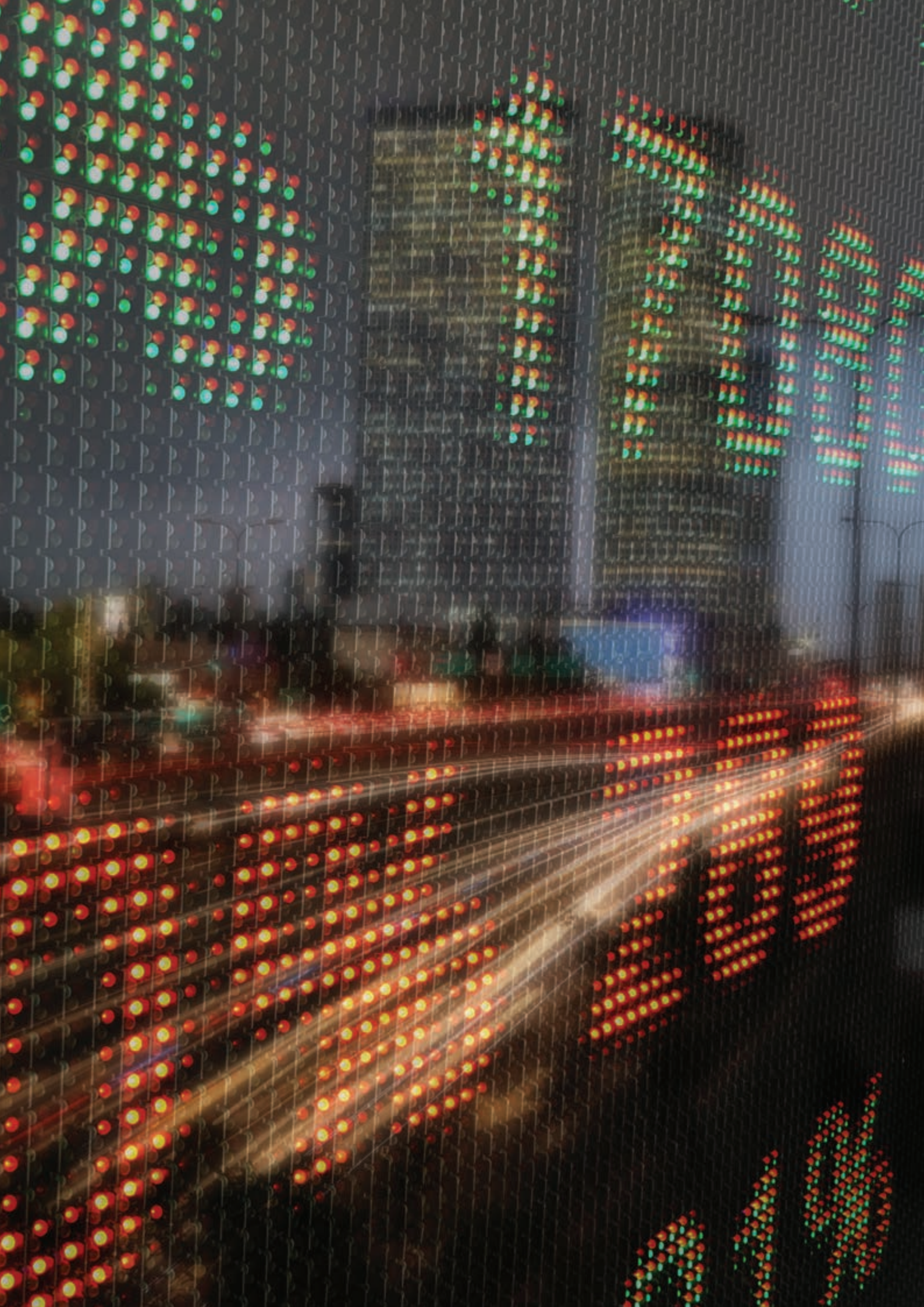


Öffentliche Übernahmen In Deutschland

Newsletter

2020





Inhalt

1. Einleitung	5
2. Statistiken	6
2.1 Überblick – Markttrends	6
2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten	6
2.3 Angebotsvolumen	7
2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten	8
2.5 Angebotsprämien	9
2.6 Übernahmen nach Sektoren	10
2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat	11
2.8 Fairness Opinions	12
2.9 Herkunft der Investoren	12
3. Steckbrief	13
Der Übernahmekampf um die OSRAM Licht AG	13
4. Aktuelle Rechtsentwicklungen im Übernahmerecht	16
4.1 Neufassung des § 26 WpÜG infolge des OSRAM Übernahmekampfes	16
4.2 Abfindungsvereinbarungen im Vorfeld der Übernahme im Rahmen eines Gewinnabführungsvertrags – STADA-Übernahme, Urteil des LG Frankfurt vom 21.03.2019 – 3-05 O 138/18	18
4.3 Kein Erfordernis einer Hauptversammlungsbeteiligung – Linde/Praxair, Urteil des LG München I vom 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17	20



1. Einleitung

Herzlich willkommen zur dritten Ausgabe unseres Newsletters „Öffentliche Übernahmen in Deutschland“. Er gibt einen Marktüberblick über die im zurückliegenden Jahr 2019 in Deutschland nach dem Wertpapier- und Übernahmegesetz (WpÜG) durchgeführten öffentlichen Übernahmen und die aktuelle Rechtsentwicklungen im deutschen Übernahmerecht.

Als eine global agierende Rechtsanwaltskanzlei beobachten wir fortlaufend den M&A-Markt im In- und Ausland. Die hierbei gewonnen Erkenntnisse möchten wir mit Ihnen mit diesem Newsletter teilen.

In seinem Hauptteil enthält dieser Newsletter eine statistische Auswertung der im vergangenen Kalenderjahr in Deutschland nach dem WpÜG erfolgten öffentlichen Übernahmen. Diese Zusammenstellung basiert auf der Datenbank für deutsche Übernahmeangebote, welche durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlicht wird. Zusätzlich haben wir hierfür die veröffentlichten Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaften ausgewertet. Sofern ein öffentliches Angebot geändert wurde, bezieht sich unsere Analyse – soweit nicht anders angegeben – immer auf die Daten der letzten geänderten Fassung des jeweiligen Angebots.

Im dritten Abschnitt des Newsletters stellen wir das nach unserer Einschätzung für den deutschen Übernahmemarkt wichtigste Übernahmeangebot des vergangenen Kalenderjahres vor: Im Jahr 2019 war dies unzweifelhaft der Übernahmekampf um die OSRAM Licht AG.

Abschließend greift dieser Newsletter einzelne wichtige aktuelle rechtliche Entwicklungen des deutschen Übernahmerechts heraus.

In dieser Ausgabe blicken wir zunächst auf die durch die OSRAM Übernahme veranlasste Neufassung des § 26 WpÜG, die am 1.1.2020 in Kraft getreten ist.

Anschließend wird das Urteil des LG Frankfurt vorgestellt, das im Zusammenhang mit der Übernahme der STADA AG ergangen ist und etwaige Nachbesserungsansprüche aus Nacherwerben im Sinne des § 31 Abs. 5 und Abs. 6 WpÜG zum Gegenstand hat.

Zum Schluss wird das Urteil des LG München I analysiert, das sich im Kontext des Zusammenschlusses der Linde AG mit der Praxair Inc. mit der Frage beschäftigte, ob der Abschluss eines Business Combination Agreement einer ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeit unterliegt.

