



Public M&A Report 01 / 2023

Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen für das Jahr 2022

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

Ein optimistischer Blick in die Zukunft...

Liebe Leserinnen und Leser,

der Blick auf den Markt für öffentliche Übernahmen in Deutschland im Gesamtjahr 2022 bestätigt den Befund, der sich schon im ersten Halbjahr abzeichnete: Das Jahr war schwach. Mit 18 Transaktionen wurde die zweitniedrigste Zahl und mit EUR 27,6 Mrd. das drittniedrigste Gesamtangebotsvolumen ermittelt (jeweils seit 2014). Es gab lediglich neun Transaktionen mit einem Angebotsvolumen von mindestens EUR 100 Mio. – der niedrigste Wert seit 2014. Wir interpretieren diesen Befund als Reaktion der Marktteilnehmer auf die nach wie vor bestehenden makroökonomischen Unsicherheiten. Die hohe Inflation, der Angriff Russlands auf die Ukraine und die Zinserhöhungen der Notenbanken, durch die sich auch Akquisitionsfinanzierungen verteuert haben, dürften die wesentlichen Faktoren sein.

Für das Jahr 2023 wagen wir einen verhalten optimistischen Blick nach vorn. Zwar bestehen die vorgenannten Unsicherheitsfaktoren weiterhin

fort, doch hat der Markt im Jahr 2022 unseres Erachtens bereits sehr stark reagiert. Daher erwarten wir, dass sich der Markt im laufenden Jahr 2023 wieder an die langjährigen Durchschnittswerte annähern wird, die bei etwa 24 Transaktionen und einem Gesamtangebotsvolumen von rd. EUR 37,8 Mrd. pro Jahr liegen.

Im Mittelpunkt des ersten Public M&A Report in diesem Jahr steht traditionell der Marktbericht über das vergangene Jahr. In 2022 zeigte sich wieder einmal die Rolle von Private Equity Investoren als Treiber des Geschehens am Markt für öffentliche Übernahmen. Wesentliche Transaktionen wurden von ihnen betrieben, wie die Offerten an die Aktionäre der Aareal Bank AG, der Vantage Towers AG und der Deutsche Euroshop AG.

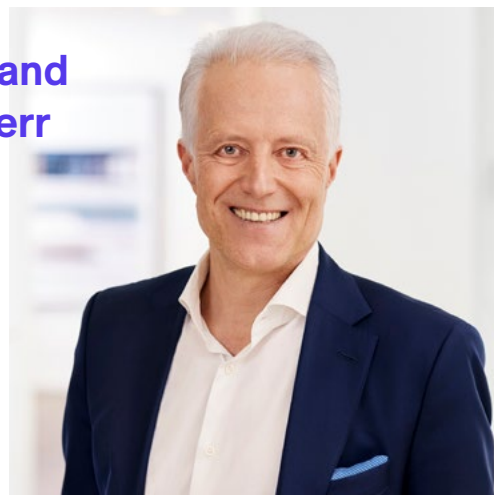
In unserem Fokus-Thema geht es um „Die Entscheidung des Bieters über die Besetzung des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft“. Wir behandeln darin den rechtlichen Rahmen und die praktischen Vorgehensweisen bei der Neubesetzung des Aufsichtsrats

nach dem Vollzug von Public M&A-Transaktionen.

Unser Dank gilt den Kolleginnen und Kollegen bei Noerr, die an der Erstellung und Gestaltung des Noerr Public M&A Reports 01/2023 beteiligt waren, namentlich Philipp Schmoll für die Erstellung des Abschnitts zu den Begründeten Stellungnahmen und Juri Stremel für die Unterstützung bei der redaktionellen Vorbereitung.

Wir wünschen uns, dass Sie den Noerr Public M&A Report 01/2023 mit Gewinn lesen und ihm Wissenswertes für ihre Arbeit entnehmen können. Wir freuen uns auf Ihr Feedback.

Dr. Volker Land
Partner, Noerr



Dr. Stephan Schulz
Partner, Noerr



Editorial



Abb. 1: Anzahl und Volumen von Angeboten seit 2014

Quelle: Noerr Research

Highlights

Absturz nach dem Rekordjahr 2021

2022 verzeichnete mit 18 Transaktionen die zweitniedrigste Anzahl an Transaktionen und mit EUR 27,6 Mrd. das drittniedrigste Gesamtangebotsvolumen¹ seit 2014. Im Vergleich zum Rekordjahr 2021 sank damit die Gesamtangebotszahl fast auf die Hälfte (33 Angebote in 2021) und das Gesamtangebotsvolumen – trotz des Übernahmeangebots an die Aktionäre der Vantage Towers AG mit einem Angebotsvolumen von EUR 16,2 Mrd. im Dezember 2022 – sogar auf ein Drittel (EUR 84,1 Mrd. in 2021) der Vorjahreswerte.

Anzahl der Large- und Mid-Cap-Transaktionen auf historischem Tief

Die erhebliche Reduzierung der Gesamttransaktionszahl und des Gesamtangebotsvolumens ist vor allem darauf zurückzuführen, dass im Jahr 2022 lediglich neun Transaktionen mit einem Angebotsvolumen von mindestens EUR 100 Mio. zu verzeichnen waren – der niedrigste Wert in dem von uns seit 2014 beobachteten Zeitraum. Der noch im ersten Halbjahr 2022 für das durchschnittliche Angebotsvolumen im Large-Cap-Segment festgestellte Tiefstwert konnte hingegen für das Gesamtjahr durch zwei Transaktionen mit Angebotsvolumina von über EUR 5 Mrd. im zweiten Halbjahr wieder ausgeglichen werden.

Niedrige Zahl an Übernahmeangeboten

Mit sieben Übernahmeangeboten wies das Jahr 2022 den zweitniedrigsten Wert seit 2014 aus, der bislang – mit Ausnahme des Jahres 2018 mit fünf Übernahmeangeboten – stets deutlich im zweistelligen Bereich gelegen hatte (14 oder mehr).

Prämienentwicklung

Die durchschnittliche Prämienhöhe² stieg im Jahr 2022 deutlich. Während sie im Jahr 2021 noch 13,01% betragen hatte, stieg sie in 2022 auf 30,88%.

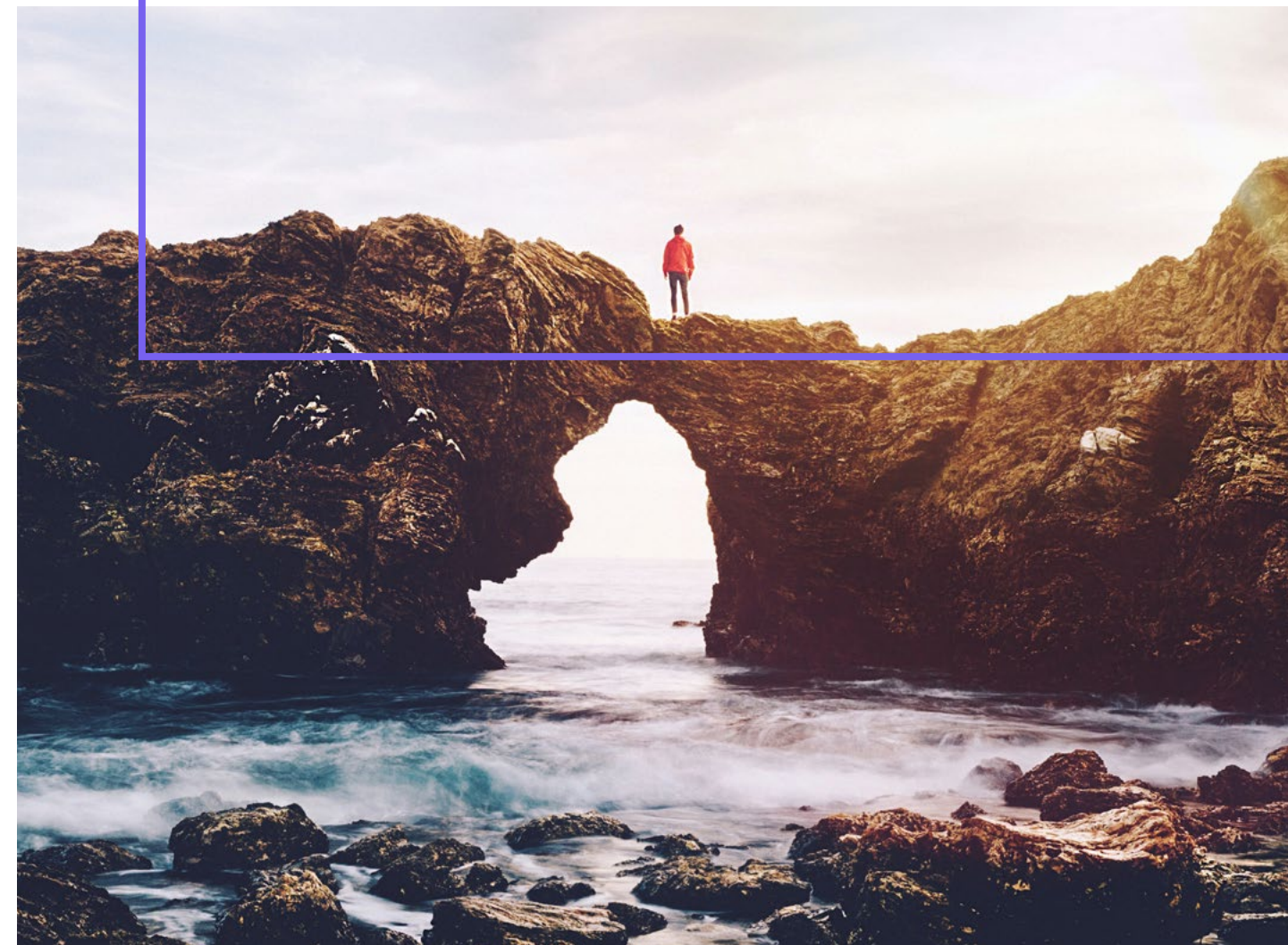
¹ Ausgedrückt in der Marktkapitalisierung zum Angebotspreis.

