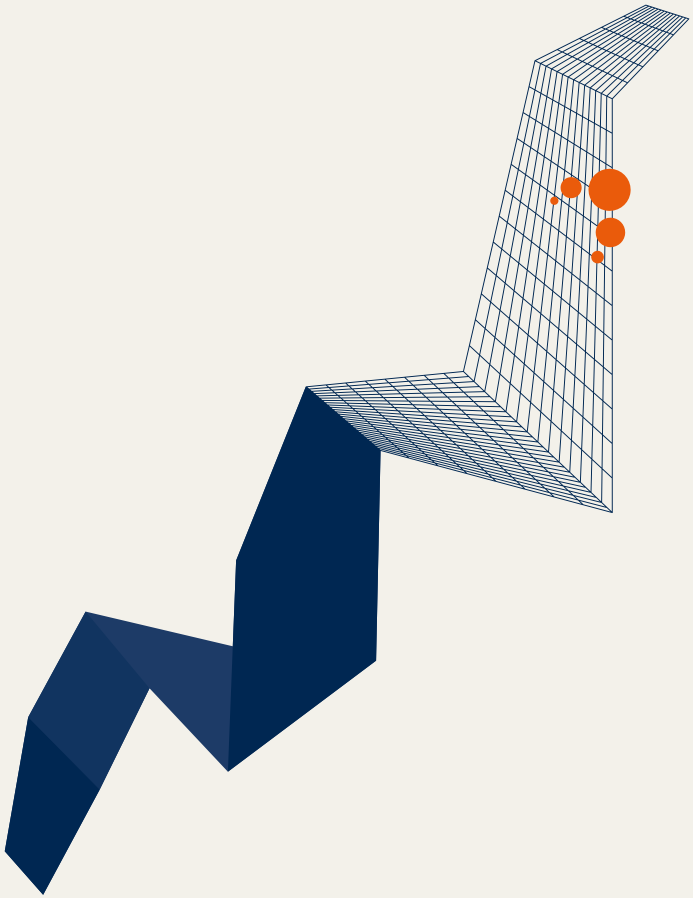
Noerr



Noerr Public M&A Report 02/2022

Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen im ersten Halbjahr 2022

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

Editorial

Auf das Rekordjahr 2021 folgt die Ernüchterung im ersten Halbjahr 2022.

So kann man den Marktverlauf für öffentliche Übernahmen in Deutschland in den ersten sechs Monaten des Jahres 2022 beschreiben. Mehrere Kennzahlen drücken aus, dass das Halbjahr schwach war: Das Gesamtangebotsvolumen des Marktes ist in H1 2022 auf den niedrigsten Stand seit H1 2015 gefallen. Transaktionen im Volumen von mehr als EUR 2 Mrd. haben nicht stattgefunden. Die Zahl der Pflichtangebote übersteigt die der Übernahmeangebote.

Wir interpretieren die Zurückhaltung auf der Bieterseite als Reaktion auf die im ersten Halbjahr deutlich verschlechterte allgemeine Wirtschaftslage (u.a. Ukraine-Konflikt, Energiekrise, Lieferkettenstörungen, Zinserhöhungen der Notenbanken, Rezessionssorgen, Unsicherheiten bezüglich des Fortgangs der Covid-19-Pandemie). **Vor diesem Hintergrund gehen wir von einem schwachen Markt für öffentliche Unternehmensübernahmen (gemessen am Transaktionsvolumen) im Gesamtjahr 2022 aus.** Für diese Einschätzung spricht auch die niedrige Zahl an Mitteilungen über die Entscheidung zur Abgabe von Übernahmeangeboten bzw. von Kontrollerwerben seit dem 31. Mai 2022 und die Marktkapitalisierung der betreffenden Zielgesellschaften. Ferner sehen wir im deutschen Markt für öffentliche Übernahmen einen geringeren Einfluss von Private Equity-Investoren als im Private M&A-Bereich, die dort von vielen Marktbeobachtern als Stützen eines stetigen Dealflows angesehen werden, was teilweise zu optimistischeren Prognosen in Bezug auf den M&A-Gesamtmarkt geführt hat.

Das Recht der öffentlichen Übernahmen ist jedoch trotz der anhaltenden Marktschwäche im ersten Halbjahr 2022 keinesfalls aus dem Fokus der Öffentlichkeit gerückt. Der Anstoß kam allerdings aus den USA, wo sich Elon Musk seit dem Frühjahr zunächst signifikant an der börsennotierten Twitter, Inc. beteiligte, später ein Merger Agreement mit der Zielgesellschaft schloss, von dem er zwischenzeitlich zurücktrat. Nach kurzer gerichtlicher Auseinandersetzung wurde der Deal dann doch noch kurz vor Ablauf einer seitens des Gerichts gesetzten Frist am 28. Oktober durchgeführt. Viele der dabei in Rede stehenden Rechtsfragen beschäftigen bereits die Gerichte in den USA. Wir haben uns die Frage gestellt, wie einige öffentlich bekannte Aspekte der **Musk-Twitter-Übernahme** nach deutschem Übernahmerecht zu beurteilen gewesen wären. Ab Seite 11 finden Sie unsere Analyse im Schwerpunktbeitrag dieser Ausgabe, den wir gemeinsam mit *Dr. Jörg-Peter Kraack* verfasst haben.

Darüber hinaus beschäftigt die Übernahmepraxis – wie der Fall Vonovia/Deutsche Wohnen zeigt – weiterhin die Frage, wie der Bieter das **Scheitern seines Angebots wegen Nichterreichens einer Mindestannahmebedingung** verhindern kann. Das Dilemma besteht darin, dass einerseits der Bieter nur bis kurz vor Ablauf der Annahmefrist auf eine solche Bedingung verzichten kann, andererseits zu diesem Zeitpunkt die Prognose einer Annahmequote aufgrund des veränderten Aktionariats börsennotierter Unternehmen (Stichwort Indexfonds) in den letzten Jahren schwieriger geworden ist. Eine Analyse hierzu unternimmt *Dr. Michael Brellochs* und unterbreitet einen Regelungsvorschlag zur Abhilfe.

Wir danken den Autoren und allen anderen Kolleginnen und Kollegen bei Noerr, die sich an der Erstellung und Gestaltung des **Noerr Public M&A Reports 02/2022** beteiligt haben. Namentlich gilt dies für *Juri Stremel*, der diese Ausgabe redaktionell vorbereitet hat, *Dr. Michael Brellochs*, der den Abschnitt zur Erweiterung der Verzichtsmöglichkeit auf die Mindestannahmebedingungen beigetragen hat, sowie *Dr. Philip M. Schmoll*, der den Abschnitt über die in der Berichtsperiode veröffentlichten begründeten Stellungnahmen gemäß § 27 WpÜG verfasst hat.

Wir wünschen Ihnen eine erkenntnisreiche Lektüre!

Dr. Volker Land
Partner, Noerr

volker.land@noerr.com
T +49 40 300397 102

Dr. Stephan Schulz
Partner, Noerr

stephan.schulz@noerr.com
T +49 40 300397 108

Highlights

> Einbruch beim Angebotsvolumen

Obwohl die Zahl der Transaktionen im Markt für öffentliche Übernahmen im ersten Halbjahr 2022 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum leicht von neun auf zehn Transaktionen gestiegen ist, betrug das Gesamtangebotsvolumen[1] in diesem Zeitraum mit EUR 5,3 Mrd. lediglich etwas mehr als ein Fünftel des entsprechenden Wertes des ersten Halbjahrs 2021. Das Angebotsvolumen befindet sich damit auf dem niedrigsten Wert seit dem ersten Halbjahr 2015.

> Wenige Übernahmeangebote

Die Zahl der Übernahmeangebote befand sich mit drei Transaktionen auf einem historischen Tief. Ungewöhnlich war zudem, dass im Betrachtungszeitraum mehr Pflicht- als Übernahmeangebote abgegeben wurden.