2. Statistiken

2.1 Überblick – Markttrends

Im Jahr 2019 sind auf dem deutschen Übernahmemarkt folgende Trends zu erkennen:

- Die Aktivität im Übernahmemarkt ist im Jahr 2019 deutlich angestiegen und erreichte mit 28 unterbreiteten öffentlichen Angeboten den Höchstwert im Vergleich zu den vergangenen drei Jahren.
- Die rege Aktivität resultierte auch beim Angebotsvolumen mit EUR 31,34 Mrd. in einem Höchstwert im Vergleichszeitraum.
- Die durchschnittliche Angebotsprämie von 17,47 % in Bezug auf den gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs vor dem Angebot ist im Vergleich zum Vorjahr (7,76 %) signifikant gestiegen und liegt leicht über dem Niveau von 2017 (14,10 %).
- Die Übernahmeaktivitäten im Immobiliensektor pendelten sich im Jahr 2019 wieder im Normalbereich ein. Stattdessen verzeichnete – wie in den Jahren 2016 und 2017 – der TMT-Bereich die größte Aktivität im Übernahmemarkt.
- Ein signifikanter Anteil von Stellungnahmen des Vorstands- und Aufsichtsrats hat im vergangenen Jahr das jeweilige Übernahmeangebot neutral bewertet (39 %).
- 72 % der öffentlichen Übernahmen erfolgten durch ausländische Investoren, die direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel öffentliche Angebote unterbreitet haben.

2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten

Bis zum Ende des Jahres 2019 gab es in Deutschland insgesamt 28 öffentliche Angebote. Im Vergleich zu den Vorjahren 2016 (22 öffentliche Angebote) und 2017 (20 öffentliche Angebote) stellt dies einen deutlichen Anstieg der Aktivität im Übernahmemarkt dar. Im Vergleich zum Jahr 2018 (13 öffentliche Angebote) wurden in 2019 sogar mehr als doppelt so viele öffentliche Übernahmen unterbreitet.

Die meisten Angebote waren auch im Jahr 2019 Übernahmeangebote. Während es jeweils 3 Pflicht- und Erwerbsangebote gab, stieg die Anzahl der Delisting-Angebote auf 5.

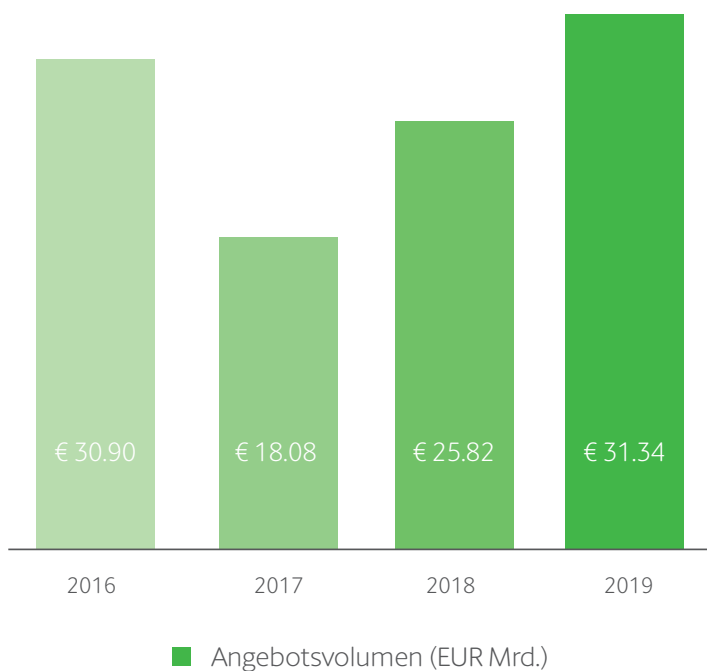


2.3 Angebotsvolumen

Insgesamt belief sich das Angebotsvolumen in 2019 auf EUR 31,34 Mrd. Der Aufwärtstrend seit 2018 hat sich damit fortgesetzt und übertraf im Jahr 2019 sogar den Höchstwert des Jahres 2016.

Gleichwohl gilt es zu berücksichtigen, dass in diesen Wert 2019 gleich dreimal die OSRAM Licht AG (zuletzt EUR 3,97 Mrd.) einfluss. Zunächst konkurrierten die Finanzinvestoren Bain Capital und Carlyle Group einerseits und der österreichischen Chip- und Sensorhersteller ams AG andererseits um die OSRAM Licht AG und unterbreiteten jeweils über Transaktionsvehikel öffentliche Übernahmeangebote. Nachdem beide Angebote scheiterten, unterbreitete die ams Offer GmbH – eine 100%ige Tochtergesellschaft der ams AG – ein erneutes Übernahmeangebot.

Ferner sind noch die beiden – mangels Erreichen der jeweiligen Mindestannahmeschwelle – gescheiterten Übernahmen der Scout24 AG (EUR 4,67 Mrd.) und der METRO AG (EUR 5,80 Mrd.) hervorzuheben. Mit EUR 6,80 Mrd. hat die Übernahme der Axel Springer SE den größten Anteil am Angebotsvolumen im Jahr 2019.



2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten

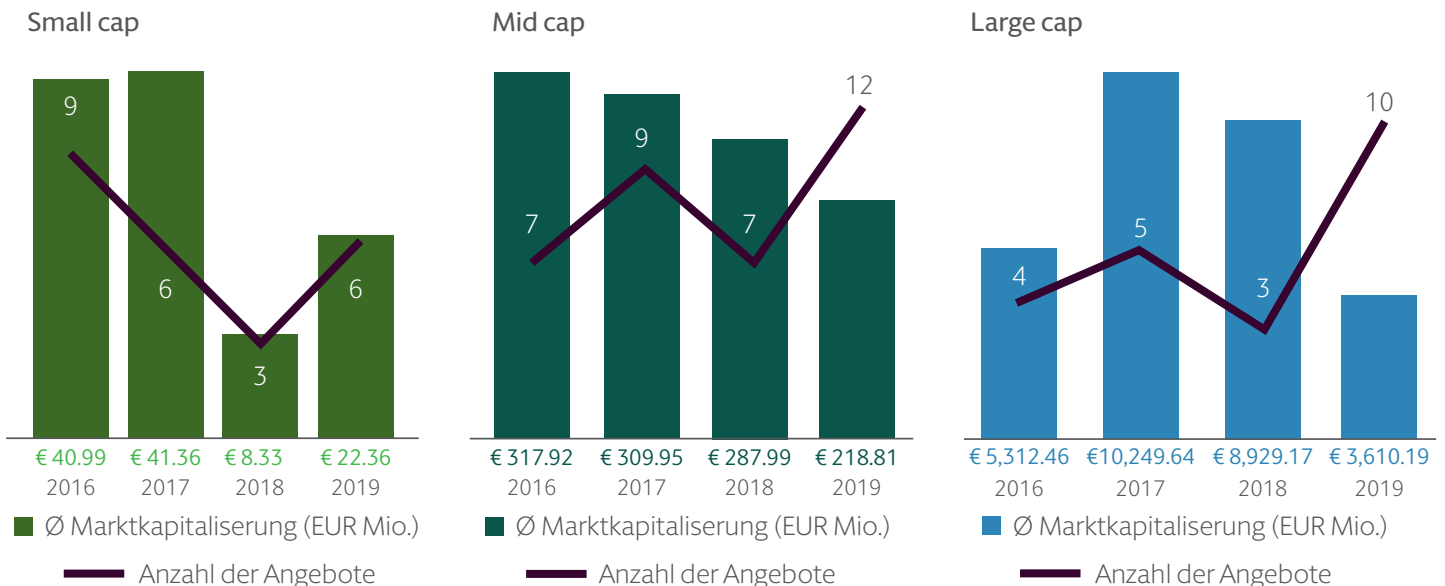
Die Marktsegmente sind nach der jeweiligen Marktkapitalisierung der Zielgesellschaft (EUR Mio.) wie folgt definiert:

- small cap unter EUR 100 Mio.
- mid cap EUR 100 Mio. bis unter EUR 1 Mrd.
- large cap größer/gleich EUR 1 Mrd.

Die insgesamt sehr hohe Übernahmeaktivität im Jahr 2019 spiegelt sich numerisch am deutlichsten im large cap Sektor wieder. 10 Angebote in diesem Bereich stellen das Doppelte des bisherigen Höchstwertes des Jahres 2017 dar. Trotz dieses numerischen Übergewichts ist der Durchschnittswert der Marktkapitalisierung mit EUR 3.61 Mrd. im large cap Sektor der niedrigste Wert im Vergleich zu den vergangenen Jahren.

