

Noerr Public M&A Report 01/2022

## Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen im Jahr 2021

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

# Editorial

*Mit dem vorliegenden Noerr Public M&A Report 01/2022 blicken wir auf ein Rekordjahr für öffentliche Übernahmen in Deutschland zurück. In 2021 gab es 33 Angebote mit einem Gesamttransaktionsvolumen von EUR 84,1 Mrd., wodurch die bisherigen Höchststände der Jahre 2019 (28 Transaktionen) und 2017 (Marktvolumen von EUR 58,6 Mrd.) deutlich übertroffen wurden. Ein Rekordwert liegt selbst dann vor, wenn man berücksichtigt, dass die Vonovia SE zwei Übernahmeangebote an die Aktionäre der Deutsche Wohnen SE abgab, die beide ein sehr hohes Volumen aufwiesen, aber wirtschaftlich das gleiche Ziel hatten.*

Das Jahr 2021 zeigte nicht nur ein hohes Maß an Aktivitäten am Markt für öffentliche Übernahmen, sondern auch besonders spannende Transaktionen. Neben den Highlight-Angeboten der Vonovia SE zählt dazu auch der Bieterkampf um die Münchener zooplus AG, der zu insgesamt drei Angeboten von zwei verschiedenen Bietern führte.

Sowohl das erste Angebot der Vonovia SE an die Aktionäre der Deutsche Wohnen SE als auch das der Zorro BidCo S.à r.l. an die Aktionäre der zooplus AG scheiterten an der vom Bieter festgelegten Mindestannahmeschwelle. Allgemein hatten wir den Eindruck, dass ein Scheitern von Übernahmeangeboten am Nichterreichen der Mindestannahmeschwellen zuletzt häufiger geworden sei. Unser Kollege *Juri Stremel* hat dies zum Anlass für einen Beitrag genommen, den Sie ab Seite 11 finden. Er geht der Frage nach, ob sich dieser Eindruck empirisch belegen lässt, welche Art von Übernahmeangeboten davon betroffen sind und worin die Gründe liegen.

Schließlich widmet sich *Jens Michael Göb* dem rechtlich anspruchsvollen und praktisch höchst relevanten Thema der „*Vereinbarung schuldrechtlicher Reportingpflichten im grenzüberschreitenden Aktienkonzern*“ (ab Seite 14). Es geht dabei um die Frage, wie und inwieweit man auf vertraglichem Wege Informationspflichten der Zielgesellschaft begründen kann, wenn die gesetzlichen Rechte des Bieters nicht ausreichen, um die Konzernintegration zu vollziehen.

*Dr. Philip M. Schmoll* hat den Abschnitt über die in der Berichtsperiode veröffentlichten begründeten Stellungnahmen gemäß § 27 WpÜG erstellt (ab Seite 9).

Wir danken den Autoren und allen anderen Kolleginnen und Kollegen bei Noerr, die sich an der Erstellung und Gestaltung des Noerr Public M&A Reports 01/2022 beteiligt haben. Ihnen, unseren Leserinnen und Lesern, wünschen wir eine erkenntnisreiche Lektüre und hoffen, Ihnen spannende Einblicke in das Geschehen am Markt für öffentliche Übernahmen in Deutschland und dessen Hintergründe bieten zu können.



**Dr. Volker Land**

Partner Corporate/Capital Markets

volker.land@noerr.com

T +49 40 300397 102



**Dr. Stephan Schulz**

Partner Corporate/Capital Markets

stephan.schulz@noerr.com

T +49 40 300397 108

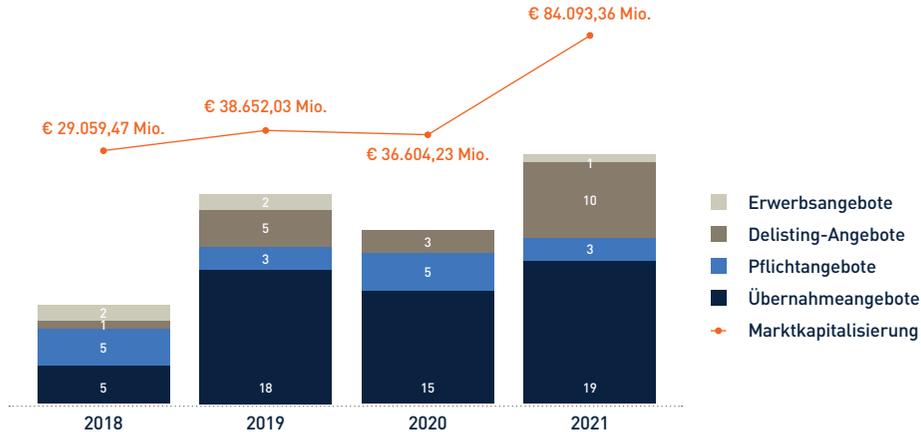
# Highlights

- 
- > Mit 33 Transaktionen und einem Marktvolumen von EUR 84,1 Mrd. stellte 2021 ein Rekordjahr für öffentliche Übernahmen dar. Insoweit wurden nicht nur die Werte von 2020 (23 Transaktionen mit einem Marktvolumen von EUR 36,0 Mrd.), sondern auch die Höchststände der Jahre 2019 (28 Transaktionen) und 2017 (Marktvolumen von EUR 58,6 Mrd.) übertroffen.
  - > Der bereits im letzten Jahr beobachtete Delisting-Trend setzte sich fort: Fast die Hälfte aller Angebote im Jahr 2021 hatten ausschließlich oder zumindest auch ein Delisting zum Ziel.
  - > Im Large-Cap-Segment war neben einem moderaten Anstieg der Angebotszahl eine signifikante Erhöhung des durchschnittlichen Angebotsvolumens zu verzeichnen. Im Mid-Cap-Segment ging hingegen eine im Vergleich zum Vorjahr mehr als dreimal so hohe Angebotszahl mit einem Rückgang des durchschnittlichen Angebotsvolumens einher, während sich im Small-Cap-Segment bei verringerter Angebotszahl das durchschnittliche Angebotsvolumen deutlich steigerte.
  - > Die durchschnittliche Prämienhöhe ist im Jahr 2021 weiter auf 13,01% gesunken.
  - > Im Fokus: Übernahmeangebote mit Mindestannahmeschwellen
  - > Die aktuelle Rechtsfrage: Vereinbarungen schuldrechtlicher Reportingpflichten im grenzüberschreitenden Aktienkonzern