> Keine Mega-Deals

Das höchste Einzelvolumen einer Transaktion betrug im ersten Halbjahr 2022 EUR 1.975,29 Mio. Kein bislang von uns untersuchtes erstes Halbjahr wies einen niedrigeren Spitzenwert auf. Im ersten Halbjahr 2021 hatte allein das erste Übernahmeangebot der Vonovia SE an die Aktionäre der Deutsche Wohnen SE ein Volumen von EUR 18.714,56 Mio. Auch das durchschnittliche Angebotsvolumen im Large Cap-Segment unterbot mit EUR 1.604,82 Mio. den niedrigsten bislang von uns erhobenen Durchschnittswert aus dem ersten Halbjahr 2015 (EUR 2.407,90 Mio.).

> Prämienentwicklung

Die durchschnittliche gezahlte Prämie[2] ist deutlich von 10,10% im ersten Halbjahr 2021 auf 38,52% im ersten Halbjahr 2022 gestiegen, was jedoch vor allem auf ein einzelnes Angebot mit sehr hoher Prämie zurückzuführen ist. Die durchschnittliche Prämie der Übernahmeangebote in der ersten Jahreshälfte 2022 betrug zwar nur 18,26%, lag damit aber höher als im ersten Halbjahr 2021.

> Im Fokus

- Ein Blick auf die Übernahme der Twitter, Inc. durch Elon Musk aus der Sicht des deutschen Übernahmerechts.
- Die mögliche gesetzgeberische Erweiterung der Verzichtsmöglichkeit auf Mindestannahmebedingungen im Übernahmerecht.

---

[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 Kontrollerlangung durch den Bieter.

Marktüberblick

Anzahl und Volumen von Angeboten

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („**BaFin**") hat im ersten Halbjahr 2022 elf öffentliche Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („**WpÜG**") geprüft. Zehn Angebotsunterlagen wurden gestattet und vom Bieter veröffentlicht. Die Angebote betrafen Zielgesellschaften mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („**MKA**") von insgesamt EUR 5.316,55 Mio. Die zehn Offerten setzten sich aus drei Übernahme-, vier Pflicht- und drei Delisting-Angeboten zusammen, wobei ein Pflichtangebot mit einem freiwilligen Erwerbsangebot und ein Übernahmeangebot mit einem Delisting-Angebot kombiniert war. Ein Angebot wurde untersagt, weil der Bieter keine den Anforderungen des WpÜG entsprechende Angebotsunterlage eingereicht hatte.

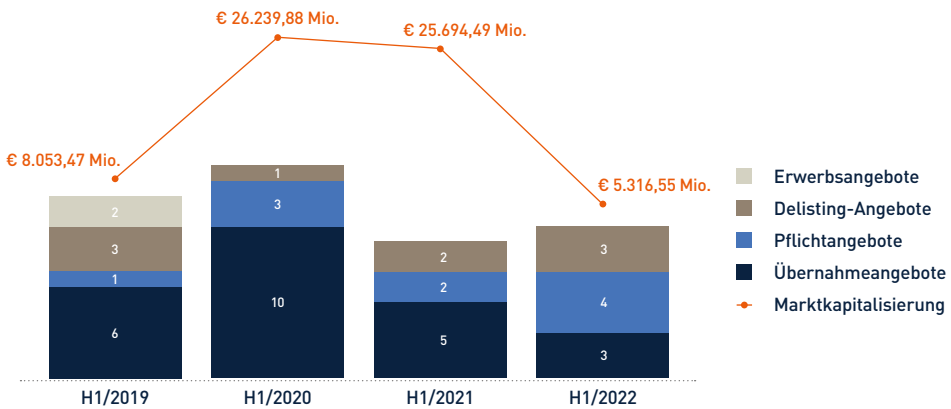


Abb. 1: Anzahl und Volumen von Angeboten
Quelle: Noerr Research

Mit zehn Angeboten ist die Zahl der Transaktionen im deutschen Markt für öffentliche Übernahmen im ersten Halbjahr 2022 im Vergleich zum ersten Halbjahr 2021 leicht gestiegen: Im Vorjahreszeitraum gestattete die BaFin nur neun Offerten. Das Angebotsvolumen (ausgedrückt in der MKA) ist von EUR 25.694,49 Mio. im ersten Halbjahr 2021 auf EUR 5.316,55 Mio. im ersten Halbjahr 2022 deutlich gesunken. Dies entspricht einer prozentualen Abnahme von rund 79,3%. Niedrigere Werte waren in jüngerer Vergangenheit lediglich in den ersten Halbjahren 2014 (EUR 5,2 Mrd.) und 2015 (EUR 3,5 Mrd.) zu verzeichnen.

Diese erhebliche Reduzierung des Gesamtangebotsvolumens ist maßgeblich darauf zurückzuführen, dass die drei Large-Cap-Transaktionen im ersten Halbjahr 2022 selbst zusammengerechnet weder das Volumen der größten (Übernahmeangebot der Vonovia SE an die Aktionäre der Deutsche Wohnen SE mit MKA von EUR 18,7 Mrd.) noch der zweitgrößten Large-Cap-Transaktion (Delisting-Angebot der ams Offer GmbH an die Aktionäre der OSRAM Licht AG mit MKA von EUR 5,1 Mrd.) im ersten Halbjahr 2021 erreichten. Zudem konnte im ersten Halbjahr 2022 auch die hohe Gesamtzahl von sieben Transaktionen im Large-Cap-Segment aus dem Jahr 2020, trotz einer leichten Zunahme der Gesamtzahl der Transaktionen im Vergleich zum ersten Halbjahr 2021, nicht erreicht werden.

Bei Betrachtung der Art der Angebote in den ersten sechs Monaten des Jahres 2022 fällt insbesondere die geringe Anzahl von Übernahmeangeboten auf. Diese Angebotsart stand in dem insgesamt seit 2014 beobachtetem Zeitraum bezogen auf die Angebotsanzahl bislang stets (mit) an erster Stelle. Außerdem ist weiterhin ein hoher Anteil von Angeboten zu beobachten, die ausschließlich oder zumindest auch auf ein Delisting der Zielgesellschaft gerichtet sind (siehe dazu Noerr Public M&A Report 01/2022).

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:

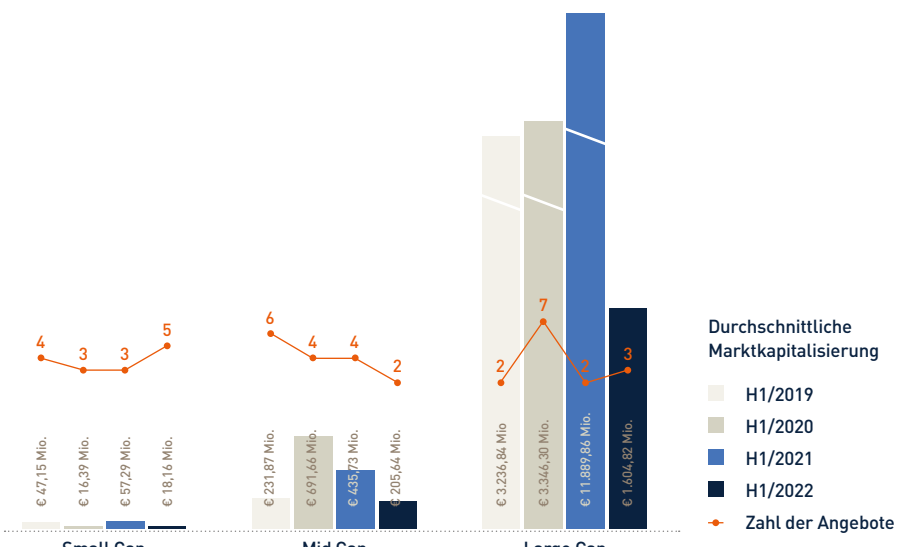


Abb. 2: Entwicklung in den Segmenten
Quelle: Noerr Research

Das durchschnittliche Angebotsvolumen im Large-Cap-Segment war mit EUR 1.604,82 Mio. – trotz Erhöhung der Angebotszahl von zwei auf drei – erheblich geringer als das des ersten Halbjahres 2021, welches EUR 11.889,86 Mio. betragen hatte. Es lag auch deutlich unter dem durchschnittlichen Angebotsvolumen im Large-Cap-Segment im ersten Halbjahr 2020 von EUR 3.346,30 Mio. Diese erhebliche Reduzierung im Vergleich zu den ersten Jahreshälften von 2021 und 2020 ist darauf zurückzuführen, dass in 2022 kein einziges Large-Cap-Angebot eine MKA von mehr als EUR 2 Mrd. aufwies, während in 2021 bei beiden und in 2020 bei zwei der sieben Large-Cap-Angebote sogar eine MKA von über EUR 5 Mrd. zu beobachten war. Bei dem durchschnittlichen Angebotsvolumen des Large-Cap-Segments in der ersten Jahreshälfte 2022 handelte es sich um die bislang niedrigste von uns für dieses Segment erhobene Durchschnitts-MKA in der ersten Jahreshälfte, die auch deutlich unter dem bislang niedrigsten Wert aus dem ersten Halbjahr 2015 (EUR 2.407,90 Mio.) lag.

Im Mid-Cap-Segment gab es zwei Transaktionen mit einem durchschnittlichen Angebotsvolumen von EUR 205,64 Mio. Die Transaktionszahl hat sich gegenüber dem bereits niedrigen Vergleichswert des ersten Halbjahres 2021 halbiert und lag auch im Vergleich zu den entsprechenden seit 2014 erhobenen Werten deutlich im unteren Bereich. Eine niedrigere oder zumindest gleich niedrige Anzahl von Mid-Cap-Transaktionen konnte in dem genannten Zeitraum lediglich noch in den ersten Hälften der Jahre 2016 (ein Mid-Cap-Angebot) und 2014 (zwei Mid-Cap-Angebote) beobachtet werden. Zudem ist das durchschnittliche Angebotsvolumen im Mid-Cap-Segment nicht nur unter die relativ hohen Vergleichswerte der ersten Halbjahre 2021 (EUR 435,73 Mio.) und 2020 (EUR 691,66 Mio.), sondern auch unter den bereits niedrigen Vergleichswert des ersten Halbjahres 2019 (EUR 231,87 Mio.) gesunken.

Im Small-Cap-Segment ist die Transaktionszahl im ersten Halbjahr 2022 hingegen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum von drei auf fünf Transaktionen gestiegen. Die in den vergangenen Jahren beobachteten großen Schwankungen hinsichtlich des durchschnittlichen Angebotsvolumens setzen sich fort. Das durchschnittliche Angebotsvolumen dieses Segments lag im ersten Halbjahr 2022 mit EUR 18,16 Mio. deutlich unter dem Wert des Vorjahreszeitraums in Höhe von EUR 57,29 Mio., jedoch noch leicht über dem Wert für das erste Halbjahr 2020 in Höhe von EUR 16,39 Mio.

Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Drei der zehn Angebote in den ersten sechs Monaten des Jahres 2022 erfolgten im Large-Cap-Segment und hatten einen gemeinsamen Anteil von 90,56% am Gesamtangebotsvolumen von EUR 5.316,55 Mio. Damit blieb dieser Anteil auf einem ähnlich hohen Niveau wie in den ersten Halbjahren 2021 und 2020, wo die entsprechenden Werte bei 92,55% bzw. 89,27% gelegen hatten.

Die Offerte mit der höchsten MKA war das Übernahmeangebot der Atlantic BidCo GmbH, hinter der die Finanzinvestoren Advent International und Centerbridge sowie der staatliche kanadische Pensionsfonds CPPIB stehen, an die Aktionäre der Aareal Bank AG, welches 37,15% des Gesamtangebotsvolumens ausmachte. Diese Offerte stellte bereits den zweiten Versuch der Atlantic BidCo GmbH zur Übernahme der Aareal Bank AG dar. Im zweiten Halbjahr 2021 scheiterte das erste Übernahmeangebot mit einer Annahmequote von 41,55% am Nichterreichen der bei ursprünglich 70% festgelegten und später auf 60% gesenkten Mindestannahmeschwelle. Der zweite Übernahmeversuch im ersten Halbjahr 2022 war trotz gleich hoher Mindestannahmeschwelle von 60% erfolgreich, woran der gleichzeitig von EUR 29,00 auf EUR 33,00 erhöhte Angebotspreis einen nicht unwesentlichen Anteil gehabt haben dürfte.

Die übrigen Angebote im Large-Cap-Segment, das Delisting-Erwerbsangebot der Hornbach Holding AG & Co KG an die Aktionäre der Hornbach Baumarkt AG und das Übernahmeangebot der Hercules BidCo GmbH an die Aktionäre der Deutsche EuroShop AG, machten 28,42% bzw. 24,99% des Gesamtangebotsvolumens aus. Im Vergleich zu den entsprechenden Vorjahreszeiträumen verteilte sich damit das kumulierte Angebotsvolumen im Large-Cap-Segment deutlich gleichmäßiger auf die zugehörigen Transaktionen.

Die folgende Grafik zeigt die Anteile der Large-Cap-Transaktionen der ersten Halbjahre 2021 und 2022 am jeweiligen Gesamtangebotsvolumen des Halbjahres (ausgedrückt in der MKA):

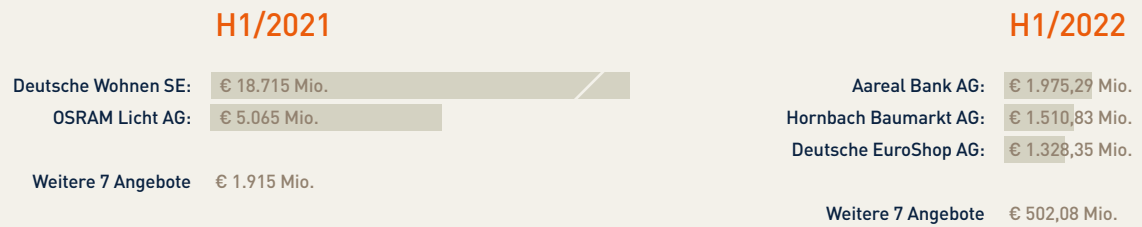


Abb. 3: Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen
Quelle: Noerr Research

Prämienhöhe

Im ersten Halbjahr 2022 betrug 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**") 38,52%, wobei drei Angebote unberücksichtigt geblieben sind, weil die BaFin dafür den 3-Monats-VWAP bzw. 6-Monats-VWAP nicht ermitteln konnte.

Mit 127,11% wurde dabei die höchste Prämie den Aktionären der Wild Bunch AG im Rahmen des kombinierten Angebots von Herrn Ingmarus Johannes Maria Snijders (Pflichtangebot) und der Voltaire Finance B.V. (freiwilliges Erwerbsangebot) gewährt.

Die folgende Grafik veranschaulicht die bei den Transaktionen im ersten Halbjahr 2022 angebotenen Prämien, aufgeteilt in verschiedene Kategorien, sowie den dazugehörigen Prämiendurchschnitt und stellt diese den Prämien und Durchschnittswerten der jeweiligen ersten Halbjahre 2018 bis 2021 gegenüber.

