

Private Equity

Eilers / Koffka / Mackensen / Paul / Josenhans

4. Auflage 2022

ISBN 978-3-406-78306-7

C.H.BECK

II. Der Unternehmenskauf börsennotierter Unternehmen (Public to Private)

Schrifttum:

Angerer, Lutz/Geibel, Stephan/Sißmann, Rainer (Hrsg.), WpÜG, 3. Auflage 2017; Assmann, Heinz-Dieter/Pötzsch, Thorsten/Schneider, Uwe (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 3. Auflage 2020; Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe/Mülbelt, Peter (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 7. Auflage 2019; Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 6. Auflage 2012; Bank, Stephan, Das Insiderhandelsverbot in M&A-Transaktionen, NZG 2012, 1337; Bauer, Jobst-Hubertus/Arnold, Christian, Vorstandsverträge im Kreuzfeuer der Kritik, DB 2006, 260; Baums, Theodor/Thoma, Georg/Verse, Dirk (Hrsg.), WpÜG, Stand: 13. EL, Dezember 2020; Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Knauer, Thorsten/Strauch, Joachim, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 8. Auflage 2019; Bihl, Dietrich, Due Diligence: Geschäftsführungorgane im Spannungsfeld zwischen Gesellschafts- und Gesellschafterinteressen, BB 1998, 1198; Cahn, Das neue Insiderrecht, Der Konzern 2005, 5; Dimke, Andreas W/Heiser, Kristian J, Neutralitätspflicht, Übernahmegesetz und Richtlinienvorschlag 2000, NZG 2001, 241; Dittmar, Falko, Weitergabe von Informationen im faktischen Aktienkonzern, AG 2013, 498; Drinkuth, Henrik, Gegen den Gleichlauf des Acting-in-Concert nach § 22 WpHG und § 30 WpÜG, ZIP 2008, 676; Ehrcke, Ulrich/Ekkenga, Jens/Oechsler, Jürgen, WpÜG, 2003; Engert, Andreas, Hedgefonds als aktivistische Aktionäre, ZIP 2006, 2110; Erbs, Georg/Kohlhaas, Max (Hrsg.), Strafrechtliche Nebengesetze, Stand: 234. EL., Januar 2021; Fest, Timo, Bedingungen in Pflichtangeboten, ZBB 2017, 178; Fleischer, Holger, Konkurrenzangebot und Due Diligence, ZIP 2002, 651; Fleischer, Holger (Hrsg.), Handbuch des Vorstandsrechts, 2006; Fleischer, Holger, Zulässigkeit und Grenzen von Break-Fee-Vereinbarungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht, AG 2009, 345; Fleischer, Holger, Zur rechtlichen Bedeutung der Fairness Opinion im deutschen Aktien- und Übernahmerecht, ZIP 2011, 201; Fleischer, Holger, Zur rechtlichen Bedeutung der Fairness Opinion im deutschen Aktien- und Übernahmerecht, ZIP 2011, 201; Fleischer, Holger/Schmolke, Klaus Ulrich, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz nach §§ 21 ff. WpHG und „Hidden-Ownership“, ZIP 2008, 1501; Friedl, Markus, Die Haftung des Vorstands und Aufsichtsrats für eine fehlerhafte Stellungnahme gemäß § 27 I WpÜG, NZG 2004, 448; Fuchs, Andreas (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 2. Auflage 2016; Giering, Thomas, Das neue Kapitalmissbrauchsrecht für Emittenten, CCZ 2016, 214; Grigoleit, Hans Christoph (Hrsg.), Aktiengesetz Kommentar, 2. Auflage 2020; Gump, Tobias, Beteiligungstransparenz und Informationspflichten – regulierungstheoretische und rechtsökonomische Reformvorschläge, ZBB 2020, 103; Haarmann, Wilhelm/Schuppen, Matthias (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Auflage 2008; Habersack/Mülbelt/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformati-on, 3. Aufl. 2020; Habersack, Mathias/Wicke, Hartmut (Hrsg.), BeckOGK Umwandlungsgesetz, Stand 1.4.2021; Hasselbach, Kai, Die Weitergabe von Insiderinformationen bei M&A-Transaktionen mit börsennotierten Aktiengesellschaften, NZG 2004, 1087; Hasselbach, Kai/Navroth, Christoph/Rödding, Adalbert, Beck'sches Holding Handbuch, 3. Auflage 2020; Hasselbach, Kai/Peters, Karoline, Entwicklung des Übernahmerechts 2016/2017, BB 2017, 1347; ders./Pröhl, Maike, Entwicklung des Übernahmerechts 2015/2016, BB 2016, 1091; ders./Rauch, David, Entwicklung des Übernahmerechts 2017/2018, BB 2018, 194; ders./Stepper, Simon, Entwicklung des Übernahmerechts 2020, BB 2021, 771; ders./Stepper, Simon, Entwicklung des Übernahmerechts 2019/2020, BB 2020, 1538; ders. Taking Private – aktuelle Themen bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen, BB 2015, 1033; Heidel, Thomas (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage 2019; Hemeling, Peter, Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence beim Unternehmenskauf, ZHR 169 (2005), 274; Hilgard, Marc, Break-up Fees beim Unternehmenskauf, BB 2008, 286; Hippeli, Michael/Hofmann, Stefan, Die Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats der Zielgesellschaft nach § 27 WpÜG in der Anwendungspraxis der BaFin, NZG 2014, 850; Hirte, Heribert/Mülbelt, Peter O./Roth, Markus (Hrsg.), Aktiengesetz Großkommentar – Band 7/2, §§ 131–146, 5. Auflage 2020; Hölter, Wolfgang (Hrsg.), Aktiengesetz Kommentar, 3. Auflage 2017; Hoffmann-Becking, Michael (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4: Aktiengesellschaft, 5. Auflage, 2020; Hohaus, Benedikt/Inhester, Michael, Rahmenbedingungen von Management-Beteiligungen, DStR 2003, 1765; Hohaus, Benedikt/Weber, Christoph, Aktuelles zu Managementbeteiligungen in Private-Equity-Transaktionen 2005/2006, BB 2006, 2089; Hohaus, Benedikt/Weber, Christoph, Gesellschaftsrechtliche Probleme bei der Gewährung von Transaktionsboni durch einen Aktionär, DStR 2008, 104; Hopt, Klaus/Wiedemann, Herbert, Aktiengesetz Großkommentar – Band 8, §§ 278–310, 4. Auflage 2013; Hopt, Klaus, Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, 333; Just, Clemens/Voß, Thorsten/Ritz, Corinna/Becker, Ralf, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, 2015; Kirchner, Jörg/Iversen, Malte, Rechtliche Hürden beim außerbörslichen Verkauf eines Aktienpakets, NZG 2008, 921; Körber, Thorsten, Geschäftsleitung der Zielgesellschaft und due diligence bei Paketerwerb und Unternehmenskauf, NZG 2002, 263; Krause, Hartmut, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, CCZ 2014, 248; Kümpel, Siegfried/Veil, Rüdiger (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage 2006; Linker, Anja Celina/Zinger, Georg, Rechte und Pflichten der Organe einer Aktiengesellschaft bei der Weitergabe vertraulicher Unternehmensinformationen, NZG 2002, 497; Loewenheim, Ulrich/Meessen, Karl/Riesenkampff, Alexander/Kersting, Christian/Meyer-Lindemann, Hans Jürgen, Kartellrecht, 4. Auflage 2020;

