschränken, Kommission nennt auch sog. golden shares
- ▷ Deutschland: Verbändeanhörung der 15. AWV-Novelle: Einführung von Meldepflichten, Herabsenkung der erforderlichen Schwellen im Gesundheitsbereich
- ▷ Praxis: spätestens seit dem Fall CureVac: erhöhte Wachsamkeit des BMWi
- ▷ Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz: Möglichkeit, Unternehmensanteile zur Stabilisierung zu erwerben

➤ Ohnehin anstehende Reformen:

- ▷ Umsetzung der Industriestrategie 2030
- ▷ Umsetzung der Vorgaben der EU Screening Verordnung

/ II. Staatliche Eingriffsmöglichkeiten bei Übernahmen

2. Status quo: Strenges Regime der Investitionskontrolle in Deutschland



Quelle:
<https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Artikel/Aussenwirtschaft/investitionspruefung.html>,
Schwellenwerte hinzugefügt

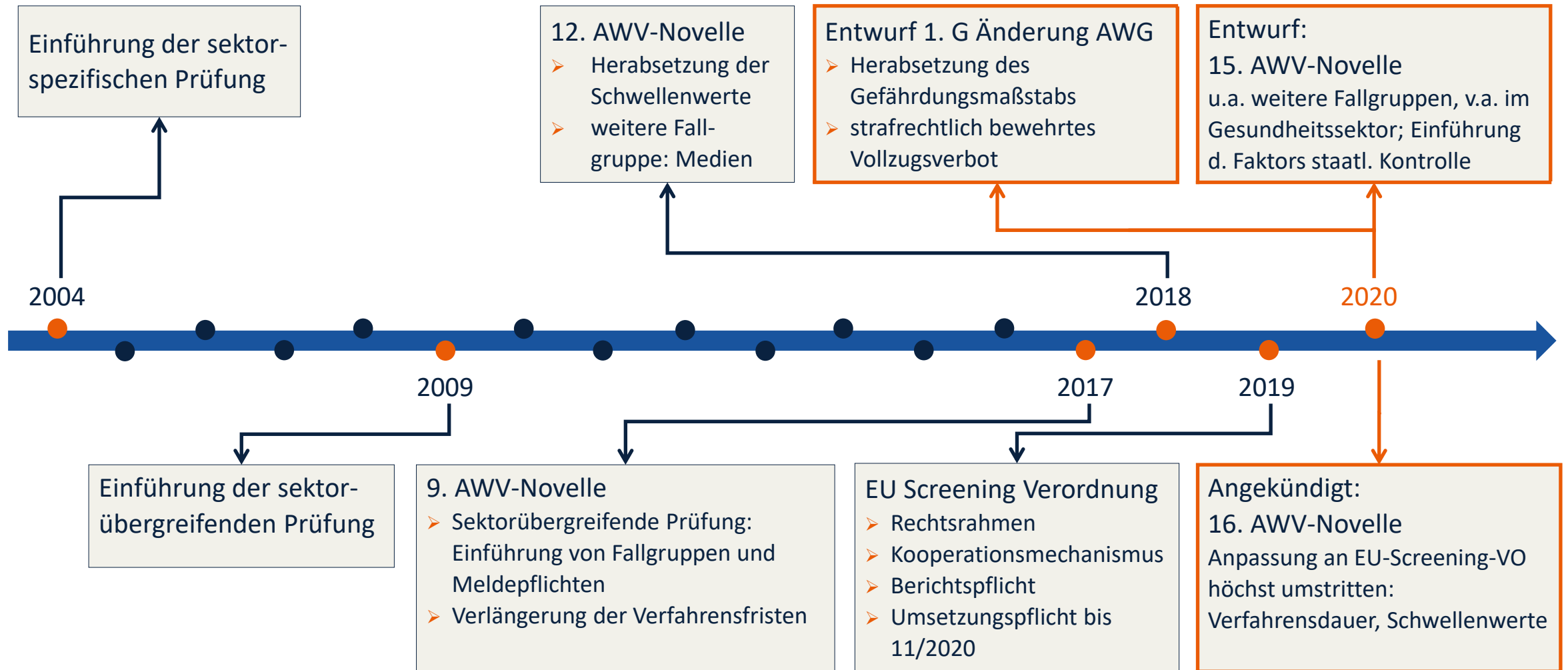
/ II. Staatliche Eingriffsmöglichkeiten bei Übernahmen