# Marktübersicht

## Anzahl und Volumen von Angeboten

Im Jahr 2021 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („**BaFin**“) 33 öffentliche Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („**WpÜG**“) gebilligt. Diese Angebote bezogen sich auf Zielgesellschaften mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („**MKA**“) von insgesamt EUR 84,1 Mrd. Es handelte sich dabei um 19 Übernahmeangebote (davon drei kombiniert mit einem Delisting-Angebot), zehn reine Delisting-Angebote, drei Pflichtangebote (davon zwei kombiniert mit einem Delisting-Angebot) und ein Erwerbsangebot. Zudem hat die BaFin ein Angebot aufgrund mangelnder Liquidität der zum Tausch angebotenen Aktien untersagt.



**Abb. 1: Anzahl und Volumen von Angeboten**

Quelle: Noerr Research

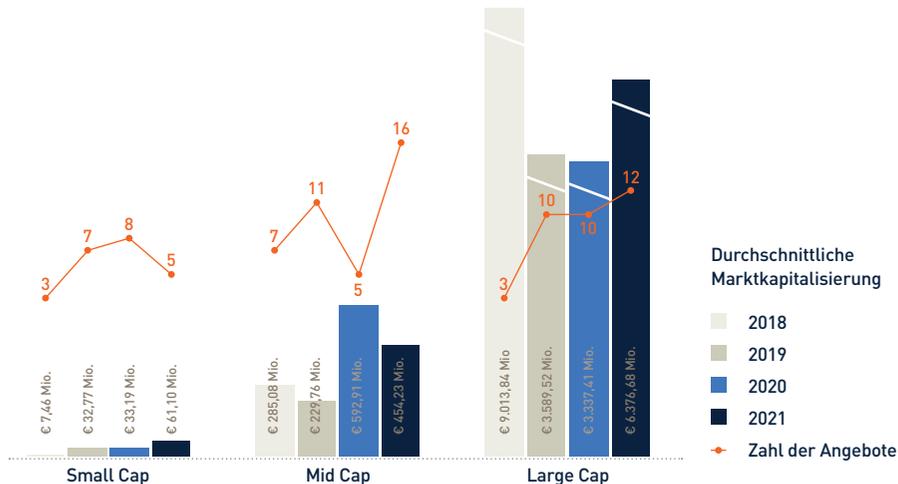
Die Zahl der Transaktionen ist im Jahr 2021 mit 33 gebilligten und veröffentlichten Angeboten im Vergleich zum Jahr 2020, in dem 23 Offerten veröffentlicht wurden, um 43,5% gestiegen. Das Angebotsvolumen (ausgedrückt in der MKA) hat sich von EUR 36,0 Mrd. im Jahr 2020 sogar auf EUR 84,1 Mrd. im Jahr 2021 erhöht. Dies entspricht einem prozentualen Anstieg von 133,6%. Zudem überstieg das Angebotsvolumen des Jahres 2021 auch sämtliche seit 2014 erfasste Volumina und verdrängte damit das Angebotsvolumen des Jahres 2017 (EUR 58,6 Mrd.) von seinem bisherigen Spitzenplatz. Dieser hohe Anstieg ist von den beiden Übernahmeangeboten der Vonovia SE an die Aktionäre der Deutsche Wohnen SE mit MKA von EUR 18,7 Mrd. und EUR 19,1 Mrd. geprägt, von denen das erste wegen der Verfehlung der festgelegten Mindestannahmeschwelle erfolglos war. Aber auch wenn man dieses erfolglose Angebot unberücksichtigt lässt, lag das Gesamtangebotsvolumen des Jahres 2021 mit EUR 65,4 Mrd. immer noch deutlich über dem des Jahres 2017.

Auffällig war außerdem, dass der Anteil von Angeboten, die ausschließlich oder auch auf ein Delisting abzielten, an der Gesamtzahl der gebilligten und veröffentlichten Offerten im Jahr 2021 erheblich über den entsprechenden Werten der Delisting-Angebote in den Vorjahren lag. Es gab 15 Angebote dieser Art (Anteil an der Gesamtangebotszahl von 45,5%), wovon zehn reine Delisting-Angebote waren (Anteil an der Gesamtangebotszahl von 30,3%). Hingegen lagen diese Anteile in den seit 2014 betrachteten Vorjahren stets unter 20%, mit einem Höchstwert in 2019 von 17,9% (in diesem Jahr gab es lediglich reine Delisting-Angebote). Der bereits im Jahr 2020 beobachtete Trend zum Delisting als Ziel öffentlicher Angebote setzte sich damit in deutlich gesteigerter Weise fort.

# 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 1000 Mio.) und Large Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 1000 Mio.).

Die Entwicklung der durchschnittlichen MKA in den einzelnen Segmenten im Jahr 2021 lässt sich folgendermaßen darstellen:



**Abb. 2: Entwicklung in den Segmenten**

Quelle: Noerr Research

Im Large-Cap-Segment war das durchschnittliche Angebotsvolumen mit EUR 6.376,7 Mio. im Vergleich zu 2020 um 94,6% gestiegen (2020: EUR 3.337,4 Mio.). Anders als in den Jahren 2019 und 2020 gab es mit den beiden Übernahmeangeboten der Vonovia SE an die Aktionäre der Deutsche Wohnen SE zwei Angebote, deren MKA im mehrstelligen Milliardenbereich lagen (EUR 18,7 Mrd. und EUR 19,1 Mrd.). Selbst wenn man diese beiden Angebote unberücksichtigt lässt, ergibt sich bei einem Durchschnittswert von EUR 3.873,4 Mio. noch eine deutliche Erhöhung gegenüber 2020 um 16%.

