

Public M&A Report 01/2024

Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen im Jahr 2023

von Dr. Volker Land und Dr. Stephan Schulz, Hamburg

Verbesserte Marktlage in 2023, verhaltene Aussichten für 2024

Liebe Leserinnen und Leser,

im letzten Jahr leiteten wir unseren Public M&A Report 01/2023, in dem wir über ein ausgesprochen schwaches Jahr 2022 berichteten, mit dem Satz „*Ein optimistischerer Blick in die Zukunft ...*“ ein. Im Editorial schrieben wir von unserer Erwartung, dass sich die Zahlen für 2023 wieder an den langjährigen Durchschnitt annähern würden.

Nunmehr dürfen wir Ihnen den Public M&A Report 01/2024 präsentieren. Er zeigt, dass wir mit unserer Prognose richtig lagen. Zwar blieb die Zahl der Transaktionen (21) im Jahr 2023 noch etwas hinter unseren Erwartungen zurück, das Gesamtangebotsvolumen mit rd. EUR 39,2 Mrd. entsprach dagegen nahezu exakt unserer Prognose.

Was das laufende Jahr angeht, so sehen wir nach wie vor viele Unsicherheiten. Wenngleich die Inflation zurückgegangen ist, nehmen wir eine starke Zurückhaltung im Markt wahr. Bieter und Veräußerer können oftmals keine übereinstimmenden Preisvorstellungen entwickeln. Die Unsicherheiten hinsichtlich der

weiteren Zinsentwicklung und die zahlreichen geopolitischen Risiken (Ukraine, Israel, Jemen, möglicherweise auch Taiwan) dürften das ganze Jahr hindurch fortbestehen.

Daher erwarten wir für das Jahr 2024 einen stagnierenden Markt für öffentliche Übernahmen in Deutschland mit etwa 20 Transaktionen und einem Gesamtangebotsvolumen zwischen EUR 35 und 40 Mrd.

Unser Marktbericht für das Jahr 2023 zeigt, dass die verbesserten Zahlen vor allem auf den Anstieg sowohl der Zahl als auch des Volumens der Large- und Mid-Cap-Deals zurückzuführen sind. Niedrig im Vergleich zum langjährigen Durchschnitt war hingegen – wie schon im Vorjahr – die Zahl der Übernahmeangebote. Dies kann als Zeichen für eine andauernde Zurückhaltung der Marktteilnehmer gedeutet werden. Auch die Zahl der Delisting-Angebote war 2023 hoch.

Wir freuen uns, Ihnen in dieser Ausgabe zwei Fokus-Beiträge präsentieren zu können, die aktuelle Fragen des Geschehens am Markt für

öffentliche Übernahmen behandeln. *Stephan Schulz* und *Oscar Serra de Oliveira* ergänzen den Marktbericht um einen Fokusbeitrag zur Entwicklung der Zahl und der Preisstrukturen von Delisting-Angeboten in den letzten Jahren. Unser Partner *Michael Brelochs* befasst sich unter dem Titel „*Übernahmen durch den Großaktionär*“ mit den Besonderheiten von Angeboten und Transaktionsstrukturen, wenn der Bieter bereits signifikant an der Zielgesellschaft beteiligt ist. Eine häufige Konstellation in Märkten in der Seitwärts- oder Abwärtsbewegung.

Unser Dank gilt den Kolleginnen und Kollegen bei Noerr, die an der Erstellung und Gestaltung des Noerr Public M&A Report 01/2024 beteiligt waren, namentlich *Philipp Schmoll* für die Erstellung des Abschnitts zu den begründeten Stellungnahmen und *Juri Stremel* für die Unterstützung bei der redaktionellen Vorbereitung.

Wir wünschen Ihnen eine gewinnbringende Lektüre des Noerr Public M&A Report 01/2024!

Dr. Volker Land



Dr. Stephan Schulz



Highlights

Deutliche Erholung nach dem Negativjahr 2022

2023 verzeichnete mit 21 Transaktionen zwar nur einen leichten Anstieg der Anzahl der Transaktionen im Vergleich zum Vorjahr (2022: 18). Gleichzeitig stieg jedoch das Gesamtangebotsvolumen¹ um 41,97% auf EUR 39,24 Mrd. (2022: EUR 27,64 Mrd.) und erzielte damit nach den Jahren 2021 (EUR 84,09 Mrd.) und 2017 (EUR 58,65 Mrd.) den drittgrößten seit 2014 beobachteten Wert.

Large- und Mid-Cap-Deals als Markttreiber

Die deutliche Erholung des Gesamtangebotsvolumens im Vergleich zum Vorjahr beruht vor allem auf dem Anstieg der Anzahl der Large-Cap-Transaktionen von fünf auf sieben bei fast unverändertem durchschnittlichem Angebotsvolumen (Rückgang um 5,11% auf EUR 4,98 Mrd.). Zudem war mit 11,01% erstmals seit 2015 wieder ein Anteil der Mid-Cap-Angebote am Gesamtangebotsvolumen von über 10% zu beobachten (Vorjahr: 4,21%). Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich im Vergleich zum Vorjahr sowohl die Anzahl (von vier auf zehn) als auch das durchschnittliche Angebotsvolumen (von EUR 290,88 Mio. auf EUR 431,99 Mio.) der Mid-Cap-Transaktionen deutlich steigerten und sich so die summierten Angebotsvolumina in diesem Segment vom niedrigsten (EUR 1,16 Mrd.) zum zweithöchsten (EUR 4,32 Mrd.) in dem Zeitraum seit 2014 ermittelten Wert entwickelten.

Weiterhin niedrige Zahl an Übernahmeangeboten und starker Delisting-Trend

Mit neun Übernahmeangeboten erholten sich zwar auch die Anzahl der Übernahmeangebote und deren Anteil an der Gesamtangebotszahl leicht. Allerdings liegen diese Werte weiterhin deutlich unter den entsprechenden vor 2022 beobachteten Werten. Mit einem Anteil von 38,10% war auch die Quote an Angeboten mit einem Delisting als Ziel – ein seit 2020 beobachteter Trend – unverändert hoch. Vor 2020 hatte dieser Wert stets unter 20% gelegen.

Prämienentwicklung

Die durchschnittliche Prämienhöhe² sank im Jahr 2023 von 30,88% im Vorjahr auf 18,20% ab. Der im ersten Halbjahr beobachtete Trend von Prämien am oberen und unteren Ende des Spektrums bestätigte sich im zweiten Halbjahr. Bei sieben Angeboten mit einer Prämienhöhe von über 20% und neun Angeboten mit einer Prämienhöhe von unter 10% lagen nur drei Angebote im Bereich von 10 bis 20%.

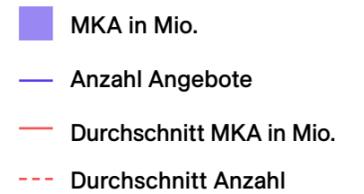


Abb. 1: Anzahl und Volumen von Angeboten seit 2014

Quelle: Noerr Research

¹ Ausgedrückt in der Marktkapitalisierung zum Angebotspreis.

² Bezogen auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaft in den drei Monaten (bzw. sechs Monaten bei Delisting-Angeboten) vor Bekanntgabe der Entscheidung über die Abgabe des Angebots bzw. der Kontrollerrlangung durch den Bieter.

Marktüberblick

Anzahl und Volumen von Angeboten

Im Jahr 2023 billigte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) 21 öffentliche Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“). Diese Angebote betrafen Zielgesellschaften mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („MKA“) von insgesamt EUR 39.243,15 Mio. Es handelte sich dabei um neun Übernahmeangebote (davon

zwei kombiniert mit einem Delisting-Angebot), fünf reine Delisting-Angebote, vier Pflichtangebote (davon eins kombiniert mit einem Delisting-Angebot) und drei Erwerbsangebote.

Die Zahl der Transaktionen im deutschen Markt für öffentliche Übernahmen stieg im Jahr 2023 mit 21 gebilligten und veröffentlichten Angeboten im Vergleich zum Jahr 2022, in dem 18 Offerten veröffentlicht worden waren, leicht um ca. 16,67%. Damit lag die Gesamtangebotszahl weiterhin in der unteren Hälfte der seit 2014 beobachteten Werte. Das Angebotsvolumen (ausgedrückt in der MKA) stieg jedoch von EUR 27,64 Mrd. im Jahr 2022 auf EUR 39,24 Mrd. im Jahr 2023. Dies entspricht einer Steigerung von 41,97%. Das Marktvolumen im Jahr 2023 lag dadurch auf dem dritthöchsten Platz der seit 2014 verzeichneten Marktvolumina. Nur die Ausnahmejahre 2017 und 2021 verzeichneten höhere Werte (EUR 58,65 Mrd. bzw. EUR 84,09 Mrd.). Auch lag das Marktvolumen im Jahr 2023 über dem Durchschnitt aller Jahresmarktvolumina (seit 2014) von EUR 37,98 Mrd.

Angebotsvolumen (von EUR 290,88 Mio. auf EUR 431,99 Mio.) der Mid-Cap-Transaktionen deutlich steigerten und sich so die summierten Angebotsvolumina in diesem Segment vom niedrigsten (EUR 1,16 Mrd.) zum zweithöchsten (EUR 4,32 Mrd.) in dem Zeitraum seit 2014 ermittelten Wert entwickelten.

zweistelligen Bereich bewegte (mindestens 14 Übernahmeangebote). Der bereits seit 2020 beobachtete Trend zum Delisting als Ziel öffentlicher Angebote setzte sich auch im Jahr 2023 fort. Bis 2020 lag der Anteil von Angeboten, die ausschließlich oder auch auf ein Delisting abzielten, an der Gesamtzahl der gebilligten und veröffentlichten Offerten stets unter 20%. Mit acht Angeboten dieser Art, wovon fünf reine Delisting-Angebote waren, lag dieser Anteil im Jahr 2023 mit 38,10% zwar leicht unter dem Wert von 2022 (38,89%) und deutlich unter dem Spitzenwert von 2021 (45,45%), jedoch weiterhin auf einem außerordentlich hohen Niveau.