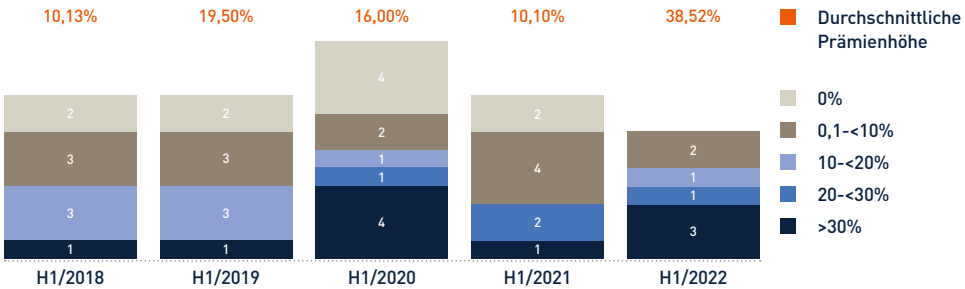


Abb. 4: Prämienhöhe
Ausschluss des Angebots an die Aktionäre der Biofrontera AG in H1/2018 wegen ungewöhnlich strukturierter Gegenleistung.
Quelle: Noerr Research

Die durchschnittliche Prämienhöhe im ersten Halbjahr 2022 ist deutlich von 10,10% im ersten Halbjahr 2021 auf 38,52% im ersten Halbjahr 2022 gestiegen. Diese Steigerung ist vor allem auf die hohe Prämie im Rahmen des Angebots an die Aktionäre der Wild Bunch AG (127,11%) zurückzuführen; eine ähnlich hohe Prämie in Höhe von 158,33% wurde zuletzt nur im ersten Halbjahr 2019 den Aktionären der Fyber N.V. im Rahmen des Pflichtangebots der Advert Finance B.V. angeboten. Zudem resultiert die hohe durchschnittliche Prämie im ersten Halbjahr 2022 aus dem Umstand, dass in diesem Zeitraum im Gegensatz zu den entsprechenden Vorjahreszeiträumen keine prämienlosen Angebote zu beobachten waren.

Die durchschnittliche Prämie der drei Übernahmeangebote in der ersten Jahreshälfte 2022 betrug 18,26% und lag damit höher als im ersten Halbjahr 2021 (16,45% bei fünf Übernahmeangeboten). Eine besondere Betrachtung der im Rahmen von Übernahmeangeboten gewährten Prämien bietet sich dabei deswegen an, weil der Bieter im Rahmen einer solchen Transaktion die Kontrolle über die Zielgesellschaft überhaupt erst erwerben möchte und im Normalfall auf einen attraktiven Angebotspreis Wert legen wird.

Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Von Rechtsanwalt Dr. Philip M. Schmoll, Noerr Partnerschaftsgesellschaft mbB, Frankfurt am Main

Im ersten Halbjahr 2022 veröffentlichten die Organe von Zielgesellschaften zu den zehn öffentlichen Angeboten insgesamt zehn begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG. Hierbei handelte es sich jeweils um gemeinsame begründete Stellungnahmen.

Gesamtbewertung des Angebots

Die abschließende Bewertung der Organe der Zielgesellschaften zu den zehn Angeboten fiel wie in folgender Grafik dargestellt aus.

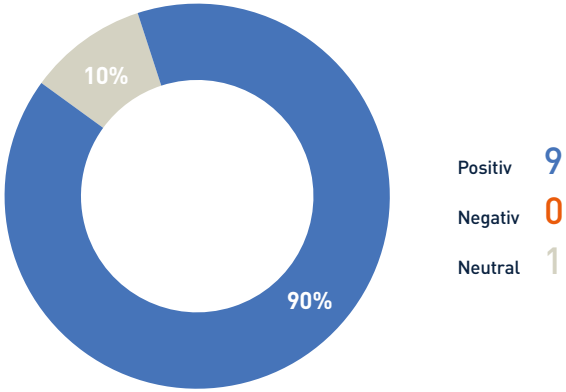


Abb. 5: Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG
Quelle: Noerr Research

Fairness Opinions

Zur Unterlegung von vier der zehn begründeten Stellungnahmen (40 %) wurden sog. Fairness Opinions von externen Beratern zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung eingeholt. Mehr als eine Fairness Opinion holten dabei Vorstand und Aufsichtsrat der Aareal Bank AG und der Deutsche EuroShop AG ein. Die zugrundeliegenden Übernahmeangebote lagen bei diesen begründeten Stellungnahmen jeweils im Large-Cap-Segment.

Abgabezeitpunkt der begründeten Stellungnahmen

Die begründeten Stellungnahmen im ersten Halbjahr 2022 wurden im Durchschnitt 10,2 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage abgegeben. Bei sechs der zehn begründeten Stellungnahmen (60 %) 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.

Im Fokus: Musk vs. Twitter

Von den Rechtsanwälten Dr. Volker Land, Dr. Stephan Schulz und Dr. Jörg-Peter Kraack, Noerr Partnerschaftsgesellschaft mbB, Hamburg

Seit April dieses Jahres tobte eine Übernahmeschlacht zwischen Elon Musk und Twitter um die Akquisition des Social Media-Unternehmens. Diese zeichnete sich vor allem durch zwei Facetten aus: Erstens haben sich die Frontlinien über die Zeit verschoben, denn während zunächst die Frage dominierte, ob und wie Musk Twitter übernehmen kann, hat sich das Blatt später gewendet und es ging zuletzt darum, ob der Investor Twitter weiterhin übernehmen muss. Zweitens wurde dieser Kampf durch intensive Social Media-Kommunikation begleitet. Diese Besonderheiten geben Anlass, die Transaktion unter drei zentralen Aspekten einer rechtlichen Betrachtung aus dem Blickwinkel des deutschen Rechts zu unterziehen, nämlich hinsichtlich der Transaktionsstruktur, der Beendigungsmöglichkeit von Übernahmen auf Grundlage eines sog. Target MAC und der kapitalmarkrechtlichen Aspekte des „Media Battles".

Einleitung

Nachdem Elon Musk anfänglich heimlich eine Beteiligung von ca. 9 % der Twitter-Aktien aufbaute und eine nach der Veröffentlichung der Beteiligung vereinbarte Berufung als Director in das Twitter-Board kurzfristig wieder absagte, verkündete er am 13. April 2022 ein non-binding offer an die Twitter-Aktionäre, wonach er 100 % der Twitter-Aktien zu einem Preis von USD 54,20 und damit mit einer Prämie von 38 % auf den Kurs vor Bekanntwerden seiner Sockelbeteiligung übernehmen wolle. Musk hatte sich dabei gerade auch den Kampf gegen Spam/Fake-Accounts auf die Fahnen geschrieben (Originalwortlaut seines Tweets vom 21. April 2022: „If our twitter bid succeeds, we will defeat the spam bots or die trying!"). Offenbar um Druck auf Twitter zum Abschluss eines Merger Agreements zu erhöhen, kokettierte Musk öffentlich via Twitter-Plattform damit, andernfalls ein – dann feindliches – Übernahmeangebot (Tender Offer) abzugeben. Am 25. April 2022 wurde dann ein Merger Agreement zwischen Musk und Twitter geschlossen.

Twitter, Inc. – NYSE-Schlusskurse

Wie der Kursverlauf zeigt, war und ist die angebotene Merger Consideration für Twitter-Aktionäre weiterhin durchaus attraktiv:

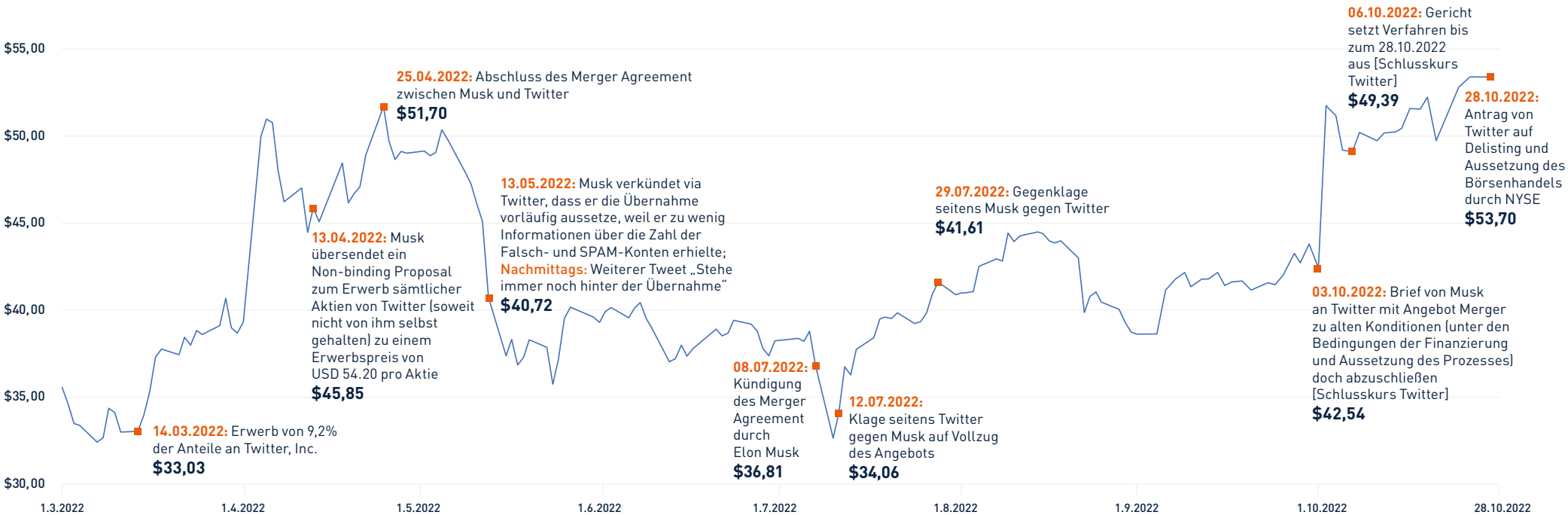


Abb. 6: Twitter, Inc. – NYSE-Schlusskurse vom 1. März 2022 bis zum 28. Oktober 2022
Quelle: The Wall Street Journal Online.

Während der US-Kapitalmarkt im Zeitraum nach Abschluss des Merger Agreement einen deutlichen Abschwung erfuhr, arbeitete Musk weiter an der Finanzierung der Transaktion, zu der er auch vom Abschwung betroffene Tesla-Aktien einsetzte. Zeitgleich begann Musk, die Richtigkeit der von Twitter offiziell verlautbarten Quoten von Spam/Fake-Accounts (weniger als 5 %) öffentlich via Twitter-Plattform als viel zu niedrig anzuzweifeln. Parallel versuchte er, durch Nutzung der ihm nach dem Merger Agreement zustehenden Informationsrechte, die Methoden zur Ermittlung der Spam/Fake-Accounts zu überprüfen. Schon am 13. Mai 2022 twitterte er, der Deal sei wegen angeblicher Unklarheiten hierüber „temporarily on hold". Am 8. Juli 2022 kündigte er dann das Merger Agreement unter anderem aufgrund angeblicher Garantieverletzungen betreffend die Quote von Spam/Fake-Accounts und eines daraus resultierenden Material Adverse Effects.

Im Anschluss verlegte sich die Auseinandersetzung von der Twitter-Plattform in den Gerichtssaal. Twitter verklagte Musk am 12. Juli 2022 auf Durchführung der Transaktion, Musk antwortete mit Gegenklage am 29. Juli 2022. Am 3. Oktober 2022 folgte eine überraschende Wende: Musk teilte Twitter mit, dass seine Seite bereit sei, den Merger zu den ursprünglich vereinbarten Konditionen und unter dem Vorbehalt des Gelingens der vorgesehenen Fremdfinanzierung abzuschließen, wenn das Gericht die Klage seitens Twitter aussetzt und den Prozess vertagt. Twitter lehnt dies ab und wirft Musk weiterhin vor, sich einen nicht vereinbarten Ausweg aus der Transaktion vorzubehalten. Das Gericht vertagte den Prozessbeginn auf Antrag Musks und gab den Parteien bis zum 28. Oktober 2022 Zeit für eine Einigung und Durchführung der Transaktion – andernfalls wäre es zur Gerichtsverhandlung gekommen, in deren Zuge Twitter-Anwälte Musk dann auch wie ursprünglich schon für Anfang Oktober vorgesehen unter Eid zum Sachverhalt hätten befragen dürften. Es kam jedoch nicht dazu: Am 27. Oktober 2022, rechtzeitig vor Ablauf dieser Frist, vollzogen die Parteien die Akquisition nach dem Merger Agreement – dies natürlich unter medialer Begleitung durch Musk, der in Anspielung auf das Logo des Netzwerks twitterte „the bird is freed".

Transaktionsstruktur – US „one step merger" vs. deutscher „multiple steps approach"

Die Akquisition ist nach US-Recht nicht als Tender Offer bzw. Übernahmeangebot, sondern als Verschmelzung strukturiert, und zwar als sog. „one step merger" in der Form eines Reverse Triangular Mergers. Diese Transaktionsstruktur wird für die Akquisition von gelisteten Publikumsgesellschaften aufgrund vielfältiger Vorzüge häufig gewählt. In Deutschland ist sie aus großen grenzüberschreitenden „Mergers of Equals", wie etwa den Zusammenschlüssen von Daimler Benz und Chrysler sowie von Linde und Praxair, bekannt. Sie läuft im Fall von Twitter wie folgt ab:

Musk als Erwerber, sein Akquisitionsvehikel (Akquisition Sub) und Twitter als Zielgesellschaft haben einen Verschmelzungsvertrag (Merger Agreement) geschlossen, welchem die Twitter-Aktionäre mit gesetzlich geforderter einfacher Mehrheit – ein erster Vorzug dieser Struktur – zugestimmt haben. Bei Vollzug wird die Akquisition Sub auf Twitter verschmolzen. Hierbei werden zum einen alle Anteile an der Acquisition Sub in Twitter-Aktien getauscht und alle bereits von Musk (mittelbar) gehaltenen Twitter-Aktien erlöschen. Zum anderen werden alle übrigen Twitter-Aktien in ein Recht auf Zahlung der Merger Consideration in Höhe von $ 54,20 umgewandelt (und nicht etwa in Aktien der Akquisition Sub getauscht) – diese Verschmelzung im Dreiecksverhältnis

ist ein zweiter Vorzug der Struktur. Nicht zustimmende Twitter-Aktionäre scheiden – ein dritter Vorzug dieser Struktur – gleichwohl aus, sie erhalten zwar nicht die Merger Consideration, jedoch eine Abfindung nach gesetzlichen Vorschriften. Durch die Verschmelzung der Akquisition Sub auf Twitter erlischt erstere, während letztere als dann 100 %ige (mittelbare) Tochtergesellschaft von Musk fortbesteht. Danach erfolgt das Delisting der Twitter-Aktien von der New York Stock Exchange (NYSE). Die Verschmelzung erfolgte vorliegend am 27. Oktober 2022 und tags darauf stellte Twitter den Antrag auf Delisting bei der NYSE, die daraufhin den Handel in Twitter-Aktien aussetzte.

Im Vergleich mit dieser Struktur stellt sich der Weg zum Erwerb von 100 % der Aktien einer börsennotierten Publikumsgesellschaft in Deutschland als „multiple steps approach" bekanntermaßen deutlich schwerfälliger, risikobehafteter und teurer dar: Dem Übernahmeangebot mit Mindestangebotsschwelle bzw. Delisting-Erwerbsangebot hätten mit Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag sowie Squeeze-Out weitere konzernintegrative Maßnahmen zu folgen. Diese Schritte sind verbunden mit tatsächlichen Unsicherheiten (z.B. annahmeschwellenrelevantes Verhalten von ETFs, back-end speculation von Hedge-Fonds) sowie rechtlichen und finanziellen Risiken (Anfechtungsrisiken, top-up payments nach Spruchverfahren).

Kündigung des Merger Agreement durch Berufung auf Target MAC

Musk beruft sich zur Begründung seiner Kündigung des Merger Agreements auf Garantieverletzungen hinsichtlich der Angaben zu Spam/Fake-Accounts, die angeblich zu einem zur Kündigung berechtigenden Material Adverse Effect, d.h. einer wesentlichen Verschlechterung der Geschäfts-, Finanz oder Ertragslage, bei Twitter führten.

