

Public M&A Report 02/2023

# Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen im ersten Halbjahr 2023

# Editorial

## Am Markt für öffentliche Übernahmen regen sich die Investoren und der Gesetzgeber ...

Liebe Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen den Noerr Public M&A Report 02/2023 für das erste Halbjahr 2023 vorlegen zu dürfen.

Im Einklang mit jüngeren Prognosen für den M&A-Markt im Allgemeinen bieten die Daten aus unserem Marktbericht Anlass zu **Optimismus für die Marktentwicklung bei öffentlichen Übernahmen in Deutschland** im weiteren Jahresverlauf. Es gab in den ersten sechs Monaten des Jahres 2023 elf von der BaFin gestattete Angebote mit einem Gesamtangebotsvolumen von rd. EUR 21,5 Mrd. Sowohl die Transaktionszahl als auch das -volumen liegen oberhalb des langjährigen Durchschnitts. Allerdings sollte jedenfalls der Wert für das Angebotsvolumen nicht übertrieben positiv gewertet werden, denn er entfällt in besonders hohem Maße auf eine Einzeltransaktion, das Delisting-Erwerbsangebot der Oak Holdings GmbH, eines Gemeinschaftsunternehmens der

Vodafone GmbH sowie der Finanzinvestoren Infrastructure Partners und KKR, an die Aktionäre der Vantage Towers mit einem Volumen von rd. EUR 16,2 Mrd. Damit zeigt sich erneut, dass wesentliche Impulse im Markt für öffentliche Übernahmen von Private-Equity-Unternehmen ausgehen. Im Berichtszeitraum gab es nur zwei Angebote im Large Cap-Segment, aber auch nur zwei Transaktionen im Small Cap-Segment. So erweisen sich im Berichtszeitraum **Mid Cap-Transaktionen als Treiber des Marktes**.

Neben dem Marktbericht über das erste Halbjahr 2023 beschäftigen wir uns in der vorliegenden Ausgabe des Noerr Public M&A Report mit den laufenden gesetzgeberischen Aktivitäten in Bezug auf das Übernahmerecht. Im Rahmen des geplanten **Zukunftsfinanzierungsgesetzes**, für das die Bundesregierung am 16. August 2023 den Regierungsentwurf beschlossen hat, sollen verschiedene Vorschriften des geplanten Wertpapiererwerbs- und

Übernahmegesetzes angepasst werden. Jörg-Peter Kraack analysiert diese Regelungen in seinem Fokusbeitrag mit dem Titel „Die übernahmerechtlichen Regelungen im aktuellen Regierungsentwurf für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz“.

Der Noerr Public M&A Report 02/2023 entsteht durch die Beiträge vieler Kolleginnen und Kollegen bei Noerr, denen wir zu Dank verpflichtet sind. Besonders hervorheben möchten wir 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 angenehme Lektüre und den einen oder anderen Erkenntnisgewinn über das aktuelle Marktgeschehen bei den Public M&A in Deutschland.

Dr. Volker Land



Dr. Stephan Schulz



# Highlights

## Zahl und Volumen der Angebote leicht über dem langjährigen Durchschnitt

Mit elf Transaktionen und einem Gesamtangebotsvolumen (ausgedrückt in der Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („MKA“) von rd. EUR 21,5 Mrd. übersteigen sowohl die Zahl als auch das Volumen der öffentlichen Angebote im ersten Halbjahr 2023 den langjährigen Durchschnittswert für das erste Halbjahr (Transaktionszahl: 10; Transaktionsvolumen: rd. EUR 15,7 Mrd.) leicht. Gegenüber dem Vorjahreszeitraum ist vor allem das Angebotsvolumen gestiegen. Allerdings ist dies in erster Linie auf eine Transaktion, das Delisting-Erwerbsangebot der Oak Holdings GmbH an die Aktionäre der Vantage Towers AG mit einem Volumen von EUR 16,2 Mrd., zurückzuführen.

## Mid Cap-Deals treiben die Marktentwicklung zahlenmäßig

Im Hinblick auf die Transaktionszahl erweisen sich im ersten Halbjahr 2023 die sieben Mid Cap-Transaktionen (Volumen von mehr als EUR 100 Mio. und bis zu EUR 1.000 Mio. MKA) als Treiber der Marktentwicklung. Im Large Cap und im Small Cap-Segment gab es jeweils nur zwei Transaktionen, im Vergleich zum langjährigen Durchschnitt (Large Cap: 2,6; Small Cap: 3,4) sind dies niedrige Werte.

## Deutlicher Rückgang der Durchschnittsprämie

Die durchschnittlich gezahlte Prämie<sup>1</sup> ist im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich von 38,52 % auf 16,11% gesunken. Dieser Wert liegt unter dem langjährigen Durchschnittswert von 25,63%. Für die Übernahmeangebote ist die durchschnittliche Prämie im Vergleich zur ersten Jahreshälfte 2022 (18,26 %) um 10,59 Prozentpunkte auf 28,85 % gestiegen.

## Häufung von Angeboten am oberen und unteren Ende des Prämienspektrums

Betrachtet man die Prämienhöhe der einzelnen Angebote, zeigt sich, dass sich die Prämien vor allem am oberen und unteren Ende des Spektrums befinden. Während die drei Angebote mit den höchsten Prämien im Schnitt auf eine Prämienhöhe von 43,60 % kamen und lediglich ein Angebot mit einer Prämienhöhe von 17,07 % in etwa in Höhe des Durchschnittswerts lag, belief sich die Durchschnittsprämie der sieben verbleibenden Transaktionen nur auf 4,19%.

<sup>1</sup> 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 Kontrollerlangung durch den Bieter.

## Im Fokus

Die übernahmerechtlichen Regelungen im Entwurf für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz



# Marktüberblick

## Anzahl und Volumen von Angeboten

Im ersten Halbjahr 2023 wurden alle elf von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) geprüften öffentlichen Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“) gestattet und von den Bietern veröffentlicht. Die Angebote betrafen Zielgesellschaften mit einer MKA von insgesamt EUR 21.539,52 Mio. Die elf Transaktionen setzten sich aus fünf Übernahme-, drei Pflicht- und drei Delisting-Angeboten zusammen, wobei ein Pflichtangebot mit einem Delistingangebot verbunden war.