Auffällig bleibt 2023 – wie schon 2022 – die niedrige Zahl von nur neun Übernahmeangeboten. Diese folgt auf das schwache Jahr 2022 mit sieben Übernahmeangeboten und bildet vor den Jahren 2022 und 2018 (je fünf Übernahmeangebote) den drittniedrigsten seit 2014 erfassten Wert, der sich ansonsten stets deutlich im

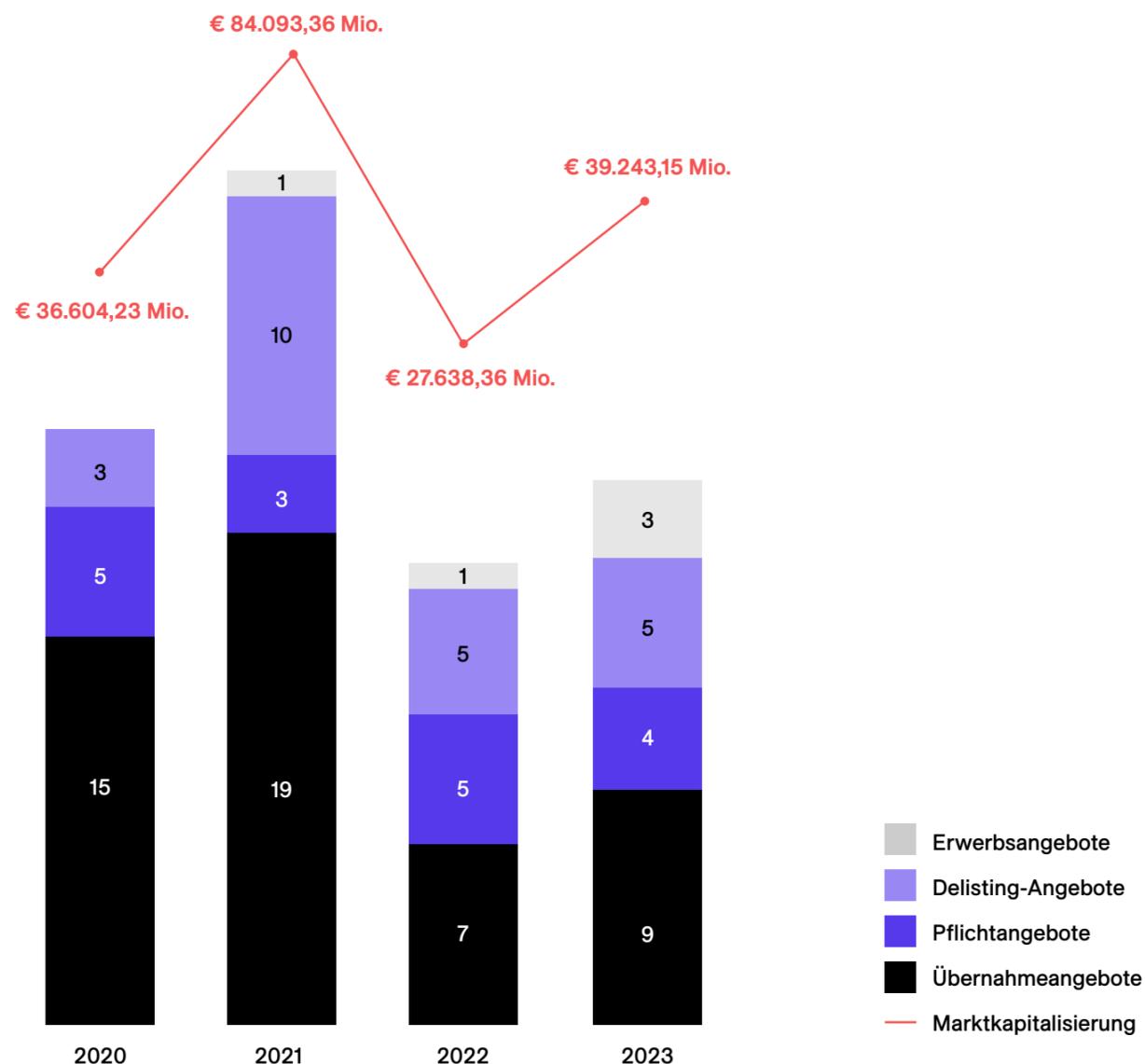


Abb. 2: Anzahl, Art und Volumen von Angeboten

Quelle: Noerr Research

Diese deutliche Steigerung des Gesamtangebotsvolumens im Vergleich zum Vorjahr beruht vor allem auf dem Anstieg der Anzahl der Large-Cap-Transaktionen von fünf auf sieben bei fast unverändertem durchschnittlichem Angebotsvolumen (Rückgang um 5,11% auf EUR 4,98 Mrd.). Zudem war mit 11,01% erstmals seit 2015 wieder ein Anteil der Mid-Cap-Angebote am Gesamtangebotsvolumen von über 10% zu beobachten (Vorjahr: 4,21%). Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich im Vergleich zum Vorjahr sowohl die Anzahl (von vier auf zehn) als auch das durchschnittliche



Entwicklung in den Segmenten (Large Cap, Mid Cap und Small Cap)

Anhand der MKA der Zielgesellschaften lassen sich drei Segmente unterscheiden: Small Cap (MKA der Zielgesellschaft < EUR 100 Mio.), Mid Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 100 Mio. und < EUR 1000 Mio.) und Large Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 1000 Mio.).

Die Entwicklung der durchschnittlichen MKA in den einzelnen Segmenten im Jahr 2023 lässt sich folgendermaßen darstellen:

Durchschnittliche Marktkapitalisierung

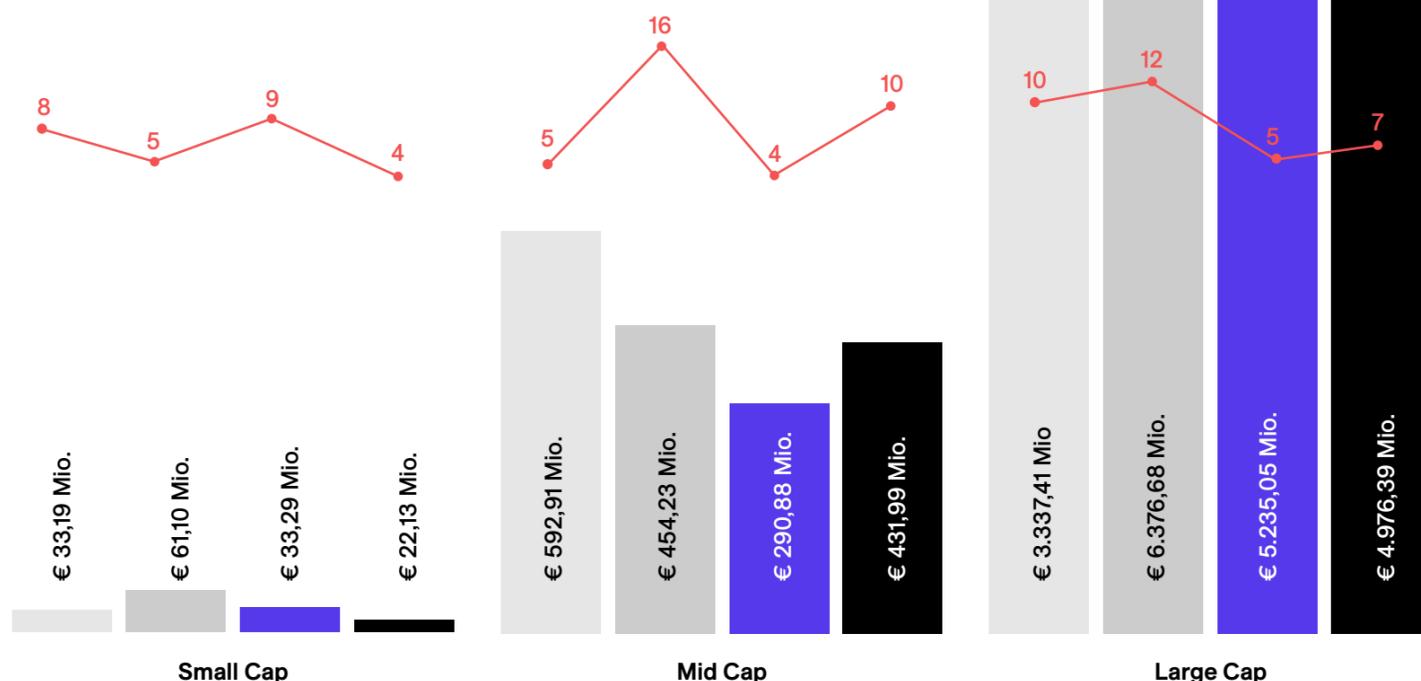


Abb. 3: Entwicklung in den Segmenten

Quelle: Noerr Research

Im Large-Cap-Segment sank das durchschnittliche Angebotsvolumen im Jahr 2023 (EUR 4.976,39 Mio.) im Vergleich zu 2022 (EUR 5.235,05 Mio.) leicht um 5,11% und lag damit weiterhin in der unteren Hälfte der seit 2014 erfassten Werte. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Anzahl der Transaktionen in diesem Segment im Vergleich zum Vorjahr gestiegen ist, sodass die volumenmäßig größte Transaktion im Jahr 2023, das Delisting-Angebot der Oak Holdings GmbH an die Aktionäre der Vantage Towers AG, den Durchschnitt nicht in dem gleichen Maße anheben konnte wie die volumenmäßig größte Transaktion im Jahr 2022, das dem vorgenannten Delisting-Angebot vorgehende Übernahmeangebot der Oak Holdings GmbH an die Aktionäre der Vantage Towers AG. Der im ersten Halbjahr 2023 beobachtete außergewöhnlich hohe Durchschnittswert im Large-Cap-Segment (EUR 9.276,52 Mio.), der auf eine niedrige Angebotszahl (zwei Angebote) und das Delisting-Angebot der Oak Holdings GmbH zurückzuführen war (vgl. Noerr Public M&A Report 02/2023), normalisierte sich in der Gesamtjahresbetrachtung, da die Volumina der fünf Large-Cap-Angebote des zweiten Halbjahrs einen deutlichen Abstand zum Volumen des vorgenannten Delisting-Angebots aufwiesen.

Sieben öffentliche Angebote waren dem Large-Cap-Segment zuzuordnen. Dies entspricht einer Steigerung von 40% im Vergleich zum Vorjahr (2022: fünf Large-Cap-Angebote). Der Anteil der Large-Cap-Transaktionen im Jahr 2023 an der Gesamttransaktionszahl lag mit 33,33% deutlich über dem entsprechenden Durchschnittswert im Jahr 2022 (27,78%) und für den Zeitraum von 2014 bis 2023 (27,05%).

Im Mid-Cap-Segment erholten sich sowohl die Transaktionszahl als auch das Transaktionsvolumen im Vergleich zum ernüchternden Vorjahr. Die Zahl der öffentlichen Angebote stieg in diesem Segment von vier im Vorjahr um 150% auf zehn im Jahr 2023, während sich das durchschnittliche Angebotsvolumen deutlich von EUR 290,88 Mio. um 48,51% auf EUR 431,99 Mio. erhöhte. Dadurch kam es auch zu einer erheblichen Steigerung des Gesamtangebotsvolumens: Im Vergleich zu 2022 vervierfachte es sich nahezu, und zwar von EUR 1.163,51 Mio. auf EUR 4.319,93 Mio. Ein höherer Wert war seit 2014 lediglich im Rekordjahr 2021 zu beobachten (EUR 7.267,68 Mio.), in dem jedoch auch bei nur unwesentlich höherem Durchschnittsangebotsvolumen (EUR 454,23 Mio.) deutlich mehr Angebote im Mid-Cap-Segment veröffentlicht wurden (16).