Mayer-Uellner, Richard, Zur Zulässigkeit finanzieller Leistungen Dritter an die Mitglieder des Vorstands, AG 2011, 193; ders., From Public to Private: Öffentliche Übernahmen durch Private Equity-Investoren, AG 2013, 828; Menke, Thomas, Befugnis des Vorstands einer börsennotierten Aktiengesellschaft zur bevorzugten Information eines Aktionärspools, NZG 2004, 697; Müller, Klaus, Gestattung der Due Diligence durch den Vorstand der Aktiengesellschaft, NJW 2000, 3452; Nießen/Stöwe, Die Vergütung des Vorstands beim öffentlichen Übernahmeangebot, DB 2010, 885; Park, Tido (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, 5. Auflage 2019; Poelzig, Dörte, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG 2016, 528; Rothenfuß, Christoph/Friese-Dormann, Ulrike/Rieger, Norbert, Rechtsprobleme konkurrierender Übernahmeangebote nach dem WpÜG, AG 2007, 137; Rümker, Dietrich, Übernahmeangebote – Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft und Abwehrmöglichkeiten, in: Kübler, Friedrich et al. (Hrsg.), Festschrift für Theodor Heinsius, 1991, S. 683; Schäfer, Frank/Hamann, Uwe (Hrsg.), Kapitalmarktgesetz, 2. Auflage 2013; Schiessl, Maximilian, Auf der Suche nach dem „Ankeraktionär“ – „PIPE“-Transaktionsmodelle und Organpflichten, AG 2009, 385; Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus, Aktiengesetz, 4. Auflage 2020; Schmitz, Winfried/Slopek, David, PIPE Transaktionen aus rechtlicher Sicht – Aktien- und Wertpapierrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten von Private Investments in Public Entities, NJOZ 2009, 1264; Schroeder, Ullrich, Darf der Vorstand der Aktiengesellschaft dem Aktienkäufer eine Due Diligence gestatten?, DB 1997, 2161; Schulz, Stephan, Bafin zieht die Bußgeldschraube an, VW 2020, 86; Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar, 5. Auflage 2020; Seibt, Christoph H., Investoren- und Zusammenschlussvereinbarungen im Zusammenhang mit öffentlichen Kaufangeboten, in: Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion (2013), 105; Seibt, Christoph H./Kulenkamp, Sabrina, CFIUS-Verfahren und Folgen für M&A-Transaktionen mit Beteiligung deutscher Unternehmen – und als Modell für die Weiterentwicklung des deutschen Außenwirtschaftsrechts?, ZIP 2017, 1345; Seibt, Christoph H./Wöllenschläger, Bernward, Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, AG 2014, 593; Sieger, Jürgen/Hasselbach, Kai, Break Fee-Vereinbarung bei Unternehmenskäufen, BB 2000, 625; Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard (Hrsg.), BeckOGK, Kommentar zum Aktiengesetz, Stand: 1.8.2021; Steinmeyer, Roland (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Kommentar, 4. Auflage 2019; Thum, Oliver/Timmreck, Christian/Keul, Thomas, Private Equity, 2008; Tominski, Georg/Kuthe, Thorsten, Ermittlung der Mindesthöhe der Gegenleistung bei Übernahmeangeboten im Zusammenhang mit Vorerwerben, BKR 2004, 10; Traugott, Rainer/Grün, Regina, Finanzielle Anreize für Vorstände börsennotierter Aktiengesellschaften bei Private-Equity-Transaktionen, AG 2007, 761; Tröger, Tobias, Anreizorientierte Vorstandsvergütung im faktischen Konzern, ZGR 2009, 447; Veil, Rüdiger, Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD, ZBB 2014, 85; Veil, Rüdiger (Hrsg.), European Capital Markets Law, 2. Auflage 2017; Viciano-Gofferje, Martin/Cascante, Christian, Neues aus Brüssel zum Insiderrecht – die Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2012, 968; von Bülow, Christoph/Stephanblome, Markus, Acting in Concert und neue Offenlegungspflichten nach dem Risikobegrenzungsrecht, ZIP 2008, 1797; von der Groeben, Hans/Schwarze, Jürgen/Hatje, Armin (Hrsg.) Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, 7. Auflage 2015; von Riegen, Arend, Rechtsverbindliche Zusagen zur Annahme von Übernahmeangeboten (sog. „irrevocable undertakings“), ZHR 167 (2003), 702; Wasse, Norman, Die Angemessenheit des Angebotspreises bei aufeinanderfolgenden Übernahmeangeboten, AG 2012, 784; Weber, Christoph/Meckbach, Anne, Finanzielle Differenzgeschäfte – Ein legaler Weg zum „Anschleichen“ an die Zielgesellschaft bei Übernahmen?, BB 2008, 2022; Weber, Christoph, Transaktionsboni für Vorstandsmitglieder: Zwischen Gewinnchance und Interessenkonflikt, 2006; Weber-Rey, Daniela/Reps, Markus, Ankerbeteiligungen: Chancen für die Corporate Governance, Rechtsrahmen und Investorenvereinbarungen, ZGR 2013, 597; Werner, Rüdiger, Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisitionen – die Pflicht des Vorstands zur Due Diligence, ZIP 2000, 989; Wiedemann, Gerhard (Hrsg.), Handbuch des Kartellrechts, 4. Auflage 2020; Wilsing Hans-Ulrich/Paul, Carsten A., Reaktionen der Praxis auf das Nachhaltigkeitsgebot des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG – Eine erste Zwischenbilanz, GWR 2010, 363; dies. Share Ownership Guidelines, AR 2011, 25; Zetzsche, Dirk, Die Marktsondierung nach Art. 11 MAR, AG 2016, 610; Ziemons, Hildegard, Die Weitergabe von Unternehmensinterna an Dritte durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft, AG 1999, 492.