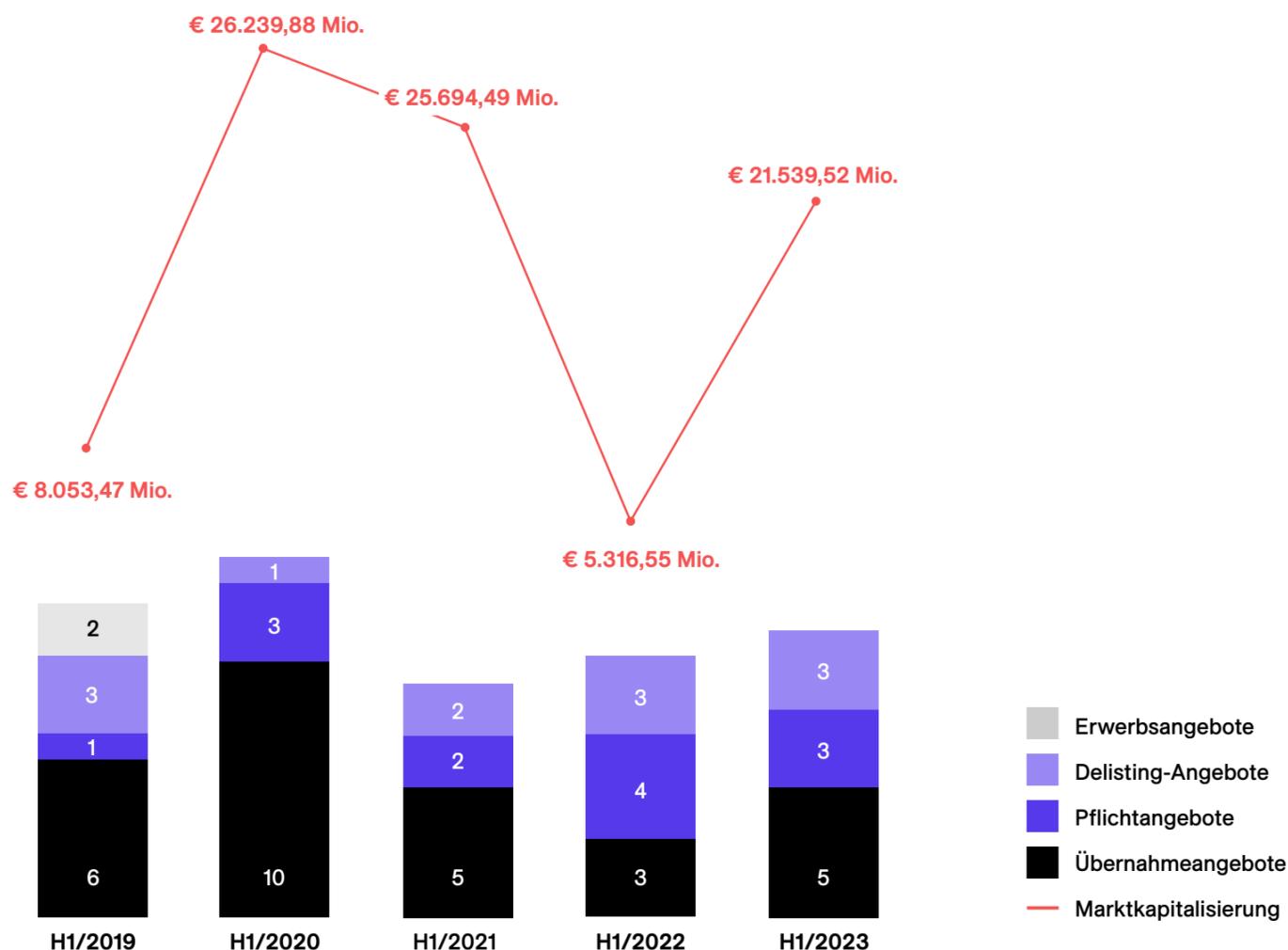


Abb. 1: Anzahl, Art und Volumen von Angeboten

Quelle: Noerr Research.

Mit diesen Werten für die Angebotszahl und das Gesamtangebotsvolumen kehrte der Markt für öffentliche Übernahmen in der ersten Jahreshälfte 2023 beinahe zum Niveau der ersten Jahreshälfte 2021 (neun Angebote, Gesamtangebotsvolumen EUR 25.694,49 Mio.) zurück. Damit hat sich die Situation von dem schwachen Vorjahreszeitraum mit zwar zehn Offerten, aber einem Gesamtangebotsvolumen von nur EUR 5.316,55 Mio. deutlich gebessert. Auch lagen die Transaktionsanzahl und das Gesamtangebotsvolumen über dem langjährigen Durchschnitt seit Anfang 2014 von zehn Transaktionen und einem Gesamtangebotsvolumen von EUR 15.185,03 Mio.

Einen beträchtlichen Anteil des Gesamtangebotsvolumens machte indes das Delisting- und Erwerbsangebot der Oak Holdings GmbH an die Aktionäre der Vantage Towers AG mit einem Volumen von EUR 16,18 Mrd. aus. Abgesehen davon gab es nur eine weitere Transaktion im Large Cap-Sektor mit einem Volumen von EUR 2,36 Mrd. (Übernahmeangebot der Silver-Lake-Gruppe an die Aktionäre der Software Aktiengesellschaft). Mit sieben Transaktionen fokussierte sich der Public-M&A-Markt in der ersten Jahreshälfte im Wesentlichen auf das Mid Cap-Segment.