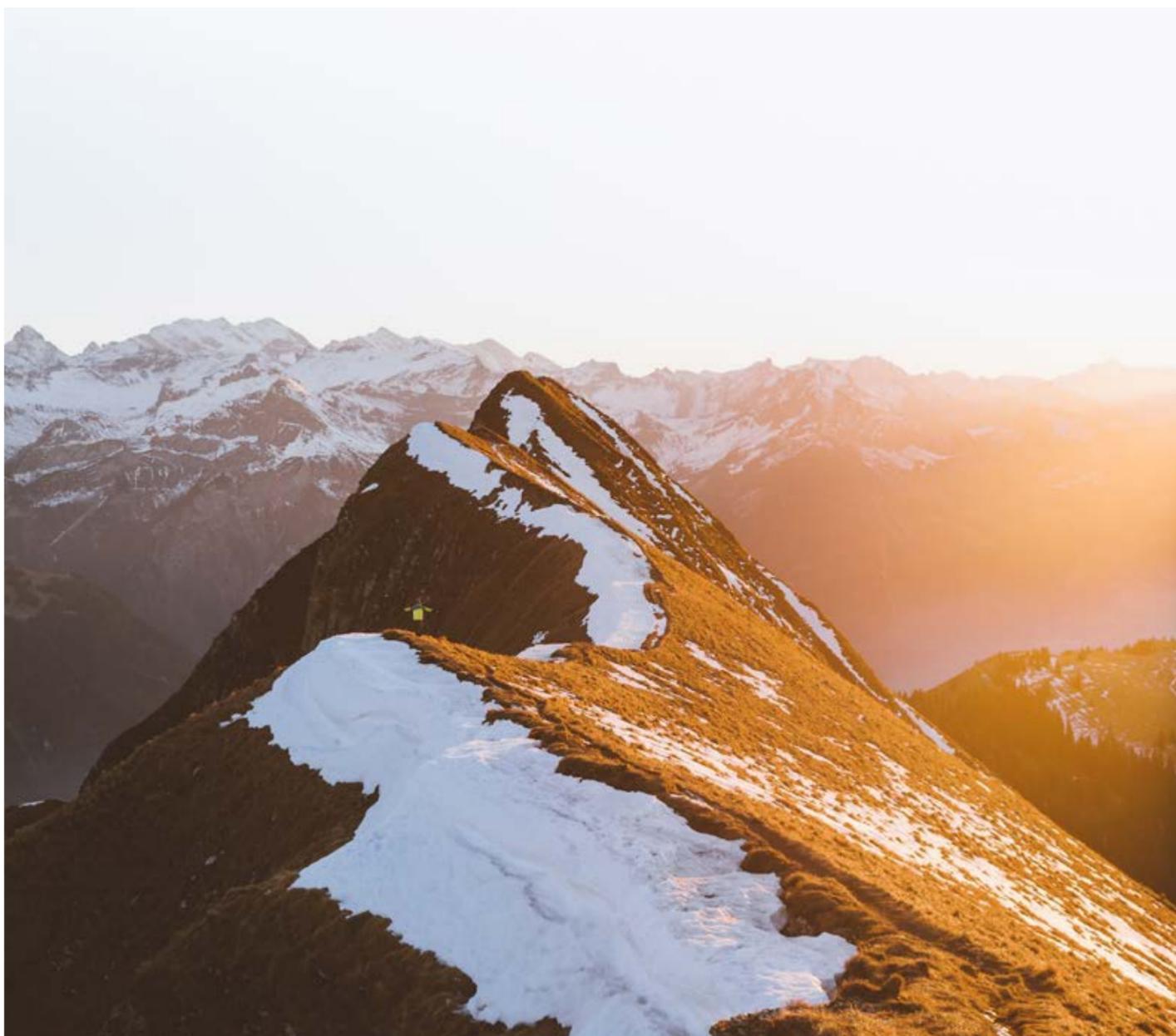
Im Gegensatz zum Large- und Mid-Cap-Segment ist die Transaktionszahl im Small-Cap-Segment im Jahr 2023 mit vier Angeboten stark um 55,56% gesunken (2022: neun Small-Cap-Angebote) und hat damit nach 2018 (drei Small-Cap-Angebote) den zweitniedrigsten bislang beobachteten Wert erreicht. Das durchschnittliche Angebotsvolumen sank zwar vergleichsweise weniger stark von EUR 33,29 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 22,13 Mio. im Jahr 2023 (minus 33,52%). Aufgrund der geringen Transaktionszahl im Vergleich zu 2022 führte dies jedoch zu einer außergewöhnlich hohen Reduzierung des Gesamtangebotsvolumens im Jahr 2023 von EUR 299,61 Mio. um 70,45% auf EUR 88,52 Mio. – dem zweitniedrigsten Wert seit 2014.



Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Die sieben Large-Cap-Angebote machten mit einem gemeinsamen Angebotsvolumen von EUR 34,83 Mrd. 88,77% des Gesamtangebotsvolumens des Jahres 2023 (EUR 39,24 Mrd.) aus. Dieser Wert lag erstmals seit 2016 wieder unter 90%, was auf den hohen Anteil der Mid-Cap-Angebote am Gesamtangebotsvolumen von 11,01% zurückzuführen ist, der erstmals seit 2015 wieder zweistellig war.

Bei den Offerten im Large-Cap-Segment stach das Delisting-Angebot der Oak Holdings GmbH an die Aktionäre der Vantage Towers AG als Fortführung des letztjährigen Übernahmeangebots mit einem Angebotsvolumen von EUR 16,19 Mrd. heraus. Wie schon im Vorjahr war damit auch im Jahr 2023 eine nach Volumen auffällige Offerte zu beobachten, die das Angebotsvolumen im Large-Cap-Segment (Anteil von 46,48%) und das Gesamtangebotsvolumen (Anteil von 41,26%) besonders prägte – aufgrund der niedrigeren Transaktionszahl und der Volumina der übrigen Large-Cap-Angebote jedoch weniger stark als im Jahr 2022, in dem die entsprechenden Anteile deutlich mehr als die Hälfte des Angebotsvolumens im Large-Cap-Segment (61,83%) und des Gesamtangebotsvolumens (58,56%) ausgemacht hatten.



Im Vergleich der Jahre 2023 und 2022 fällt zudem auf, dass das Jahr 2023 deutlich mehr Large-Cap-Angebote mit einem Angebotsvolumen von über EUR 2 Mrd. aufweisen konnte (fünf statt zwei). Dadurch erreichte allein das gemeinsame Angebotsvolumen der drei größten Transaktionen des Jahres 2023 (EUR 26,94 Mrd.) nahezu das Gesamtangebotsvolumen aller 18 Transaktionen des Jahres 2022 (EUR 27,64 Mrd.).

Die folgende Grafik zeigt die Anteile der Large-Cap-Transaktionen der Jahre 2022 und 2023 am jeweiligen Gesamtangebotsvolumen des Jahres (ausgedrückt in der MKA).

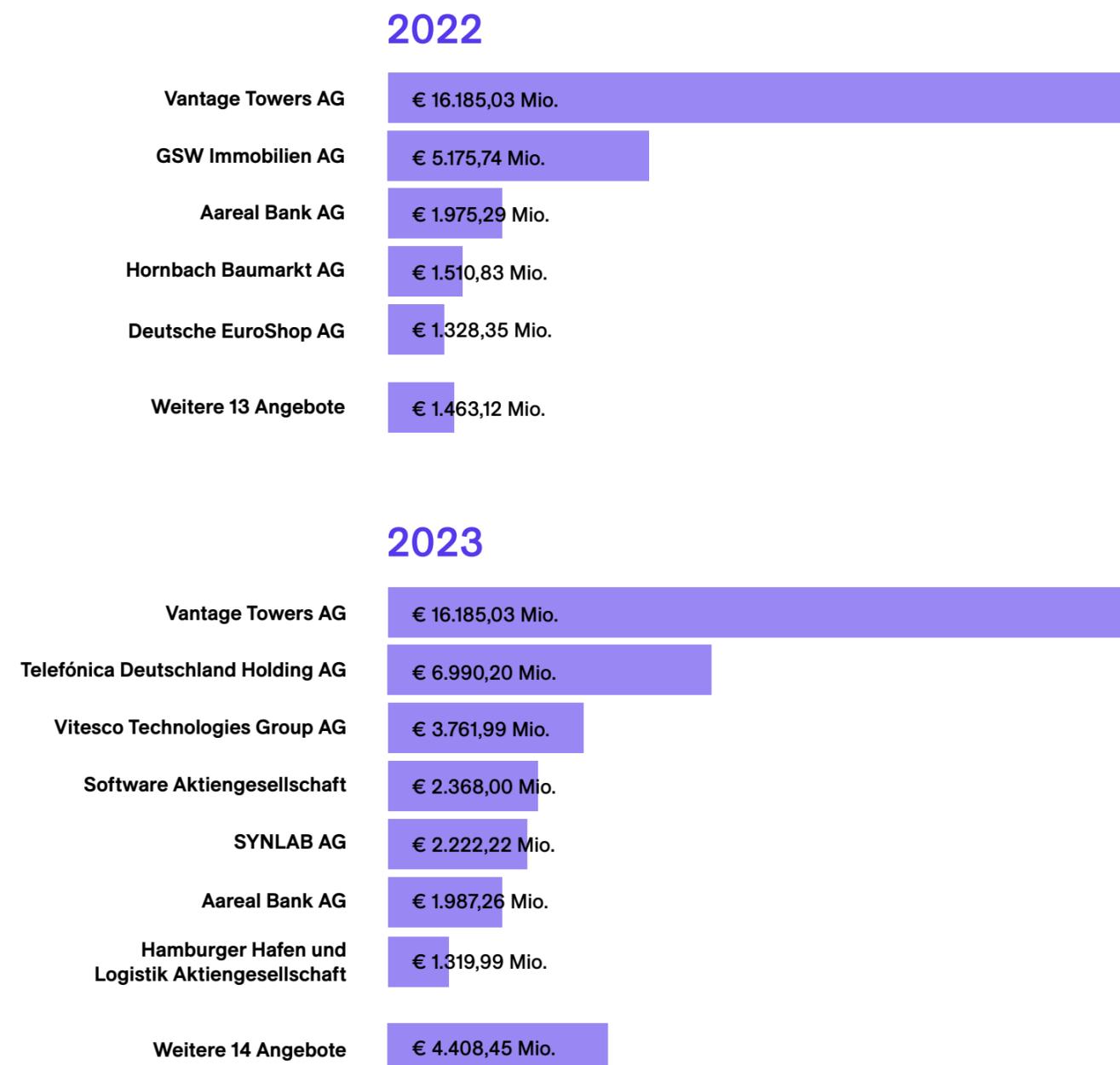


Abb. 4: Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Quelle: Noerr Research

Prämienhöhe

Im Jahr 2023 betrug die Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten (bzw. sechs Monaten bei Delisting-Angeboten) vor Bekanntgabe des Angebots durch den Bieter („3-Monats-VWAP“ bzw. „6-Monats-VWAP“) durchschnittlich 18,20%.