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

Im Fokus

Die Entscheidung des Bieters über die Besetzung des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft

Die Besetzung des Aufsichtsrats mit den eigenen Repräsentanten ist ein typisches Mittel, mit dem der Bieter nach Vollzug eines Übernahmeangebots den erlangten Einfluss auf die Zielgesellschaft ausübt. Diese Personalentscheidungen werden von einem Rechtsrahmen beeinflusst, der in den letzten Jahren immer komplexer geworden ist. Darüber hinaus muss der Bieter berücksichtigen, dass seine Entscheidungen nicht nur von den Organen der Zielgesellschaft, sondern auch von der Öffentlichkeit genau beobachtet werden. Vor diesem Hintergrund werfen wir in unserem Fokusbeitrag einen Blick auf den rechtlichen Rahmen für diese Besetzungsentscheidung.



Marktüberblick

Anzahl und Volumen von Angeboten

Im Jahr 2022 billigte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) 18 öffentliche Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“). Diese Angebote betrafen Zielgesellschaften mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („MKA“) von insgesamt EUR 27.638,4 Mio. Es handelte sich dabei um sieben Übernahmeangebote (davon eins kombiniert mit einem Delisting-Angebot), fünf reine Delisting-Angebote,

fünf Pflichtangebote (davon eins kombiniert mit einem Delisting-Angebot) und ein Erwerbsangebot in Form eines Teilangebots. Zudem untersagte die BaFin ein Angebot aufgrund unzureichender Angebotsunterlagen.

Die Zahl der Transaktionen im deutschen Markt für öffentliche Übernahmen sank im Jahr 2022 mit 18 gebilligten und veröffentlichten Angeboten im Vergleich zum Jahr 2021, in dem 33 Offerten veröffentlicht worden waren, deutlich um 45,5%. Seit 2014 gab es lediglich im Jahr 2018 (13 Angebote) weniger Angebote. Das Angebotsvolumen (ausgedrückt in der MKA) fiel von EUR 84.093,4 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 27.638,4 Mio. im Jahr 2022. Dies entspricht einer prozentualen Abnahme von 67,13%. Das Marktvolumen im Jahr 2022 lag dadurch im unteren Drittel der seit 2014 verzeichneten Marktvolumina. Nur die Jahre 2014 und 2015 verzeichneten geringere Werte (EUR 19,0 Mrd. bzw. EUR 14,1 Mrd.).

Auffällig war im Jahr 2022 zudem die niedrige Zahl von sieben Übernahmeangeboten. Zwar konnte diese im Gesamtjahr im Vergleich zum ersten Halbjahr 2022 die Anzahl der Pflichtangebote wieder übersteigen (vgl. [Noerr Public M&A Report 02/2022](#)). Im Vergleich zu den seit 2014 erfassten Werten, die sich – mit Ausnahme des Jahres 2018 (fünf Übernahmeangebote) – stets deutlich im zweistelligen Bereich bewegt hatten (mindestens 14 Übernahmeangebote), handelte es sich dabei um den zweitniedrigsten Wert.

Der bereits seit 2020 beobachtete Trend zum Delisting als Ziel öffentlicher Angebote setzte sich im Jahr 2022 fort. Bis 2020 lag der Anteil von Angeboten, die ausschließlich oder auch auf ein Delisting abzielten, an der Gesamtzahl der gebilligten und veröffentlichten Offerten stets unter 20%. Mit sieben Angeboten dieser Art, wovon fünf reine Delisting-Angebote waren, lag dieser Anteil im Jahr 2022 mit 38,9% zwar unter dem Spitzenwert von 2021 (45,5%), jedoch weiterhin auf einem hohen Niveau.

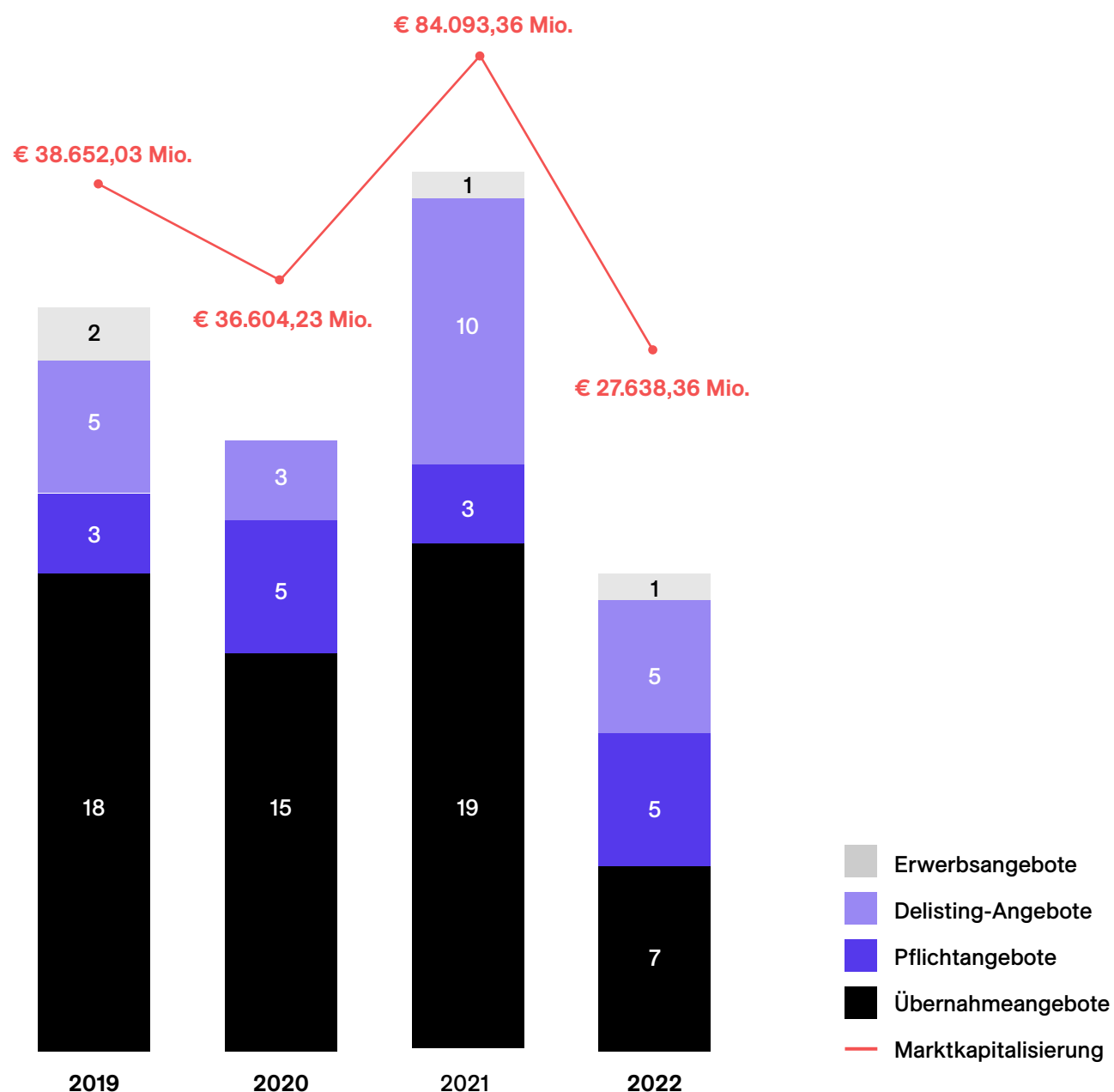
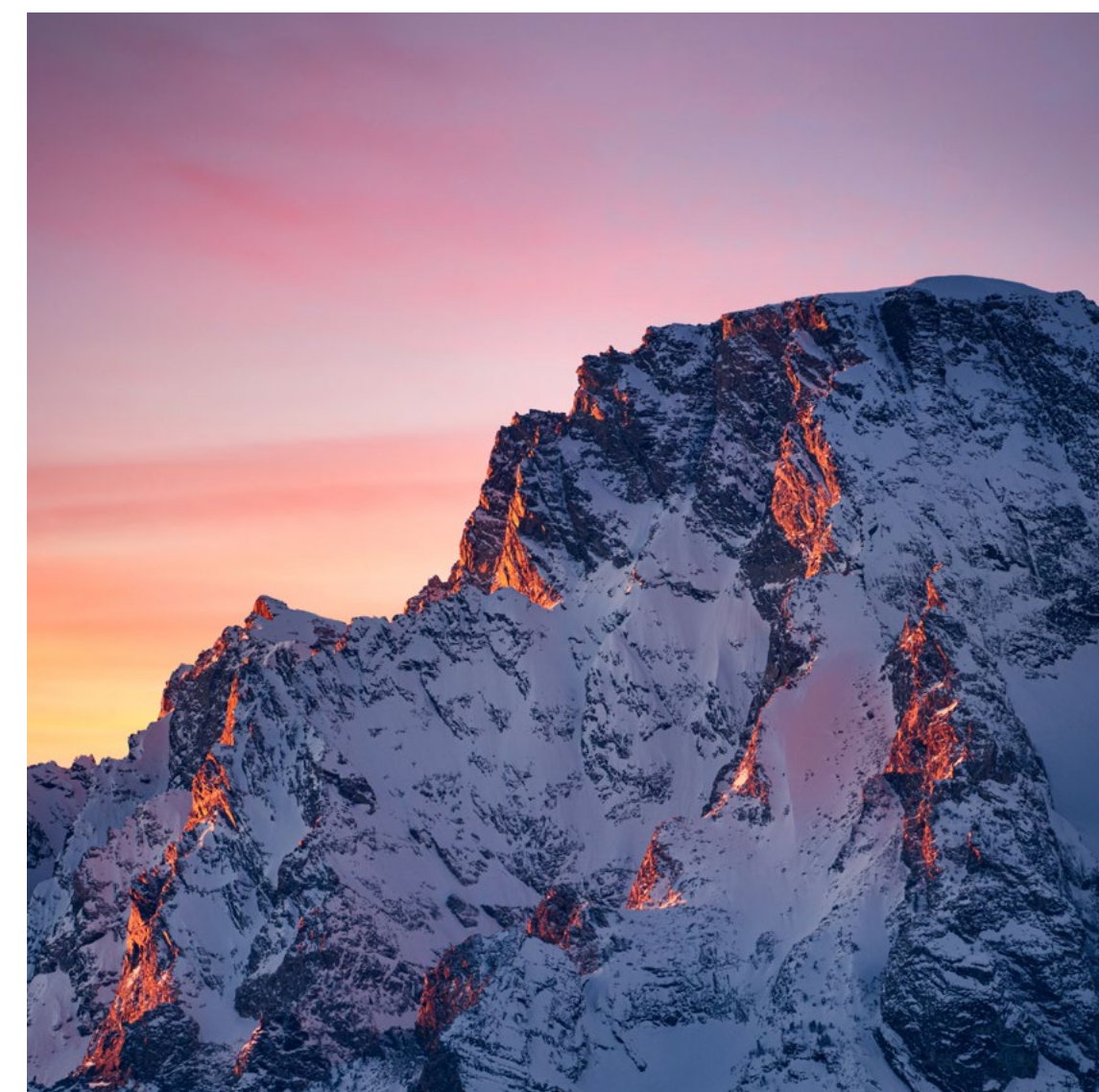