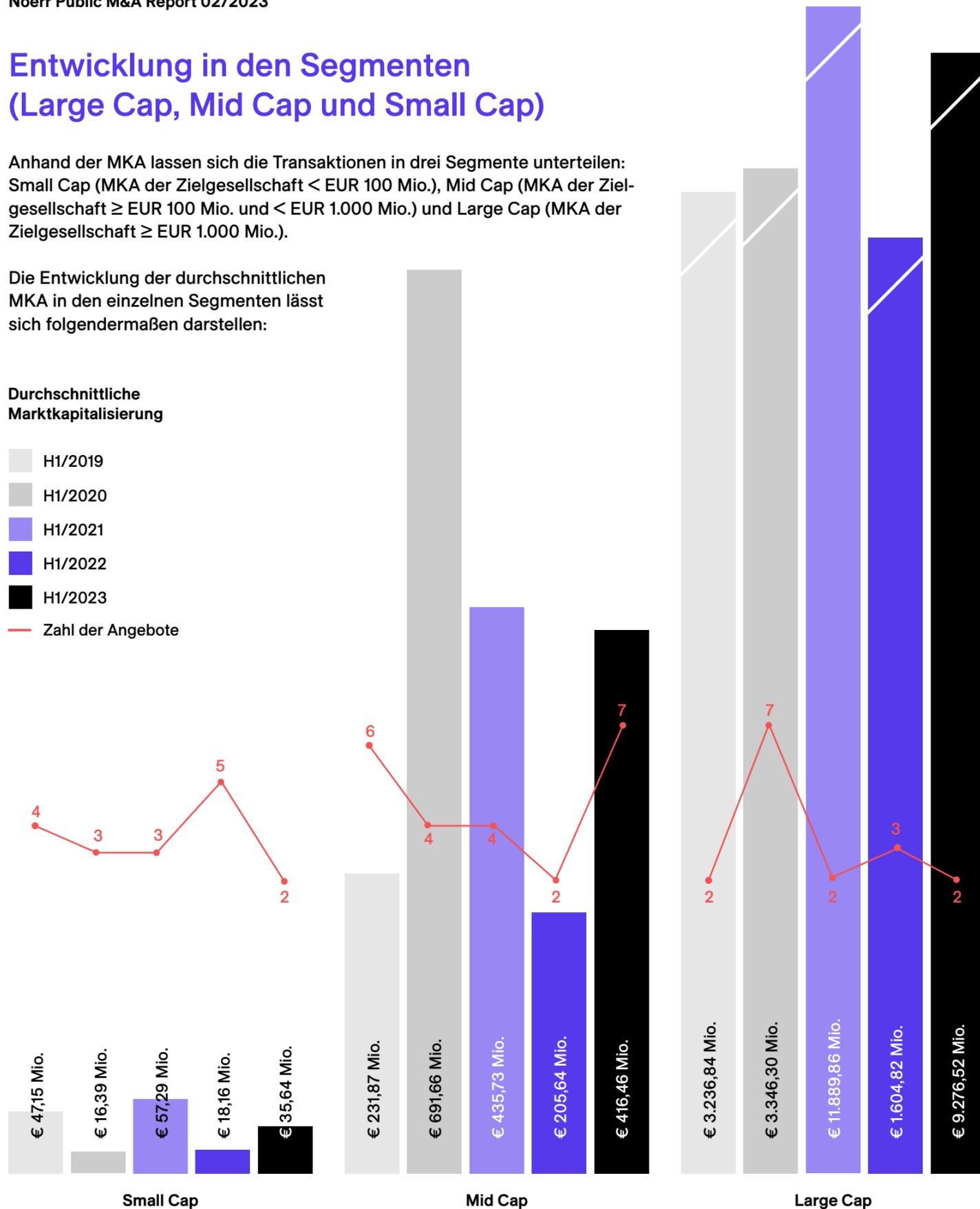


## Entwicklung in den Segmenten (Large Cap, Mid Cap und Small Cap)

Anhand der MKA lassen sich die Transaktionen in drei Segmente unterteilen: Small Cap (MKA der Zielgesellschaft < EUR 100 Mio.), Mid Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 100 Mio. und < EUR 1.000 Mio.) und Large Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 1.000 Mio.).

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

### Durchschnittliche Marktkapitalisierung



Bedingt durch das Delisting-Angebot der Oak Holding GmbH befindet sich das durchschnittliche Angebotsvolumen der beiden Transaktionen im Large Cap-Segment mit EUR 9.272,52 Mio. nahezu auf dem Niveau der ersten Jahreshälfte 2021. Damit liegt das Angebotsvolumen auch deutlich über dem jährlichen Durchschnittswert seit dem 01. April 2014 (Beginn unserer Datenerhebung), der EUR 5.692,761 Mio. beträgt.

Die Transaktionszahl im Mid Cap-Segment ist wieder deutlich auf sieben Angebote mit einem Durchschnittsvolumen von EUR 416,46 Mio. gestiegen. Auch damit entspricht das erste Halbjahr 2023 nach lediglich zwei Transaktionen in dieser Größenordnung im ersten Halbjahr 2022 in etwa wieder dem Marktniveau des gleichen Zeitraums im Jahr 2021 (fünf Angebote im Mid Cap-Segment bei einem durchschnittlichen Angebotsvolumen von EUR 441,35 Mio.).

Im Small Cap-Segment waren in der ersten Jahreshälfte nur zwei Transaktionen mit einem Angebotsvolumen von insgesamt EUR 35,64 Mio. zu verzeichnen. Diese Zahl liegt deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von 3,4 Small Cap-Transaktionen in einem ersten Halbjahr.



Abb. 2: Entwicklung in den Segmenten

Quelle: Noerr Research.



## Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

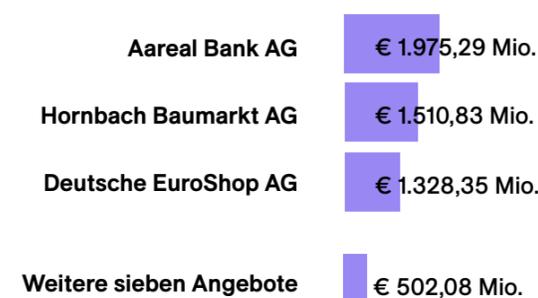
Die zwei Angebote im Large Cap-Segment der ersten Jahreshälfte machten 86,13 % des Gesamtangebotsvolumens im Markt der öffentlichen Übernahmen aus. Diese Zahl von Angeboten lag dabei leicht unter dem langjährigen Durchschnittswert von 2,6 Large Cap-Transaktionen im ersten Halbjahr.

Das höchste Angebotsvolumen hatte das Erwerbs- und Delistingangebot der Oak Holdings GmbH. Mit einer MKA von EUR 16.185,03 Mio. macht es ca. 75 % des Gesamtvolumens des Marktes in der ersten Jahreshälfte aus.