Derartige sog. Target MAC-Klauseln sieht man in aktuellen Krisenzeiten aufgrund ihrer unvorhersehbaren Auswirkungen auf Zielgesellschaften zwar auch häufiger bei öffentlichen Übernahmen in Deutschland. Sie unterliegen jedoch deutlich strengeren rechtlichen Vorgaben: Ein Kündigungsrecht des Bieters wäre aufgrund des diskretionären Elements bei der Feststellung des Target MAC unzulässig (vgl. § 18 WpÜG). Zulässig sind nur objektive Bedingungen, bei denen die Umstände, die für die Feststellung der Verschlechterung der Verhältnisse der Zielgesellschaft maßgeblich sein sollen, eindeutig feststellbar sind. Nach BaFin-Praxis muss es sich zudem um solche wesentlichen Veränderungen handeln, die von der Zielgesellschaft nach Art. 17 MAR ad hoc gemeldet werden müssten. Wegen dieser strengen Anforderungen wäre das an einen Target MAC knüpfende Kündigungsrecht in dem zwischen Musk und Twitter geschlossenen Merger Agreement in einem Übernahmeangebot nach dem WpÜG unzulässig und würde daher auch nicht in einem begleitenden Business Combination Agreement vereinbart werden. Diese Strenge des deutschen Übernahmerechts beim ersten Schritt des „multiple steps approach" macht es einem Bieter sehr schwer, durch Berufung auf Erkenntnisse aus einer nachlaufenden Due Diligence bei der Zielgesellschaft von einer Transaktion Abstand zu nehmen. Ein Vorgehen ähnlich wie Musk in puncto Spam/Fake-Accounts hätte nach deutschem Recht kaum Erfolgsaussichten und ist in praxi auch nicht üblich. Anders wäre die Rechtslage nur, wenn die Parteien von vornherein vereinbart hätten, dass der Bieter bei einem Abweichen der festgestellten Quote der Spam/Fake-Accounts von der bislang kommunizierten Quote in einem Maße, dass dies erhebliche Auswirkungen auf den Kurs der Aktien der Zielgesellschaft hätte, ein Kündigungsrecht hat. Eine solche ausdrückliche Regelung wäre aber sehr ungewöhnlich.

Musks „Media Battle“ aus Sicht des europäischen Marktmissbrauchsrechts

In jeder Phase des Übernahmekampfes und bis zuletzt flankiert Musk seine Stellung durch intensive Social Media-Kommunikation. Einer solchen Strategie wären hierzulande enge Grenzen gesetzt.

Erste Phase

Betrachtet man die erste Phase der Schlacht, drängt sich der Eindruck auf, Musk versuche Twitter durch öffentliche Andeutungen – bezeichnenderweise über die Twitter-Plattform – eines möglichen unabgestimmten Tender Offers zum zeitnahen Abschluss eines Merger Agreements zu bewegen.

Nach deutschem Übernahmerecht ist ein Bieter zur Veröffentlichung einer Absicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots nach § 10 WpÜG erst dann verpflichtet, wenn für ihn jedenfalls das Ob einer Übernahme vorbehaltlos feststeht. Ein Akteur, der wie Musk eine Übernahme nur öffentlich erwägt, um Druck auszuüben, wäre mithin nicht zur Veröffentlichung einer solchen Meldung verpflichtet gewesen. Eine rechtliche Handhabe gegen einen Bieter, der eine eventuelle Absicht zur Abgabe eines Angebots nur öffentlich erwägt, sieht das WpÜG für die BaFin – anders als z.B. das britische Recht – nicht vor.

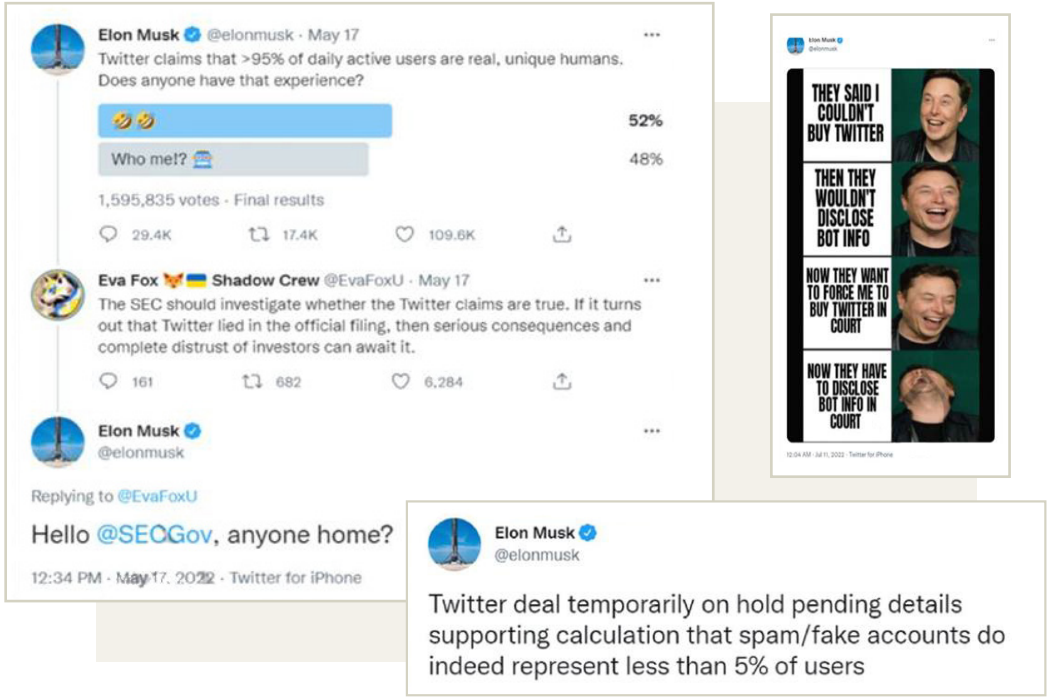
Strengere Grenzen setzt einer solchen Strategie jedoch die Marktmissbrauchsverordnung (MAR): Sollten die selbst veranlassten oder befeuerten Gerüchte über eine mögliche Übernahmeabsicht zutreffen, dürften diese in einem solchen gestreckten Sachverhalt typischerweise schon zu einem frühen Zeitpunkt als Insiderinformation zu qualifizieren sein. Entweder wäre die Abgabe eines Übernahmeangebots überwiegend wahrscheinlich oder es würde nach der sog. Probability/Magnitude-Betrachtung aufgrund der Folgen für die Zielgesellschaft auch ein niedrigerer Wahrscheinlichkeitsgrad ausreichen. In diesem Falle verstieße eine Kommunikation über soziale Medien à la Musk gegen das Verbot unberechtigter Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 10 Abs. 1, 14 lit. c) MAR, denn – anders als in den USA – stellen Veröffentlichungen über soziale Medien nicht die Öffentlichkeit her, aufgrund derer eine Information ihre Qualität als Insiderinformation verlöre.

Sollten diese Gerüchte hingegen nicht zutreffen, kann es wiederum marktmanipulativ sein, wenn der Bieter diese Informationen aus strategischen Zwecken zur Ausübung von Druck über Social-Media Kanäle veröffentlicht. Denn die informationsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR erstreckt sich auch auf die Verbreitung über Medien einschließlich des Internets und umfasst explizit auch Gerüchte, wenn die agierende Person wusste oder hätte wissen müssen, dass diese falsch oder irreführend waren, sodass diese wahrscheinlich falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots bzw. der Nachfrage oder des Kurses der Aktien des Zielunternehmens oder wahrscheinlich ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführen. Darüber hinaus kann es auch eine Marktmanipulation darstellen, wenn der Interessent es sodann unterlässt, diese Gerüchte richtig zu stellen. Denn nach – nicht unbestrittener – Auffassung auch der BaFin kann informationsbasierte Marktmanipulation bei pflichtwidrigem Vorverhalten auch durch Unterlassen begangen werden.