Während sich die Anzahl der Übernahmeangebote auch im mid cap Bereich erneut steigerte, zeigte sich bei der durchschnittlichen Marktkapitalisierung hier ebenfalls ein deutlicher Rückgang auf EUR 218,81 Mio.

Im small cap Segment liegt die durchschnittliche Marktkapitalisierung mit EUR 22,36 Mrd. zwar deutlich über dem Niveau von 2018, jedoch gleichfalls deutlich unter dem Niveau von 2016 und 2017.

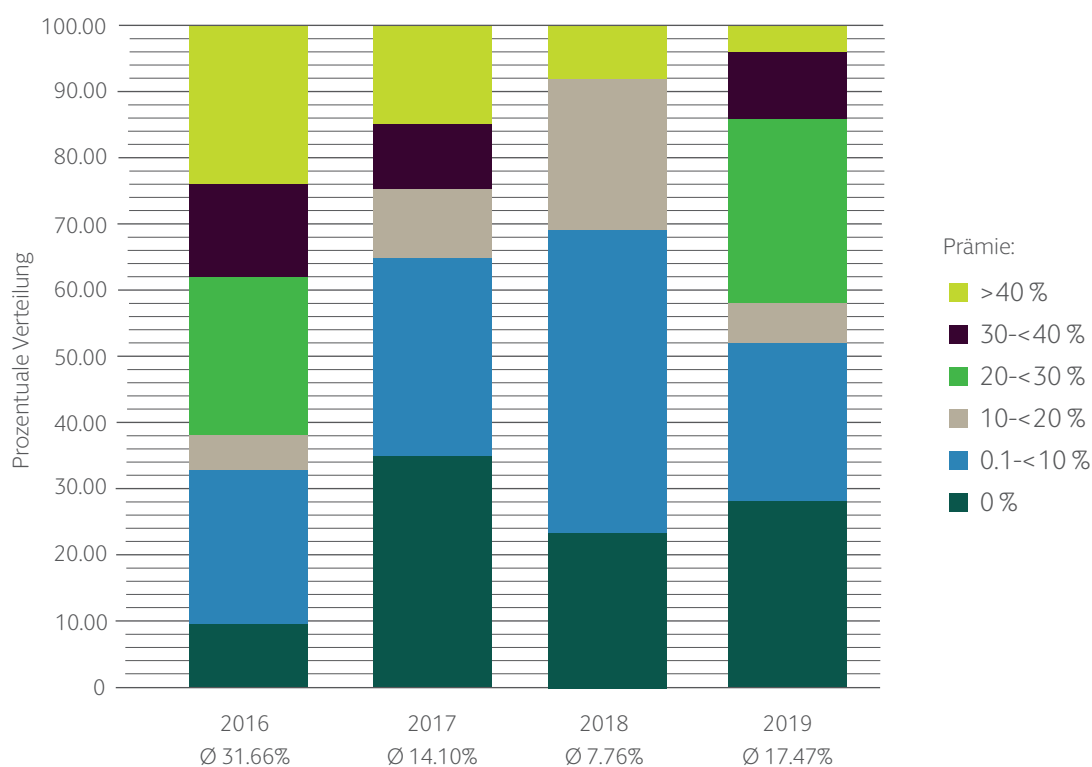


2.5 Angebotsprämien

Die unten abgedruckte Grafik zeigt die Angebotsprämie im Verhältnis zum inländischen durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate (für Delisting Angebote wurde der gesetzlich maßgebliche Sechs-Monats-Durchschnittskurs berücksichtigt).

Die durchschnittliche (ungewichtete) Angebotsprämie im Jahr 2019 betrug 17,47 %. Dies stellt einen signifikanten Anstieg im Vergleich zum Vorjahr (7,76 %) dar und liegt ebenfalls leicht über dem Niveau von 2017 (14,10 %).

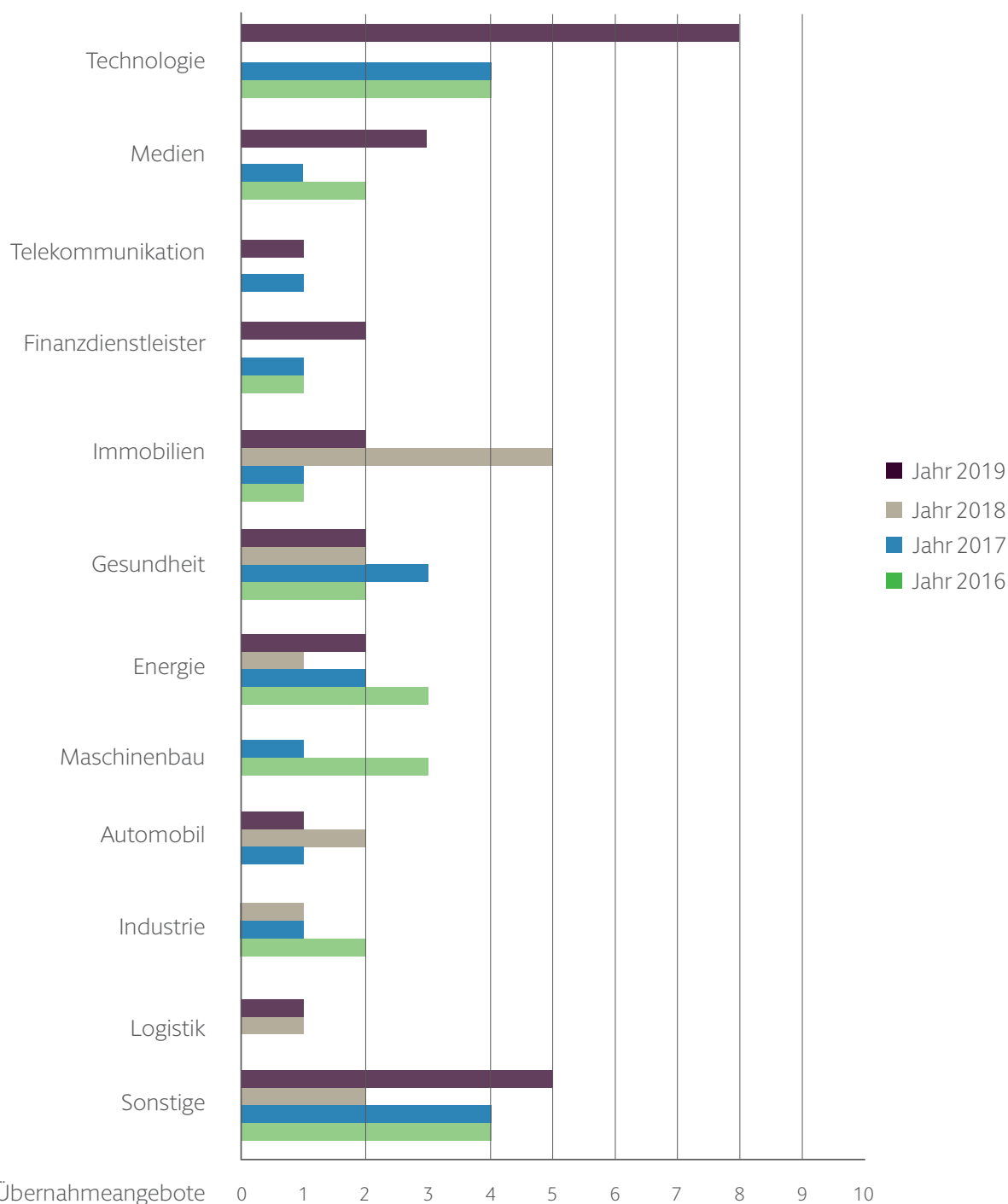
Im vergangenen Jahr wurde bei der Hälfte der Angebote eine Prämie von maximal 10 % geboten. Bemerkenswert ist jedoch, dass im Vergleich zu den beiden Vorjahren der Anteil einer Prämie von mehr als 20 % deutlich gestiegen ist. Demgegenüber ist im Bereich der Prämien von mehr als 40 % ein deutlicher Abwärtstrend seit dem Jahr 2016 zu verzeichnen.