1. Einführung und Überblick

a) Investitionen durch Private-Equity-Investoren in börsennotierte Unternehmen

- 1 Übernahmen börsennotierter Unternehmen durch Private-Equity-Investoren („Public to Private“-Transaktionen bzw. „P2P“) stellen mittlerweile eine feste Größe im deutschen M&A-Markt dar.¹ Das gilt insbes. für die Bedeutung der getätigten Transaktionen. Hier

¹ Hasselbach/Stepper BB 2021, 771 ff. (zu übernahmerechtlichen Trends); Hasselbach/Stepper BB 2020, 1538, 1541 (zur Entwicklung gesetzlicher Rahmenbedingungen); Hasselbach/Rauch BB 2019, 194 ff., Hassel-

stellen die im Jahr 2017 erfolgte Übernahme der *STADA Arzneimittel AG* durch die Private-Equity-Fonds *Bain Capital* und *Cinven* mit einem Transaktionsvolumen iHv mehr als € 5,3 Mrd., die im Jahr 2019 erfolgte Übernahme der *OSRAM Licht AG* durch *ams* in Höhe von € 4,6 Mrd. (an der im Rahmen eines Bieterwettstreits auch PE-Investoren beteiligt waren) und die im Jahr 2020 erfolgte Übernahme der *Axel Springer SE* durch *KKR* iHv. € 6,8 Mrd. die bisher wichtigsten Meilensteine dar.²

Die Gründe für die gestiegene Bedeutung von Private Equity bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen sind vielschichtig. Deutsche börsennotierte Unternehmen gelten an der Börse zwar derzeit nicht mehr als unterbewertet. Die sehr eingeschränkte Verfügbarkeit anderer Akquisitionsobjekte („*scarcity of assets*“) führt aber bei gleichzeitig sehr hoch bleibendem Anlagedruck infolge der sich stetig weiter verbessernden Verfügbarkeit sowohl von Eigenkapital als auch von Kreditfinanzierungen für die meisten Private-Equity-Fonds dazu, dass komplexere Transaktionen in regulierten Bereichen – und damit eben auch die Übernahme börsennotierter Unternehmen – mehr und mehr in den Fokus sowohl der größeren als auch der jdfs. mittelgroßen Fonds rücken. Dies hat, ähnlich wie bereits in der Zeit vor der Finanzkrise der Jahre ab 2008, eine Reihe von durchaus substanziellen Transaktionen ermöglicht und eine nicht geringe Zahl kleinerer Transaktionen durch verschiedene rein finanziell (dh nicht strategisch) orientierte Investoren. Zu den der Öffentlichkeit bekannt gewordenen und tatsächlich durchgeführten Übernahmen tritt dabei eine noch deutlich größere Zahl von durch Private-Equity-Fonds geprüften, strukturierten und zu einem erheblichen Teil auch mit dem Management der Zielgesellschaft oder mit einzelnen (Groß-) Aktionären verhandelten Übernahmeprojekten, die aus den verschiedensten Gründen letztlich nicht zur Durchführung kamen. Insbesondere die Volatilität der Kursentwicklung börsennotierter Aktien ist dabei für Private-Equity-Fonds immer eine erhebliche Herausforderung, da sich jdfs. größere Kurssteigerungen, vor allem wenn sie mehr von allgemeinen Marktbewegungen getrieben als durch unternehmensindividuelle Faktoren beeinflusst sind, nur schwer in die üblichen, auf der Geschäftsplanung der Zielgesellschaft bzw. dem Business Plan des Investors aufbauenden und damit verhältnismäßig statischen Bewertungsmodelle einpassen lassen.