Unabhängig von alledem wäre ein Bieter, der selbst Emittent ist und dessen Übernahmepläne zwar noch nicht das Stadium einer Absicht nach § 10 WpÜG, durchaus aber das Stadium der Insiderrelevanz erreicht haben, im Falle hinreichend präziser Gerüchte zur Beendigung eines etwaigen Aufschubs der Veröffentlichung durch sog. „Leak"-Ad hoc-Meldung verpflichtet, und zwar unabhängig davon, ob er selbst diese Gerüchte veranlasst bzw. für sie ursächlich war (vgl. Art. 17 Abs. 7 MAR).

Zweite Phase

Auch in der zweiten Phase der Übernahmeschlacht werden einer Kommunikationsstrategie durch das Verbot der Marktmanipulation enge Grenzen gesetzt. Nachdem sich das Blatt für ihn gewendet hat, scheint Musk öffentlich Stimmung gegen Twitter schüren zu wollen, um seine Behauptung hinsichtlich der unrichtigen Darstellung der Spam/Fake-Accounts Nachdruck zu verleihen und ggf. jedenfalls aufgrund der öffentlichen bzw. Kapitalmarktreaktion zum Eintritt eines Target MAC-Events beizutragen.



Auch hier gilt: Sollte diese Strategie mit bewussten Übertreibungen oder Falschinformationen hinsichtlich der Spam/Fake-Accounts arbeiten, so dürfte dies wahrscheinlich falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots bzw. der Nachfrage oder des Kurses der Aktien des Zielunternehmens senden oder wahrscheinlich ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführen. Denn immerhin betrifft diese Information eine für Twitter als Social Media-Plattform besonders relevante Thematik und darüber hinaus scheint sie entscheidend für die jedenfalls kursrelevante Frage, ob die Transaktion kraft Eingreifens des Target MACs beendet werden kann.

Fazit

Die Betrachtung des Musk/Twitter-Falls aus der Brille des deutschen Übernahme- und Kapitalmarktrechts macht die strukturellen Unterscheide zum amerikanischen Recht deutlich. Das zeigt sich vor allem daran, dass das deutsche Recht keine mit dem „one step merger" vergleichbare Transaktionsstruktur kennt. Auch ein Abstandnehmen von einer Transaktion unter Berufung auf eine allgemein formulierte Target MAC-Klausel wäre nach deutschem Recht nicht möglich. Ein offenherziges Kommunikationsverhalten des Bieters in Bezug auf ein anstehendes oder laufendes Übernahmeverfahren außerhalb der offiziellen Verlautbarungen und Dokumente ist dem Risiko von Verstößen gegen die Marktmissbrauchsverordnung ausgesetzt.

Erweiterung der Verzichtsmöglichkeit auf die Mindestannahmebedingung im Übernahmerecht

Von Rechtsanwalt Dr. Michael Brellochs, LL.M., Noerr Partnerschaftsgesellschaft mbB, München

Steht ein Übernahmeangebot unter einer Mindestannahmebedingung, kann der Bieter auf diese Bedingung nur bis zu einem Werktag vor Ablauf der Annahmefrist verzichten (§ 21 Abs. 1 WpÜG). Zu diesem Zeitpunkt kennt der Bieter die Annahmequote aber häufig noch nicht, da professionelle Investoren oft erst am letzten Tag der Annahmefrist über die Andienung ihrer Aktien entscheiden und das Annahmeverhalten von Hedgefonds schwer zu antizipieren ist. Wird die Mindestannahmeschwelle (auch nur knapp) verfehlt, bleibt dem weiterhin interessierten Bieter nichts anderes übrig, als ein neuerliches Übernahmeangebot abzugeben. Dies war zuletzt im Fall Vonovia/Deutsche Wohnen zu beobachten. Dieser Regelungsrahmen steht zunehmend in der Kritik. Es wäre wünschenswert, wenn der Gesetzgeber die Verzichtsmöglichkeit auf die Mindestannahmebedingung erweitern würde. Ein Regelungsvorschlag, der auf rechtsvergleichenden Überlegungen beruht, liegt auf dem Tisch.

1. Zunehmende Unwägbarkeiten bei der Annahmequote

Die Prognose der Annahmequote bei einem Übernahmeangebot ist in den letzten Jahren schwieriger geworden. Dies liegt an den Veränderungen im Aktionariat börsennotierter Unternehmen, insbesondere wenn es zu einer Übernahmesituation kommt. Indexfonds halten immer größere Teile der Aktien.[3] Aufgrund ihrer Ausrichtung, einen bestimmten Index möglichst exakt nachzubilden, liefern sie die Aktien der Zielgesellschaft in der Regel erst dann in ein Übernahmeangebot ein, wenn der Erfolg des Angebots sicher ist, d.h. wenn der Bieter die Mindestannahmeschwelle erreicht hat (Einzelheiten hängen von den Bedingungen des jeweiligen Indexanbieters ab). Gleichzeitig kaufen sich spezialisierte Hedgefonds in die Zielgesellschaft ein, nachdem ein Bieter seine Übernahmeabsicht nach § 10 Abs. 1 WpÜG veröffentlicht hat. Sie liefern diese Aktien aber nicht in das Angebot ein, sondern spekulieren auf eine höhere Abfindung bei den gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen, die im Anschluss an eine Übernahme folgen. Die Abfindungsregeln bei Strukturmaßnahmen richten sich im Grundsatz nach dem inneren Wert der Zielgesellschaft. Dies gilt selbst dann, wenn ein vorhergehendes Übernahmeangebot erfolgreich war, die Aktionäre der Zielgesellschaft die Bewertung und den angebotenen Preis also für attraktiv hielten. Aufgrund dieser Anreizstruktur liefern Hedgefonds in Deutschland teilweise nur so viele Aktien in ein Übernahmeangebot ein, wie es notwendig ist, um dem Angebot zum Erfolg zu verhelfen, halten den Rest aber für die anschließende Strukturmaßnahme zurück. Wenn sich die Hedgefonds dabei verschätzen, weil sie davon ausgehen, dass das Angebot auch ohne ihre Mitwirkung erfolgreich ist, kann es scheitern.

Nimmt man Index- und Hedgefonds zusammen, ist der Kreis der Aktionäre, der für einen Bieter bei einem Übernahmeangebot erreichbar ist, inzwischen erheblich kleiner geworden. Das führt dazu, dass selbst Angebote mit einer signifikanten Prämie auf den Börsenkurs, die von der Zielgesellschaft und anderen Aktionären unterstützt werden, scheitern können.

[3] Zu den Anteilen im DAX etwa *Brellochs*, ZHR 185 (2021) 319, 327 m.w.N.; vgl. auch *Klöhn*, ZHR 185 (2021) 182, 221ff.

2. Antworten der Praxis

Die Praxis hat unterschiedliche Antworten auf diese Herausforderung entwickelt: Zum einen wird in der Angebotsunterlage teilweise ausdrücklich darauf hingewiesen, dass innerhalb eines bestimmten Zeitraums nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot kein Beherrschungsvertrag abgeschlossen wird. Damit soll signalisiert werden, dass sich eine Spekulation auf den Beherrschungsvertrag nicht lohnt. Zum anderen sind die Mindestannahmeschwellen inzwischen niedriger geworden. Während bis vor einigen Jahren Mindestannahmeschwellen von 75% (vereinzelt auch mehr) verbreitet waren, damit der Bieter im Anschluss an die Übernahme direkt die Möglichkeit hat, in der Zielgesellschaft eine Strukturmaßnahme umzusetzen, liegen die Mindestannahmeschwellen inzwischen eher bei 50%.[4] Unabhängig davon wird die Analyse des Aktionariats der Zielgesellschaft und die gezielte Kommunikation mit den Paketaktionären (einschließlich der Hedgefonds) immer wichtiger.