Hierbei wurde das Übernahme- und Delisting-Angebot der TPPI GmbH an die Aktionäre der Schumag Aktiengesellschaft und das Pflichtangebot der Baumann Vermögensverwaltung GmbH an die Aktionäre der SPOBAG AG nicht berücksichtigt, weil die BaFin dafür den 3-Monats-VWAP bzw. 6-Monats-VWAP nicht ermitteln konnte.

Zudem wurde hinsichtlich des Übernahmeangebots der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE an die Aktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft nur die Prämie auf den 3-Monats-VWAP der börsennotierten A-Aktien berücksichtigt, da für die nicht-börsennotierten S-Aktien naturgemäß kein 3-Monats-VWAP ermittelt werden konnte.

Die mit 57,48% höchste Prämie wurde den Aktionären der Software Aktiengesellschaft im Rahmen des Übernahmeangebots der Mosel Bidco SE, einer Holdinggesellschaft unter der Kontrolle von Fonds, die von dem Private-Equity-Investor Silver Lake verwaltet oder beraten werden, angeboten. Diese Prämie lag deutlich unter den beiden höchsten Prämien des Jahres 2022 (141,16% und 127,11%). Allein das Angebot der SD Thesaurus GmbH an die Aktionäre der Bauer AG sah überhaupt keine Prämie vor.

Im Jahr 2023 sank die durchschnittliche Prämienhöhe im Vergleich zu 2022 (30,88%) um 12,68 Prozentpunkte oder 41,06%. Jedoch waren sechs Angebote in der höchsten Prämienklasse von mehr als 30% zu verzeichnen und damit zwei mehr als in den Jahren 2022 und 2021. Betrachtet man die Gesamtzahl aller Angebote mit Prämien über 20%, ist für 2023 mit sieben Angeboten in dieser Kategorie ebenfalls ein leichter Anstieg im Vergleich zum Vorjahr (2022: fünf Angebote), jedoch immer noch ein deutlicher Rückgang im Vergleich zu 2021 (elf Angebote) zu beobachten. Allerdings ist dabei auch zu berücksichtigen, dass 2021 eine deutlich höhere Gesamtangebotsanzahl aufwies als 2023, sodass der Anteil aller Angebote mit Prämien über 20% im Jahr 2021 mit 33,33% knapp unter dem entsprechenden Anteil im Jahr 2023 lag (36,84%). Stark gesunken ist die Anzahl von prämienlosen Angeboten von vier im Vorjahr auf eins 2023. Allerdings relativiert sich diese Beobachtung, wenn berücksichtigt wird, dass 2023 drei Angebote zu verzeichnen waren, in denen die Prämie unter 1% lag. Trotzdem liegt damit die Anzahl an (nahezu) prämienlosen Angeboten im Vergleich zu 2020 und 2021 weiterhin auf einem niedrigen Niveau.



Die folgende Grafik veranschaulicht die bei den Angeboten im Jahr 2023 vorgesehenen Prämien, aufgeteilt in verschiedene Kategorien, sowie den dazugehörigen Prämiedurchschnitt und stellt diese den Prämien und Durchschnittswerten der Vorjahre gegenüber.

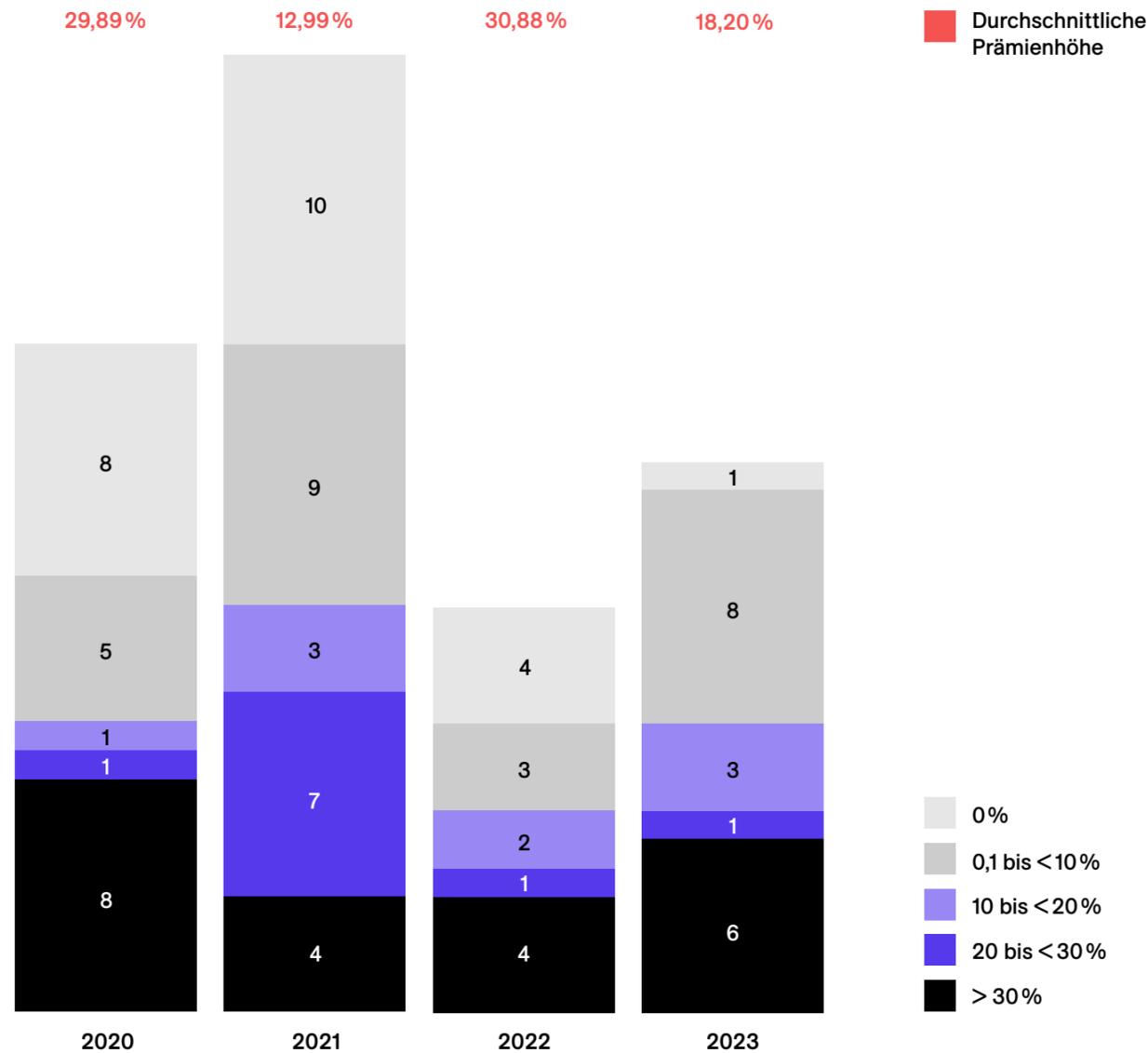
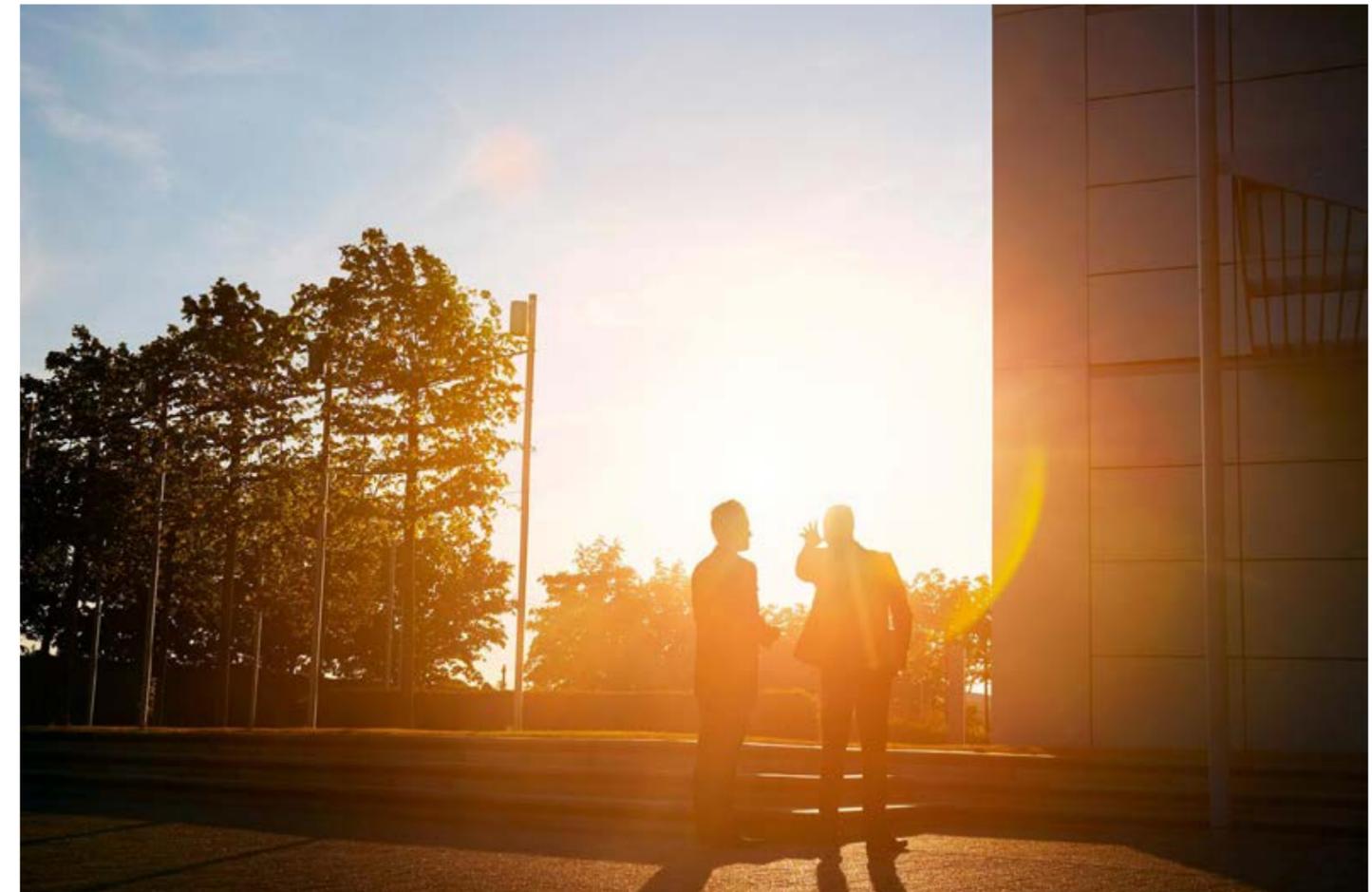


Abb. 5: Prämienhöhe

Quelle: Noerr Research



Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2023 erhöhte sich die durchschnittliche Prämienhöhe im zweiten Halbjahr von 16,11% auf 21,08%. Maßgeblichen Einfluss auf diese Erhöhung hatte der Umstand, dass drei von vier (nahezu) prämienlosen Angeboten des Jahres 2023 in das erste Halbjahr gefallen sind. Ohne diese Angebote hätte die durchschnittliche Prämienhöhe im ersten Halbjahr 2023 bei 21,98% gelegen.