3. Investitionskontrollrechtliche Beschränkungen in der Praxis (Stand: April 2020)

- 1 Untersagung
- 1 Zustimmung der Regierung zu Untersagung (Fall: Leifeld)
- 1 Rücknahme einer Unbedenklichkeitsbescheinigung und Wiedereintritt in die Prüfung, Rücknahme des Antrags nach Untersagung durch CFIUS (Fall: Aixtron)
- Dunkelziffer: Rücknahmen / Änderungen von Anträgen
- Beschränkungen über öffentlich-rechtliche Verträge, typische Inhalte:
 - ▷ Schutz vertraulicher Informationen, IT-Sicherheit, sog. „No-Spy-Erklärungen“
 - ▷ Kooperationsverbote, z.B. im militärischen Bereich
 - ▷ Versorgung, z.B. in Form von Angebotsverpflichtungen, Standortgarantien
 - ▷ ITAR-Abwehrklauseln
 - ▷ Compliance, Auditierungsrechte des Bundes, Vertragsstrafen Vollstreckung
 - ▷ Vollstreckungsklauseln

/ II. Staatliche Eingriffsmöglichkeiten bei Übernahmen

4. Erfolgte und geplante Verschärfungen der Investitionskontrolle in Deutschland



/ III. Übernahmeprävention und Defense

1. Vorbereitungsmaßnahmen - Überblick

Ziel: Möglichst frühzeitige Information über den bevorstehenden Einstieg eines Hedgefonds, Aktivisten oder die Übernahmeabsicht eines potentiellen Bieters

- Beobachtung der **Veränderungen im Aktionärskreis**, des Handelsvolumens und der Leerverkäufe
- Enger **Kontakt mit institutionellen Investoren** und anderen wesentlichen Aktionären, Analysten und Medien
- Beobachtung der **Berichterstattung** in den Medien und der Äußerungen von Hedgefonds
- Beobachtung der **Empfehlungen** von institutionellen Investoren und Stimmrechtsberatern im Hinblick auf Governance-Themen
- **Kritische Selbsteinschätzung** und Überprüfung im Hinblick auf potentielle Angriffspunkte im Unternehmen und im Konzern, etwa zu Strategie, Bilanz, Steuern, Corporate Governance oder zu anderen Effekten, die durch die COVID-19-Pandemie ausgelöst oder verstärkt werden
- Überprüfung der Verträge (insbesondere im Finanzierungsbereich), die eine **Change of Control-Klausel** enthalten, um die Auswirkungen einer erfolgreichen Übernahme abschätzen zu können
- Klare **Kommunikation** gegenüber dem Markt im Hinblick auf die mittel- bis langfristige Strategie, um kurzfristig orientierter Kritik zu begegnen
- Einrichtung eines **Defense Teams** und Abstimmung entsprechender Prozesse
- **Enge Abstimmung** zwischen Vorstand und Aufsichtsrat
- Gegebenenfalls Suche nach einem **Ankeraktionär**, der bereit ist, die Gesellschaft längerfristig in einem Transformationsprozess zu unterstützen

/ III. Übernahmeprävention und Defense in der Krise

1. Vorbereitungsmaßnahmen

➤ Suche nach einem Ankerinvestor

- ▷ Erleichterungen bei Einstieg des **Wirtschaftsstabilisierungsfonds** (WSF)
 - Kapitalmaßnahme kann mit einfacher Stimmenmehrheit beschlossen werden (§ 7 Abs. 2 WStBG)
 - Bezugsrechtsausschluss kann mit 2/3 Mehrheit beschlossen werden; sofern die Hälfte des Grundkapitals vertreten ist, sogar mit einfacher Mehrheit; BZR-Ausschluss ist stets zulässig und angemessen (§ 7 Abs. 3 WStBG)
 - WSF kann auch als Backstop-Investor in Bezugsrechtsemission auftreten und Aktien zu einem geringeren Preis als Ausgabepreis beziehen (§ 7 Abs. 3a WStBG)
 - Aktienrechtlich mehr Flexibilität bei Festsetzung des Ausgabepreises an WSF (§ 5 Abs. 4 WStBG)
- ▷ Für **andere Investoren** (etwa Staatsfonds, Pensionsfonds oder andere institutionelle Investoren) bleibt es bei allg. Regeln
 - Prüfung des Bezugsrechtsausschlusses anhand der üblichen Kriterien
 - Ggf. höhere Flexibilität bei Festsetzung des Ausgabepreises wg. erheblich gesteigener Volatilität und Unsicherheit?
- ▷ **Vorstandspflichten**
 - Wann darf / muss Vorstand auf WSF zugreifen? Vorrangige Liquiditätsbeschaffung durch Fremdkapital (auch über KfW)?
 - Abwägung: Verwässerung der Altaktionäre vs. Stabilisierung der Aktionärsstruktur durch Ankerinvestor