### H1/2023



### H1/2022



### H1/2021

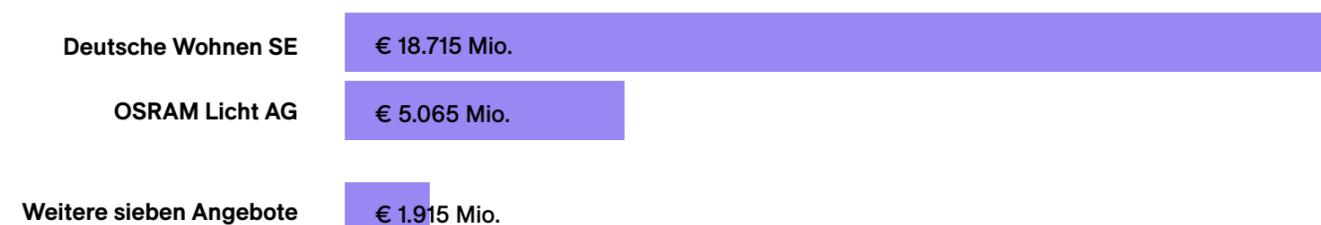
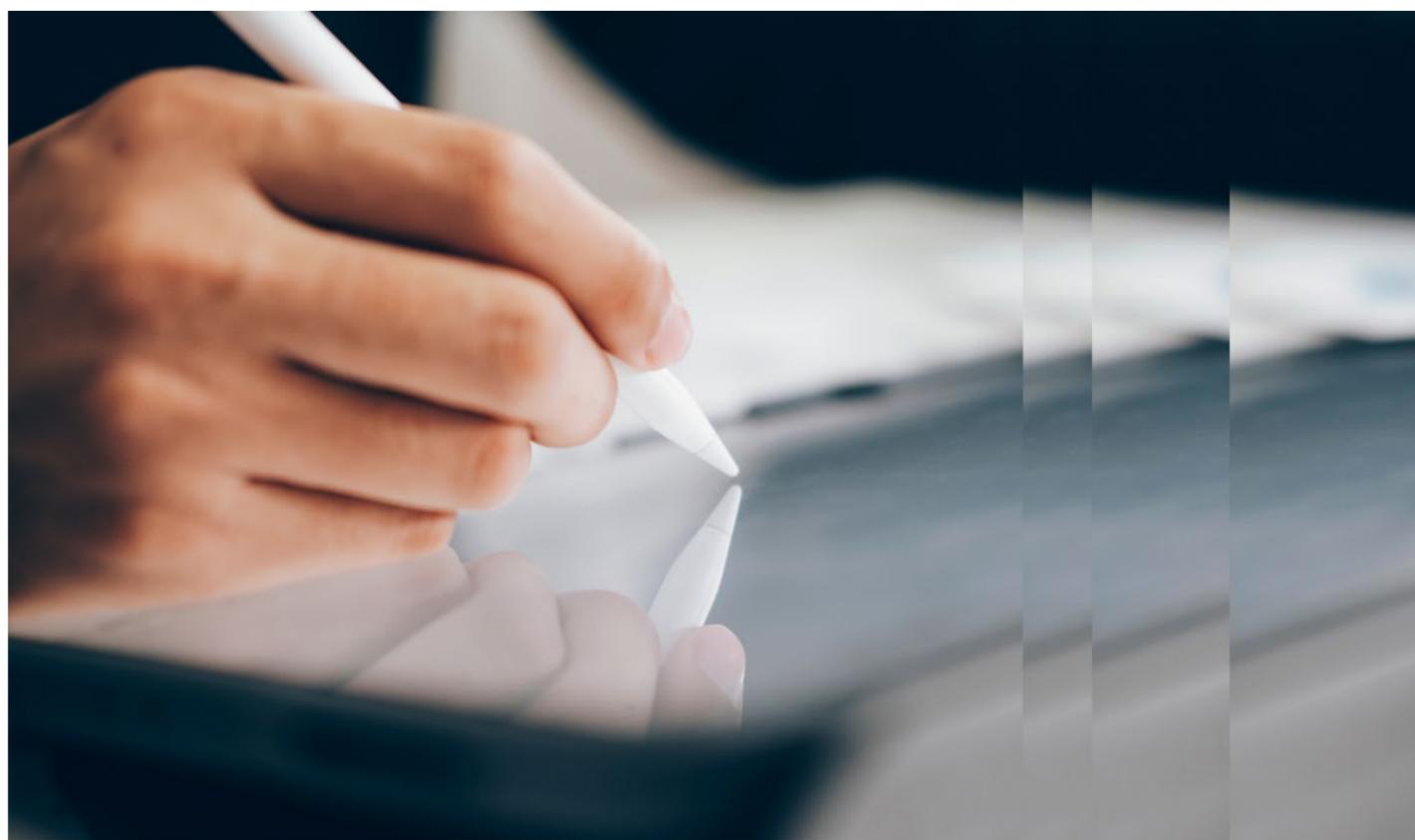


Abb. 3: Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Quelle: Noerr Research.

# Prämienhöhe

Die durchschnittliche 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“) betrug im ersten Halbjahr 2023 16,11% und lag damit sowohl deutlich unter dem Wert des Vorjahreszeitraums von 38,52% als auch dem langjährigen Durchschnittswert seit Anfang 2014 von 25,63%.