Die durchschnittliche Prämie bei den acht³ Übernahmeangeboten des Jahres 2023 lag bei 29,59% und damit 1,12 Prozentpunkte oder 3,65% unter dem entsprechenden Durchschnittswert der sieben Übernahmeangebote im Jahr 2022 (30,71%). Im Durchschnitt war damit ein Bieter im Rahmen eines Übernahmeangebots im Jahr 2023 bereit, für die erstmalige Kontrollerlangung über die Zielgesellschaft einen ungefähr gleich hohen Aufschlag zu zahlen wie im Vorjahr.

³ Das Übernahme- und Delisting-Angebot an die Aktionäre der Schumag Aktiengesellschaft wird dabei nicht berücksichtigt, weil die BaFin dafür den 3-Monats-VWAP bzw. 6-Monats-VWAP nicht ermitteln konnte.

Von Rechtsanwalt Dr. Philip M. Schmoll, Frankfurt am Main

Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Im Jahr 2023 veröffentlichten die Organe von Zielgesellschaften zu den 21 öffentlichen Angeboten insgesamt 21 begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG. Hierbei handelte es sich jeweils um gemeinsame begründete Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der jeweiligen Zielgesellschaft.

Gesamtbewertung des Angebots

Die abschließende Bewertung der Organe der Zielgesellschaften zu den 21 Angeboten des Jahres 2023 fiel wie in folgender Grafik dargestellt aus.

- 13 positive Stellungnahmen
- 3 negative Stellungnahmen
- 4 neutrale Stellungnahmen
- 1 differenzierende Stellungnahme

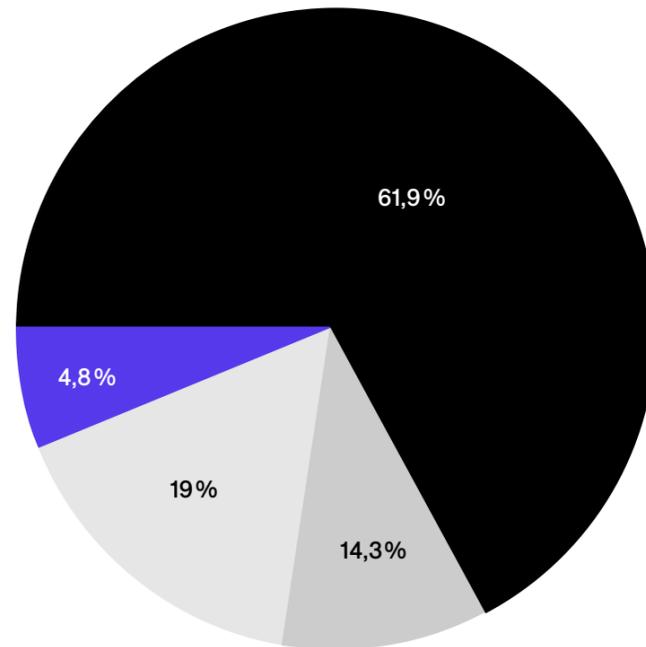


Abb. 6: Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Quelle: Noerr Research

Sondervotum des Vorstandsvorsitzenden

Im Zuge der gemeinsamen begründeten Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der GK Software SE zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Fujitsu ND Solutions AG veröffentlichte der Vorstandsvorsitzende ein Sondervotum, in dem er offenlegte, dass er sich aufgrund einer mit der Bieterin geschlossenen unwiderruflichen Annahmeverpflichtung (*Irrevocable Undertaking*) seiner Stimme bei der Beschlussfassung über die gemeinsame begründete Stellungnahme enthalte. Im Ergebnis teile er jedoch die Einschätzungen und die Annahmempfehlung, die in der gemeinsamen begründeten Stellungnahme veröffentlicht wurden.

Negative Stellungnahmen

Sämtliche negativen Stellungnahmen (vgl. die gemeinsame begründete Stellungnahme der Komplementärin und des Aufsichtsrats der exceet Group SCA (trotz Zusammenschlussvereinbarung) sowie die gemeinsamen begründeten Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der Voltabox AG und der Klöckner & Co. SE) begründeten die Organe insbesondere mit der Unangemessenheit der angebotenen Gegenleistung. Sie spiegelte insbesondere nicht den inneren/fundamentalen Wert der Aktie der jeweiligen Zielgesellschaft wider. Vorstand und Aufsichtsrat der Voltabox AG kritisierten zudem, dass der Hintergrund des Pflichtangebots der Triathlon Holding GmbH unklar sei und keinen strategischen oder wirtschaftlichen Erwägungen folge.

Neutrale Stellungnahmen

Die neutralen Stellungnahmen begründeten die Verwaltungsorgane wie folgt:

- MS Industrie AG: Zwar Bewertung der Gegenleistung als angemessen sowie der Absichten der Bieterin als positiv, jedoch ähnliche Niveaus von Gegenleistung und jüngsten Börsenkursen der Aktie.
- SNP Schneider-Neureither & Partner SE: Unterschiedliche Bewertung der Gegenleistung für kurz- bzw. langfristig orientierte Anleger. Zudem weder nachhaltige Belastungen durch Eingliederungsmaßnahmen noch Synergiepotenziale zwischen Bieterin und Zielgesellschaft.
- SYNLAB Aktiengesellschaft und Vitesco Technologies Group AG: Bewertung des Angebotspreises als nicht angemessen. Gleichwohl potenziell attraktive Ausstiegsmöglichkeit durch das Angebot für risikoaverse oder kurzfristig orientierte Anleger im aktuellen Marktumfeld. Zudem grundsätzliches Einverständnis mit Absichten des Bieters (SYNLAB) bzw. Verweis auf individuelle Situation und Präferenz des individuellen Aktionärs (Vitesco).

Differenzierende Stellungnahme

Vorstand und Aufsichtsrat der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft differenzierten bei ihren Empfehlungen zwischen den unterschiedlichen Aktiegattungen. Hinsichtlich der nicht-börsennotierten Aktien der einen Aktiegattung, die ausschließlich von einer Aktionärin gehalten werden, gaben Vorstand und Aufsichtsrat keine Handlungsempfehlung ab (sog. neutrale Stellungnahme). Dies begründeten die Organe unter anderem damit, dass sich das Angebot wegen des Vollangebotsgrundsatzes aus § 32 WpÜG auch auf diese Aktien beziehen musste und die Inhaberin dieser Aktien ohnehin eine Nichtandienungsvereinbarung mit der Bieterin abgeschlossen habe. Zudem entspreche der Angebotspreis dem gesetzlichen Mindestpreis, der den Wert dieser Aktien wiederum nicht angemessen reflektiere. Den Aktionären der anderen Aktiegattung empfahlen Vorstand und Aufsichtsrat hingegen die Annahme des Angebots.

Fairness Opinions

Zur Unterlegung von zwölf der 21 begründeten Stellungnahmen (57,1%) wurden sog. Fairness Opinions von externen Beratern zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung eingeholt. Bei den begründeten Stellungnahmen, die nicht mit Fairness Opinions unterlegt wurden, handelt es sich im Wesentlichen um Pflicht- und Delisting-Angebote.

Mehr als eine Fairness Opinion holten dabei Vorstand und Aufsichtsrat der Klöckner & Co. SE, Software Aktiengesellschaft, SYNLAB Aktiengesellschaft, Vitesco Technologies Group AG und Telefónica Deutschland Holding AG ein, wobei die Organe jeweils eigene Berater beauftragten. Der Vorstand der Vitesco Technologies Group AG holte zwei Fairness Opinions ein. Die zugrunde liegenden Angebote lagen bei diesen begründeten Stellungnahmen jeweils im bzw. knapp unter dem Large-Cap-Segment. Zudem standen einzelne Organmitglieder der Zielgesellschaften jeweils im Lager des Bieters.

Abgabezeitpunkt der begründeten Stellungnahmen

Die begründeten Stellungnahmen im Jahr 2023 wurden im Durchschnitt 9,4 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage abgegeben (Vorjahr: 9,7 Tage). Bei 15 der 21 begründeten Stellungnahmen (71,4%) war den Organen der Zielgesellschaften wegen des Abschlusses einer Transaktionsvereinbarung mit der Bieterin vor der Angebotsbekanntmachung nach § 10 WpÜG (sog. 10er-Meldung) bekannt, dass die jeweilige Bieterin ein öffentliches Angebot abgeben wird. Diese begründeten Stellungnahmen wurden im Durchschnitt 9,0 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage veröffentlicht (Vorjahr: 8,8 Tage).



von Rechtsanwalt Dr. Stephan Schulz und wiss. Mitarbeiter Oscar Serra de Oliveira, Hamburg

Im Fokus

Delisting-Angebote

Seit dem 26.11.2015 ist für den Widerruf der Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt (sog. Delisting) auf Antrag des Emittenten grundsätzlich erforderlich, dass ein Angebot nach den Vorschriften des WpÜG zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, veröffentlicht wurde (sog. Delisting-Angebot).¹ Die Zahl solcher Angebote ist in den vergangenen Jahren gestiegen, worauf wir auch im Noerr Public M&A Report hingewiesen haben. In dieser Ausgabe möchten wir uns vertieft mit dieser Entwicklung auseinandersetzen und insbesondere die typischen Preisstrukturen der Delisting-Angebote seit Inkrafttreten der Regelung betrachten.

Rechtliche Grundlagen

Mindestpreisregeln

Im Grundsatz gelten für Delisting-Angebote die „normalen“ Regeln des WpÜG. Besonderheiten gelten bei der Bemessung der Höhe der Mindestgegenleistung. Bei Übernahme- oder Pflichtangeboten muss die vom Bieter angebotene Gegenleistung mindestens dem 3-Monats-VWAP vor der Veröffentlichung der 10er-Mitteilung entsprechen.² Ferner muss die Gegenleistung mindestens dem Wert der höchsten vom Bieter, einer mit ihm gemeinsam handelnden Person oder deren Tochterunternehmen gewährten oder vereinbarten Gegenleistung für den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft innerhalb der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage entsprechen.³ Für Delisting-Angebote gelten diese Regelungen entsprechend mit der Maßgabe, dass die Gegenleistung zwingend in bar zu zahlen ist und mindestens dem 6-Monats-VWAP vor der Veröffentlichung der 10er-Mitteilung (anstelle des 3-Monats-VWAP) entsprechen muss.⁴

Delisting-Angebote:

- Ihr Zweck besteht darin, der Gesellschaft einen Delisting-Antrag zu ermöglichen;
- die Gegenleistung muss in bar geleistet werden und mindestens die Höhe des 6-Monats-VWAP (anstatt des 3-Monats-VWAP) bzw. relevanter Vorerwerbe haben;
- im Übrigen gelten für Delisting-Angebote die Regeln des WpÜG;
- die Verbindung mit einem Übernahme- oder Pflichtangebot ist möglich;
- Bieter ist typischerweise ein signifikant beteiligter Aktionär oder ein neuer Investor, nur in seltenen Fällen die Zielgesellschaft selbst.