/ III. Übernahmeprävention und Defense

1. Vorbereitungsmaßnahmen (Fortsetzung)

➤ Sofern ein Übernahmeinteressent auf die Gesellschaft zugeht

- ▷ Bieter wird versuchen, Zielgesellschaft vom Angebot zu überzeugen und Informationszugang für DD zu bekommen
- ▷ Diskussion der Preisvorstellung des Bieters → Bewertungsunsicherheit
- ▷ Abwägungsentscheidung der Zielgesellschaft: Geheimhaltungsinteresse vs. Interesse der Gesellschaft an der Prüfung eines möglichen strategischen Zusammenschlusses
- ▷ Gefahr, dass die Öffentlichkeit und die Belegschaft eine Übernahme kritisch sehen, wenn der Eindruck entsteht, der Bieter nutze die COVID-19-Pandemie und die Schwächesituation der Zielgesellschaft zu seinem Vorteil aus
- ▷ Bieter wird Unterstützung der Zielgesellschaft in BCA absichern wollen → Chance für Zielgesellschaft, wesentliche Themen festzulegen

/ III. Übernahmeprävention und Defense

2. In der Übernahmesituation

➤ **Rechtlicher Rahmen ab 10er-Meldung**

- ▷ Ab Ankündigung der Übernahmeabsicht durch einen Bieter gem. § 10 WpÜG darf Vorstand der Zielgesellschaft keine Handlungen vornehmen, die den Erfolg des Angebots verhindern könnten (eingeschränkte Neutralitätspflicht)
- ▷ **Wichtige Ausnahmen:**
 - Handlungen, die von einem ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiter auch außerhalb einer Übernahmesituation vorgenommen worden wären
 - Suche nach einem konkurrierenden Angebot
 - Handlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat
 - ggf. weitere Ausnahme: Zweifel aus investitionskontrollrechtlicher Sicht, z.B. Befürchtung, dass das BMWi die Übernahme nicht oder nur unter Auflagen, ggf. in Form eines einschneidenden öffentlich-rechtlichen Vertrags freigeben wird
- Handlungsspielraum auch nach Ankündigung der Übernahmeabsicht; möglich wäre sogar Kapitalmaßnahme, wenn sie auch außerhalb Übernahme erfolgt wäre und zur Deckung des Kapitalbedarfs erforderlich ist

➤ **Unabhängig von rechtlichen Abwehrmaßnahmen**

- ▷ Entscheidend ist Kommunikation der Zielgesellschaft, die an alle Stakeholder gerichtet sein sollte
- ▷ Ablehnende Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat kann Angebot verhindern
- ▷ Zudem: wirtschaftliches und politisches Umfeld zu beachten (COVID-19 Pandemie als „Chance“ für Abwehrkommunikation)

/ Ihre Ansprechpartner



Dr. Michael Brellochs, LL.M.
Rechtsanwalt, Attorney-at-Law
(New York)
Partner

+49 89 286283603
michael.brellochs@noerr.com

Kompetenzen

- Aktien- und Kapitalmarktrecht
- Public und Private M&A
- Corporate Governance
- Finanzinstitute

Pressestimmen

- Empfohlen als führender Anwalt für Mergers&Acquisitions (Legal 500 Germany, Juve, Who's Who Legal)
- „einer der brillanten, kommenden Köpfe“ (Juve 2018/2019)
- Empfohlen als führender Anwalt für Gesellschaftsrecht (Handelsblatt / Best Lawyers in Germany)
- Empfohlen als führender Anwalt für Capital Markets und M&A, IFLR 1000



Dr. Bärbel Sachs, LL.M.
Rechtsanwältin
Partner

+49 30 20942131
baerbel.sachs@noerr.com

Kompetenzen

- Internationales und europäisches Außenwirtschaftsrecht
- Investitionskontrollrecht
- Zollrecht, Exportkontrollrecht, Embargorecht
- Compliance Management Systeme und Aufbereitung von Verstößen in der Vergangenheit

Pressestimmen

- Empfohlen als führender Name für Außenhandelsrecht, JUVE (2017/18)
- Empfohlen als führender Name für Außenwirtschaftsrecht, Legal500 (2020)
- Genannt als „most highly regarded“ und Thought Leader, Who's Who Legal (2020)
- Empfohlen als führende Anwältin für Handelsrecht, Best Lawyers Germany (2014)



Dieses Webinar (und die dazugehörigen Unterlagen) stellt (stellen) keine Rechtsberatung dar und verfolgt (verfolgen) ausschließlich den Zweck gewisse Fragestellungen und Themen im Überblick zu besprechen. Es erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und kann die Rechtsberatung in einer konkreten Situation nicht ersetzen.

Sollten Sie Fragen hinsichtlich der Inhalte oder anderer rechtlicher Themen haben, wenden Sie sich gerne an die genannten Ansprechpartner bei Noerr.

info@noerr.com
www.noerr.com
© Noerr LLP

Noerr