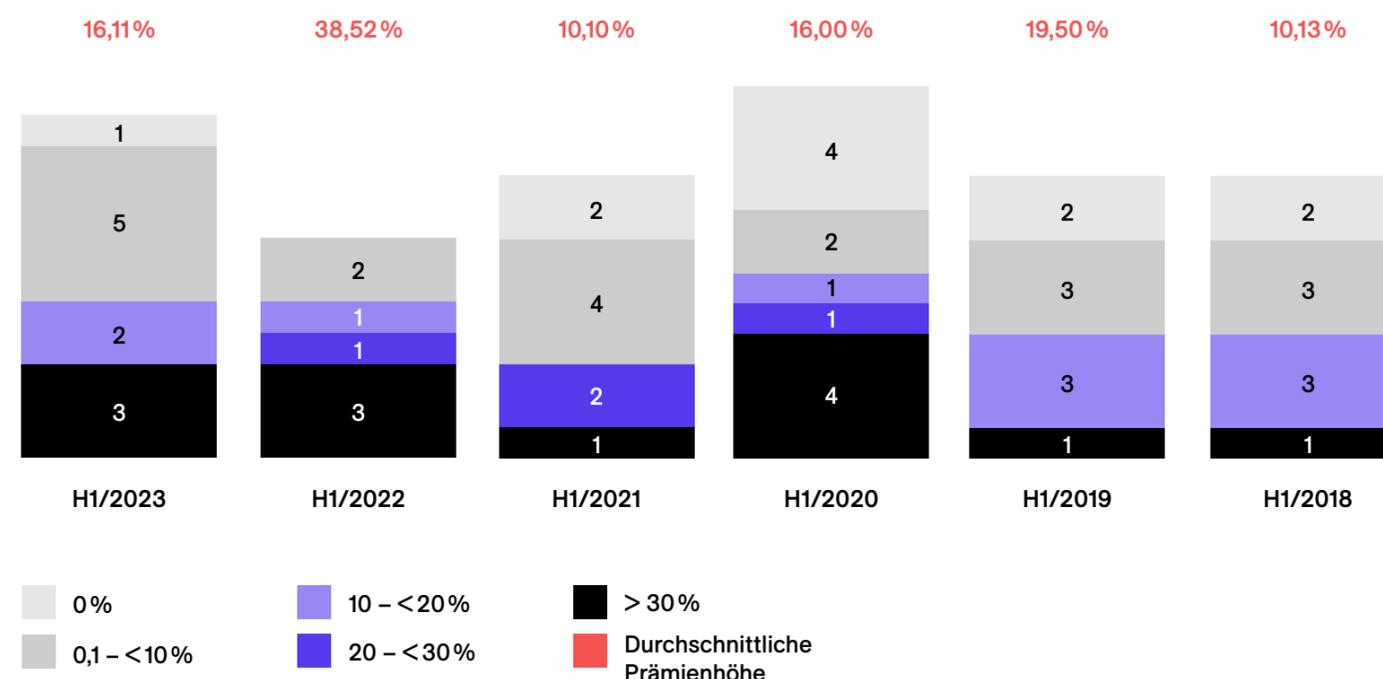


Die höchste Prämie zahlte die Silver-Lake-Gruppe an die Aktionäre der Software Aktiengesellschaft im Rahmen eines Übernahmeangebots, bei dem sie den Aktionären einen Aufschlag in Höhe von 57,48% auf den 3-Monats-VWAP gewährte.

Die folgende Grafik veranschaulicht die bei den Transaktionen im ersten Halbjahr 2023 angebotenen Prämien, aufgeteilt in

verschiedene Kategorien, sowie den dazugehörigen Prämien-durchschnitt und stellt diese den Prämien und Durchschnittswerten

der jeweils ersten Halbjahre 2018 bis 2022 gegenüber.



**Abb. 4: Prämienhöhe**

Ausschluss des Angebots an die Aktionäre der Biofrontera AG in H1/2018 wegen ungewöhnlich strukturierter Gegenleistung.

Quelle: Noerr Research.

Der Rückgang der durchschnittlichen Prämienhöhe im ersten Halbjahr 2023 gegenüber dem Vorjahreszeitraum von 38,52% auf 16,11% entspricht knapp über 58%. Damit sind die Prämien, die von Bietern in der ersten Jahreshälfte gezahlt wurden, allerdings dennoch deutlich über dem Niveau des gleichen Zeitraums im Jahr 2021 (10,10%). Der Rückgang im Vergleich zum Vorjahreszeitraum hat seinen Grund insbesondere darin, dass der Durchschnittswert im ersten Halbjahr 2022 maßgeblich auf die

hohe Prämie im Rahmen des Angebots an die Aktionäre der Wild Bunch AG (127,11%) zurückzuführen war. Nur ein prämiertes Angebot wurde in der ersten Jahreshälfte 2023 abgegeben. Sechs Angebote wiesen allerdings Prämien von weniger als 10% auf. Die Durchschnittsprämie dieser Angebote betrug 2,74%.

Die Prämie bei den fünf Übernahmeangeboten betrug in der ersten Jahreshälfte 2023 durchschnittlich 28,85% und lag damit deutlich über

dem Wert aus dem ersten Halbjahr 2022 (18,26% bei drei Übernahmeangeboten). Eine besondere Betrachtung der im Rahmen von freiwilligen Übernahmeangeboten gewährten Prämien bietet sich deswegen an, weil der Bieter im Rahmen einer solchen Transaktion die Kontrolle über die Zielgesellschaft überhaupt erst erlangen möchte und den Aktionären daher im Normalfall einen attraktiven Angebotspreis zahlen wird.

# Begründete Stellungnahmen

nach § 27 WpÜG

**Im ersten Halbjahr Jahr 2023 veröffentlichten die Organe von Zielgesellschaften zu den elf öffentlichen Angeboten insgesamt elf begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG. Hierbei handelte es sich jeweils um gemeinsame (und nicht etwa getrennte) begründete Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der jeweiligen Zielgesellschaft.**

## Gesamtbewertung des Angebots

Die abschließende Bewertung der Organe der Zielgesellschaften zu den elf Angeboten im ersten Halbjahr 2023 fiel wie in folgender Grafik dargestellt aus.

- 6 positive Stellungnahmen
- 3 negative Stellungnahmen
- 2 neutrale Stellungnahmen

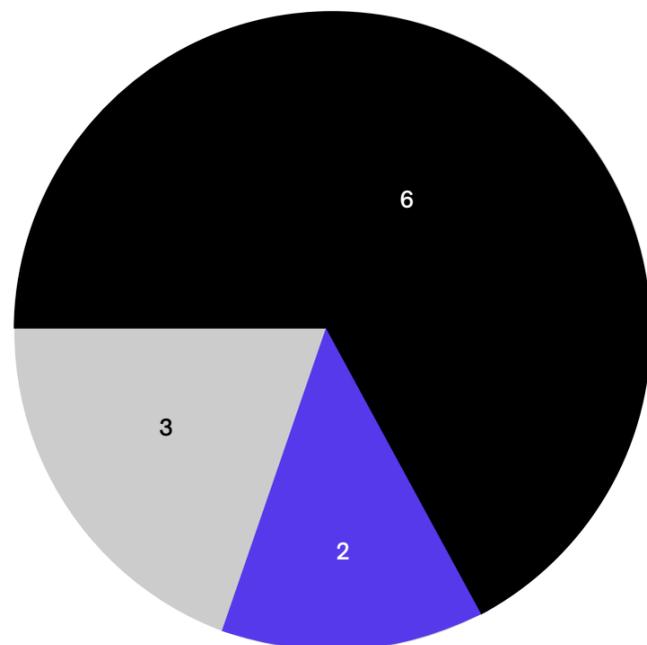


Abb. 5: Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Quelle: Noerr Research.