Zwölf öffentliche Angebote waren dem Large-Cap-Segment zuzuordnen. Obwohl damit mehr Large-Cap-Transaktionen als im Vorjahr (2020: zehn) zu beobachten waren, war dieses Segment zahlenmäßig aufgrund des noch größeren Anstiegs der Anzahl der Mid-Cap-Transaktionen nicht mehr das stärkste der drei Segmente.

Im Mid-Cap-Segment war bei einer Zahl von 16 Transaktionen im Vergleich zum Vorjahr (2020: fünf) ein erheblicher Anstieg zu beobachten. Während sich damit die Anzahl der Transaktionen mehr als verdreifachte, ist das durchschnittliche Angebotsvolumen von EUR 454,2 Mio. im Vergleich zum Vorjahr (2020: EUR 592,9 Mio.) gesunken. Dieser Wert lag jedoch weiterhin deutlich über den entsprechenden Werten im Jahr 2019 (EUR 229,8 Mio.) und 2018 (EUR 285,1 Mio.).

Die Transaktionszahl im Small-Cap-Segment hat sich mit fünf im Vergleich zu den beiden Vorjahren verringert (2020: acht; 2019: sieben), lag aber über dem entsprechenden Wert im Jahr 2018 (drei). Hingegen lag das durchschnittliche Angebotsvolumen im Small-Cap-Segment im Jahr 2021 mit EUR 61,1 Mio. deutlich über dem Wert von 2020 (EUR 33,2 Mio.).

# Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Die zwölf Large-Cap-Angebote machten mit einem Angebotsvolumen von EUR 76,5 Mrd. ca. 91% des Gesamtangebotsvolumens des Jahres 2021 von EUR 84,1 Mrd. aus. Dies entspricht in etwa den Werten aus den Vorjahren. Bei den Offerten im Large-Cap-Segment stechen die beiden Angebote der Vonovia SE an die Aktionäre der Deutsche Wohnen SE mit Angebotsvolumina von EUR 18,7 Mrd. und EUR 19,1 Mrd. heraus.

Anders als im Vorjahr, in dem derart große Transaktionen nicht zu beobachten waren, war das Gesamtangebotsvolumen durch diese beiden Offerten geprägt. Aber auch ohne die beiden herausragenden Angebote der Vonovia SE an die Aktionäre der Deutsche Wohnen SE ist das Gesamtangebotsvolumen im Large-Cap-Segment mit EUR 38,7 Mrd. im Vergleich zum Vorjahr (EUR 32,8 Mrd.) deutlich gestiegen.

Die folgende Grafik zeigt die Anteile der Large-Cap-Transaktionen der Jahre 2020 und 2021 am jeweiligen Gesamtangebotsvolumen des Jahres (ausgedrückt in der MKA):

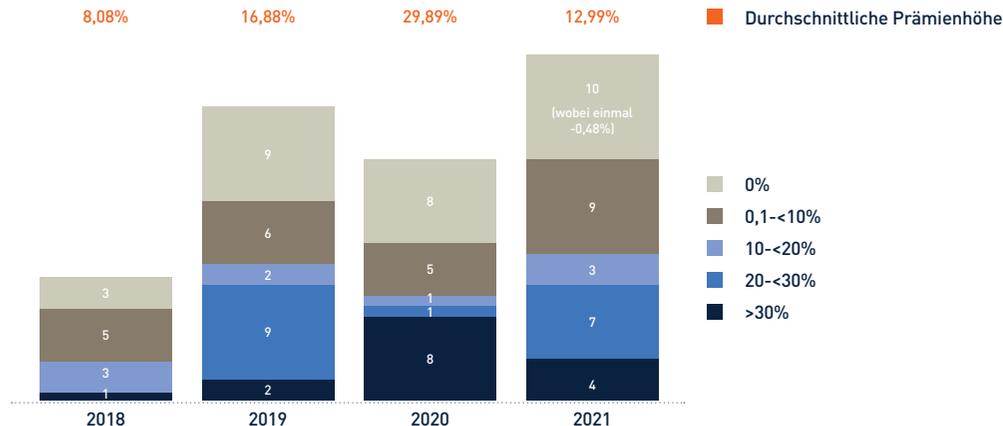


**Abb. 3: Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen**

Quelle: Noerr Research

# Prämienhöhe

Im Jahr 2021 betrug die Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten vor Bekanntgabe des Angebots durch den Bieter („**3-Monats-VWAP**“) durchschnittlich 13,01%. Die höchste Prämie auf den 3-Monats-VWAP von 79,73% wurde den Aktionären der zooplus AG im Rahmen des Übernahmeangebots der Zorro Bidco S.à.r.l., eines Vehikels verschiedener von dem Private-Equity-Investor Hellman & Friedman beratenen Fonds, gezahlt. Dem lag eine Angebotserhöhung nach einem konkurrierenden Angebot durch die Pet Bidco GmbH zugrunde, hinter der wiederum die Private-Equity-Gesellschaft EQT stand.



**Abb. 4: Prämienhöhe**

Quelle: Noerr Research

Die Grafik veranschaulicht die bei den Angeboten im Jahr 2021 erzielten Prämien, aufgeteilt in verschiedene Kategorien, sowie den dazugehörigen Prämiedurchschnitt und stellt diese den Prämien und Durchschnittswerten der Vorjahre gegenüber.