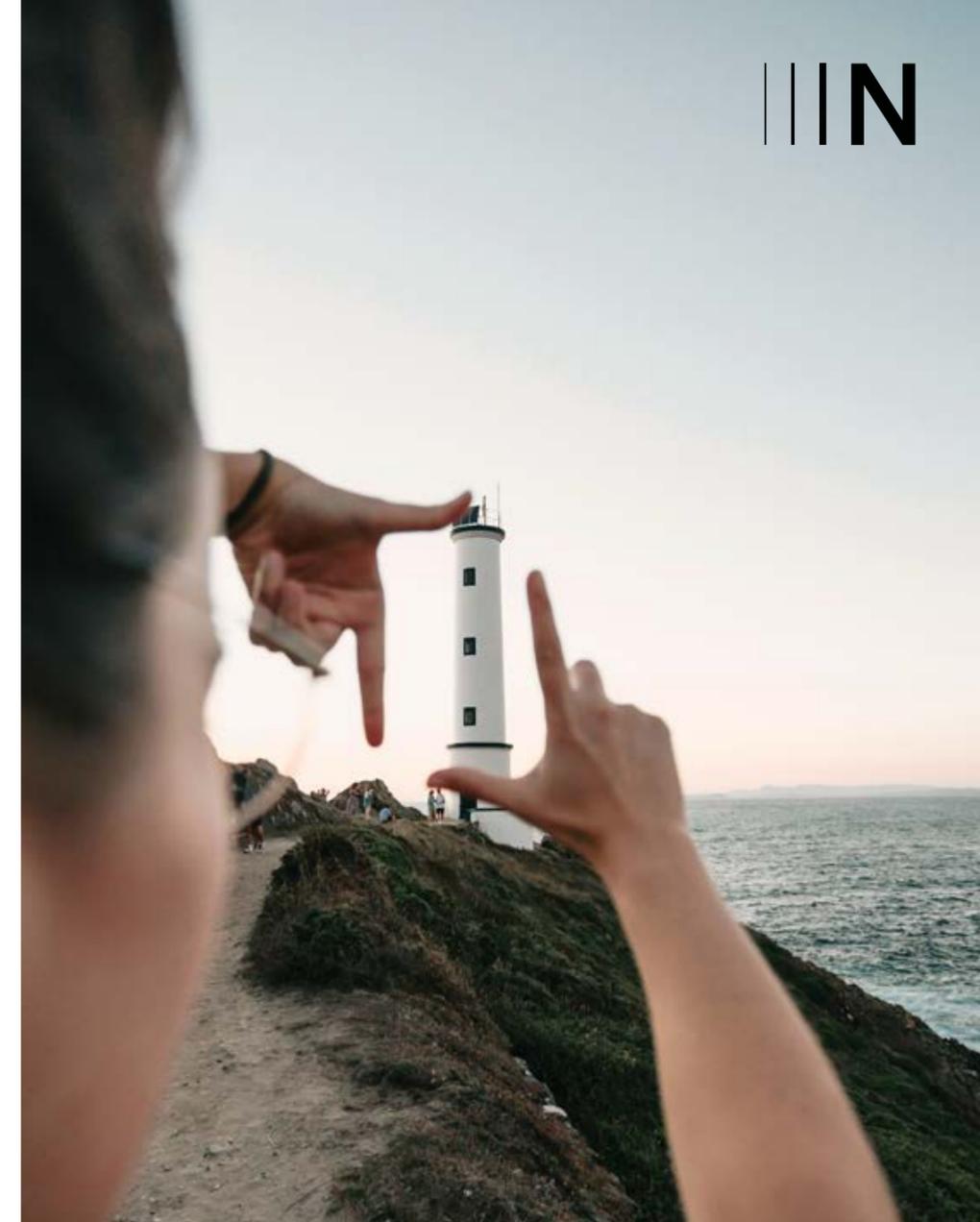
Verbindung mit Übernahme- oder Pflichtangebot möglich

Ein Delisting-Angebot muss nicht ausschließlich zum Zweck der Vorbereitung des Widerrufs der Börsenzulassung abgegeben werden. Es kann auch mit einem Pflicht- oder Übernahmeangebot verbunden werden. In diesem Fall müssen aber sowohl die Vorgaben der §§ 30 ff. WpÜG als auch des § 39 Abs. 3 BörsG, mithin die jeweils strengeren Regelungen, eingehalten werden.

Person des Bieters

Es ist nicht zwingend erforderlich, dass ein Aktionär oder ein noch nicht an der Zielgesellschaft beteiligter Investor das Delisting-Angebot abgibt. Grundsätzlich kann auch die Zielgesellschaft selbst Bieterin eines Delisting-Angebots sein, wenn der auf diesem Weg erfolgende Erwerb eigener Aktien zulässig ist. Dass die Zielgesellschaft selbst als Bieterin auftritt, ist allerdings sehr selten. Seit Inkrafttreten des § 39 BörsG n.F. ist dies nur in drei Fällen⁵ passiert, die jeweils besonders gelagert waren. In allen drei Fällen wurden Nichtanwendungsvereinbarungen mit wesentlichen Aktionären abgeschlossen.⁶ Dadurch wurde der Finanzierungsbedarf für das Angebot so weit reduziert, dass die Gesellschaft die Gegenleistung aus ihren vorhandenen Barmitteln leisten konnte.

In der Praxis werden Delisting-Angebote meist von Investoren abgegeben, die bereits signifikant an den Zielgesellschaften beteiligt sind. Bei den seit Inkrafttreten des § 39 BörsG n.F. veröffentlichten (reinen) Delisting-Angeboten beträgt die durchschnittliche Beteiligungsquote des Bieters vor Beginn der Annahmefrist rd. 68,89 %.



¹ § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 Börsengesetz („BörsG“). Ausnahmen gelten, wenn nach dem Delisting eine Zweitnotierung der Aktien an einem regulierten Markt im In- oder Ausland fortbesteht.

² § 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 1 S. 1 WpÜG-Angebotsverordnung („WpÜG-AV“).

³ § 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 4 Abs. 1 S. 1 WpÜG-AV.

⁴ § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG.

⁵ Rheintex Verwaltungs AG (2017); Rocket Internet SE (2020); a.a.a. Aktiengesellschaft allgemeine Anlagenverwaltung (2022).

⁶ Rheintex (94,3 % des Grundkapitals); Rocket Internet (49,64 %); a.a.a. (96,76 %).

Entwicklung der Zahl und Art von Delisting-Angeboten

Blickt man auf die Zahl der veröffentlichten Delisting-Angebote, stellt man fest, dass ihr Anteil an der Gesamtzahl öffentlicher Angebote nach dem WpÜG ab dem Jahr 2020 erheblich gestiegen ist. Während dieser Anteil in den Vorjahren noch unter 20% lag, bewegte er sich später um die Marke von 40% aller Angebote. Gleichzeitig ist auch bei kombinierten Delisting-Übernahmeangeboten ein Anstieg zu beobachten. Gab es bis zum Jahr 2019 kein einziges solches Angebot, waren seitdem durchschnittlich über 20% der Delisting-Angebote kombinierte Delisting-Übernahmeangebote.

% der kombinierten Delisting-Angebote

% -Anteil der kombinierte Delisting-Angebote an allen Delisting-Angeboten

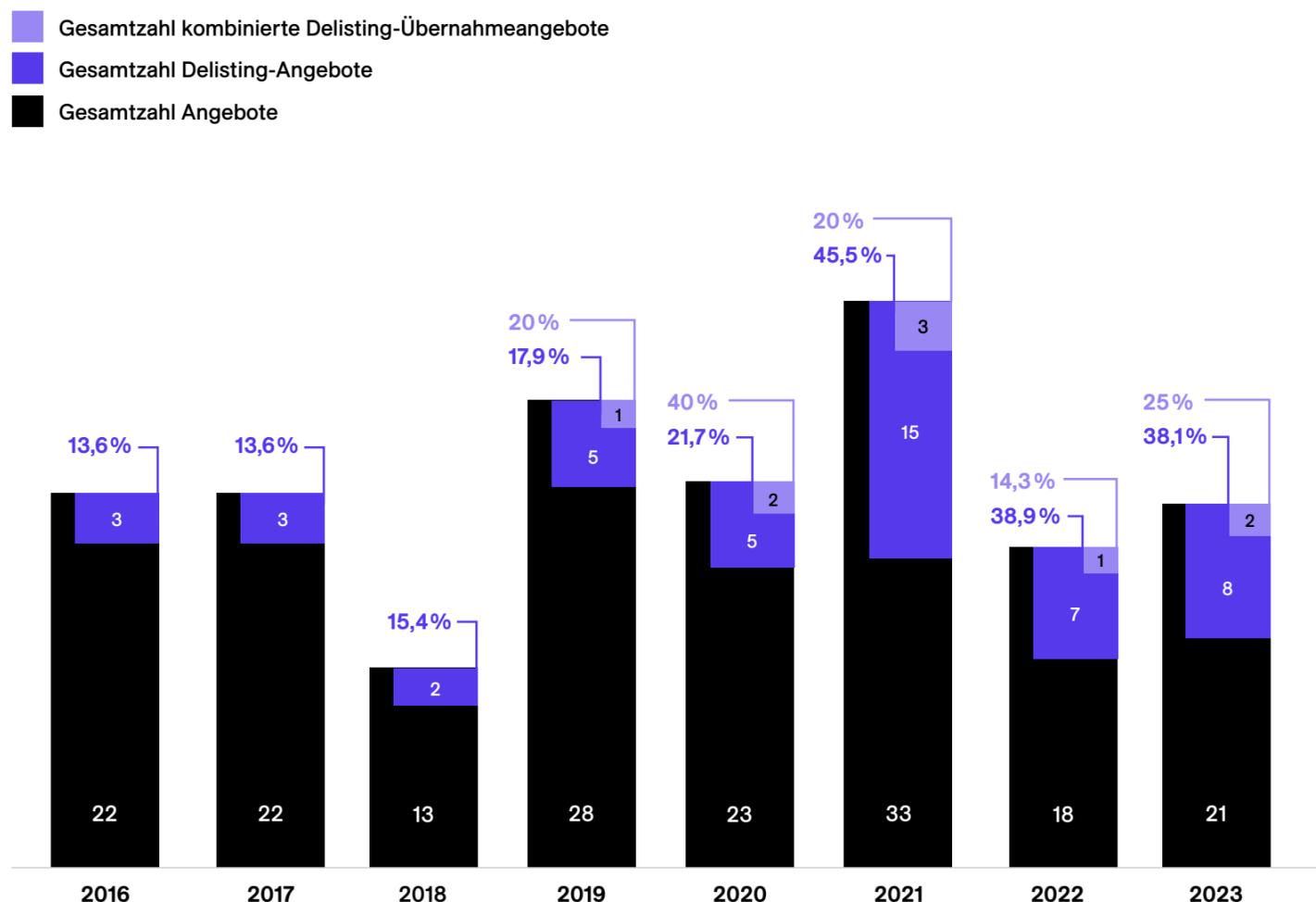


Abb. 7: Anteil an Delisting-Angeboten an der Gesamtzahl öffentlicher Angebote seit 2016

Quelle: Noerr Research

Preisstruktur

Die Betrachtung der 43 Delisting-Angebote seit 2016, bei denen eine kursbezogene Mindestpreisschwelle ermittelt werden konnte⁷, zeigt, dass dabei eine durchschnittliche Prämie auf den 6-Monats-VWAP von gerade einmal 4,6% gezahlt wurde. Dieser Wert erhöht sich auch bei Betrachtung nur der kombinierten Delisting-Übernahmeangebote⁸ lediglich leicht auf 6,2%. Bieter sind demnach – anders als bei reinen Übernahmeangeboten – nicht oder nur in sehr geringem Maße bereit, eine Prämie zu zahlen, wenn sie mit ihrem Angebot den Zweck verfolgen, ein Delisting der Gesellschaft zu ermöglichen. Noch deutlicher wird diese Beobachtung in absoluten Zahlen. Von den 43 untersuchten Angeboten lag bei 30 die angebotene Prämie unter 2%. Lediglich bei sechs Angeboten wurden Aufschläge von 10% oder mehr auf den 6-Monats-VWAP geboten.