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.

Sämtliche negative 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.

Im Rahmen der neutralen Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der MS Industrie AG wurden zwar die Gegenleistung als angemessen und die Absichten der Bieterin als positiv bewertet. Gleichwohl sahen sich die Verwaltungsorgane aufgrund des ähnlichen Niveaus von Gegenleistung und jüngsten Börsenkursen der Aktie nicht in der Lage, eine klare Empfehlung zur Annahme des Übernahme- und Delistingangebots abzugeben. Die neutrale Stellungnahme des Verwaltungsrats und der Geschäftsführenden Direktoren der SNP Schneider-Neureither & Partner SE basierte zum einen auf einer unterschiedlichen Bewertung der Gegenleistung für kurz- bzw. langfristig orientierte Anleger. Zum anderen sahen der Verwaltungsrat und die Geschäftsführenden Direktoren weder nachhaltige Belastungen durch Eingliederungsmaßnahmen noch Synergiepotenziale zwischen Bieter und Zielgesellschaft.

## Fairness Opinions

Zur Unterlegung von sechs der elf begründeten Stellungnahmen (ca. 55%) wurden sog. Fairness Opinions von externen Beratern zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung eingeholt. Mehr als eine Fairness Opinion holten dabei Vorstand und Aufsichtsrat der Klöckner & Co. SE und der Software Aktiengesellschaft ein, wobei die Organe in beiden Fällen jeweils einen eigenen Berater beauftragten. Die zugrundeliegenden Übernahmeangebote lagen bei diesen begründeten Stellungnahmen jeweils im bzw. knapp unter dem Large-Cap-Segment. Zudem standen einzelne Organmitglieder der Zielgesellschaften in beiden Fällen im Lager des Bieters.

## Abgabezeitpunkt der begründeten Stellungnahmen

Die begründeten Stellungnahmen im ersten Halbjahr 2023 wurden im Durchschnitt 9,5 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage abgegeben (erstes Halbjahr 2022: 10,2 Tage). Bei sieben der elf begründeten Stellungnahmen (rund 73%) 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 9,8 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage veröffentlicht.

# Überblick

## Die übernahmerechtlichen Regelungen im aktuellen Regierungsentwurf für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz

Am 16. August 2023 hat das Bundeskabinett den Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) zur Stärkung des Kapitalmarktstandorts Deutschland beschlossen.

Kernanliegen des ZuFinG ist es, den Kapitalmarktstandort Deutschland im internationalen Vergleich zu stärken: Aktien sollen als Kapitalanlage sowohl durch Anreize auf Nachfrageseite als auch durch Stärkung der Angebotsseite im Wege der Erhöhung der Anzahl börsennotierter Unternehmen attraktiver werden. Insbesondere Start-ups, Wachstumsunternehmen sowie kleinen und mittleren Unternehmen („KMU“), die als Treiber von Innovationen angesehen werden, sollen der Zugang zum Kapitalmarkt und die Aufnahme von Eigenkapital erleichtert werden. Für diese Zwecke sollen elektronische Aktien durch

Änderungen im Gesetz über elektronische Wertpapiere eingeführt und wesentliche börsenrechtliche Erleichterungen für IPOs und insbesondere für SPACs umgesetzt werden.

Das ZuFinG unterbreitet allerdings auch Änderungsvorschläge, die für öffentliche Übernahmen nach dem WpÜG sowohl in formeller, prozeduraler als auch in materieller Hinsicht Auswirkungen haben. Diese Vor-

schläge des RegE, die gegenüber dem Referentenentwurf vom 12. April 2023 kaum Änderungen erfahren haben, sollen im Folgenden dargestellt und kommentiert werden.

Ein Inkrafttreten der übernahmerechtlich relevanten Änderungen wird bereits zum Jahresbeginn 2024 angestrebt. Für zu erhoffende Änderungen im weiteren parlamentarischen Verfahren bleibt also nicht viel Zeit.

### Die übernahmerechtlichen Regelungen des ZuFinG im Überblick:

- Erleichterung des Angebotsverfahrens durch Streichung der Pflicht zur Vorabmitteilung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots an die BaFin.
- Erhöhung der Transaktionssicherheit und Vermeidung faktischer Fristverkürzungen durch Umstellung des Fristenregimes auf „Arbeitstage“ (ohne Sonnabende) anstelle von „Werktagen“.
- Vermeidung von Rechtsunsicherheit über den Eintritt der Gestattungsfiktion im Falle einer angekündigten Angebotsunter-sagung der BaFin durch formale, automatische Fristverlängerung.
- Erleichterung des übernahmerechtlichen Verfahrens durch Digitalisierung: obligatorisches Melde- und Veröffentlichungs-plattform der BaFin für Anträge und Mitteilungen macht Unterschriften- und Unterlagenlogistik obsolet.
- Zahlreiche offene Fragen zur übernahmerechtlichen Behandlung der wieder zugelassenen Mehrstimmrechtsaktien.

## Keine Vorabmitteilung des Angebots mehr gegenüber der BaFin

Das Übernahmeverfahren wird gleich zu Beginn einer überflüssigen Formalie entledigt: Der Bieter muss seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots zukünftig nicht mehr der BaFin vorab mitteilen, bevor er diese veröffentlicht. § 10 Abs. 2 Nr. 3 WpÜG soll aufgehoben werden.