In zehn Fällen erhielten die Aktionäre keine Prämie. Dabei beinhaltete die angebotene Gegenleistung im Rahmen des freiwilligen Erwerbsangebots der Pierer Industrie AG an die Aktionäre der Leonie AG sogar einen Abschlag in Höhe von 0,48% auf den 3-Monats-VWAP, was möglich war, weil die Mindestpreisregelungen der §§ 3 ff. WpÜG-Angebotsverordnung auf einfache Erwerbsangebote keine Anwendung finden.

Im Jahr 2021 waren vier Angebote in der höchsten Prämienklasse von mehr als 30% zu verzeichnen, während 2020 noch acht Offerten dieser Kategorie zuzuordnen waren (2019: zwei). Betrachtet man hingegen die Gesamtzahl aller Angebote mit Prämien über 20%, war 2021 mit elf entsprechenden Angeboten ein Anstieg gegenüber dem Vorjahr (2020: neun) auf das Niveau des Jahres 2019 zu beobachten. Bei der durchschnittlichen Prämienhöhe war erneut eine Verringerung gegenüber den Vorjahren (2020: 29,89%; 2019: 16,88%) festzustellen.

Im Vergleich zu dem ersten Halbjahr 2021 war die durchschnittliche Prämienhöhe im zweiten Halbjahr von 10,10% auf 14,10% angestiegen. Maßgeblichen Einfluss auf diese Erhöhung hatte die Prämienhöhe von 79,73% bei dem Angebot der Zorro Bidco S.à.r.l. an die Aktionäre der zooplus AG im zweiten Halbjahr 2021. Lässt man diese Offerte unberücksichtigt, hätte die durchschnittliche Prämienhöhe im zweiten Halbjahr 2021 lediglich bei 11,24% gelegen, so dass die Steigerung damit gegenüber dem ersten Halbjahr weniger deutlich ausgefallen wäre.

Die durchschnittliche Prämie bei den 19 Übernahmeangeboten des Jahres 2021 lag bei 19,42% und damit 4,57 Prozentpunkte (entspricht 19,05%) unter dem entsprechenden Durchschnittswert der 15 Übernahmeangebote im Jahr 2020 (23,99%). Die gesonderte Betrachtung der Durchschnittsprämienhöhe dieser Angebotsart bietet sich dabei aufgrund des Umstands an, dass der Bieter im Rahmen einer solchen Transaktion die Kontrolle über die Zielgesellschaft überhaupt erst erwerben möchte und deswegen in der Regel auf einen attraktiven Angebotspreis Wert legen wird.

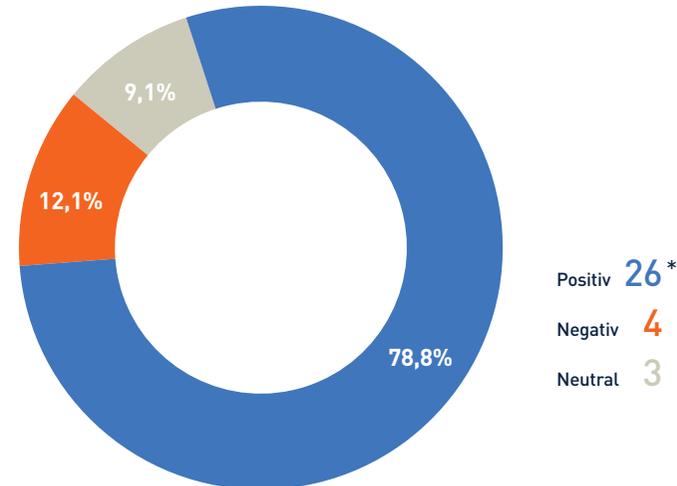
# Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

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

## Gesamtbewertung des Angebots

Im Jahr 2021 veröffentlichten die Organe von Zielgesellschaften zu den 33 Transaktionen des Jahres 2021 insgesamt 34 begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG. 32 davon waren gemeinsame Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat. Vorstand und Aufsichtsrat der AKASOL AG veröffentlichten zu dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der ABBA BidCo AG jeweils eine separate Stellungnahme (siehe hierzu bereits den [Noerr Public M&A Report 02/2021](#)). Daher übersteigt die Zahl der begründeten Stellungnahmen die Zahl der Transaktionen.

Die abschließende Bewertung der Organe der Zielgesellschaften zu den 33 Angeboten des Jahres 2021 fiel wie in folgender Grafik dargestellt aus.



**Abb. 5: Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG**

Quelle: Noerr Research

\* Sowohl die Stellungnahme des Vorstands als auch die Stellungnahme des Aufsichtsrats der AKASOL AG fielen positiv aus. Sie werden in dieser Darstellung als eine positive Stellungnahme gezählt.