2.6 Übernahmen nach Sektoren

Im Jahr 2019 wiederholte sich der Trend der Jahre 2016 und 2017, in denen im TMT-Bereich (Technologie, Medien, Telekommunikation) die größte Aktivität im Übernahmemarkt zu verzeichnen war. Der TMT-Bereich deckte im Jahr 2019 fast die Hälfte aller Übernahmen ab.

Obwohl auch im Jahr 2019 zwei öffentliche Angebote im Immobiliensektor unterbreitet wurden, setzte sich der deutliche Aufschwung aus dem Vorjahr nicht fort. Eine homogene Verteilung – ähnlich wie in den Jahren 2016 und 2017 – zeigt sich in den Sektoren Finanzdienstleister, Pharma, Energie, Industrie, Automobil und Logistik.

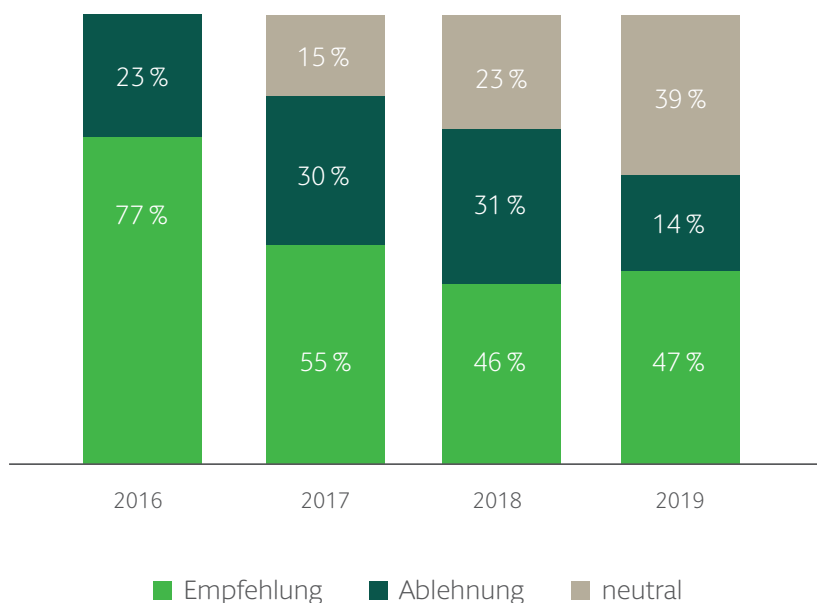


2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat

Gemäß § 27 WpÜG haben der Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem öffentlichen Angebot abzugeben.

Im Jahr 2019 haben 47 % der Stellungnahmen die Annahme des Angebots empfohlen, während 14 % der Stellungnahmen sich gegen eine Annahme des Angebots aussprachen.

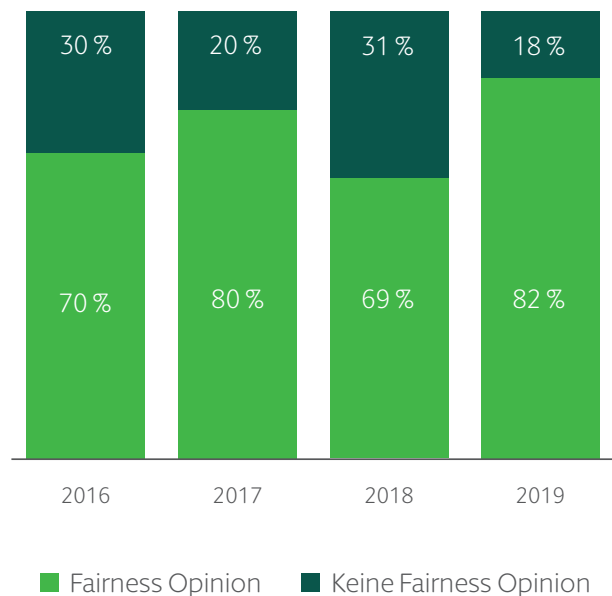
Beachtliche 39 % der Stellungnahmen äußerten sich neutral zum Angebot. Die Abgabe einer neutralen Stellungnahme wird vielfach damit begründet, dass einerseits die Gegenleistung zwar angemessen erscheinen mag, andererseits aber die strategischen Ziele des Investors von Vorstand und Aufsichtsrat häufig nicht abschließend beurteilt werden können. Die strategischen Hintergründe des Angebots scheinen damit in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung zu gewinnen, so dass Vorstand und Aufsichtsrat sich häufig einer eindeutigen Empfehlung entziehen.



2.8 Fairness Opinions

Fairness Opinions sind gutachterliche Stellungnahmen von externen Experten, welche die Angemessenheit des Angebots beurteilen. Diese werden häufig vom Vorstand und Aufsichtsrat als Grundlage für ihre Stellungnahme eingeholt.

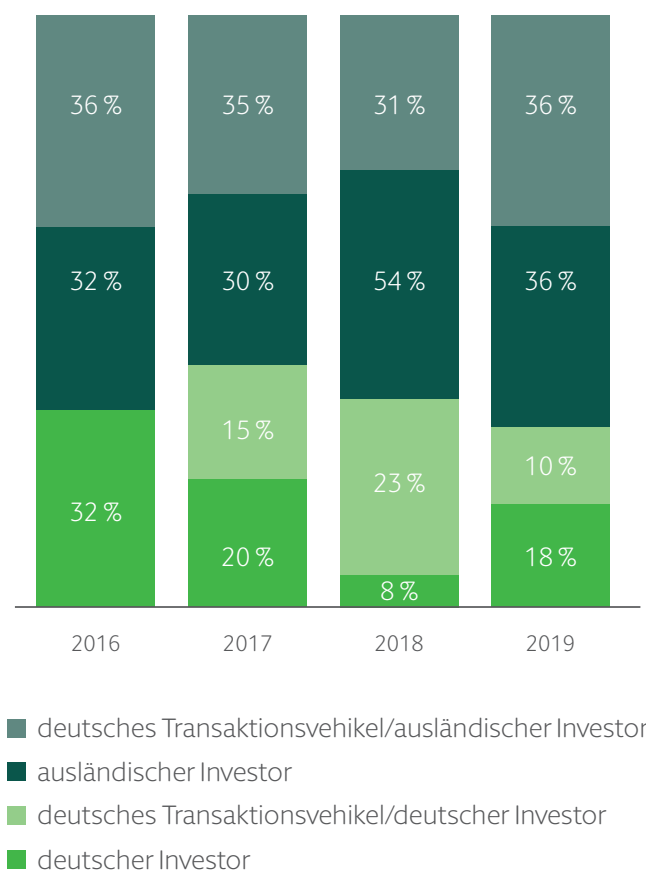
Im Jahr 2019 haben Vorstand und Aufsichtsrat bei 82 % der Angebote Fairness Opinions eingeholt. Dies entspricht etwa dem Niveau vom 2017, nachdem im Jahr 2018 eine geringe Abnahme im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen war.



2.9 Herkunft der Investoren

Im Jahr 2019 stammten 72 % der Angebote von ausländischen Investoren, die entweder direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel ein Angebot veröffentlicht haben. Seit 2018 stellt dies eine erneute Steigerung und ebenfalls einen Höchstwert dar.

Demgegenüber wurden 28 % der Übernahmeangebote von inländischen Unternehmen direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel abgegeben.



3. Steckbrief

Der Übernahmekampf um die OSRAM Licht AG

Zunächst gaben die Finanzinvestoren Bain Capital und Carlyle Group am 22.7.2019 durch die Luz (C-BC) Bidco GmbH ein Übernahmeangebot für die OSRAM Licht AG zu einem Preis von EUR 35 je Aktie mit einer Mindestannahmeschwelle von 70 % ab. Kurz vor Ablauf der Annahmefrist erfolgte am 4.9.2019 ein konkurrierendes Übernahmeangebot des österreichischen Chip- und Sensorherstellers ams über die Opal BidCo GmbH zu einem Preis von EUR 38,50 je Aktie mit einer Mindestannahmeschwelle von ebenfalls 70 %. Durch dieses Angebot verlängerte sich die Annahmefrist für das Bain/Carlyle Angebot bis zum Ablauf der Annahmefrist des ams Angebots (§ 22 Abs. 2 WpÜG). Obwohl ams zwischenzeitlich das Angebot änderte, indem die Mindestannahmeschwelle auf 62,5 % abgesenkt wurde, scheiterten beide Übernahmeangebote am 1.10.2019 aufgrund des Nichterreichens der jeweiligen Mindestannahmeschwelle. Ferner war bemerkenswert, dass ams – ohne förmliche Änderung des Übernahmeangebots – durch Parallelerwerbe den Angebotspreis auf EUR 41 je Aktie erhöht hatte (§ 31 Abs. 4 WpÜG).