Obgleich der Bieter diese Mitteilung in praxi ohnehin durch Dienstleister vornehmen lässt, ist die Abschaffung uneingeschränkt zu begrüßen, da diese Mitteilung aufsichtsrechtlich für die Überwachung der Einhaltung der Vorgaben des Angebotsverfahrens keine Relevanz hat.

Unberührt bleiben jedoch die Vorabmitteilungen an die Börsen. Zudem hat der Bieter weiterhin der BaFin (und den Börsen) die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots unverzüglich nach dessen Veröffentlichung zu übermitteln.

## Umstellung der Fristenberechnung auf Arbeitstage – keine faktischen Fristverkürzungen

Eine weitere prozedurale Erleichterung sieht das ZuFinG für das Regime der Berechnung übernahmerechtlicher Fristen vor. Dieses wird fortan auf den neu eingeführten Begriff der „Arbeitstage“ umgestellt.

Aktuell werden wesentliche übernahmerechtliche Fristen bekanntlich nach Werktagen bemessen. Zu den Werktagen, deren Begriff gesetzlich im WpÜG nicht definiert ist, zählt die BaFin in ihrer Praxis – angelehnt an § 3 Abs. 2 BUrlaubsG – auch Sonnabende. Diese Handhabung führt bisher zu praktischen Problemen und faktischen Fristverkürzungen im formalisierten Übernahmeverfahren. So kann sich die grundsätzlich nach § 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG zehntägige Frist für die BaFin zur Angebotsprüfung – für den Bieter vorteilhaft, für die BaFin ggf. herausfordernd – faktisch verkürzen, weil die BaFin als Behörde an den innerhalb der Frist liegenden Sonnabenden nicht arbeitet.

In ähnlicher Weise kann sich die Frist zur Angebotsänderung für den Bieter gemäß § 21 Abs. 1 WpÜG verkürzen. Bisher ist eine Änderung bis zu einem Werktag vor Ablauf der (ursprünglichen) Annahmefrist möglich. Bisher führt dies aufseiten des Bieters

nicht selten zu Problemen, da diese einerseits in der Regel je nach Annahmequote erst kurz vor Fristablauf ihr Angebot ändern möchten (z. B. durch Erhöhung der Gegenleistung oder Herabsetzung der Mindestannahmeschwelle), andererseits aber eine rechtzeitige Veröffentlichung auch an einem Sonnabend sicherstellen müssten. Nicht selten wird die Veröffentlichung daher aus Vorsichtsgründen schon am Freitag zuvor vorgenommen. Vergleichbare Unsicherheit bestand, wenngleich in praxi weniger relevant, für den Fall, dass der Bieter das Angebot unter die Bedingung des Beschlusses seiner Gesellschafterversammlung gestellt hat, den er nach § 25 WpÜG unverzüglich, jedoch spätestens bis zum fünften Werktag vor Ablauf der Annahmefrist herbeizuführen hat. Die Zählung von Sonnabenden verlagerte den Beginn dieser rückwärts zu rechnenden Frist weiter vor.

Es ist zu begrüßen, dass das ZuFinG dieser Problematik abhelfen will: Für Fristberechnungen soll einheitlich der Terminus der „Arbeitstage“ gelten, der zukünftig den Begriff „Werktage“ ersetzen soll. Arbeitstage umfassen nach der Legaldefinition in § 2 Abs. 9 WpÜG RegE Kalendertage

mit Ausnahme von Sonnabenden, Sonntagen und gesetzlichen Feiertagen. Damit sollten skizzierte Probleme bei der Transaktionsplanung im Hinblick auf Sonnabende behoben sein. Unklar bleibt allerdings auch nach dem RegE die bereits bisher ebenso umstrittene wie praxisrelevante Frage, ob denn für Feiertage nur auf bundeseinheitliche abzustellen ist. Sachgerecht wäre eine Beschränkung auf bundeseinheitliche Feiertage.

Die Umstellung des Fristenregimes auf Arbeitstage führt auch zu einer Modifikation der Anzeigefrist für Pflichtangebote: Hiernach soll die Veröffentlichung der Kontrollerrlangung nach § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG RegE zukünftig zwar weiterhin unverzüglich, jedoch spätestens innerhalb von sieben Arbeits- und nicht mehr Kalendertagen erfolgen.

## Vermeidung der Gestattungsfiktion bei Angebotsuntersagungen

Eine Änderung bei der Fristenregelung für Angebotsuntersagungen der BaFin soll die prozedurale Rechtssicherheit erhöhen. Ein Angebot gilt als von der BaFin gestattet, sofern die Behörde während des Prüfungszeitraums von zehn Werktagen (zukünftig: Arbeitstagen) keine Untersagung ausgesprochen hat. Wenn die BaFin gegen Ende dieses Zeitraums zum Ergebnis kommt, dass das Angebot nach § 15 WpÜG zu untersagen ist, ist es möglich, dass die Untersagungsverfügung bis zum Ende des zehntägigen Prüfungszeitraums nicht wirksam wird, da sie jedenfalls noch nicht als bekannt gegeben bzw. zugestellt gilt, und das Angebot dann kraft gesetzlicher Regelung als gestattet gilt.

§ 14 Abs. 2a S. 3 WpÜG RegE sieht nunmehr eine automatische Verlängerung der zehntägigen Frist um weitere fünf Arbeitstage vor, nachdem die BaFin die Untersagung elektronisch nach § 4f oder 4g des Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetzes (FinDAG) zum Abruf über ihr Melde- und Veröffentlichungssystem bereitgestellt, öffentlich bekannt gemacht oder zur Post aufgegeben hat.