## Fairness Opinions

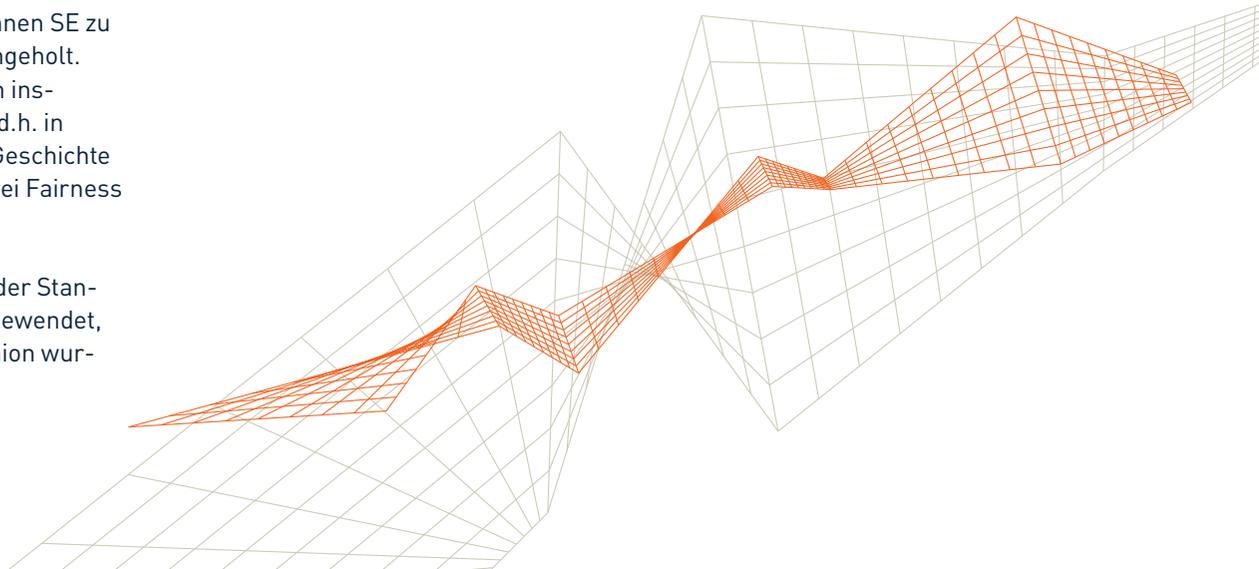
Zur Unterlegung von 22 der 34 begründeten Stellungnahmen (ca. 64,7 %) wurden sog. Fairness Opinions von externen Beratern zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung eingeholt. In sieben Fällen (ca. 20,6 %) holten die Organe der Zielgesellschaft mehr als eine Fairness Opinion ein (Zielgesellschaften: Tele Columbus AG; AKA-SOL AG; Deutsche Wohnen SE bei beiden Übernahmeangeboten der Vonovia SE; HELLA GmbH & Co. KGaA; ADVA Optical Networking SE; Aareal Bank AG). Mit Ausnahme der ADVA Optical Networking SE, die zwei Fairness Opinions für Vorstand und Aufsichtsrat beauftragten, holten Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaften in diesen Fällen jeweils separate Fairness Opinions von externen Beratern ein.

Mehr als zwei Fairness Opinions wurden nur im Rahmen der gemeinsamen begründeten Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen SE zu den beiden freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten der Vonovia SE eingeholt. Vorstand und Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen SE beauftragten zusammen insgesamt fünf Fairness Opinions je gemeinsam begründeter Stellungnahmen, d.h. in Summe zehn Fairness Opinions. Dies stellt einen neuen Höchststand in der Geschichte des WpÜG dar. Der Vorstand der Deutsche Wohnen SE beauftragte jeweils drei Fairness Opinions, während der Aufsichtsrat jeweils zwei Fairness Opinions einholte.

In lediglich vier der insgesamt 34 eingeholten Fairness Opinions wurde der Standard IDW S 8 des Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) angewendet, der für Wirtschaftsprüfungsgesellschaften gilt. Die übrigen 30 Fairness Opinions wurden von Investmentbanken oder anderen Beratungsunternehmen erstellt.

## Abgabezeitpunkt der begründeten Stellungnahmen

Die begründeten Stellungnahmen im Jahr 2021 wurden im Durchschnitt 9,3 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage und damit etwas später als im Vorjahr (8,9 Tage) abgegeben. Bei 28 der 34 begründeten Stellungnahmen (82,4 %) war den Organen der Zielgesellschaften wegen des Abschlusses einer Transaktionsvereinbarung oder Weisung der Bieterin vor der Angebotsbekanntmachung nach § 10 WpÜG bekannt, dass die jeweilige Bieterin ein öffentliches Angebot abgeben wird. Diese 28 begründeten Stellungnahmen wurden im Durchschnitt 9,1 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage und damit deutlich später als im Jahr 2020 veröffentlicht, in dem der Durchschnitt nur bei 7,5 Tagen lag.



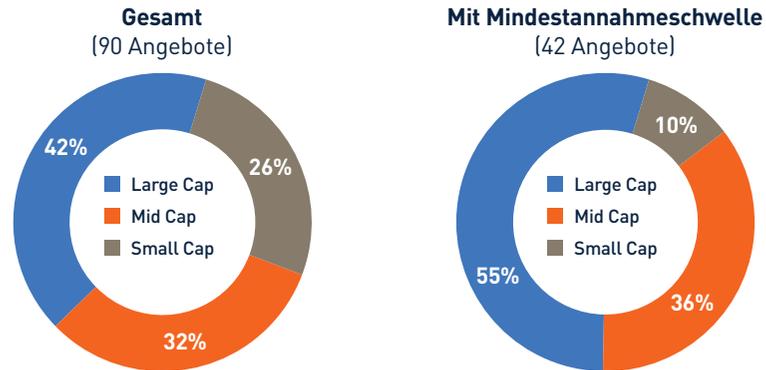
# Im Fokus: Übernahmeangebote mit Mindestannahmeschwellen

Von Rechtsanwalt Juri Stremel, Noerr Partnerschaftsgesellschaft mbB, Hamburg

Um sicherzustellen, dass ein Übernahmeangebot nur vollzogen werden muss, wenn der Bieter dadurch tatsächlich die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt, kann das Angebot mit einer Mindestannahmeschwelle als Vollzugsbedingung versehen werden. In den letzten Jahren häuften sich Meldungen über Übernahmeangebote, die am Nichterreichen der Mindestannahmeschwelle gescheitert sind oder zu scheitern drohten. Vor diesem Hintergrund haben wir die 90 in den Jahren von 2016 bis 2021 von der BaFin gebilligten und veröffentlichten Übernahmeangebote im Hinblick darauf untersucht, ob sich die zuletzt scheinbar erhöhte Gefahr des Scheiterns von Übernahmeangeboten mit Mindestannahmeschwellen auch empirisch belegen lässt und welche Art von Übernahmeangeboten davon betroffen sind.