Am 18.10.2019 kündigte ams ein zweites Übernahmeangebot über ihre 100%ige Tochtergesellschaft ams Offer GmbH an. Die Angebotsunterlage wurde am 25.10.2019 bei der BaFin eingereicht. Die BaFin genehmigte das Angebot nicht ausdrücklich, sondern ließ die 10-Werktag-Frist für die Angebotsuntersagung (§ 14 Abs. 2 Satz 1 Alt. 2 WpÜG) verstreichen. Rechtsfolge war somit die gesetzliche Fiktion der Gestattung der BaFin infolge Fristablaufs. Die Angebotsunterlage wurde daraufhin am 7.11.2019 veröffentlicht. Dieses zweite Übernahmeangebot erreichte die Mindestannahmequote und war somit erfolgreich.

Mit der Abgabe dieses zweiten Übernahmeangebots durch ein anderes mit ams verbundenes Bietervehikel stellte sich die Frage, ob diese Vorgehensweise eine Umgehung der Sperrfrist des § 26 Abs. 1 WpÜG a.F. darstellte. Zwar billigte die BaFin dieses Vorgehen stillschweigend dadurch, dass sie das zweite Übernahmeangebot nicht untersagte. Jedoch resultierten diese Ereignisse in einer raschen Reaktion des Gesetzgebers, der § 26 WpÜG änderte, um eine Wiederholung derartiger Fälle in der Zukunft zu verhindern. Siehe hierzu näher unten Abschnitt 4.1.

Überblick	
Bieterin	ams Offer GmbH
Zielgesellschaft	OSRAM Licht AG
Sektor	Technologie
Status	Erfolgreich
Mindestannahmeschwelle	55 %
Annahmequote	59,9 %
Angebotsvolumen (max.)	Ca. EUR 3,97 Mrd.
Angebotstyp	Freiwilliges Übernahmeangebot im Wege des Barangebots
Angebotsgegenleistung	EUR 41,00 je Aktie der OSRAM Licht AG
Annahmefrist	7.11.2019 bis 5.12.2019, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main), weitere Annahmefrist 11.12. bis 24.12.2019, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main)
Beteiligungsaufbau	Die ams Offer GmbH ist die 100%ige Tochtergesellschaft der ams AG, die bereits 19,99 % der Anteile der OSRAM Licht AG hielt.
Business Combination Agreement	ams, Opal BidCo GmbH (100%ige Tochtergesellschaft von ams) und OSRAM schlossen am 21.8.2019 eine Kooperationsvereinbarung ab. Nach dem Scheitern des ersten Angebots hätten die Parteien diese Vereinbarung zwar kündigen können, sie blieb jedoch insbesondere hinsichtlich der künftigen Organisation der gemeinsamen Tätigkeiten in Kraft. Ferner schlossen die Bieterin, ams und OSRAM am 11.11.2019 ein Business Combination Agreement ab. Darin wurden die strategischen Abreden zwischen den Parteien weiter ergänzt und detailliert. Ferner wurde darin vorgesehen, einen neutralen Monitor zu Überwachung der Einhaltung wesentlicher Abreden aus dem Business Combination Agreement einzusetzen.
Konkurrierendes Angebot	Ursprünglich gab es konkurrierende Angebote der Finanzinvestoren Bain Capital und Carlyle Group (durch die Luz (C-BC) Bidco GmbH) einerseits und der Opal BidCo GmbH (ams) andererseits.
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	Obwohl der Vorstand und der Aufsichtsrat das unternehmerische Konzept des konkurrierenden Angebots von Bain Capital/Carlyle für tragfähiger hielten, haben sie die Annahme des ersten ams Angebots aufgrund der attraktiveren Gegenleistung empfohlen. Beim zweiten ams Angebot haben sie ihre Einschätzung erneut bekräftigt und zusätzlich auf die vereinbarte engere Zusammenarbeit mit ams hingewiesen. Zu beachten ist jedoch, dass im Rahmen beider Stellungnahmen der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat ein Sondervotum abgab. Darin wurde das angeblich gemäß § 26 Abs. 1 WpÜG unzulässige Vorgehen seitens ams beim zweiten Angebot gerügt und es wurden diverse inhaltliche Bedenken gegen die Angebote geltend gemacht.
Finanzierung	Eigen- und Fremdkapital
Freundlich/Feindlich	Freundlich
Vollzugsbedingungen	• Diverse fusionskontrollrechtliche Freigaben bis zum 30.11.2020 • Mindestannahmeschwelle 55 % • Keine wesentliche Kapital- oder vergleichbare Maßnahme durch OSRAM • Keine Insolvenz von OSRAM
Links	Angebotsunterlage vom 7.11.2019 Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats vom 27.11.2019



4. Aktuelle Rechtsentwicklungen im Übernahmerecht

4.1 Neufassung des § 26 WpÜG infolge des OSRAM Übernahmekampfes

Der Übernahmekampf um die OSRAM Licht AG führte zu einer überraschend schnellen Reaktion des Gesetzgebers, mit der eine bisher existierende Gesetzeslücke in § 26 WpÜG geschlossen wurde. Der Bundestag war der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses – „versteckt“ im Änderungsgesetz zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten EU-Geldwäscherichtlinie (BT-Drucks. 19/15163, S. 90 ff.) – gefolgt, wonach künftig auch Personen, die mit einem erfolglosen Bieter gemeinsam handeln, untersagt wird, binnen eines Jahres nach dem Scheitern des ursprünglichen Übernahmeangebotes ein neues Übernahmeangebot zu veröffentlichen. Die Gesetzesänderung trat am 1.1.2020 in Kraft.

a) Zweites Angebot durch die ams AG – Umgehung der Sperrfrist des § 26 Abs. 1 WpÜG a.F.?

Durch § 26 WpÜG soll die Zielgesellschaft davor geschützt werden, über einen unangemessen langen Zeitraum hinaus in ihrer Geschäftstätigkeit behindert zu werden, nachdem ein Übernahmeangebot entweder von der BaFin untersagt wurde oder mangels Erreichen der Mindestannahmequote gescheitert ist. Bis zum Ablauf einer Sperrfrist von einem Jahr ist ein erneutes Angebot „des Bieters“ (so der bisherige Gesetzeswortlaut) daher unzulässig.

Die hieraus resultierende Gesetzeslücke wurde durch den Übernahmekampf um die OSRAM Licht AG deutlich. Dort hatte die ams über eine 100%ige Tochtergesellschaft ein zweites Übernahmeangebot abgegeben hat, obwohl das erste Angebot mangels Erreichen der Mindestannahmequote gescheitert war (siehe oben, Abschnitt 3).

Bislang erfasste der Wortlaut des § 26 Abs. 1 WpÜG a.F. nur den Bieter selbst. Eine am Wortlaut orientierte Auslegung musste daher zu dem Ergebnis gelangen, dass es allein der Bietergesellschaft selbst verboten ist, innerhalb der Sperrfrist ein erneutes Erwerbs- oder Übernahmeangebot auf die Zielgesellschaft abzugeben. Angebote etwaiger mit dem ursprünglichen Bieter gemeinsam handelnder Personen unterlagen der Sperrfrist hingegen nicht. Für eine solche Auslegung sprach auch der Umstand, dass das Gesetz an zahlreichen anderen Stellen klar zwischen dem Bieter selbst und mit ihm gemeinsam handelnden Personen i.S.v. § 2 Abs. 5 WpÜG unterscheidet.