Des weiteren gehören Übernahmen börsennotierter Unternehmen in den USA und 2 Großbritannien sowie an den stärker westlich geprägten asiatischen Kapitalmärkten, wie zB Hong Kong oder Singapur, die am globalen Markt für Investivkapital immer noch eine führende Rolle einnehmen, seit längerem zum Kernbereich der Aktivitäten von Finanzinvestoren, und zwar zum einen, weil in diesen Märkten der Anteil börsennotierter Unternehmen an der Gesamtwirtschaft insgesamt (deutlich) höher ist als in Deutschland, zum anderen aber auch, weil es dort wegen eines transaktionsfreundlicheren regulatorischen Umfelds weniger schwierig ist, börsennotierte Unternehmen zu 100 %, dh unter vollständiger Ausschließung der Minderheitsaktionäre, zu erwerben. Die sich in diesen Ländern entwickelnden Trends wirken sich auch auf den deutschen Übernahmemarkt aus, zumal Deal Teams und Berater (insbes. Investmentbanken) der in Deutschland tätigen Private-Equity-Fonds diese in die deutsche Transaktionspraxis hineintragen. Die rechtlichen Rahmenbedingungen für Übernahmetransaktionen, vor allem die Regelungen des WpÜG und des WpHG (und mit Einschränkungen auch schon der MAR) sowie die relevanten Vorschriften des Konzernrechts, nicht zuletzt aber auch die Marktpraxis des Übernahmeverfahrens der BaFin, sind zudem mittlerweile gut erprobt sowie auch für ausländische Investoren nachvollziehbar und ermöglichen damit auch Private-Equity-Fonds die Umsetzung immer komplexerer Transaktionsmodelle.

bach/Peters BB 2017, 1347, 1350 (zu Activist Shareholders); Hasselbach/Pröhl BB 2016, 1091, 1097 (zu Übernahmen durch Finanzinvestoren).

² Hasselbach/Peters BB 2017, 1347, 1351 (zu STADA); Hasselbach/Stepper BB 2020, 1538 (zu OSRAM) und 1540 (zu Axel Springer).

b) Strategische Ausgangslage des Private-Equity-Investors bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen

- 3 Es gehört – von den nachfolgend in Abschnitt 7 (→ Rn. 177 ff.) behandelten PIPE-Transaktionen, bei denen ein Private-Equity-Investor eine Minderheitsbeteiligung an einem börsennotierten Unternehmen erwirbt, abgesehen – zur grundsätzlichen Strategie der allermeisten Fonds, ein **Zielunternehmen vollständig zu übernehmen** oder jedenfalls eine die **Kontrolle** vermittelnde Mehrheit zu erwerben, um so in der Lage zu sein, durch Einflussnahme auf die Zusammensetzung und strategische Ausrichtung der Unternehmensführung den Wert der Zielgesellschaft im Hinblick auf den angestrebten Exit zu steigern. Zudem ist es letztlich nur bei einem vollständigen Erwerb der Zielgesellschaft oder nach Abschluss eines **Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags** rechtlich möglich, zur Bedienung der von dem Fonds aufgenommenen Akquisitionsfinanzierung Zugriff auf den operativen Cash Flow und vorhandene Barmittel der Zielgesellschaft zu nehmen, Sicherheiten an Vermögenswerten der Zielgesellschaft zu bestellen und eine steuerliche Verrechenbarkeit von Gewinnen des Zielunternehmens mit Verlusten der Erwerbsgesellschaft sicherzustellen. Vor diesem Hintergrund strebt ein Private-Equity-Investor typischerweise im ersten Schritt den Erwerb (zumindest) einer Mehrheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft an, um sodann die vorgenannten, weiter gehenden Integrationsmaßnahmen umsetzen zu können und letztendlich im Rahmen eines aktien- oder umwandlungsrechtlichen **Ausschlussverfahrens (Squeeze-out)** die nach der Übernahme in der Zielgesellschaft verbliebenen Aktionäre gegen Zahlung einer Abfindung aus dieser auszuschließen. Am einfachsten lässt sich dieses Ziel erreichen, wenn ein die qualifizierende Stimmenmehrheit vermittelndes Aktienpaket zum Verkauf steht und im Zusammenhang mit dessen Erwerb im Rahmen eines Übernahmeangebots weitere Aktien hinzuerworben werden können. Insoweit unterscheiden sich derartige Transaktionen von dem Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung an einer nichtbörsennotierten Gesellschaft letztlich nur dadurch, dass zahlreiche börsenrechtliche Regularien zu beachten sind und es erforderlich ist, den außenstehenden Aktionären über das Angebot nach dem WpÜG *vor Konzernierung* der Zielgesellschaft eine Ausstiegsoption zur Verfügung zu stellen.³ Da sich über ein solches Angebot rglm. nicht alle Aktien der Zielgesellschaft erwerben lassen, sondern einzelne (Minderheits-)Aktionärgruppen in der Zielgesellschaft verbleiben oder aber, wie es häufig bei aktivistischen Hedge Funds der Fall ist, während des Angebotsverfahrens erst bei der Zielgesellschaft einsteigen, kann die Umsetzung von Integrationsmaßnahmen zudem deutlich aufwändiger sein und länger dauern als in einem nicht börsennotierten Unternehmen.
- 4 Steht kein die qualifizierende Stimmenmehrheit vermittelndes Aktienpaket zum Verkauf, so ist der an der Zielgesellschaft interessierte Private-Equity-Investor darauf angewiesen, unmittelbar durch ein **Übernahmeangebot** die erforderliche Kontrollmehrheit an der Zielgesellschaft zu erwerben. Dabei streben Private-Equity-Investoren in Deutschland fast immer „freundliche“ Übernahmen an und versuchen, im Vorfeld des Angebots die Zustimmung der Verwaltung der Zielgesellschaft zu der Transaktion sowie zur Durchführung einer Due Diligence und ihre Mitwirkung bei der Validierung des Business Plans zu erreichen, ohne die sich weder die Risiken der Transaktion ausreichend abschätzen noch ein den üblichen Private-Equity-Standards entsprechendes Bewertungsmodell entwickeln lassen. Zudem ist ein Private-Equity-Investor auch in diesem Fall bemüht, im Vorfeld des Übernahmeangebots in größtmöglichem Umfang Aktien an der Zielgesellschaft zu erwerben bzw. den Erwerb im Rahmen des Angebots abzusichern, um so die Erfolgsaussichten für das Übernahmeangebot zu erhöhen sowie den vor Bekanntwerden der Transaktion noch nicht durch Spekulationen nach oben getriebenen Aktienkurs zum Erwerb einer ersten Beteiligung auszunutzen. Ein offensichtlicher Nachteil einer solchen „offenen“ Übernahme ist naturgemäß, dass das Erreichen einer Mehrheitsbeteiligung nicht gesichert

³ Beck'sches Holding Handbuch/Hasselbach Teil B Rn. 357 ff.

ist, und zudem infolge konkurrierender Angebote (die in Deutschland allerdings verhältnismäßig selten sind) gänzlich scheitern bzw. sehr teuer werden kann.

Eine gänzlich andere Strategie liegt den sogenannten **PIPE-Transaktionen** (*Private Investment in Public Equity*, u. → Rn. 177 ff.) zugrunde: Hier erwirbt ein Private-Equity-Investor zunächst (oder auch dauerhaft) bewusst nur eine Minderheitsbeteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft mit dem Ziel, diese später entweder zu einer Mehrheitsposition aufzustocken oder aber seinen Einfluss als maßgeblicher Aktionär auf die Verwaltung der Zielgesellschaft für eine wertsteigernde Änderung der Unternehmensstrategie geltend zu machen. Die einer PIPE-Transaktion zugrunde liegende Strategie ist der Investitionsphilosophie von Hedge-Fonds nicht unähnlich, die zum Teil durch den Erwerb von verhältnismäßig kleinen Beteiligungen versuchen, als **Activist Investors** Einfluss auf die Unternehmensführung der Zielgesellschaft zu nehmen, allerdings mit dem im Vergleich zu einem Private-Equity-Investor grundsätzlich anders gelagerten Ziel, bei passender Gelegenheit (und zumeist eher kurzfristig) die von ihnen erworbenen Aktien gewinnbringend wieder zu veräußern oder aber hierfür von dem Bieter bzw. (zukünftigen) Mehrheitsaktionär eine über dem von ihnen gezahlten Erwerbspreis liegende Abfindung im Rahmen einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme zu erhalten. Derartige Investments sind in letzter Zeit sowohl bei Übernahmetransaktionen – mit oder ohne Beteiligung von Private Equity – als auch außerhalb einer Transaktionssituation verstärkt zu beobachten.⁴ Aktivistische Investoren sind in ihrem konkreten Verhalten nicht immer leicht einzuschätzen und für den eine Übernahme durchführenden Private-Equity-Fonds oftmals keine einfachen Verhandlungspartner. Sie können aber in Einzelfällen auch dazu beitragen, dass eine solche Transaktion tatsächlich zustande kommt, weil sie Aktien der Zielgesellschaft bündeln und für den Übernehmer im Paket – wenn auch in der Regel nicht gerade zu günstigen Konditionen – verfügbar machen.

Im Folgenden werden die Besonderheiten einer Übernahmetransaktion unter Beteiligung von Finanzinvestoren im Vergleich zu „privaten“ M&A-Transaktionen vertieft dargestellt. Die Erläuterungen orientieren sich dabei an den einzelnen zeitlichen Abschnitten des Übernahmeverfahrens. Sie zeigen die in der Praxis bewährten und rechtlich gangbaren Lösungen für die wichtigsten hier relevanten Fragestellungen auf.