Von den 90 Übernahmeangeboten in den Jahren 2016 bis 2021 sahen 42 (entspricht 46,7%) Mindestannahmeschwellen vor. Hiervon waren 23 Übernahmeangebote dem Large-Cap-Segment (entspricht 54,8%), 15 Übernahmeangebote dem Mid-Cap-Segment (entspricht 35,7%) und lediglich vier Übernahmeangebote dem Small-Cap-Segment (entspricht 9,5%) zuzuordnen. Da die jeweiligen Anteile dieser drei Segmente an sämtlichen Übernahmeangeboten im Untersuchungszeitraum 42,2% (Large Cap), 32,2% (Mid Cap) und 25,6% (Small Cap) betragen, zeigte sich, dass Mindestannahmeschwellen in den Large- und Mid-Cap-Segmenten verhältnismäßig häufiger vorkamen als im Small-Cap-Segment.

Von den 42 Übernahmeangeboten mit Mindestannahmeschwelle waren zwölf (entspricht 28,6%) am Verfehlen der Schwelle gescheitert. Davon waren allein zehn gescheiterte Übernahmeangebote dem Large-Cap-Segment zuzuordnen (entspricht 83,3% der gescheiterten Transaktionen), sodass im Untersuchungszeitraum letztlich 43,5% aller 23 Large-Cap-Übernahmeangebote mit Mindestannahmeschwelle scheiterten. Die übrigen zwei gescheiterten Übernahmeangebote betrafen Mid-Cap-Transaktionen, was in einer erheblich kleineren Misserfolgsquote in diesem Segment von nur 13,3% der Transaktionen resultierte. Large-Cap-Transaktionen scheitern also statistisch gesehen häufiger an der Mindestannahmeschwelle als andere Public M&A-Transaktionen.



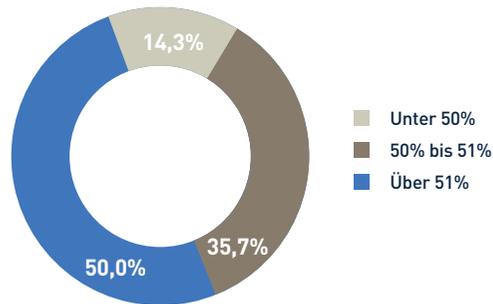
**Abb. 6: Verteilung der Übernahmeangebote mit Mindestannahmeschwelle**

Quelle: Noerr Research

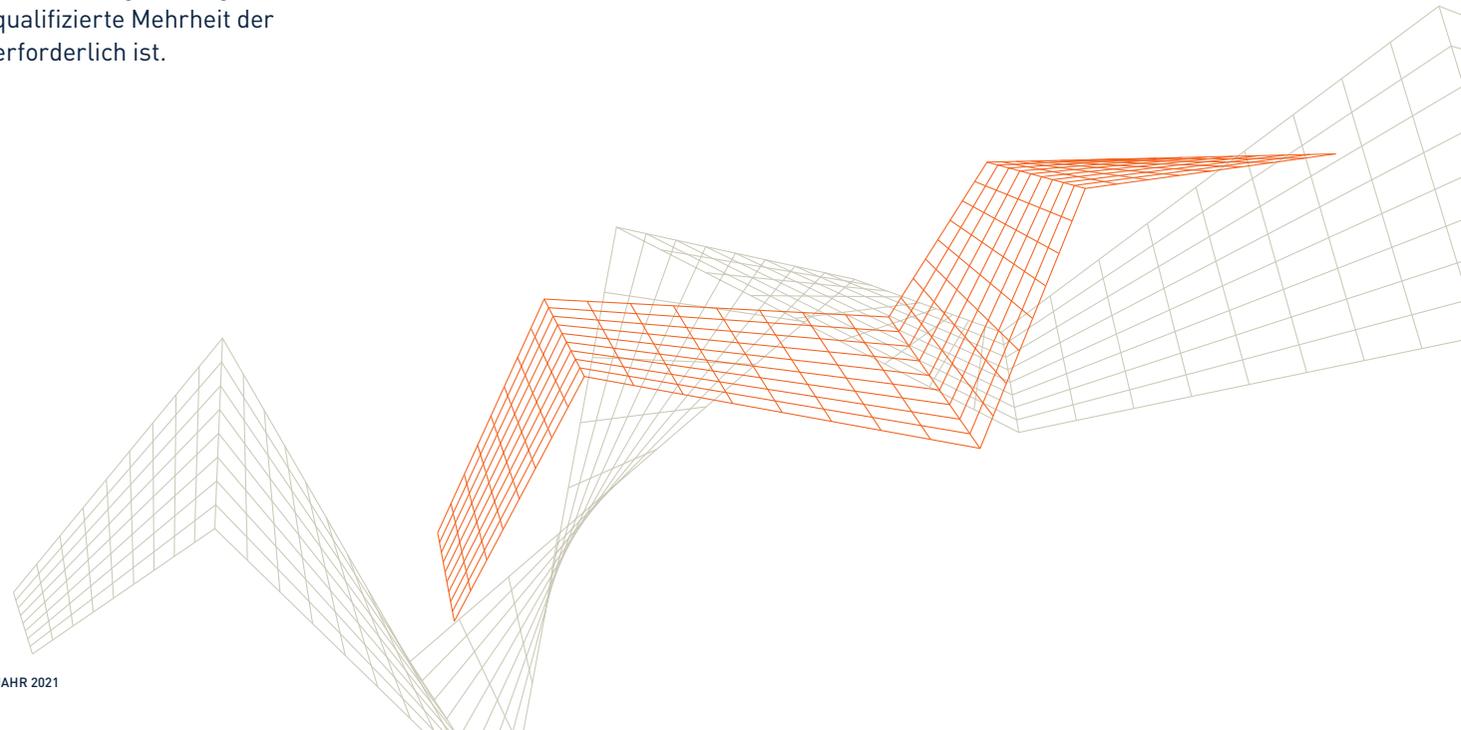
Die Mindestannahmeschwellen reichten im Untersuchungszeitraum von 18,5% bis 90%, wobei die deutliche Mehrheit der Angebote (36 Angebote oder 85,7%) die Schwelle bei 50% oder mehr ansetzte. Bei 21 Übernahmeangeboten (entspr. 50,0%) lag die Schwelle bei über 51%. Dies deutet darauf hin, dass die Hälfte der im Untersuchungszeitraum beobachteten Übernahmeangebote nicht nur auf die Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft gerichtet waren. Vielmehr strebte man offenbar darüber hinaus auch grundlegende Umstrukturierungen der Zielgesellschaften (z.B. den Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags oder einen Squeeze-out) an, wofür die Zustimmung durch eine qualifizierte Mehrheit der Aktionäre in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft erforderlich ist.