## Digitalisierung des übernahmerechtlichen Verwaltungsverfahrens

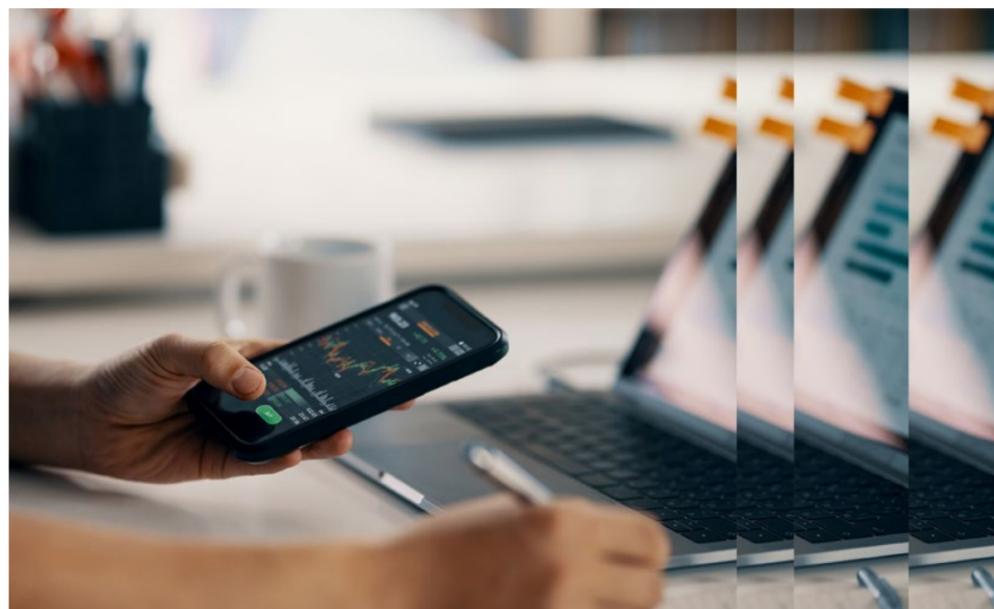
Begrüßenswertes Kernanliegen des ZuFinG ist vor allem die Digitalisierung des übernahmerechtlichen Verwaltungsverfahrens. Hierzu sieht der neu gefasste § 45 WpÜG RegE vor, dass Anträge sowie gesetzlich vorgeschriebene Mitteilungen, Erklärungen, Unterrichtungen oder Übermittlungen zukünftig ausschließlich elektronisch über die Melde- und Veröffentlichungsplattform der BaFin (MVP) an diese zu übermitteln sein sollen.

Zu betonen und zu begrüßen ist die Ausschließlichkeit dieser Regelung: Auf zusätzliche, im Original unterschriebene Unterlagen kann deshalb verzichtet werden. Damit entfällt für Bieter und Zielgesellschaft die lästige Logistik von Unterschriften und physischen Unterlagen, die zur BaFin zu verbringen sind. Nicht ohne Schmunzeln liest man in der Begründung des RegE hierzu, dass die vorherige Anmeldung auf der MVP für den Bieter, gerade im Vergleich zum postalischen

Versand oder zur Anschaffung eines Faxgeräts zu Versandzwecken, „zumutbar“ sei.

Das Digitalisierungsvorhaben durchwirkt das Übernahmeverfahren grundlegend. Insbesondere ist die Angebotsunterlage nicht mehr

schriftlich zu unterzeichnen, nach ihrer Veröffentlichung ist sie gemeinsam mit der Mitteilung hierüber der BaFin nunmehr über das MVP zu übermitteln. Gleiches gilt auch für die Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft.



In der Praxis bedeutet dies, dass Bieter und Berater sich rechtzeitig auf der MVP registrieren und sicherstellen müssen, dass die BaFin ihr MVP-Konto freischaltet, bevor ein Übernahmeverfahren offiziell beginnt. Denn bereits die sog. § 10-Mitteilung – als erste formale Transaktionsmitteilung – ist unverzüglich nach ihrer Veröffentlichung nun über das MVP der BaFin zu übersenden. Auch wenn die Freischaltung zum MVP in der Regel innerhalb eines Arbeitstages erfolgen soll, empfiehlt es sich, den Registrierungsprozess bereits einige Tage vorher zu initiieren.

Schließlich werden auch die Ermittlungsbefugnisse der BaFin an das digitale Zeitalter angepasst. Nach § 40 Abs. 1 Satz 2 WpÜG RegE soll sich die Anordnungscompetenz der BaFin bei Auskunfts- und Vorlageersuchen nicht nur auf das „ob“ und „was“, sondern auch auf das „wie“ erstrecken, d.h. eine von der BaFin zu bestimmende Form, wie etwa Auskunftsverlangen zu Wertpapiertransaktionen in einem auswertbaren elektronischen Format.

## Wiederzulassung von Mehrstimmrechtsaktien – unklare Auswirkungen bei öffentlichen Übernahmen

- Neben formalen Änderungen im Übernahmerecht schlägt das ZuFinG die Wiedereinführung von Mehrstimmrechtsaktien vor. Sie sollen vor allem den Aktionären von Start-ups und KMUs die Sorge vor dem Verlust von Einfluss und Kontrolle über die strategische Ausrichtung des Unternehmens nehmen, der mit einer Finanzierung über den Kapitalmarkt womöglich verbunden wäre.
- Die Wiederzulassung von Mehrstimmrechtsaktien stellt einen Paradigmenwechsel dar: Sie wurden im Jahr 1998 gerade auch deshalb abgeschafft und das sog. „One Share/One Vote“-Prinzip streng durchgeführt, um den Markt für Unternehmenskontrolle zu stärken. Denn Mehrstimmrechte haben aufgrund ihrer einflussichernden Funktion prohibitive Wirkung für öffentliche Übernahmen. Dieser Funktion der Einflussicherung gibt der Gesetzgeber nun den Vorzug und löst sich vom bisherigen rechtspolitischen Rational.
- Keine konsistente Regelung findet sich im RegE allerdings dazu, wie sich Mehrstimmrechte im Übernahmerecht und auf die Beteiligungspublizität auswirken – es stellen sich zentrale systemische Fragen: Wie ist die Kontrollerlangung bei Mehrstimmrechten zu bestimmen, zumal diese nach der Konzeption des RegE bei „Übertragung“ von börsennotierten oder in den Freiverkehr einbezogenen Aktien erlöschen sollen? Wie ist hier mit Zurechnungs- und Umgehungssachverhalten umzugehen? Ist es im Falle einer passiven Kontrollerlangung, die bei Erlöschen von Mehrstimmrechten eintritt, sachgerecht, die betroffenen Aktionäre auf eine ermessensabhängige Befreiung vom Pflichtangebot durch die BaFin zu verweisen? Wie können Mindestannahmeschwellen rechtssicher gehandhabt werden?

# 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.