2. Deal Protection: Vorbereitung des Angebotes und Beteiligungserwerb

Übersicht

	Rn.
a) Formen des Beteiligungserwerbs/Stake Building	6
aa) Paketerwerbe/bedingte Aktienkaufverträge	7
bb) Irrevocable Undertakings (Einlieferungsverpflichtungen)	9
cc) Marktkäufe	12
b) Meldepflichten	13
aa) Stimmrechte aus Aktien	14
bb) Gemeinsam handelnde Personen	19
cc) Stimmrechte aus sonstigen Finanzinstrumenten	22
c) Auswirkungen von Vorerwerben auf den Mindestpreis	24
d) Vereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft; Break Fee	26
e) Besonderheiten bei der Due Diligence	31
aa) Zulässigkeit einer Due Diligence aus Sicht der Zielgesellschaft	31
bb) Kein Verstoß gegen das Auskunftsrecht anderer Aktionäre und Beachtung des Gleichbehandlungsgebots	34
cc) Insiderrechtliche Aspekte	35

⁴ Hasselbach/Peters BB 2017, 1347, 1350 f.

	Rn.
f) Besondere Probleme aus der Perspektive der Zielgesellschaft	45
aa) Ad-hoc-Mitteilungspflicht?	45
bb) Verfahrensgestaltung (Auktion?)	46
cc) Vereinbarungen mit dem Bieter im Interesse der Gesellschaft	47
dd) Abstimmung mit dem Aufsichtsrat	48
ee) Interessenkonflikte im Vorstand	49
ff) Stellungnahme zum Angebot	50

a) Formen des Beteiligungserwerbs/Stake Building

- 6 Besonders wichtig ist es für jeden Bieter, sich bereits im **Vorfeld eines Übernahmeangebots** eine Beteiligung an der Zielgesellschaft zu sichern bzw. eine möglichst hohe Annahmequote sicher zu stellen – das sog. **Stake Building**. Hiermit steigt nicht nur die Wahrscheinlichkeit, dass das Angebot letztlich erfolgreich durchgeführt werden kann, sondern es wird auch konkurrierenden Bietern, der Zielgesellschaft und ggfs. hinsichtlich eines Verkaufs noch unsicheren Aktionären signalisiert, dass der Bieter bereits über eine substanzielle Position in der Zielgesellschaft verfügt, die Übernahme mit Nachdruck verfolgt und andere potentielle Erwerber blockieren kann. Das Stake Building hat zudem den Vorteil, die durchschnittlichen Erwerbskosten des Bieters (etwas) zu reduzieren, wenn es gelingt, jedenfalls eine gewisse Beteiligung an der Zielgesellschaft zu Preisen unterhalb des Angebotspreises zu erwerben.

Die Formen des Stake Buildings variieren insbes. danach, ob es sich um ein freundliches oder – was für Private-Equity-Fonds aber nur in seltenen Ausnahmefällen in Betracht kommt – ein nicht mit dem Management der Zielgesellschaft abgestimmtes („feindliches“) Angebot handelt, und ob größere Aktienpakete von den bisherigen Aktionären der Zielgesellschaft erworben werden können. Grundsätzlich sind dabei drei Formen des Beteiligungserwerbs zu unterscheiden: (i) der – bedingte oder unbedingte – Paketerwerb, (ii) die unwiderrufliche Verpflichtung eines Altaktionärs, seine Aktien in das Angebot des Bieters einzuliefern (sog. *Irrevocable Undertakings* oder *Irrevocables*) sowie (iii) Marktkäufe des Bieters an der Börse, wobei bei letzteren zwischen dem Erwerb von Aktien und sonstigen Finanzinstrumenten (Derivaten) zu unterscheiden ist.

aa) Paketerwerbe/bedingte Aktienkaufverträge

- 7 Der Paketerwerb erfolgt grundsätzlich über den Abschluss eines **Aktienkaufvertrags** mit einem oder mehreren Aktionären der Zielgesellschaft. Dieser Vertrag kann entweder unbedingt abgeschlossen werden, oder aber als aufschiebende Bedingung den Erfolg (also etwa das Erreichen einer bestimmten Mindestannahmeschwelle) bzw. den Vollzug des Übernahmeangebots vorsehen. In letzterem Fall nähert sich der Paketerwerb dem Irrevocable Undertaking (→ Rn. 9) an, da in beiden Fällen der Verkäufer des Aktienpakets vom Erfolg des Übernahmeangebots abhängig ist. Beide Transaktionsformen sind für den Bieter variabel einsetzbar. Sie bringen allerdings immer das Risiko mit sich, dass infolge der Ansprache des Paketaktionärs die Transaktion am Markt bekannt wird („Leak“) und der Börsenkurs der Zielgesellschaft dann substanziell steigt, weshalb ein solches Vorgehen – je nach Aktionärsstruktur der Zielgesellschaft – nicht immer möglich ist.