Abb. 2: Anzahl, Art und Volumen von Angeboten

Quelle: Noerr Research

Dieses deutliche Absinken des Gesamtangebotsvolumens ist vor allem der starken Reduzierung der Anzahl von Transaktionen mit einem Angebotsvolumen von mindestens EUR 100 Mio. zuzuschreiben. Im Jahr 2022 waren lediglich neun Transaktionen mit einem solchen Volumen zu verzeichnen – der niedrigste Wert in dem bislang von uns seit 2014 beobachteten Zeitraum.



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

Anhand der MKA der Zielgesellschaften lassen sich drei Segmente unterscheiden: Small Cap (MKA der Zielgesellschaft < EUR 100 Mio.), Mid Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 100 Mio. und < EUR 1.000 Mio.) und Large-Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 1.000 Mio.). Die Entwicklung der durchschnittlichen MKA in den einzelnen Segmenten im Jahr 2022 lässt sich folgendermaßen darstellen:

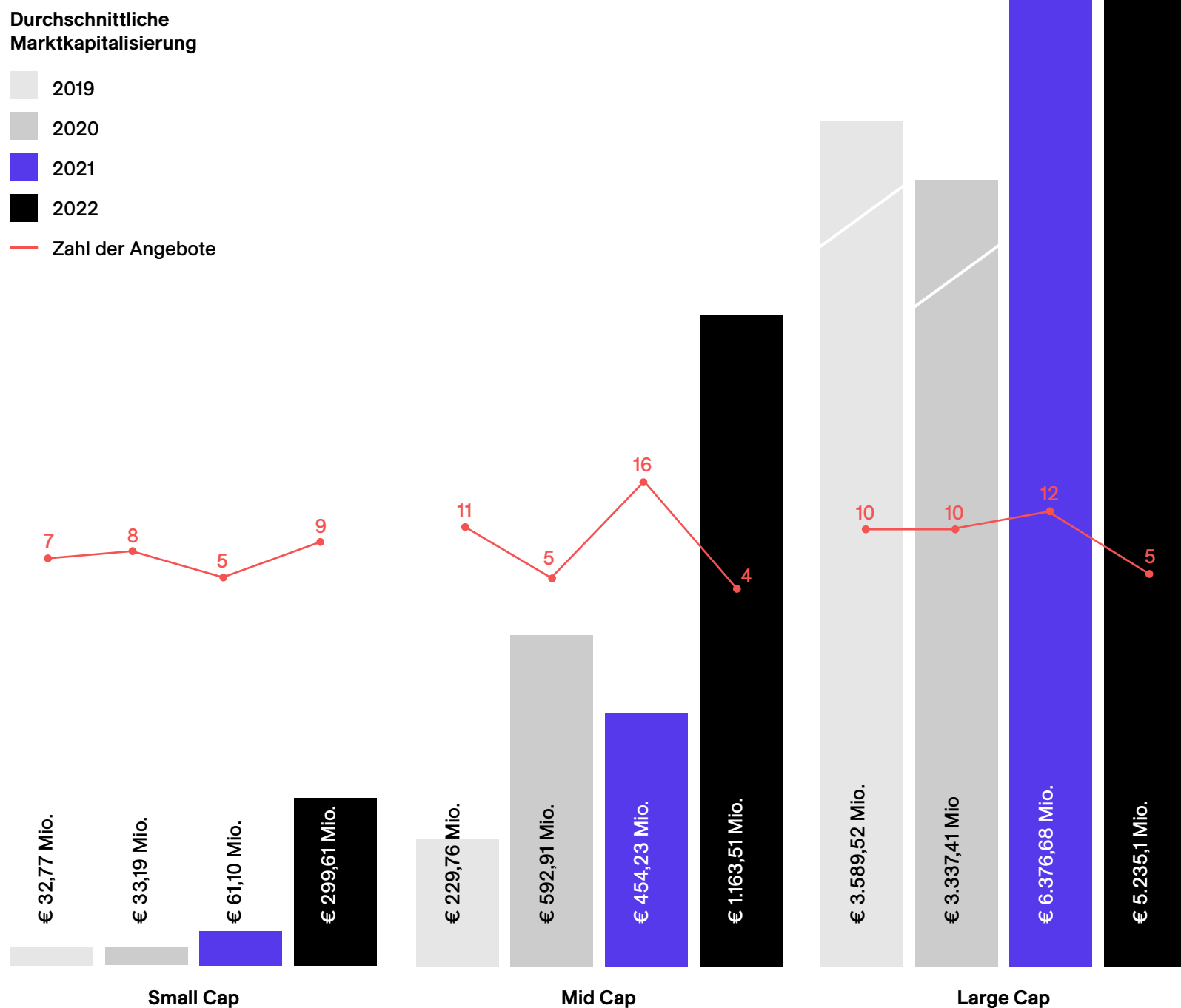


Abb. 3: Entwicklung in den Segmenten

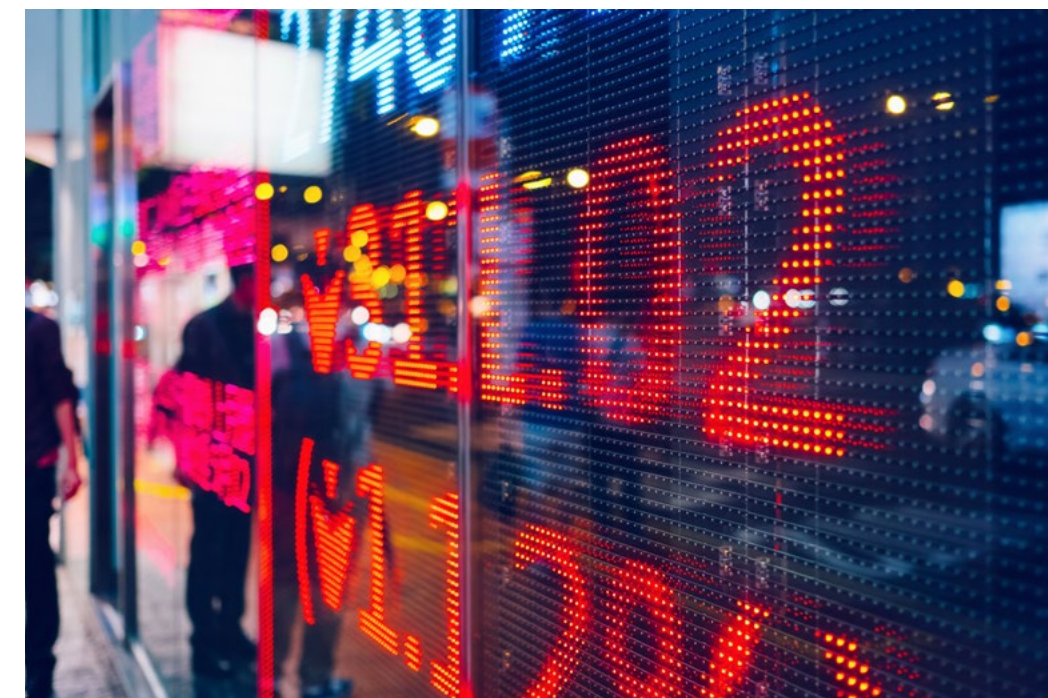
Quelle: Noerr Research

Im Large-Cap-Segment sank das durchschnittliche Angebotsvolumen im Jahr 2022 (EUR 5.235,1 Mio.) im Vergleich zu 2021 (EUR 6.376,7 Mio.) um 17,9%. Im Vergleich zu den durchschnittlichen Angebotsvolumina im Large-Cap-Segment seit 2014 bewegte sich 2022 trotzdem deutlich über dem in 2020 erfassten Tiefstwert von EUR 3.337,4 Mio. Dies war – nachdem das durchschnittliche Angebotsvolumen in diesem Segment auf einen neuen Tiefstand zuzusteuern schien (vgl. [Noerr Public M&A Report 02/2022](#)) – auf die beiden Large-Cap-Angebote in der zweiten Jahreshälfte 2022 zurückzuführen, die gemeinsam über 80% des Angebotsvolumens im Large-Cap-Segment im Jahr 2022 ausmachten.

Hervorzuheben ist insoweit das Übernahmeangebot der Oak Holdings GmbH, einem Gemeinschaftsunternehmen der Vodafone GmbH und den Finanzinvestoren Global Infrastructure Partners und KKR, an die Aktionäre der Vantage Towers AG, das mit einer MKA von EUR 16,2 Mrd. zu den nur selten vorkommenden Angeboten im mehrstelligen Milliardenbereich zählt. Trotz dieses außergewöhnlichen Angebots bewegte sich das Gesamtangebotsvolumen im Large-Cap-Segment im Jahr 2022 mit EUR 26.175,2 Mio. im unteren Drittel der seit 2014 beobachteten Werte – nur die Jahre 2014 (EUR 15,9 Mrd.) und 2015 (EUR 11,2 Mrd.) wiesen ein niedrigeres Gesamtangebotsvolumen in diesem Segment auf.

Fünf öffentliche Angebote sind dem Large-Cap-Segment zuzuordnen. Auch wenn dies einem Rückgang von 58,3% im Vergleich zum Vorjahr (2021: zwölf Large-Cap-Angebote) entspricht, hatten die Large-Cap-Transaktionen im Jahr 2022 mit knapp 28% weiterhin einen bedeutenden Anteil an der Gesamttransaktionszahl (2021: 36%).