Bei der Betrachtung der Höhe der jeweiligen Mindestannahmeschwelle der im Zeitraum von 2016 bis 2021 gescheiterten Übernahmeangebote fiel zudem auf, dass diese Schwelle bei neun der zwölf gescheiterten Angebote (sieben Large-Cap- und zwei Mid-Cap-Transaktionen) bei 67,5% oder höher lag. Mithin sind im Untersuchungszeitraum vor allem Transaktionen gescheitert, die scheinbar nicht nur auf die Erlangung der Kontrolle, sondern darüber hinaus auch auf eine grundlegende Umstrukturierung der Zielgesellschaft abzielten.

**Höhe der Mindestannahmeschwellen**  
(42 Angebote)

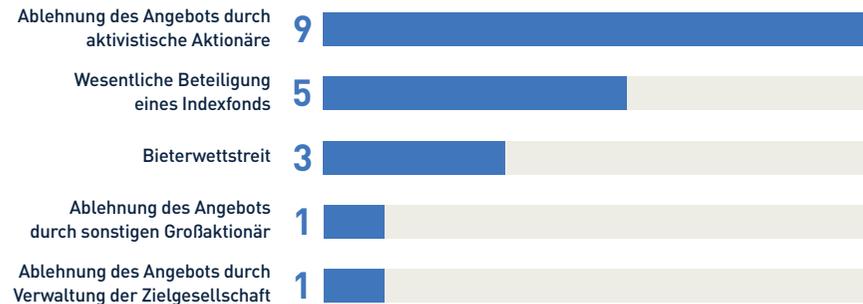


**Abb. 7: Verteilung der Höhe der Mindestschwellewerte**  
Quelle: Noerr Research



### Gründe für (drohendes) Nichterreichen der Mindestannahmeschwelle

Von 42 Übernahmeangeboten, die eine Mindestannahmeschwelle vorsehen, wurde bei 23 Übernahmeangeboten die Mindestannahmeschwelle verfehlt oder das Angebot aufgrund einer drohenden Verfehlung geändert. Im Hinblick auf diese Angebote haben wir versucht, die zu diesem (drohenden) Scheitern führenden Gründe zu ermitteln. Wir haben uns dabei auf die bei Übernahmeangeboten regelmäßig zu beobachtende transaktionsbegleitende Medienberichterstattung zu den betroffenen Angeboten gestützt. Dabei ist die Berichterstattung zu 16 (davon 14 Large-Cap-Angebote und zwei Mid-Cap-Angebote) der betroffenen 23 Übernahmeangebote näher auf die Gründe des Scheiterns oder der Angebotsänderung eingegangen; teilweise werden mehrere Gründe bei einer Transaktion angegeben.



**Abb. 8: Gründe für (drohendes) Verfehlen der Mindestannahmeschwelle**

Quelle: Noerr Research; Mehrfachnennungen möglich.

Die Auswertung dieser Berichte ergab, dass in neun der 16 näher behandelten Übernahmeangebote (entspricht 56,3%), das (drohende) Scheitern des Angebots auf an der Zielgesellschaft beteiligte aktivistische Aktionäre eine Rolle gespielt haben, die das Angebot zuvor öffentlich abgelehnt hatten (davon wurde in drei Fällen außerdem die Beteiligung von Indexfonds an der Zielgesellschaft für das jeweilige Scheitern verantwortlich gemacht). In fünf Fällen (entspricht 31,3%) wurde das (drohende) Scheitern mit der Beteiligung von Indexfonds an der Zielgesellschaft in Verbindung gebracht (darunter die drei vorgenannten Fälle in denen auch die ablehnende Haltung der beteiligten aktivistischen Aktionäre für das jeweilige Scheitern angeführt wurde). Die wesentliche Beteiligung von Indexfonds kann dabei deshalb ein entscheidendes Hindernis für das Erreichen der Mindestannahmeschwelle darstellen, weil diese häufig so strukturiert sind, dass sie die von ihnen gehaltenen Aktien im Rahmen des Übernahmeangebots erst dann andienen dürfen, wenn der Erfolg des Angebots bereits feststeht. In drei Fällen (entspricht 18,8%) war das (drohende) Scheitern der Übernahmeangebote auf zwei Bieterwettkämpfe zurückzuführen, nämlich in zwei Fällen auf den Bieterkampf im Jahr 2021 zwischen der Zorro Bidco S.á r.l und der Pet Bidco GmbH bezogen auf die zooplus AG (siehe oben) und in dem dritten Fall auf den auf die OSRAM Licht AG bezogenen Bieterwettkampf im Jahr 2019, hinter dem Bain Capital und The Carlyle Group auf der einen und die österreichische ams AG auf der anderen Seite standen. Schließlich war je ein Fall zu verzeichnen (entspricht je 6,3%), in dem das Nichterreichen der Mindestannahmeschwelle auf die ablehnende Haltung eines sonstigen Großaktionärs bzw. der Verwaltung der Zielgesellschaft zurückgeführt wurde.