Zu beachten ist weiter, dass der Preis für den Paketerwerb, unabhängig davon ob dieser unbedingt oder aufschiebend bedingt erfolgt, zusammen mit etwaigen Marktkäufen des Bieters zugleich den **Mindestpreis** für das Übernahmeangebot festlegt (§ 31 WpÜG iVm § 4 WpÜG-AngVO). Dies gilt jedenfalls dann, wenn der Paketerwerb innerhalb von sechs Monaten vor der Mitteilung nach § 10 WpÜG oder nach dieser Mitteilung erfolgt – was typischerweise der Fall ist, denn der Abschluss des Paketkaufvertrags ist, ebenso wie derjenige eines Irrevocables, zu veröffentlichen und bewegt daher in der Regel den Kurs

der Aktie der Zielgesellschaft nicht unerheblich, weshalb ein längeres Zuwarten nur in eher untypischen Konstellationen in Betracht kommt.

In diesem Zusammenhang ist darauf zu achten, dass der Kaufpreis möglichst einfach ⁸ strukturiert ist; insbes. komplizierte **Earn-out-Mechanismen** oder Besserungsscheine sollten nach Möglichkeit vermieden werden, da der Wert einer solchen zusätzlichen Gegenleistung für die Bestimmung des Mindestpreises nur schwer präzise zu ermitteln ist.⁵ Die Verwendung solcher Preisberechnungsverfahren ist zwar nicht unzulässig, erfordert nach der Praxis der BaFin hierzu aber komplexe, idR durch ein (Bewertungs-) Gutachten abgesicherte Berechnungen, die im Zweifel „vorsichtig“ und damit zu Lasten des aus dem Earn-out oder Besserungsschein Verpflichteten ausfallen und leicht zu einer nicht unerheblichen Erhöhung des Mindestpreises führen können. Das Gleiche gilt, wenn der Paketerwerb als Option des Bieters ausgestaltet wird, die Übereignung von Aktien der Zielgesellschaft zu verlangen (*Call Option*); dann ist dem Ausübungspreis ggfs. noch eine Optionsprämie hinzuzurechnen, die auch nicht immer einfach zu ermitteln ist.⁶ Die Praxis weicht daher, wenn der Bieter den Paketverkäufer an zukünftigen Wertsteigerungen der (dann nicht mehr börsennotierten) Zielgesellschaft beteiligen will, auf **Co-Investment- und Rückbeteiligungsmodelle** aus. Diese kann der Paketverkäufer – wie jeder andere Investor des Private-Equity-Fonds oder wie ein sich bei einem Private M&A Deal rückbeteiligender Verkäufer – zu Marktpreisen erwerben, so dass hiermit keine Erhöhung des den übrigen Aktionären der Zielgesellschaft zu zahlenden Angebotspreises verbunden ist. Auch derartige Modelle werden von der BaFin allerdings sorgfältig geprüft, um sicher zu gehen, dass hierin keine „verdeckten“ Kaufpreiskomponenten enthalten sind, die nur dem Paketverkäufer zufließen und diesen gegenüber den sonstigen Aktionären der Zielgesellschaft bevorzugen. Das wiederum kann für die Festlegung des Mindestpreises relevant sein, sofern sich für die Bevorzugung ein wirtschaftlicher Wert ermitteln lässt. Alleine die Tatsache, dass nur dem Paketverkäufer – und nicht auch allen übrigen Aktionären der Zielgesellschaft – eine Möglichkeit zum Co-Investment bzw. zur Rückbeteiligung eingeräumt wird, stellt dabei allerdings noch keinen wirtschaftlichen Vorteil dar, solange die betreffende Beteiligung zum Marktwert erworben wird.

Bei einem auf den Vollzug des Übernahmeangebots bedingten Paketerwerb wird der Paketverkäufer zudem Regelungen treffen wollen, die ihm im Fall der **Erhöhung des Angebotspreises** Gleichbehandlung gewähren. Auch hierbei ist darauf zu achten, dass die vertragliche Regelung eng genug gefasst wird, um eine mindestpreisrelevante Besserstellung des Paketkäufer gegenüber den (übrigen) Adressaten des Übernahmeangebots zu vermeiden.

bb) Irrevocable Undertakings (Einlieferungsverpflichtungen)

Bei einem *Irrevocable Undertaking* oder *Irrevocable* handelt es sich um die unwiderrufliche ⁹ (bzw. in der Praxis oftmals: eingeschränkt widerrufliche) Verpflichtung eines Aktionärs der Zielgesellschaft, seine Aktien an der Zielgesellschaft in das öffentliche Angebot des Bieters einzuliefern.⁷ Nicht selten ist der Irrevocable das erste Dokument (nach einer Vertraulichkeitsvereinbarung), das im Rahmen einer Übernahme verhandelt wird, weil er dem Bieter erst die notwendige Gewissheit verschafft, das Angebot erfolgreich durchzuführen, die wiederum – gerade bei einem Private-Equity-Bieter – die Basis dafür darstellt, dass dieser bereit ist, die Kosten für die Verhandlungen mit und die Due Diligence bei der Zielgesellschaft zu tragen.

⁵ Baums/Thoma/Verse/*Marsch-Barner* § 31 Rn. 29; KölnKomm WpÜG/*Kremer/Kulenkamp* § 31 Anh. – § 4 AngebVO Rn. 13; Angerer/Geibel/Süßmann/*Süßmann* WpÜG § 31 Rn. 93.

⁶ Assmann/Pötzsch/Schneider/*Krause* WpÜG § 31 Rn. 155 f.; Baums/Thoma/Verse/*Marsch-Barner* § 31 Rn. 123; KölnKomm WpÜG/*Kremer/Kulenkamp* § 31 Rn. 106.