Im Mid-Cap-Segment ist im Vergleich zum Vorjahr ein starker Rückgang sowohl im Hinblick auf die Transaktionszahl als auch auf das Transaktionsvolumen zu verzeichnen. Die Zahl der öffentlichen Angebote sank in diesem Segment von 16 im



Jahr 2021 auf nur vier im Jahr 2022. Damit liegt die Anzahl der Transaktionen wieder auf dem Niveau von 2020 (fünf Transaktionen). Auch das durchschnittliche Angebotsvolumen im Mid-Cap-Segment sank in 2022 erheblich ab auf EUR 290,9 Mio. (2021: EUR 454,2 Mio.). Dieser Wert fiel damit auf das in den Jahren 2018 (EUR 285,1 Mio.) und 2019 (EUR 229,8 Mio.) beobachtete Niveau zurück. Das Gesamtangebotsvolumen des Jahres 2022 im Mid-Cap-Segment unterschritt mit einem Wert von EUR 1.163,5 Mio. sogar deutlich den bisherigen Tiefstand aus dem Jahr 2018 (EUR 1.995,6 Mio.).

Im Gegensatz zum Large- und Mid-Cap-Segment, ist die Transaktionszahl im Small-Cap-Segment

erheblich gestiegen. Mit neun Transaktionen war im Jahr 2022 die Zahl der Angebote um 80% höher als im Jahr 2021 (fünf Angebote) und reihte sich auf dem dritten Platz hinter die bislang beobachteten Höchstwerte der Jahre 2014 (13 Angebote) und 2016 (10 Angebote) ein. Das durchschnittliche Angebotsvolumen sank hingegen von EUR 61,1 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 33,3 Mio. im Jahr 2022 (minus 45,5%). Angesichts der hohen Transaktionszahl führte dies jedoch im Vergleich zu 2021 (EUR 305,5 Mio.) nur zu einer minimalen Reduzierung des Gesamtangebotsvolumens im Jahr 2022 (EUR 299,6 Mio.) um 1,9%.

Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Die fünf Large-Cap-Angebote machten mit einem Angebotsvolumen von EUR 26,2 Mrd. 94,7% des Gesamtangebotsvolumens des Jahres 2022 (EUR 27,6 Mrd.) aus. Damit wurde sowohl der entsprechende Wert im Jahr 2021 von 91,0% als auch der bisher beobachtete Höchststand von 93,4% im Jahr 2017 überschritten.

Bei den Offerten im Large-Cap-Segment stach das Angebot der Oak Holdings GmbH an die Aktionäre der Vantage Towers AG mit einem Angebotsvolumen von EUR 16,2 Mrd. heraus. Wie auch schon im Vorjahr war damit auch in 2022 eine nach Volumen herausstechende Offerte zu beobachten, die das Angebotsvolumen im Large-Cap-Segment (Anteil von 61,8%) und das Gesamtangebotsvolumen (Anteil von 58,7%) besonders prägte. Trotz dieses Angebots ist jedoch das Gesamtangebotsvolumen im Large-Cap-Segment mit EUR 26,2 Mrd. gegenüber dem Vorjahr (EUR 76,5 Mrd.) stark eingebrochen (siehe oben) und wurde auch im Vergleich zu den übrigen von uns untersuchten Jahren lediglich von den Werten aus 2014 (EUR 19,0 Mrd.) und 2015 (EUR 14,1 Mrd.) unterschritten.