Diese streng am Wortlaut orientierte Auslegung entsprach der bisherigen Praxis der BaFin. Denn bereits im Jahr 2018 gestattete die BaFin der Deutsche Balaton AG die kurzfristige Veröffentlichung eines zweiten Erwerbsangebots für die Biofrontera AG über eine 100%ige Tochtergesellschaft, nachdem das ursprüngliche Erwerbsangebot der Deutsche Balaton AG durch die BaFin aus prospektrechtlichen Gründen untersagt worden war.

Allerdings löste die Vorgehensweise von ams kontroverse Diskussionen um den Anwendungsbereich des § 26 WpÜG aus. So forderte der Konzernbetriebsrat der OSRAM Licht AG von der BaFin, das Übernahmeangebot zu untersagen, da die Sperrfrist für die Einreichung eines neuen Angebots von einem Jahr noch nicht abgelaufen sei. Als die BaFin diesem Antrag nicht entsprach, legte der Konzernbetriebsrat der OSRAM Licht AG im Wege des einstweiligen Rechtsschutzes Beschwerde beim OLG Frankfurt ein (Az.: WpÜG 3/19) ein. Die Beschwerde wurde vom OLG Frankfurt am Main am 18.11.2019 jedoch mangels Klagebefugnis abgewiesen, da den Normen des WpÜG kein drittschützender Charakter zukomme und dem Konzernbetriebsrat damit kein Anspruch auf Einschreiten der BaFin zustehe.

b) Gesetzeslücke durch Neufassung des § 26 WpÜG geschlossen

Allerdings sah sich das Bundesfinanzministerium dazu veranlasst, die identifizierte Gesetzeslücke zu schließen. Zu diesem Zweck wurde über den Finanzausschuss des Bundestages im Rahmen des Änderungsgesetzes zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten EU-Geldwäscherichtlinie eine Änderung von § 26 WpÜG vorgeschlagen, die zwischenzeitlich vom Bundestag am 14.11.2019 beschlossen worden und am 1.1.2020 in Kraft getreten ist.

Durch § 26 Abs. 1 und Abs. 2 WpÜG n.F. wird jetzt nicht mehr nur dem Bieter, sondern auch mit ihm gemeinsam handelnden Personen untersagt, binnen eines Jahres ab Untersagung bzw. Scheitern eines Angebots ein erneutes Angebot zu veröffentlichen. Bei einem untersagten Angebot kommt es insoweit darauf an, ob die Person, die das neue Angebot vorzulegen beabsichtigt, zum Zeitpunkt der Untersagung des ursprünglichen Angebots oder zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des neuen Angebots mit dem Bieter des ursprünglichen Angebots gemeinsam handelte (§ 26 Abs. 1 WpÜG n.F.). Bei einem aufgrund Verfehlens der Mindestannahmequote gescheiterten Angebot ist insoweit maßgeblich, ob die das neue Angebot beabsichtigende Person entweder während des Zeitraumes zwischen Bekanntgabe der Angebotsabsicht und Ende der Angebotsfrist des ursprünglichen Angebots oder zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des neuen Angebots mit dem ursprünglichen Bieter gemeinsam handelte (§ 26 Abs. 2 WpÜG n.F.).

In beiden Fällen der Untersagung bzw. Erfolgslosigkeit des ursprünglichen Angebots können daher zukünftig auch mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen binnen eines Jahres ab Untersagung bzw. Scheitern des ursprünglichen Angebots nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Zielgesellschaft und Genehmigung der BaFin ein erneutes Angebot veröffentlichen (§ 26 Abs. 5 WpÜG n.F.). Auch gemäß der Neufassung von § 26 WpÜG bleibt es aber bei der schon bislang geltenden Rechtslage, dass diese Jahresfrist nicht für den Fall gilt, dass der jeweilige Bieter durch etwaige Aktienkäufe im Markt die dreißigprozentige Kontrollgrenze überschreitet und daher zur Abgabe eines Pflichtangebotes verpflichtet ist (§ 26 Abs. 4 WpÜG n.F.).

c) Auswirkungen auf die Praxis

Mit der Neufassung von § 26 WpÜG hat der Gesetzgeber also nunmehr eine bereits seit Inkrafttreten des WpÜG bestehende Gesetzeslücke geschlossen, deren Existenz der Öffentlichkeit und dem Gesetzgeber aber erst jüngst aufgrund des in den Medien umfänglich kommentierten Übernahmeverfahrens bezüglich der OSRAM Licht AG bewusst geworden war.

Große praktische Auswirkungen auf die deutsche Übernahmepraxis sind hieraus jedoch nicht zu erwarten. Denn bislang wurde diese Gesetzeslücke – soweit bekannt – durch Bieter lediglich im Rahmen der jüngst erfolgten Übernahmeangebote bezüglich der Biofrontera AG und der OSRAM Licht AG ausgenutzt. Der Gesetzgeber wollte mit der Gesetzesänderung jedoch einer vermuteten künftigen Missbrauchsgefahr vorbeugen.

4.2 Abfindungsvereinbarungen im Vorfeld der Übernahme im Rahmen eines Gewinnabführungsvertrags – STADA-Übernahme, Urteil des LG Frankfurt vom 21.03.2019 – 3-05 O 138/18

a) Sachverhalt

Hintergrund des Urteils des Landgerichts Frankfurt ist die Übernahme der STADA AG. Im April 2017 gaben die Finanzinvestoren Bain Capital und Cinven über das Transaktionsvehikel „Nidda Healthcare Holding AG“ ein Übernahmeangebot für die STADA AG ab, das jedoch aufgrund Nichterreichens der Mindestannahmeschwelle scheiterte. Dies lag unter anderem daran, dass der Hedgefond Elliott während des ersten Übernahmeangebots ca. 12 % der Aktien der STADA AG erworben hatte. Im Juli 2017 gab die Nidda Healthcare Holding AG mit Zustimmung der STADA AG und Genehmigung der BaFin ein neues Angebot ab. Dabei wurde die Annahmeschwelle auf 63% abgesenkt und der Angebotspreis auf EUR 66,25 pro Aktie leicht angehoben. Dieses Angebot war mit einer Annahmquote 63,87 % knapp erfolgreich. In der zweiten Angebotsunterlage teilte die Bieterin mit, dass sie den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der STADA AG beabsichtige.

Am 30.8.2017, d.h. nach Ablauf der Annahmefrist für das zweite Übernahmeangebot (17.8.2017), jedoch vor Ablauf der weiteren Annahmefrist, schloss die Bieterin (beziehungsweise eine mit ihr gemeinsam handelnde Person) mit Elliott eine Vereinbarung, in der sich Elliott verpflichtete, in der Hauptversammlung für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit einer Abfindung i.S.v. § 305 Abs. 1 AktG in Höhe von EUR 74,40 pro Aktie zu stimmen. Diese Vereinbarung enthielt jedoch ausdrücklich keine Verpflichtung für Elliott zur Annahme des Abfindungsangebots nach Wirksamwerden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Am 19.12.2017 schloss die Erwerberin mit der STADA AG einen solchen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ab, welchem die Hauptversammlung am 2.2.2018 zustimmte.

Die Klägerin hatte ihre Aktien im Rahmen des zweiten Übernahmeangebots am 9.8.2017 zum Angebotspreis von EUR 66,25 eingereicht. Sie verlangte nun im Klageweg den Differenzbetrag zu der im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vereinbarten Mindestabfindung von EUR 74,40. Diesen Anspruch machte sie aus § 31 Abs. 5 bzw. § 31 Abs. 6 WpÜG geltend.

b) Rechtliche Würdigung

Das LG Frankfurt hatte sich demnach mit der Frage zu befassen, ob ein relevanter Nacherwerb im Sinne von § 31 Abs. 5 bzw. § 31 Abs. 6 WpÜG vorlag. Dies verneinte das Gericht und wies die Klage ab.