⁷ Assmann/Pötzsch/Schneider/*Krause* WpÜG § 22 Rn. 89 ff. sowie von Riegen ZHR 167 (2003), 702.

- 10 Ein separater Kaufpreis muss in einem Irrevocable nicht vereinbart werden, vielmehr gelten schlicht die **Bedingungen des Angebots**. Da ein Irrevocable typischerweise *vor* Herauslegung des Angebots verhandelt (und unmittelbar vor der Mitteilung des Bieters nach § 10 WpÜG vertraglich fixiert und – als Finanzinstrument iSd § 38 WpHG – veröffentlicht) wird,⁸ sieht er idR einen Mindestangebotspreis als Bedingung für die Unwideruflichkeit der Verpflichtung zur Einlieferung der Aktien in das Angebot vor. Zudem wird häufig vereinbart, dass der bisherige Aktionär auch dann an den Irrevocable gebunden bleibt, wenn ein konkurrierendes Übernahmeangebot veröffentlicht wird, indem er im Vorfeld auf das sich aus § 22 Abs. 3 WpÜG ergebende Rücktrittsrecht verzichtet (sog. *Hard Irrevocable*). Allerdings ist es nicht unüblich, hiervon eine Ausnahme vorzusehen, wenn das konkurrierende Angebot um einen bestimmten Prozentsatz – zB 15–20 % – über dem Preis des Irrevocables liegt (sog. *Semi-soft Irrevocable*). Darüber hinaus werden in einem Irrevocable, jedenfalls wenn er mit einem substanziell an der Zielgesellschaft beteiligten (Groß-) Aktionär oder mit einer größeren Gruppe von Aktionären abgeschlossen wird, rgm. eine abschließende Liste der (Vollzugs-) Bedingungen des Angebots und ein jdfs. indikativer Zeitplan hierfür festgelegt, und zwar mit einem definitiven Endtermin, nach dem die Bindung an den Irrevocable entfällt, wenn bis dahin nicht die Mitteilung des Bieters nach § 10 WpÜG erfolgt ist.⁹ Dies dient dazu, dem bzw. den Altaktionär(en) so viel Sicherheit wie möglich hinsichtlich der tatsächlichen Durchführung der Transaktion zu geben und ihre Bindung hieran nicht länger als notwendig aufrecht zu erhalten. Eine Verpflichtung, tatsächlich ein Angebot abzugeben, übernimmt der Bieter in einem Irrevocable allerdings idR nicht.
- 11 Im Übrigen wird der den Irrevocable unterzeichnende Aktionär wie jeder andere Aktionär der Zielgesellschaft behandelt. Fällt eine der Angebotsbedingungen aus oder wird das Angebot aus anderen Gründen nicht vollzogen, so entfällt in der Regel auch die Verpflichtung des Bieters, die aufgrund des Irrevocable eingelieferten Aktien zu erwerben. Eine finanzielle **Entschädigung** hierfür erhält der betreffende Aktionär idR nicht – zumal eine entsprechende Regelung den Irrevocable in die Nähe einer Call Option rücken würde, wodurch dann bei der Ermittlung des Mindestpreises für das Angebot der wirtschaftliche Wert der Entschädigungsverpflichtung (preiserhöhend) zu berücksichtigen wäre. Die Tatsache, dass das Angebot zumeist eine nicht unerhebliche Prämie gegenüber dem hiervon unbeeinflussten Aktienkurs der Zielgesellschaft enthält, oder aber für den veräußernden Aktionär aus anderen Gründen attraktiv ist, reicht in aller Regel aus, um die betreffenden (Groß-) Aktionäre zum Abschluss des Irrevocables zu motivieren.

cc) Marktkäufe

- 12 Die dritte Form des Beteiligungsaufbaus besteht in **Marktkäufen** von Aktien oder Aktienderivaten. Allerdings zeigt sich in der Praxis oftmals, dass die Liquidität (also das am Markt verfügbare Handelsvolumen) der Aktien vieler potentieller Zielgesellschaften nicht ausreichend hoch ist, um dem Bieter im Vorfeld eines Angebots den Aufbau einer substanziellen Beteiligung zu ermöglichen. In der Regel kann der Bieter nicht mehr als 10 bis max. 25 % des täglich gehandelten Volumens erwerben, ohne dass dies am Markt Aufsehen erregt und nicht gewünschte Kurssteigerungen hervorruft. Bei Käufen in diesem Umfang dauert es bei vielen Zielgesellschaften aber mehrere Monate, bevor der Bieter auch nur auf eine Beteiligung von beispielsweise 10 % kommen kann – was wegen der bereits bei der Schwelle von 3 % eingreifenden Meldepflichten ohnehin schwierig umzusetzen ist (u. → Rn. 14). Ein Stake Building über die Börse wird daher zwar bei den allermeisten Übernahmeprojekten intensiv diskutiert und es werden zahlreiche (innovative) Konzepte geprüft, zuletzt ins-

⁸ Zur Veröffentlichung von Irrevocables (nach § 25a aF WpHG) s. KölnKomm WpHG/Heinrich § 25a aF Rn. 59.

⁹ Von Riegen ZHR 167 (2003), 702, 712.