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

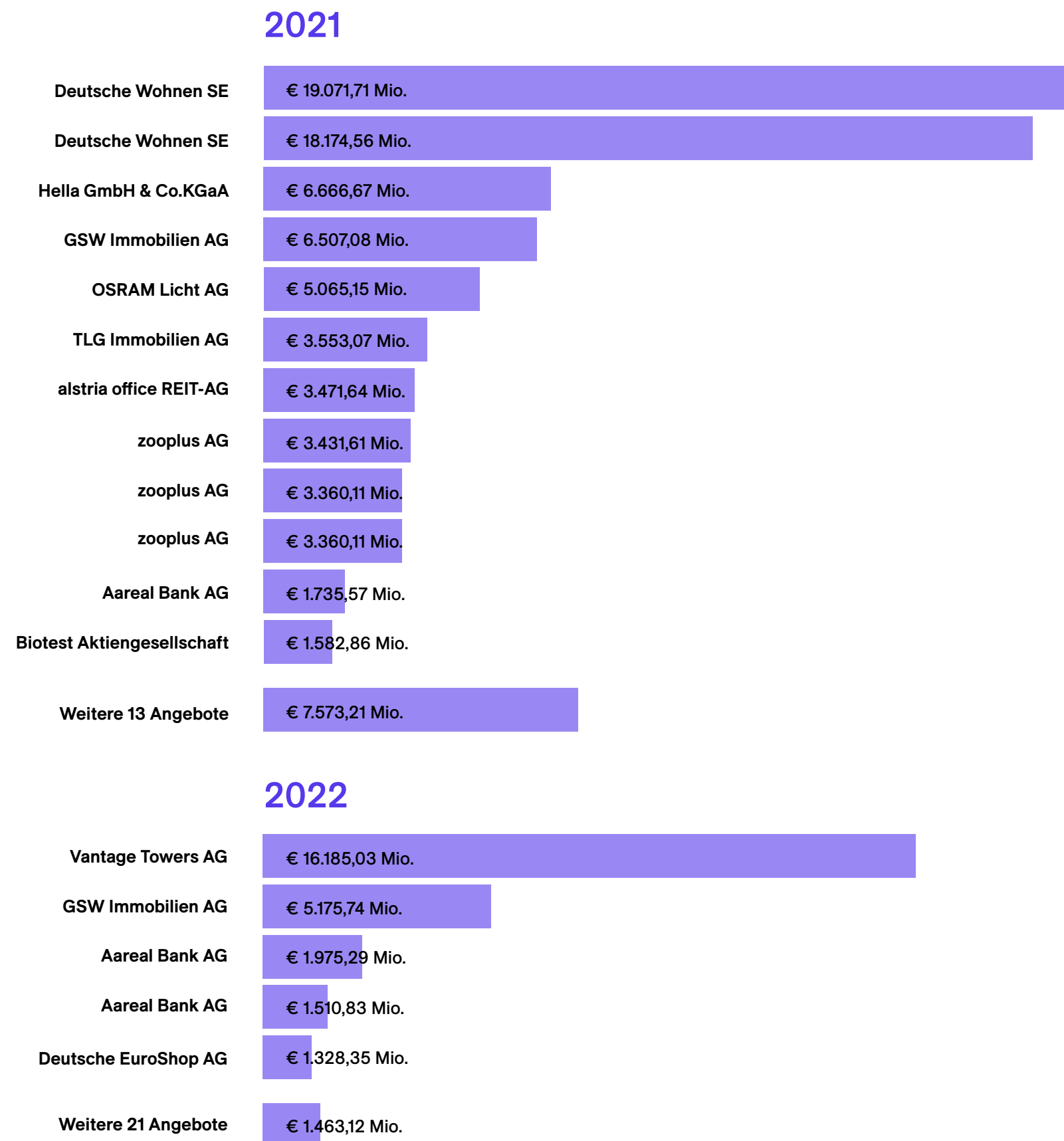
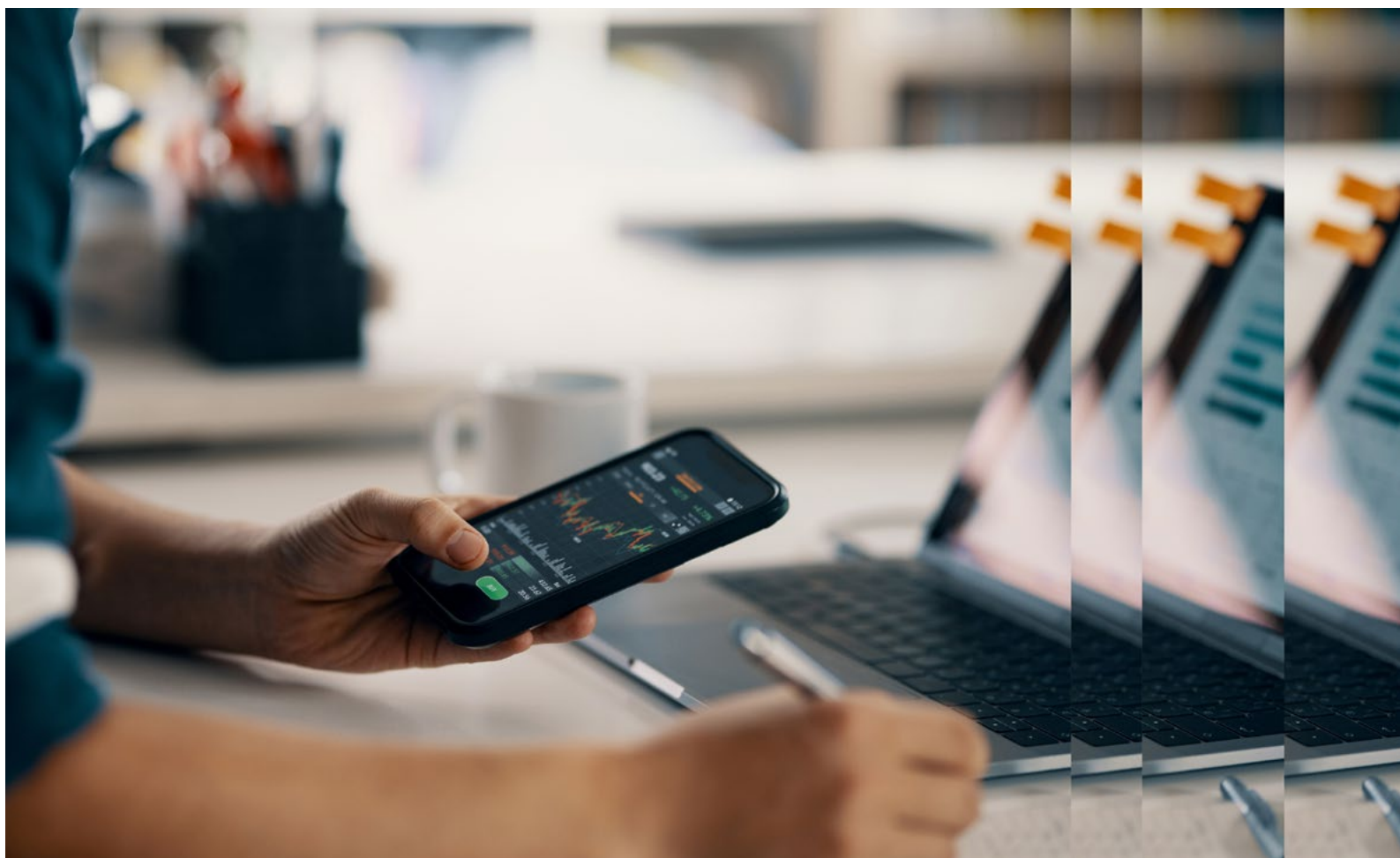


Abb. 4: Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Quelle: Noerr Research

Prämienhöhe

Im Jahr 2022 betrug die Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten (bzw. sechs Monaten bei Delisting-Angeboten) vor Bekanntgabe des Angebots durch den Bieter („3-Monats-VWAP“ bzw. „6-Monats-VWAP“) durchschnittlich 30,88%.¹