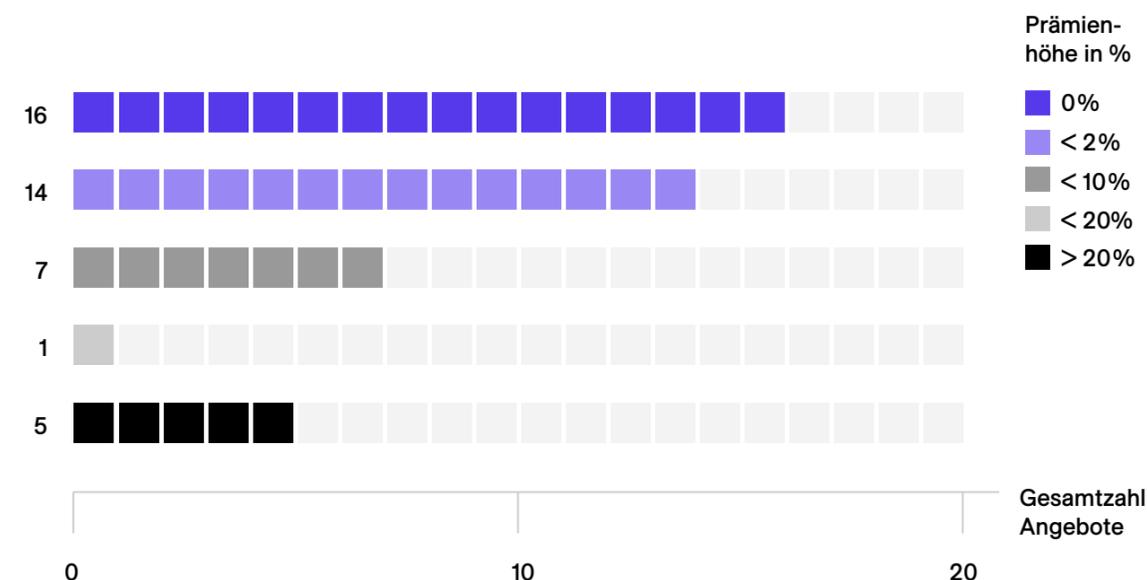


Abb. 8: Prämienhöhe bei Delisting-Angeboten

Quelle: Noerr Research

Fazit

Delisting-Angebote sind eine zunehmend wichtiger werdende Transaktionsform im deutschen Public-M&A-Markt. Regelmäßig werden solche Angebote von bereits wesentlich an der Zielgesellschaft beteiligten Aktionären abgegeben. Hohe Prämien auf den gesetzlichen Mindestpreis sind selten.

⁷ In fünf Fällen (Rheintex Verwaltungs AG (2017), WESTGRUND Aktiengesellschaft (2020), Nucletron Electronic Aktiengesellschaft (2021), GSW Immobilien AG (2022) und Schumag Aktiengesellschaft (2023)) konnte kein 6-Monats-VWAP ermittelt werden. Die Mindestgegenleistung bemisst sich in solchen Fällen gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AV anhand des Unternehmenswerts der Zielgesellschaft auf Grundlage einer Unternehmensbewertung.

⁸ Solche gab es bei sieben der betrachteten 43 Angebote.

Übernahme durch den Großaktionär

In den letzten beiden Jahren gab es öffentliche Angebote durch Großaktionäre, also durch Aktionäre, die bereits vor der 10er-Meldung eine Kontrollbeteiligung¹ oder eine wesentliche Beteiligung unterhalb der übernahmerechtlichen Kontrollschwelle hielten.² Das Phänomen ist nicht neu: Wenn sich der Markt in einer Abwärts- oder Seitwärtsbewegung befindet und der Aktienkurs der Zielgesellschaft in diesem Zusammenhang fällt, verändert sich der Investment-Case aus Sicht eines Großaktionärs. Teilweise werden diese Möglichkeiten von Großaktionären genutzt, um ein Aufstockungs- oder Übernahmeangebot abzugeben. Entsprechende Fälle gab es auch zuvor, etwa in der Corona-Pandemie³ oder in der Finanzkrise nach der Lehman-Insolvenz⁴.

Die Motivation kann unterschiedlich sein: Ein Verkauf der Beteiligung ist bei fallenden Kursen nicht mehr attraktiv. Gleichzeitig wird es günstiger, die Beteiligung aufzustocken, etwa um die übernahmerechtliche Kontrollschwelle zu passieren und im Anschluss bei weiteren Zukäufen kein Pflichtangebot abgeben zu müssen, oder um die Integration der Zielgesellschaft oder ein Delisting vorzubereiten, das in der Praxis in der Regel erst ab Beteiligungsschwellen von 60 bis 80 % infrage kommt. Ein Abwärts- oder Seitwärtsmarkt kann also nicht nur von Strategen oder Finanzinvestoren für ein öffentliches Angebot genutzt werden, sondern auch von Großaktionären, die ansonsten das Aktionariat stabilisieren und die Zielgesellschaft gegebenenfalls auch gegen unabgestimmte Übernahmeveruche schützen können.

Die Durchführung eines öffentlichen Angebots durch einen Großaktionär unterscheidet sich in rechtlicher und praktischer Hinsicht an manchen Stellen von der Übernahme durch einen fremden Dritten.

Typische Merkmale von Angeboten des Großaktionärs:

1. Weniger Due Diligence
2. Weniger Kontakt zum Vorstand der Zielgesellschaft
3. Weniger Irrevocable Undertakings oder Paketkäufe
4. Geringere Prämie
5. Neutrale oder ablehnende Stellungnahmen der Zielgesellschaft werden hingenommen
6. Aufsichtsrat der Zielgesellschaft muss mit Interessenkonflikten umgehen

1. Weniger Due Diligence

Zunächst kennt der Großaktionär die Zielgesellschaft in der Regel bereits und hat deshalb keinen oder weniger Bedarf, eine Due-Diligence-Prüfung durchzuführen. Zwar wäre die Gestattung einer Due Diligence durch die Zielgesellschaft auch zugunsten des Großaktionärs aktienrechtlich zulässig, wenn sie im Unternehmensinteresse liegt (sie würde also nicht an der aktienrechtlichen Vertraulichkeitspflicht oder am Gleichbehandlungsgebot scheitern). Das praktische Bedürfnis für eine vertiefte Prüfung ist jedoch im Vergleich zu einem Angebot durch fremde Dritte häufig geringer. Schaeffler hat bei der Übernahme von Vitesco zur Erstellung der Angebotsunterlage z.B. nur auf öffentlich zugängliche Informationsquellen (insbesondere den Geschäftsbericht 2022 und unterjährige Finanzberichte von Vitesco) zurückgegriffen.⁵ Vitesco hat Schaeffler lediglich durch die Bereitstellung von Informationen bei der Beurteilung etwaiger regulatorischer Freigabeerfordernisse in Bezug auf die Durchführung des Angebots unterstützt.⁶ Auch die spanische Telefónica-Mutter hat beim Erwerbsangebot an die Aktionäre von Telefónica Deutschland – bekannt unter der Marke O2 – für die Erstellung der Angebotsunterlage nur allgemein zugängliche Informationsquellen verwendet und die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen nicht gesondert überprüft.⁷ Ferner weisen beispielsweise die Angebotsunterlagen der Octapharma AG für die SNP Schneider-Neureither & Partner SE⁸ und der SWOCTEM GmbH für die Klöckner & Co SE⁹ darauf hin, dass keine Due Diligence bei der Zielgesellschaft durchgeführt wurde. Beim Erwerbsangebot Cinven/SYNLAB wurde hingegen eine Due-Diligence-Prüfung vor der 10er-Meldung durchgeführt.¹⁰

¹ Beispiele: Telefónica/Telefónica Deutschland (2023); Schaeffler/Vitesco (2023); Cinven/SYNLAB (2023); KKR/OHB (2023); Vodafone/Vantage Towers (2022).

² Beispiele: TPPI bzw. Prof. Prefi/Schumag (2023); SWOCTEM bzw. Prof. Loh/Klöckner (2023); Deutsche Balaton/Biofrontera (2022).

³ Beispiele: EP Global Commerce/Metro (2020); Optima/InTiCa (2020).

⁴ Beispiel: Skion bzw. Susanne Klatten/Altana (2008).

⁵ Angebotsunterlage Schaeffler vom 15.11.2023 (Seite 6).

⁶ Angebotsunterlage Schaeffler vom 15.11.2023 (Seite 6).

⁷ Angebotsunterlage Telefónica vom 05.12.2023 (Seite 9).

⁸ Angebotsunterlage Octapharma vom 26.06.2023 (Seite 5).

⁹ Angebotsunterlage SWOCTEM vom 27.03.2023 (Seite 6).

¹⁰ Angebotsunterlage Cinven vom 23.10.2023 (Seite 11).

2. Kein Kontakt zum Vorstand der Zielgesellschaft im Vorfeld

Soweit eine Due-Diligence-Prüfung und die Unterstützung durch den Vorstand der Zielgesellschaft aus Sicht des Großaktionärs vorab nicht notwendig sind, kann es für den Großaktionär sinnvoll sein, auf eine Ansprache des Vorstands der Zielgesellschaft vor der 10er-Meldung zu verzichten. Damit wird das Risiko von Vertraulichkeitslücken oder Veröffentlichungen der Zielgesellschaft reduziert, die zu einem steigenden Aktienkurs vor der 10er-Meldung und damit zu einem erhöhten Mindestpreis führen würden. Der Vorstandsvorsitzende von Telefónica Deutschland wurde etwa laut Presseberichten während einer Pressekonferenz zu den Quartalszahlen von der Bekanntgabe des Erwerbsangebots des spanischen Mutterkonzerns überrascht.¹¹ Auch Schaeffler hat darauf verzichtet, den Vorstand von Vitesco vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Erwerbsangebots anzusprechen.¹² Gleichwohl wurde nach einer Erhöhung des Angebotspreises durch Schaeffler ein Business Combination Agreement zwischen Schaeffler und Vitesco abgeschlossen.¹³ Auch beim Übernahmeangebot der SWOCTEM GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co. SE wurde der Vorstand vor der 10er-Meldung nicht angesprochen.¹⁴ Da das Angebot praktisch keine Prämie enthielt (dazu auch unten Ziff. 4), wurde es von der Verwaltung von Klöckner in der begründeten Stellungnahme nicht unterstützt.¹⁵ Cinven hat den Vorstand von SYNLAB hingegen erstmals im März 2023 kontaktiert¹⁶, im Anschluss Gespräche aufgenommen und vor Veröffentlichung der 10er-Meldung eine Investorenvereinbarung mit SYNLAB abgeschlossen.