Gleichwohl scheitern Übernahmeangebote teilweise an der Mindestannahmeschwelle, wenn es dem Bieter, wie im Fall Vonovia/Deutsche Wohnen, nicht gelingt, die Annahmequote zu antizipieren und deshalb – wenn es knapp werden sollte – rechtzeitig auf die Mindestannahmeschwelle zu verzichten. Das geltende Recht erlaubt es dem Bieter, bis zu einem Tag vor Ablauf der Annahmefrist auf eine Angebotsbedingung (z.B. eine Mindestannahmeschwelle) zu verzichten (§ 21 Abs. 1 S. 1 Nr. 4 WpÜG). In diesem Zeitpunkt kennt der Bieter die Annahmequote häufig aber noch nicht, weil viele Investoren ihre Aktien erst in letzter Minute einliefern. Der Bieter muss bei seiner Entscheidung über den Verzicht also eine Prognose abgeben, wie die Annahmequote sein wird und dabei insbesondere das Annahmeverhalten der Hedgefonds antizipieren, was aus den dargestellten Gründen schwierig sein kann, Scheitert das Angebot auch nur knapp, ist ein zweites Angebot erst nach Ablauf eines Jahres zulässig, sofern nicht die BaFin und die Zielgesellschaft zustimmen (§ 26 Abs. 5 WpÜG).

3. Reformvorschläge

Dieser Regelungsrahmen ist immer wieder kritisiert worden, zuletzt im Nachgang zur Übernahme Vonovia/Deutsche Wohnen. Aus rechtsvergleichender Sicht naheliegend wäre es, die im Gesetz angelegte Möglichkeit des Bieters, auf die Mindestannahmeschwelle zu verzichten, so auszugestalten, dass der Bieter im Zeitpunkt seiner Entscheidung über einen Verzicht die Annahmequote kennt. Dazu müsste der Gesetzgeber dem Bieter die Möglichkeit einräumen, innerhalb eines kurzen Zeitraums nach Ablauf der Annahmefrist, wenn die endgültige Annahmequote bekannt ist, über den Verzicht zu entscheiden.[5] Auch andere Rechtsordnungen sehen diese Möglichkeit – mit Unterschieden im Einzelnen – vor.[6]

---

[4] Im Jahr 2021 wurde z.B. nur in drei von zehn Übernahmeangeboten, die unter einer Mindestannahmebedingung standen, eine höhere Schwelle als 50% plus eine Aktie angesetzt, wobei in einem dieser drei Fälle das Erreichen der höheren Schwelle bereits durch unwiderrufliche Annahmeverpflichten abgesichert war; Nachweise bei *Verse/Brellochs*, ZHR 186 (2022), 339, 342.

[5] Regelungsvorschlag bei *Verse/Brellochs*, ZHR 186 (2022), 339, 370; zur Diskussion vgl. auch *Hasselbach/Pirnay*, NZG 2021, 1636; *Döding*, ZGR 2021, 956; *Schiessl*, FS Seibert, 2019, S. 733; *Cascante/Tyrolt*, AG 2012, 97; *Klemm/Reinhardt*, NZG 2007, 281.

[6] Zu den ausländischen Rechtsordnungen *Verse/Brellochs*, ZHR 186 (2022), 339, 349 ff.

Bei einer sachgerechten Ausgestaltung der Neuregelung bliebe der Aktionärsschutz gewahrt. So könnte die Neuregelung vorsehen, dass sich der Bieter die nachträgliche Verzichtsmöglichkeit in der Angebotsunterlage vorbehalten muss. Ferner ist zu erwägen, dem Bieter den nachträglichen Verzicht auf die Mindestannahmeschwelle nur dann zu gestatten, wenn er wenigstens einen Großteil (z.B. zwei Drittel) der Schwelle erreicht hat. Damit ließe sich vermeiden, dass der Bieter allein aus taktischen Gründen eine hohe Schwelle angibt, obwohl er von vornherein bereit ist, das Angebot schon mit einer viel niedrigeren Annahmequote durchzuführen. Im Übrigen blieben die übernahmerechtlichen Schutzbestimmungen zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft (Transparenz in der Angebotsunterlage, Gleichbehandlungsgebot und zwingende Mindestpreisregeln) unberührt. Sollte ein Aktionär seine Entscheidung über die Annahme des Angebots davon abhängig machen, ob der Bieter auf die Mindestannahmeschwelle verzichtet, kann er den Ablauf der Annahmefrist abwarten. Da der Bieter seine Entscheidung über den nachträglichen Verzicht innerhalb weniger Tage nach Ablauf der Annahmefrist erklären müsste, könnten Aktionäre ihre Aktien auch noch in der zweiwöchigen weiteren Annahmefrist andienen (§ 16 Abs. 2 WpÜG).

Ob der Gesetzgeber die neuerdings geäußerten Reformvorschläge zum Anlass nimmt, die Verzichtsmöglichkeit auf die Mindestannahmebedingung zu erweitern, bleibt abzuwarten. Wünschenswert wäre es aus Sicht der Praxis allemal. Unabhängig davon bleibt die schon länger bekannte Grundsatzfrage, wie man durch eine bessere Abstimmung von Übernahme- und Konzernrecht die Anreize im deutschen Recht für Spekulationen auf eine höhere Abfindung im Rahmen eines Beherrschungsvertrags oder Squeeze-out nach einer Übernahme verringert.

Im Vergleich zu dieser Grundsatzfrage ist die Erweiterung der Verzichtsmöglichkeit auf die Mindestannahmebedingung ein einfach umsetzbarer und vermutlich auch weniger kontroverser erster Schritt, der das deutsche Übernahmerecht insoweit an internationale Standards heranführen könnte. Die Reduzierung der Anreize für die Abfindungsarbitrage wäre dann im zweiten Schritt anzugehen.

Ihre Ansprechpartner

Hamburg

Dr. Volker Land
Partner, Noerr

volker.land@noerr.com
T +49 40 300397 102

Dr. Stephan Schulz
Partner, Noerr

stephan.schulz@noerr.com
T +49 40 300397 108

Düsseldorf

Dr. Natalie K. Daghles
Partner, Noerr

natalie.daghles@noerr.com
T +49 211 49986157

Frankfurt am Main

Dr. Holger Alfes, LL.M.
Partner, Noerr

holger.alfes@noerr.com
T +49 69 971477 231

Dr. Julian Schulze De la Cruz
Partner, Noerr

julian.schulzedelacruz@noerr.com
T +49 69 971477 231

Dr. Laurenz Wieneke, LL.M.
Partner, Noerr

laurenz.wieneke@noerr.com
T +49 69 971477 231

München

Dr. Michael Brellochs, LL.M.
Partner, Noerr

michael.brellochs@noerr.com
T +49 89 28628 468

Dr. Gerald Reger
Partner, Noerr

gerald.reger@noerr.com
T +49 89 28628 155

Dr. Ralph Schilha
Partner, Noerr

ralph.schilha@noerr.com
T +49 89 28628 167

Alicante

Berlin

Bratislava

Brüssel

Budapest

Bukarest

Dresden

Düsseldorf

Frankfurt/M.

Hamburg

London

München

New York

Prag

Warschau

noerr.com

Über Noerr

Noerr ist Exzellenz und unternehmerisches Denken. Mit Teams aus starken Persönlichkeiten findet Noerr Lösungen für komplexe und anspruchsvolle Fragestellungen. Vereint durch gemeinsame Werte, haben die über 500 Berater immer das gemeinsame Ziel vor Augen: den Erfolg der Mandanten.

Auf den Rat der Kanzlei vertrauen börsennotierte Konzerne und mittelständische Unternehmen ebenso wie Finanzinstitute und -investoren.

Auch international ist Noerr als eine führende europäische Kanzlei bestens aufgestellt: mit Büros in elf Ländern und einem weltweiten Netzwerk an befreundeten Top-Kanzleien. Zudem ist Noerr exklusives deutsches Mitglied von Lex Mundi, dem global führenden Netzwerk unabhängiger Kanzleien mit umfangreicher Erfahrung in mehr als 100 Ländern.

11/2022 © Noerr