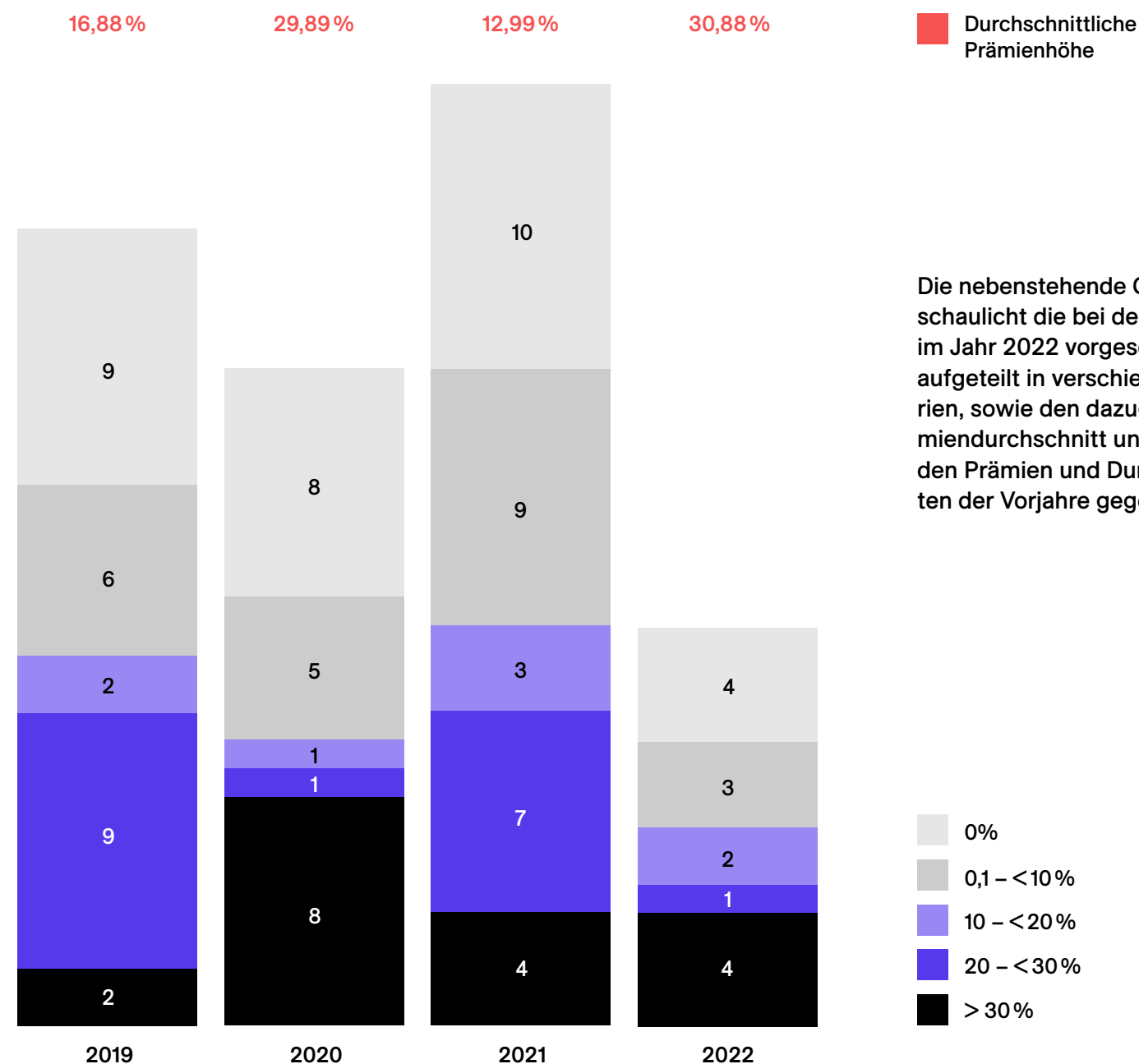


Die mit 141,16% höchste Prämie wurde den Aktionären der Home24 SE im Rahmen des Übernahmeangebots der RAS Beteiligungs GmbH, der LSW GmbH und der SGW-Immo-GmbH angeboten. In vier Fällen sahen die Angebote keine Prämie vor.

Im Jahr 2022 stieg die durchschnittliche Prämienhöhe im Vergleich zu 2021 (13,01%) um 17,87 Prozentpunkte. Zudem waren vier Angebote in der höchsten Prämienklasse von mehr als 30% zu verzeichnen, genau wie bereits 2021. Betrachtet man

hingegen die Gesamtzahl aller Angebote mit Prämien über 20%, ist für 2022 mit nur fünf Angeboten in dieser Kategorie ein deutlicher Rückgang im Vergleich zum Vorjahr zu beobachten (2021: elf Angebote).

¹ Hierbei sind vier Angebote unberücksichtigt geblieben, weil die BaFin dafür den 3-Monats-VWAP bzw. 6-Monats-VWAP nicht ermitteln konnte.



Die nebenstehende Grafik veranschaulicht die bei den Angeboten im Jahr 2022 vorgesehenen Prämien, aufgeteilt in verschiedene Kategorien, sowie den dazugehörigen Prämiedurchschnitt und stellt diese den Prämien und Durchschnittswerten der Vorjahre gegenüber.

Abb. 5: Prämienhöhe

Quelle: Noerr Research

Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2022 reduzierte sich die durchschnittliche Prämienhöhe im zweiten Halbjahr von 38,52% auf 23,25%. Maßgeblichen Einfluss auf diese Reduzierung hatte der Umstand, dass alle prämienlosen Angebote des Jahres 2022 in das zweite Halbjahr gefallen waren. Ohne die prämienlosen

Angebote hätte die durchschnittliche Prämienhöhe im zweiten Halbjahr 2022 bei 54,24% gelegen.

Die durchschnittliche Prämie bei den sieben Übernahmeangeboten des Jahres 2022 lag bei 30,71% und damit 11,29 Prozentpunkte (entspricht 58,14%) über dem entsprechenden

Durchschnittswert der 19 Übernahmeangebote im Jahr 2021 (19,42%). Im Durchschnitt war damit ein Bieter im Rahmen eines Übernahmeangebots im Jahr 2022 bereit, für die erstmalige Kontrollerlangung über die Zielgesellschaft einen höheren Preis zu zahlen als im Vorjahr.

Begründete Stellungnahmen

nach § 27 WpÜG

Sämtliche negativen Stellungnahmen (vgl. gemeinsame begründete Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der ERWE Immobilien AG, Biofrontera AG und arnet AG) begründeten die Organe insbesondere mit der Unangemessenheit der angebotenen Gegenleistung. Bezüglich der neutralen Stellungnahmen bestanden verschiedene Gründe zur Enthaltung: Vorstand und Aufsichtsrat der a.a.a. aktiengesellschaft allgemeine anlageverwaltung sahen sich aufgrund der Identität von Bieter und Zielgesellschaft (sog. Self Delisting-Angebot) nicht im Stande, eine Empfehlung auszusprechen. Vorstand und Aufsichtsrat der GSW Immobilien AG begründeten ihre neutrale Stellungnahme damit, dass die Angebotsgegenleistung unter dem aktuellen Börsenkurs lag, obgleich das Delistingangebot im Übrigen als positiv bewertet wurde. Vorstand und Aufsichtsrat der Philomaxcap AG enthielten sich schließlich ohne weitere Begründung.

Im Jahr 2022 veröffentlichten die Organe von Zielgesellschaften zu den 18 öffentlichen Angeboten insgesamt 18 begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG. Hierbei handelte es sich jeweils um gemeinsame begründete Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der jeweiligen Zielgesellschaft.

Gesamtbewertung des Angebots

Die abschließende Bewertung der Organe der Zielgesellschaften zu den 18 Angeboten des Jahres 2022 fiel wie in folgender Grafik dargestellt aus.

- 12 positive Stellungnahmen
- 3 negative Stellungnahmen
- 3 neutrale Stellungnahmen

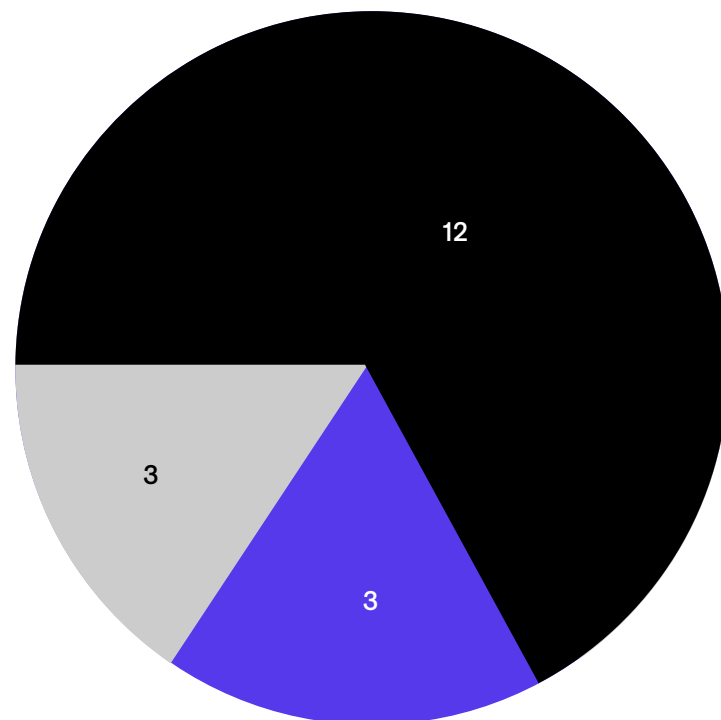


Abb. 6: Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Quelle: Noerr Research

Abgabezeitpunkt der begründeten Stellungnahmen

Die begründeten Stellungnahmen im Jahr 2022 wurden im Durchschnitt 9,7 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage abgegeben (Vorjahr: 9,3 Tage). Bei zwölf der 18 begründeten Stellungnahmen (67%) war den Organen der Zielgesellschaften wegen des Abschlusses einer Transaktionsvereinbarung mit der Bieterin vor der Angebotsbekanntmachung nach § 10 WpÜG (sog. 10er-Meldung) bekannt, dass die jeweilige Bieterin ein öffentliches Angebot abgeben wird. Diese begründeten Stellungnahmen wurden im Durchschnitt 8,8 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage veröffentlicht (Vorjahr: 9,1 Tage).

Fairness Opinions

Zur Unterlegung von acht der 18 begründeten Stellungnahmen (44%) 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.

Im Fokus

Die Entscheidung des Bieters über die Besetzung des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft

Die Besetzung des Aufsichtsrats mit den eigenen Repräsentanten ist ein typisches Mittel, mit dem der Bieter nach Vollzug eines Übernahmeangebots den erlangten Einfluss auf die Zielgesellschaft ausübt. Diese Personalentscheidungen werden von einem Rechtsrahmen beeinflusst, der in den letzten Jahren immer komplexer geworden ist. Darüber hinaus muss der Bieter berücksichtigen, dass seine Entscheidungen nicht nur von den Organen der Zielgesellschaft, sondern auch von der Öffentlichkeit genau beobachtet werden. Vor diesem Hintergrund möchten wir in unserem Fokusbeitrag einen Blick auf den rechtlichen Rahmen für diese Besetzungsentscheidungen werfen. Dabei soll es zunächst um den Zeitpunkt und das Verfahren der Neubesetzung und anschließend um die rechtlichen Anforderungen an die Repräsentanten des Bieters im Aufsichtsrat gehen.