Ein Nachzahlungsanspruch gemäß § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG bestand nach Ansicht des Gerichts nicht. Es griff die Ausnahme nach § 31 Abs. 5 Satz 2 WpÜG ein, wonach kein Nacherwerb vorliegt, wenn Aktien im Zusammenhang mit einer gesetzlichen Verpflichtung zur Gewährung einer Abfindung an Aktionäre der Zielgesellschaft erworben werden. So liegt es im Fall der gesetzlichen Abfindungsverpflichtung gemäß § 305 Abs. 1 AktG.

Auch ein Anspruch aus § 31 Abs. 6 WpÜG schied nach Ansicht des Gerichts aus, weil zu keiner Zeit eine Verpflichtung bestand, die Aktien auf die Erwerberin zu übertragen. Im Rahmen des § 305 Abs. 1 AktG hat lediglich der Aktionär einen Anspruch auf Aktienübertragung, nicht aber das herrschende Unternehmen. Ferner verweist § 31 Abs. 6 WpÜG auf § 31 Abs. 5 WpÜG und findet somit auch im Rahmen des § 31 Abs. 6 WpÜG die Bereichsausnahme nach § 31 Abs. 5 Satz 2 WpÜG Anwendung.

Für einen hilfsweise geltend gemachten Schadensersatzanspruch aus Betrug gemäß § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB fehlte es nach Ansicht des Gerichts an der Kausalität, da die Klägerin ihre Aktien bereits vor Abschluss der Vereinbarung zwischen der STADA AG und Elliott eingeliefert hatte.

Nicht erwähnt wurde jedoch ein möglicher Anspruch aus § 12 WpÜG. Ein solcher Anspruch ließe sich ggf. damit begründen, dass die Verhandlungen zwischen der Bieterin und Elliott über den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags und Andienungspreis vermutlich bereits während der Annahmefrist, spätestens während der weiteren Annahmefrist begonnen haben. Ob eine solche nachträgliche Pflicht zur Aktualisierung der in der Angebotsunterlage gemachten Angaben besteht, ist jedoch gesetzlich nicht geregelt und im Schrifttum heftig umstritten.

c) Auswirkungen auf die Praxis

Die Aussagen des LG Frankfurt zu § 31 Abs. 5 bzw. § 31 Abs. 6 WpÜG sind gut nachvollziehbar und inhaltlich nicht überraschend. Bedauerlich ist, dass sich das Gericht nicht mit einem etwaigen Anspruch aus § 12 WpÜG und der Frage einer ungeschriebenen Aktualisierungspflicht bezüglich der Angebotsunterlage auseinandergesetzt hat.

4.3 Kein Erfordernis einer Hauptversammlungsbeteiligung – Linde/Praxair, Urteil des LG München I vom 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17

a) Sachverhalt

Die Linde AG (die Beklagte) plante einen Zusammenschluss mit der Praxair Inc. unter einer neu zu schaffenden Holding, der Linde plc. mit Sitz in Dublin. Im Vorfeld der Transaktion wurde ein Business Combination Agreement („BCA“) abgeschlossen. Darin war vorgesehen, dass der Verwaltungsrat paritätisch mit Mitgliedern der Beklagten und der Praxair Inc. zu besetzen sei. Zur Durchführung des Zusammenschlusses sollten die Aktionäre der Linde AG auf Basis eines Aktienaustausches aufgrund eines öffentlichen Übernahmeangebots Aktionäre der Linde plc. und die Beklagte eine von der Linde plc. abhängige Gesellschaft werden. Die Praxair Inc. sollte auf die Linde plc. verschmolzen werden. Die Engineering-Sparte der Linde AG, welche ca. 14 % des Gesamtumsatzes der Beklagten erwirtschaftete, sollte ausgegliedert werden.

Die Aktionäre der Linde AG erhielten im Zuge des Übernahmeangebots Anteile an der künftigen Konzernobergesellschaft Linde plc. Die Praxair-Aktionäre erlangten die Anteile an der Linde plc. im Zuge der Verschmelzung der Praxair Inc. auf diese.

Trotz eines entsprechenden Verlangens zur Ergänzung der Tagesordnung der Hauptversammlung der Linde AG wurde auf der Hauptversammlung der Linde AG über das BCA nicht abgestimmt. In der Klage wollten Aktionäre (die Kläger) festgestellt wissen, dass das BCA nicht ohne Zustimmung der Hauptversammlung hätte abgeschlossen werden dürfen.

Diese Auffassung stützten die Kläger im Wesentlichen darauf, dass der Zusammenschluss nachteilige Auswirkungen auf die Rechtstellung der Aktionäre zur Folge hätte. Es liege eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz im Sinne der Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung vor. Ferner stelle das BCA einen verdeckten Beherrschungsvertrag dar. Für den Zusammenschluss wäre ferner auch eine Satzungsänderung nach § 179 Abs. 1 AktG erforderlich sein.

b) Rechtliche Würdigung

Das LG München I hat die Klage als unbegründet abgewiesen und eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz verneint. Eine solche ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz erfordere in Übereinstimmung mit der Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs einen schwerwiegenden Eingriff in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Aktieneigentum verkörperte Vermögensinteressen. Dazu müssten Maßnahmen die Kernkompetenz der Hauptversammlung berühren, über die Verfassung der Gesellschaft zu bestimmen und in ihren Auswirkungen einem Zustand entsprechen, der allein durch eine Satzungsänderung herbeigeführt werden kann.

Das LG München I sah keine Mediatisierung zu Lasten der Aktionäre. Denn es habe jeder Aktionär selbst in der Hand, das öffentliche Übernahmeangebot anzunehmen oder abzulehnen. Dies stelle gegenüber einem Hauptversammlungsbeschluss eine stärkere Machtposition und Mitwirkungsbefugnis dar. Die Aktionäre konnten somit unmittelbar über das Scheitern bzw. Gelingen der Strukturmaßnahme bestimmen. Ein etwaiger Hauptversammlungsbeschluss hätte demgegenüber keine Außenwirkung. Lediglich die Aktionärsstruktur, nicht aber das Mitglieds- oder Vermögensrecht der Aktionäre wurde geändert. Durch den Zugriff auf das ehemalige Praxair-Vermögen werden diese gewissermaßen entschädigt. Auch die Ausgliederung der Engineering-Sparte führe aufgrund ihres geringen Anteils an dem Gesamtumsatz nicht zu einem Mediatisierungseffekt. Für eine solche Mediatisierung müsste die betroffene Sparte gemäß der Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung einen Anteil von mindestens 70 bis 80 % des Gesellschaftsvermögens ausmachen.

Ein verdeckter Beherrschungsvertrag scheiterte nach Ansicht des LG München I bereits daran, dass sich die Beklagte nicht vertraglich in wesentlichen Bereichen unter das herrschende Unternehmen untergeordnet habe. Es wurde ein System der gleichberechtigten Teilhabe eingeführt, bei der die Beklagte und die Praxair einen paritätisch besetzten Verwaltungsrat einer einheitlichen Mutter besetzen. Daher könne die Praxair nicht einseitig Maßnahmen gegen den Willen der Beklagten durchsetzen. Zudem sei nach Ansicht des LG München I bereits fraglich, ob die Rechtsfigur eines verdeckten Beherrschungsvertrages überhaupt anzuerkennen sei.

Darüber hinaus war nach Ansicht des LG München I auch keine Satzungsänderung gemäß § 179 Abs. 1 AktG erforderlich, für die eine Zustimmung der Hauptversammlung nötig gewesen wäre. Eine Satzungsdurchbrechung durch das BCA liegt nicht vor. Sowohl der Unternehmensgegenstand als auch der Unternehmenszweck blieben unverändert.

c) Auswirkungen auf die Praxis

Mit den Aussagen zum Fehlen einer ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeit bewegt sich das LG München I auf einer Linie mit der herrschenden Meinung. Bemerkenswert und eher überraschend sind seine zurückhaltenden Aussagen zur Rechtsfigur des verdeckten Beherrschungsvertrages. Denn es war dasselbe Gericht, das im Jahre 2012 in seinem Urteil in der Sache W.E.T. das Vorliegen eines solchen verdeckten Beherrschungsvertrages bejaht und damit heftige Kritik im Schrifttum ausgelöst hatte. Offenbar ist diese Kritik beim LG München I nicht wirkungslos geblieben.