3. Weniger Irrevocable Undertakings oder Paketkäufe

Unwiderrufliche Andienungsverpflichtungen (*Irrevocable Undertakings*) oder Paketkaufverträge mit Großaktionären sind bei einer Übernahme durch einen Großaktionär seltener. Solche Vereinbarungen machen nur Sinn, wenn andere Groß- oder Paketaktionäre an der Zielgesellschaft beteiligt sind, deren Unterstützung der Bieter im Vorfeld des Angebots sicherstellen möchte. Das kann vorkommen¹⁷, ist aber in der Regel nur dann der Fall, wenn an der Zielgesellschaft andere institutionelle Investoren (einschließlich Hedge Fonds) beteiligt sind, die für das Angebot gewonnen werden sollen. Dass eine Zielgesellschaft mehrere strategische Großaktionäre gleichzeitig hat, kommt seltener vor.

4. Geringere Prämie

Sofern das Angebot des Großaktionärs auch oder vor allem dazu dient, die übernahmerechtliche Kontrollschwelle zu passieren, um anschließend die Beteiligung ohne Abgabe eines – ggf. in Bezug auf den Angebotspreis höheren – Pflichtangebots erweitern zu können, kann es sein, dass nur eine niedrige Prämie auf den Aktienkurs der Zielgesellschaft angeboten wird. Zwar wird sich diese Absicht nicht immer eindeutig aus der Angebotsunterlage ergeben, weil eine Kontrolltransaktion in der Regel auch andere Ziele verfolgt.¹⁸ Gleichwohl gibt es immer wieder Angebote, bei denen ein Großaktionär, der vor dem Angebot bereits eine Beteiligung nahe der 30-%-Schwelle hält, nur eine geringe Prämie bietet. Dies kann genügen, um eine ausreichende Anzahl von Aktien im Angebot einzusammeln und so die Kontrollschwelle zu überschreiten. Beispielhaft hierfür ist das Übernahmeangebot der SWOCTEM GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co. SE: Der Bieter hielt vor der 10er-Meldung 29,97% der Klöckner-Aktien, die Prämie betrug 0,5% auf den Mindestpreis und 2,5% auf den Schlusskurs am Tag vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots.¹⁹ Das Übernahmeangebot der Deutsche Balaton Biotech AG an die Aktionäre der Biofrontera AG verzichtete sogar vollständig auf einen Aufschlag auf den maßgeblichen Drei-Monats-Durchschnittskurs.²⁰ Sowohl das Angebot SWOCTEM/Klöckner als auch das Angebot Deutsche Balaton/Biofrontera waren insofern erfolgreich, als die 30-%-Schwelle überschritten wurde.

5. Neutrale oder ablehnende Stellungnahme

Eine geringe Prämie kann dazu führen, dass die Verwaltung der Zielgesellschaft eine neutrale oder ablehnende Stellungnahme abgibt. In den beiden Fällen SWOCTEM/Klöckner und Deutsche Balaton/Biofrontera wurde das Angebot

von der Verwaltung als finanziell nicht angemessen eingestuft mit der Folge, dass die Zielgesellschaft in der Stellungnahme empfahl, das Angebot nicht anzunehmen.²¹ Gleichwohl waren die Angebote erfolgreich (siehe zuvor Ziff. 4). Das Erwerbsangebot Cinven/SYNLAB liegt etwas anders: Cinven hatte SYNLAB im Jahr 2021 zu einem Ausgabepreis von EUR 18,00 an die Börse gebracht, im Jahr 2023 folgte dann das Erwerbsangebot zu einem Preis von EUR 10,00. Zwar stellt dies immer noch eine Prämie von 23% auf den Schlusskurs am letzten Handelstag vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots dar. Der Angebotspreis lag aber deutlich unter dem Ausgabepreis beim Börsengang. Die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat von SYNLAB war vor diesem Hintergrund neutral, da der Angebotspreis aus ihrer Sicht jedenfalls nicht den langfristigen Wert von SYNLAB widerspiegeln.²² Die Annahmquote lag am Ende bei ca. 35%, sodass Cinven im Ergebnis auf ca. 85% des Grundkapitals an SYNLAB kommt.

6. Umgang mit Interessenkonflikten im Aufsichtsrat

Sofern der Großaktionär durch eine oder mehrere Personen im Aufsichtsrat der Zielgesellschaft „vertreten“ ist, können sich bei der Durchführung des Angebots Interessenkonflikte im Aufsichtsrat ergeben. Die Aufsichtsratsmitglieder mögen zwar aus der Sphäre des Großaktionärs stammen, sind aber als Organmitglieder der Zielgesellschaft in dieser Funktion ausschließlich dem Unternehmensinteresse der Zielgesellschaft verpflichtet. Das bedeutet z.B. auch, dass sie gegenüber dem Großaktionär Vertraulichkeit wahren müssen. In der Praxis wird deshalb meist ein Ausschuss im Aufsichtsrat gebildet, in dem keine Personen aus der Sphäre des Großaktionärs vertreten sind. Dieser Ausschuss nimmt die Aufgaben des Aufsichtsrats im Zusammenhang mit der Übernahme, insbesondere die Vorbereitung der begründeten Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG, wahr. Beispielhaft hierfür sind die Transaktionsausschüsse in den Aufsichtsräten von Telefónica Deutschland²³, Vitesco²⁴ und SYNLAB²⁵. Die Ausgestaltung des Ausschusses und die Aufgabenabgrenzung zum Plenum unterscheiden sich allerdings in der Praxis.

Fazit: Die vorgenannten Beispiele mögen genügen, um zu zeigen, dass sich Erwerbs- oder Übernahmeangebote durch einen Großaktionär an verschiedenen Stellen von Angeboten durch fremde Dritte unterscheiden. Sie kommen gerade in einem Abwärts- oder Seitwärtsmarkt immer wieder vor. Aufgrund der Nähe, die ein Großaktionär typischerweise zur Gesellschaft hat, können entsprechende Prozesse, anders als bei einer Übernahme durch fremde Dritte, häufig ohne nähere Einbindung der Zielgesellschaft rasch angestoßen und umgesetzt werden. Für börsennotierte Gesellschaften bedeutet dies, dass sie in engem Kontakt mit ihren Großaktionären bleiben sollten, um sich anbahnende Prozesse im Sinne des Unternehmens mitgestalten und begleiten zu können.

¹¹ <https://www.handelsblatt.com/technik/it-internet/o2-telefonica-will-deutschlandtochter-komplett-uebernehmen-/29486080.html> (zuletzt abgerufen am 06.02.2024).

¹² Vitesco, Pressemitteilung vom 15.11.2023 (<https://www.vitesco-technologies.com/de-de/press-events/press/23-11-15>; zuletzt abgerufen am 06.02.2024).

¹³ Begr. Stellungnahme Vitesco vom 27.11.2023 (Seite 32).

¹⁴ Begr. Stellungnahme Klöckner vom 31.03.2023 (Seite 30).

¹⁵ Begr. Stellungnahme Klöckner vom 31.03.2023 (Seite 62).

¹⁶ Ad-hoc-Mitteilung SYNLAB vom 13.03.2023.

¹⁷ Beispiel: Angebotsunterlage Cinven vom 23.10.2023 (Seite 24).

¹⁸ Anders aber Angebotsunterlage SWOCTEM vom 27.03.2023 (Seite 33): Angebot dient Überschreitung der 30-%-Schwelle und zielt nicht auf Mehrheitswerb.

¹⁹ Angebotsunterlage SWOCTEM vom 27.03.2023 (Seite 32 und 37).

²⁰ Angebotsunterlage Deutsche Balaton vom 15.07.2022 (Seite 24).

²¹ Begr. Stellungnahme Biofrontera vom 29.07.2022 (Seite 51); Begr. Stellungnahme Klöckner vom 31.03.2023 (Seite 62).

²² Begr. Stellungnahme SYNLAB vom 02.11.2023 (Seite 67).

²³ Begr. Stellungnahme Telefónica Deutschland vom 13.12.2023 (Seiten 54 f.).

²⁴ Begr. Stellungnahme Vitesco vom 27.11.2023 (Seite 80).

²⁵ Begr. Stellungnahme SYNLAB vom 02.11.2023 (Seite 65).

Ansprechpartner

Hamburg



Dr. Volker Land
Partner, Noerr
volker.land@noerr.com
T +49 40 300397102



Dr. Stephan Schulz
Partner, Noerr
stephan.schulz@noerr.com
T +49 40 300397108

Düsseldorf



Dr. Natalie K. Daghles
Partnerin, Noerr
natalie.daghles@noerr.com
T +49 211 49986157

München



Dr. Michael Brellochs, LL.M.
Partner, Noerr
michael.brellochs@noerr.com
T +49 89 28628468



Dr. Gerald Reger
Partner, Noerr
gerald.reger@noerr.com
T +49 89 28628155



Dr. Ralph Schilha
Partner, Noerr
ralph.schilha@noerr.com
T +49 89 28628167

Frankfurt am Main



Dr. Holger Alfes, LL.M.
Partner, Noerr
holger.alfes@noerr.com
T +49 69 971477231



Dr. Julian Schulze De la Cruz
Partner, Noerr
julian.schulzedelacruz@noerr.com
T +49 69 971477231



Dr. Laurenz Wieneke, LL.M.
Partner, Noerr
laurenz.wieneke@noerr.com
T +49 69 971477231





Über Noerr

In einer sich rasant wandelnden Welt antizipiert Noerr Entwicklungen, verwandelt Veränderung in Vorteil und öffnet Pfade in die Zukunft. Zu Hause in der ganzen Breite und Tiefe des Wirtschaftsrechts entwickelt die Kanzlei mit 500 Beraterinnen und Beratern Lösungen mit strategischem Weitblick.

Gemeinsam verhelfen sie internationalen Konzernen, mittelständischen Unternehmen, Finanzinvestoren und dem öffentlichen Sektor zu größter Wirkung, Zukunftsfähigkeit und Resilienz.

Noerr ist in zehn Ländern präsent, Partner weltweiter Top-Kanzleien und exklusives deutsches Mitglied von Lex Mundi, dem global führenden Netzwerk unabhängiger Kanzleien mit umfangreicher Erfahrung in mehr als 125 Ländern.