Zeitpunkt und Verfahren der Neubesetzung

Neubesetzung nach Ablauf der Amtszeit der bisherigen Mitglieder

Wann und wie der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft umbesetzt werden soll, ist eine Frage, die sich ein potentieller Bieter frühzeitig im Verfahren stellen sollte. Zwei Zeitpunkte sind bei dieser Analyse von Bedeutung: Zum einen das Ende der Amtsdauer der aktuellen Aufsichtsratsmitglieder, zum anderen der voraussichtliche Vollzugszeitpunkt des Angebots, d.h. der Moment der Kontrollübernahme. Typischerweise enden die Amtszeiten von Aufsichtsratsmitgliedern mit Ablauf einer im Bestellungsbeschluss näher bezeichneten ordentlichen Hauptversammlung. Ferner ist es in der Praxis deutscher börsennotierter Unternehmen immer noch üblich, die Aufsichtsratsmitglieder der Anteilseigner einheitlich mit identischen Amtsdauern zu wählen. Wenn die Amtszeiten zeitnah zum geplanten Vollzugstag des Angebots enden, könnte der Bieter für einen Übergangszeitraum den bestehenden Aufsichtsrat im Amt belassen und die Neubesetzung erst auf der betreffenden Hauptversammlung (im Rahmen der dann planmäßig anstehenden Aufsichtsratswahlen) bewirken. Gegen dieses Vorgehen spricht, dass der Vollzugszeitpunkt eines Übernahme- oder Pflichtangebots nicht exakt planbar ist, insbesondere wenn behördliche Genehmigungen (z.B. Kartellfreigaben) erforderlich sind oder Änderungen des Angebots erforderlich werden (zuletzt wurde dies vor allem in Fällen von Änderungen einer Mindestannahmeschwelle relevant). Dann kann es passieren, dass der Bieter die angestrebte Beteiligungshöhe noch nicht erworben hat, wenn der für die Teilnahme an der Hauptversammlung relevante Stichtag eintritt, und er daher (noch) nicht über die erforderliche Mehrheit der Stimmrechte in der Aktionärsversammlung verfügt.

Amtsniederlegung und gerichtliche Bestellung

Besser strukturieren lässt sich die Neubesetzung, wenn der Bieter einen Teil der Aktien der Zielgesellschaft in Blöcken aufgrund von Kaufverträgen erwirbt, die im Zusammenhang mit dem Angebot abgeschlossen werden. Dann besteht die Möglichkeit, dass sich die Verkäufer in den Aktienkaufverträgen verpflichten darauf hinzuwirken, dass Aufsichtsratsmitglieder ihr Amt mit Wirkung zum Vollzugstag oder jedenfalls am Vollzugstag mit Wirkung zu einem späteren Zeitpunkt niederlegen. Eine „harte“ Verpflichtung des Verkäufers wird meist nicht durchsetzbar sein, weil die Aufsichtsratsmitglieder ihr Amt höchstpersönlich ausüben und nicht an Weisungen von Aktionären gebunden sind. In der Praxis funktionieren derartige Hinwirkensklauseln in der Regel aber gut. Nach Wirksamwerden der Amtsniederlegung kann die Neubesetzung im Wege der gerichtlichen Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern gem. §§ 104 ff. AktG umgesetzt werden, die auch durch Aktionäre beantragt werden kann. Dies ist unproblematisch möglich, wenn der Aufsichtsrat durch

die Amtsniederlegungen beschlussunfähig wird, weil das Gericht dann zur Bestellung verpflichtet ist (§ 104 Abs. 1 AktG). Bleibt die Beschlussfähigkeit des Aufsichtsrats dagegen von der Amtsniederlegung unberührt, kommt eine gerichtliche Ersatzbestellung nur in Betracht, wenn seit Eintritt der Vakanz drei Monate verstrichen sind oder ein dringender Fall vorliegt (§ 104 Abs. 2 Satz 1 u. 2 AktG). Häufig wird nach einer gerade vollzogenen Übernahme ein dringender Fall vorliegen, etwa wenn über Strukturmaßnahmen zu entscheiden ist, der Jahresabschluss festgestellt werden muss oder ein zustimmungspflichtiges Geschäft abgeschlossen werden soll. Die insoweit von Rechtsprechung und Literatur an die Dringlichkeit gestellten Anforderungen sind nicht übermäßig hoch. Wenn unter keinem denkbaren Gesichtspunkt ein dringender Fall vorliegt, kommt eine gerichtliche Bestellung jedoch nur in Betracht, wenn die Drei-Monats-Frist abgelaufen ist.

Abberufung und Neuwahl durch außerordentliche Hauptversammlung

Eine praktisch seltene Alternative zur gerichtlichen Bestellung bildet die Abhaltung einer außerordentlichen Hauptversammlung, auf der amtierende Aufsichtsratsmitglieder abberufen und neue Aufsichtsratsmitglieder gewählt werden. Dieses Vorgehen des neuen Mehrheitsaktionärs kann als aggressiv wahrgenommen werden und wird nur in Betracht kommen, wenn einvernehmliche Lösungen gescheitert sind. Die Einberufung einer Hauptversammlung können ein oder mehrere Aktionäre verlangen, die mehr als den zwanzigsten Teil des Grundkapitals auf sich vereinen und diese Aktien seit mehr als 90 Tagen vor Zugang des Verlangens bei der Gesellschaft halten (§ 122 Abs. 1 AktG). Weitere materielle Voraussetzungen für ein Einberufungsverlangen bestehen nicht; allerdings darf das Verlangen nicht missbräuchlich sein (was in solchen Fällen oft kontrovers diskutiert wird). Einzige Voraussetzung für die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern ist die Beschlussfassung der Hauptversammlung mit einer Mehrheit von drei Vierteln der abgegebenen Stimmen (oder einer in der Satzung festgelegten anderen Mehrheit). Die Neuwahl von Aufsichtsratsmitgliedern ist durch einfachen Mehrheitsbeschluss der Hauptversammlung möglich. Der Nachteil dieser Variante liegt in der relativ langen Verfahrensdauer und der negativen Außenwirkung („Kampf um den Aufsichtsrat“), insbesondere wenn die Beteiligten neben den Pflichtveröffentlichungen auch noch Stellungnahmen und Pressemitteilungen zum Verfahren oder zu den Kandidaten herausgeben.

Anforderungen an die Repräsentanten des Bieters im Aufsichtsrat

Was die rechtlichen Anforderungen an die vom Bieter vorzuschlagenden Aufsichtsratsmitglieder angeht, sind zwei Normengefüge zu unterscheiden.

Persönliche Anforderungen

Zum einen gibt es gesetzliche Anforderungen an Aufsichtsratsmitglieder, die zwingend zu beachten sind. Nur natürliche, unbeschränkt geschäftsfähige Personen können ein Aufsichtsratsmandat wahrnehmen (§ 100 Abs. 1 AktG). Das Aktiengesetz sieht **Hinderungsgründe für die Übernahme eines Aufsichtsratsmandats** in bestimmten Fällen (siehe auf der folgenden Seite) vor. Darüber hinaus können in der Satzung weitere persönliche Voraussetzungen für Aufsichtsratsmitglieder geregelt sein, was aber in der Praxis börsennotierter Unternehmen keine große Bedeutung hat. Sind diese Anforderungen bei einem Kandidaten nicht erfüllt, so ist der Hauptversammlungsbeschluss über seine Wahl bei Verstößen gegen §§ 105 Abs. 1, 100 Abs. 1, 2 AktG nichtig, in den anderen Fällen anfechtbar. Ein Beschluss über die gerichtliche Bestellung eines solchen Kandidaten wäre rechtswidrig und könnte mit der Beschwerde angegriffen werden.

Gesetzlich sind bei nicht regulierten Unternehmen¹ Anforderungen an die **Sachkunde der einzelnen Mitglieder** nicht ausdrücklich geregelt. § 100 Abs. 5, 2. HS AktG schreibt lediglich vor, dass die Mitglieder des Aufsichtsrats in ihrer Gesamtheit mit dem Sektor, in dem die Gesellschaft tätig ist, vertraut sein müssen.

Der Bundesgerichtshof² leitet aus dem Gebot der persönlichen Amtsausübung der Aufsichtsratsmitglieder (§ 111 Abs. 6 AktG) ab, dass ein Aufsichtsratsmitglied diejenigen **Mindestkenntnisse und -fähigkeiten** besitzen oder sich aneignen muss, die es braucht, um alle normalerweise anfallenden Geschäftsvorgänge auch ohne fremde Hilfe verstehen und sachgerecht beurteilen zu können. Damit sind freilich nur sehr geringe Anforderungen aufgestellt, deren Erfüllung in der Praxis nicht in Frage steht.