Unser Team in Deutschland

Hamburg



Dr. Andreas H. Meyer, LL.M. (I.U.)

Partner, Hamburg
T +49 40 419 93 0
andreas.meyer@hoganlovells.com



Dr. Urszula Nartowska, LL.M.

Partner, Hamburg
T +49 40 419 93 0
urszula.nartowska@hoganlovells.com

Düsseldorf



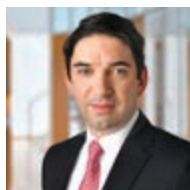
Dr. Christoph Louven

Partner, Düsseldorf
T +49 211 13 68 0
christoph.louven@hoganlovells.com



Birgit Reese

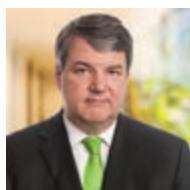
Partner, Düsseldorf
T +49 211 13 68 0
birgit.reese@hoganlovells.com



**Daniel Dehghanian, LL.M.
(Anglia Ruskin University)**

Partner, Düsseldorf
T +49 211 13 68 0
daniel.dehghanian@hoganlovells.com

München



**Dr. Lutz Angerer, LL.M.
(University of Virginia)**

Leiter Corporate / M&A
Deutschland, München
T +49 89 290 12 0
lutz.angerer@hoganlovells.com



Dr. Michael Rose

Partner, München
T +49 89 290 12 0
michael.rose@hoganlovells.com



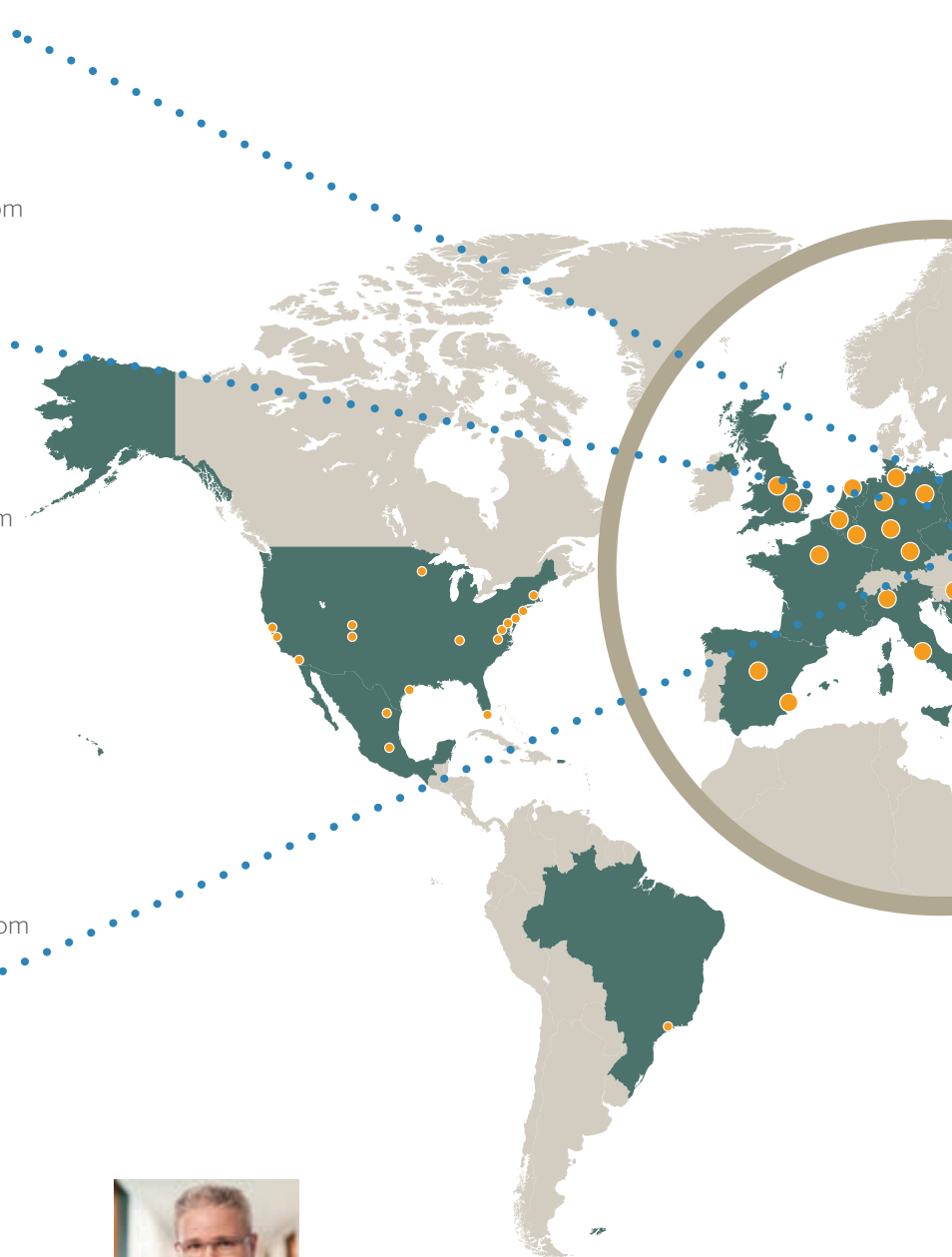
Thomas Weber

Counsel, München
T +49 89 290 12 0
thomas.weber@hoganlovells.com



Dr. Tobias Kahnert, M.Jur. (Oxford), LL.B.

Counsel, München
T +49 89 290 12 0
tobias.kahnert@hoganlovells.com





• Frankfurt



**Dr. Tim Oliver Brandi , LL.M.
(Columbia)**

Partner, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
tim.brandi@hoganlovells.com



Dr. Hanns Jörg Herwig

Partner, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
joerg.herwig@hoganlovells.com



Dr. Matthias Jaletzke

Leiter Private Equity, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
matthias.jaletzke@hoganlovells.com



Prof. Dr. Michael Schlitt

Leiter Corporate Capital Markets und
Securities Europe, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
michael.schlitt@hoganlovells.com

Alicante
Amsterdam
Baltimore
Birmingham
Boston
Brüssel
Budapest*
Colorado Springs
Denver
Dubai
Düsseldorf
Frankfurt
Hamburg
Hanoi
Ho Chi Minh Stadt
Hongkong
Houston
Jakarta*
Johannesburg
London
Los Angeles
Louisville
Luxemburg
Madrid
Mailand
Mexiko-Stadt
Miami
Minneapolis
Monterrey
Moskau
München
New York
Northern Virginia
Paris
Peking
Perth
Philadelphia
Riad*
Rom
San Francisco
São Paulo
Schanghai
Schanghai FTZ*
Silicon Valley
Singapur
Sydney
Tokio
Ulaanbaatar*
Warschau
Washington
Zagreb*

*Kooperationsbüros
Zweigstelle: Berlin

www.hoganlovells.com

“Hogan Lovells” oder die “Sozietät” ist eine internationale Anwaltssozietät, zu der Hogan Lovells International LLP und Hogan Lovells US LLP und ihnen nahestehende Gesellschaften gehören.

Die Bezeichnung “Partner” beschreibt einen Partner oder ein Mitglied von Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP oder einer der ihnen nahestehenden Gesellschaften oder einen Mitarbeiter oder Berater mit entsprechender Stellung. Einzelne Personen, die als Partner bezeichnet werden, aber nicht Mitglieder von Hogan Lovells International LLP sind, verfügen nicht über eine Qualifikation, die der von Mitgliedern entspricht.

Weitere Informationen über Hogan Lovells, die Partner und deren Qualifikationen finden Sie unter www.hoganlovells.com.

Sofern Fallstudien dargestellt sind, garantieren die dort erzielten Ergebnisse nicht einen ähnlichen Ausgang für andere Mandanten. Anwaltswerbung.

Abbildungen von Personen zeigen aktuelle oder ehemalige Anwälte und Mitarbeiter von Hogan Lovells oder Models, die nicht mit der Sozietät in Verbindung stehen.

© Hogan Lovells 2020. Alle Rechte vorbehalten. 1161351_0220