Relevant für Besetzungsvorschläge des Bieters an die Hauptversammlung oder an ein bestellendes Gericht kann auch die Anforderung werden, dass mindestens ein Mitglied über **Sachverstand auf dem Gebiet Rechnungslegung** und mindestens ein weiteres Mitglied über **Sachverstand auf dem Gebiet Abschlussprüfung** verfügen muss (§ 100 Abs. 5 AktG). Über den erforderlichen Sachverstand verfügt das betreffende Mitglied des Aufsichtsrats, wenn es beruflich mit Rechnungslegung und/oder Abschlussprüfung befasst ist oder war. Diese Vorgabe wird überwiegend nicht als persönliche Anforderung an ein bestimmtes Mitglied verstanden (da sie sich ja an das Gremium als Ganzes richtet), sondern als objektive Besetzungsregel. Dennoch werden ihr nicht entsprechende Hauptversammlungsbeschlüsse von der h.M. als anfechtbar angesehen, und bei der gerichtlichen Bestellung hat das Gericht die Regel als Ermessensgrenze zu berücksichtigen.

¹ Bei regulierten Unternehmen bestehen weitergehende Anforderungen, z.B. nach § 25d Abs. 1 KWG für die Aufsichtsratsmitglieder von Instituten, Finanzholding-Gesellschaften oder gemischten Finanzholding-Gesellschaften im Sinne des KWG.

² BGH, Urt. v. 15.11.1982 - II ZR 27/82, BGHZ 85, 293 = NJW 1983, 991.

Gesetzliche Hinderungsgründe

Aufsichtsratsmitglied einer börsennotierten Aktiengesellschaft darf nicht sein, wer:

- Vorstandsmitglied, dauernd Stellvertreter von Vorstandsmitgliedern, Prokurist oder zum gesamten Geschäftsbetrieb ermächtigter Handlungsbevollmächtigter der Gesellschaft ist (§ 105 Abs. 1 AktG);
- bereits Aufsichtsratsmitglied in zehn Handelsgesellschaften ist, die gesetzlich einen Aufsichtsrat zu bilden haben (§ 100 Abs. 2 Nr. 1 AktG);
- gesetzlicher Vertreter eines von der Gesellschaft abhängigen Unternehmens ist (§ 100 Abs. 2 Nr. 2 AktG);
- gesetzlicher Vertreter einer anderen Kapitalgesellschaft ist, deren Aufsichtsrat ein Vorstandsmitglied der Gesellschaft an gehört (§ 100 Abs. 2 Nr. 3 AktG); oder
- in den letzten zwei Jahren Vorstandsmitglied der Gesellschaft war; es sei denn, seine Wahl erfolgt auf Vorschlag von Aktionären, die mehr als 25 Prozent der Stimmrechte an der Gesellschaft halten (§ 100 Abs. 2 Nr. 4 AktG).

Weitere Anforderungen

Zum anderen bestehen bei börsennotierten Unternehmen verschiedene weitergehende persönliche Anforderungen an die Aufsichtsratsmitglieder, die sich aus sehr unterschiedlichen Rechtsquellen ergeben. Die bei ihrer Nichtbeachtung eintretenden Rechtsfolgen sind differenziert zu betrachten. Eine strenge Vorgabe besteht mit der **fixen Geschlechterquote**, welche für börsennotierte Unternehmen gilt, die unter das Mitbestimmungsgesetz, das Montan-Mitbestimmungsgesetz oder das Mitbestimmungsergänzungsgesetz (d.h. Unternehmen mit regelmäßig mehr als 2.000 Mitarbeitern oder des Bergbaus oder der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie). Greift sie ein, muss sich der Aufsichtsrat zu mindestens 30 Prozent aus Frauen und zu mindestens 30 Prozent aus Männern zusammensetzen (§ 96 Abs. 1 Satz 1 AktG). Dagegen verstoßende Wahlbeschlüsse der Hauptversammlung sind nichtig, und auch bei der gerichtlichen Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern ist das Gericht an die Geschlechterquote gebunden.

Schließlich können weitere Anforderungen aufgrund von nichtzwingenden Regelungen bestehen. Das ist der Fall, wenn die Zielgesellschaft bestimmten **Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex³** (DCGK) entspricht. Dieser enthält eine Reihe von Empfehlungen für die Besetzung des Aufsichtsrats (siehe [nebenstehenden] Kasten), insbesondere in Bezug auf die Unabhängigkeit der Mitglieder. Ferner wird in C.1 Satz 1 DCGK empfohlen, dass der Aufsichtsrat konkrete Ziele für seine Zusammensetzung benennt und ein Kompetenzprofil für das Gesamtgremium erarbeitet. Darüber hinaus besteht für börsennotierte Unternehmen, die nicht in den Anwendungsbereich der fixen Geschlechterquote fallen, eine Pflicht des Aufsichtsrats zur Festlegung einer **Zielgröße für den Frauenanteil im Aufsichtsrat** (§ 111 Abs. 5 AktG).

Beiden Anforderungen ist gemein, dass sie nur bestehen, wenn der Aufsichtsrat dies festgelegt hat, indem er in der Entsprechenserklärung gem. § 161 AktG erklärt, dass er die betreffende Empfehlung befolgt, und er eine Zielgröße für den Frauenanteil festgelegt hat, die größer als Null ist. Damit dienen beide Vorgaben der Selbstbindung des Aufsichtsrats, entfalten also keine unmittelbare rechtsbindende Wirkung für einen Aktionär. Sie haben allerdings eine unternehmenspolitische Bedeutung, weil zu erwarten ist, dass sich der Aufsichtsrat gegen Besetzungsvorschläge an die Hauptversammlung oder das bestellende Gericht positionieren wird, die diesen Vorgaben widersprechen.

³ Die Ausführungen zum DCGK beziehen sich auf die Fassung vom 28. April 2022, die am 27. Juni 2022 im Bundesanzeiger bekannt gemacht wurde.

Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex für die Besetzung des Aufsichtsrats:

- Vom Aufsichtsrat festzusetzende Altersgrenze (C.2 DCGK);
- Beachtung der Diversität (C.1 Satz 2 DCGK);
- Expertise zu den für das Unternehmen bedeutsamen Nachhaltigkeitsfragen gemäß dem Kompetenzprofil des Aufsichtsrats (C.1 Satz 3 DCGK);
- Zugehörigkeit einer angemessenen Zahl unabhängiger Mitglieder (C.6 DCGK);
- Unabhängigkeit der Hälfte aller Anteilseignervertreter von Gesellschaft und Vorstand (C.7 DCGK);
- Unabhängigkeit von mindestens zwei Anteilseignervertretern vom kontrollierenden Aktionär in einem Aufsichtsrat mit mehr als sechs Mitgliedern (C.9 Abs. 1 S.1 DCGK);
- Unabhängigkeit des Aufsichtsratsvorsitzenden, des Vorsitzenden des Prüfungsausschusses sowie des Vorsitzenden des mit der Vorstandsvergütung befassten Ausschusses von der Gesellschaft und vom Vorstand (C.10 DCGK);
- Nicht mehr als zwei ehemalige Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat (C.11 DCGK);
- Keine Organ- oder Beratungsfunktionen oder persönliche Beziehungen zu wesentlichen Wettbewerbern (C.12 DCGK).

Fazit

Eine Umbesetzung des Aufsichtsrats nach Abschluss eines Übernahmeangebots kann nach dem Ausscheiden bisheriger Mitglieder durch Neuwahl auf einer Hauptversammlung oder durch gerichtliche Bestellung erfolgen. Idealerweise gelingt es dem Bieter, Altaktionäre dazu zu bringen, auf das Ausscheiden bestimmter Aufsichtsratsmitglieder hinzuwirken. Bei der Auswahl der Kandidatinnen und Kandidaten des Bieters sind eine Reihe von Vorgaben auf unterschiedlichen rechtlichen Ebenen zu beachten. Diese Vorgaben sind nur teilweise zwingend (wie die persönlichen Hinderungsgründe). Darüber hinaus gibt es eine Reihe von Anforderungen, über die sich ein Bieter hinwegsetzen könnte (etwa die Anforderungen des DCGK oder vom Aufsichtsrat festgelegte Zielgrößen für die Frauenbeteiligung). Wenn sich der Bieter hierfür entscheidet, kann es allerdings zu Opposition der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft kommen. Ob der Bieter es auf eine solche Konfrontation ankommen lassen möchte, liegt in seinem Ermessen und sollte sorgsam bedacht werden.

Ansprechpartner

Hamburg



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



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

Düsseldorf



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

München



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



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



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

Frankfurt am Main



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



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



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





Über Noerr

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

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

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