# Vereinbarung schuldrechtlicher Reportingpflichten im grenzüberschreitenden Aktienkonzern

*Von Rechtsanwalt Jens Michael Göb, Noerr Partnerschaftsgesellschaft mbB, Frankfurt am Main*

## Informationsfluss als Funktionsbedingung im Konzern

Nach erfolgreicher Übernahme einer Zielgesellschaft können sich dem Bieter vielfältige rechtliche Fragen im Zusammenhang mit der Konzernintegration der Zielgesellschaft stellen. Ein zentrales Problem besteht typischerweise darin, einen funktionierenden Informationsfluss innerhalb des Konzerns zu etablieren. Die Notwendigkeit, eine adäquate Informationsversorgung der Konzernspitze sicherzustellen wird nicht nur aus ökonomischen Gründen für eine effiziente Konzernleitung erforderlich sein, sondern stellt auch eine grundsätzliche Voraussetzung dar, um der Compliance-Verantwortung und dem Risikomanagement in ihrer konzernweiten Dimension gerecht werden zu können. Ist die Muttergesellschaft zur Aufstellung eines Konzernabschlusses verpflichtet, tritt das Bedürfnis nach verlässlichen Informationskanälen spätestens anlässlich der Konzernberichterstattung deutlich zu Tage. Insbesondere für ausländische Muttergesellschaften, die eine deutsche Aktiengesellschaft als Tochter haben, kann dies jedoch eine Herausforderung darstellen.

## Gesetzliche Auskunftsrechte für die Zwecke der Konzernrechnungslegung

Grundsätzlich stehen der Muttergesellschaft verschiedene Wege offen, um an Informationen aus der Sphäre der Tochtergesellschaft zu gelangen. Weitgehend unproblematisch ist dies freilich, wo die Muttergesellschaft erfolgreich auf die Errichtung eines Vertragskonzerns hingewirkt hat und den Informationsanspruch auf ein Weisungsrecht nach § 308 AktG stützen kann. Verbleibt es jedoch bei rein faktischer Konzernierung, ist die Muttergesellschaft zunächst auf allgemeine Instrumente der

Informationsgewinnung zurückgeworfen, bei denen jedoch die Konzernlage typischerweise Berücksichtigung findet.

Vor diesem Hintergrund hilft das Gesetz Mutterunternehmen, indem § 294 Abs. 3 HGB Auskunftsrechte gegenüber Tochterunternehmen anordnet. Dadurch sollen Mutterunternehmen in die Lage versetzt werden, Konzernabschluss, Konzernlagebericht und den gesonderten nichtfinanziellen Konzernbericht aufzustellen. Problematisch ist indes, dass das HGB die Pflicht zur Aufstellung von Konzernabschluss und -lagebericht nur inländischen Mutterunternehmen aufgibt (§ 290 Abs. 1 Satz 1 HGB), sodass die Anwendbarkeit von § 294 Abs. 3 HGB auf Konzernmütter mit Sitz im Ausland bestritten wird. Eine ausländische Muttergesellschaft, welche aufgrund von Rechnungslegungsvorschriften ihrer heimischen Rechtsordnung zur umfassenden Konzernberichterstattung („Weltabschlussprinzip“) unter Einschluss einer deutschen Tochtergesellschaft verpflichtet ist, wird daher Wege suchen, den Informationsfluss im faktischen Konzern auch jenseits der gesetzlich vorgesehenen Kanäle, und zwar auf vertraglicher Grundlage, zu etablieren.

Aber auch für Muttergesellschaften im unmittelbaren Anwendungsbereich des § 294 Abs. 3 HGB kann hierfür eine Notwendigkeit bestehen, wenn man bedenkt, dass der Auskunftsanspruch durch den Zweck der Konzernrechnungslegung begrenzt wird. Berücksichtigt man, dass die Informationsgewinnung dabei auch dem Zweck dienen kann, die vollständige und richtige Rechnungslegung durch die Konzernmutter sicherzustellen, ergeben sich hieraus zwar relativ weitreichende Informationsansprüche. Ein allgemeines Informationsrecht gewährt § 294 Abs. 3 AktG gleichwohl nicht. Und auch mit Blick auf den Nachteilsausgleich nach § 311 AktG wird es – selbst wenn § 294 Abs. 3 AktG anwendbar ist – häufig empfehlenswert sein, den Informationsfluss im faktischen Konzern auf vertragliche Füße zu stellen.

## Praktische Lösung: Vertragliche Reportingpflichten

Um die für die Konzernberichterstattung erforderlichen Informationen regelmäßig und zuverlässig zu erlangen, kann es sich daher für die Muttergesellschaft anbieten, sich die entsprechenden Informationsrechte durch einen schuldrechtlichen Vertrag mit der Tochtergesellschaft einräumen zu lassen.

In der Praxis können derartige Vereinbarung Bestandteil von Vertragswerken sein, die in jüngerer Zeit unter dem Begriff „Relationship Agreements“ oder „Konzern-Koordinationsverträge“ vermehrt in das Interesse der Fachöffentlichkeit gerückt sind. Es handelt sich dabei um Koordinationsverträge, welche die Zusammenarbeit im faktischen Konzern noch deutlich umfassender regeln und etwa die einheitliche Übernahme von Konzernrichtlinien, die Einrichtung von Konzernfunktionen (z.B. für interne Revision, Compliance und Risikomanagement) oder von funktionalen Berichtslinien vorsehen. Für „Relationship Agreements“ – und erst recht für Verträge die sich auf das Reporting für die Zwecke der Rechnungslegung beschränken – gilt, dass sie nicht als Unternehmensverträge nach §§ 291 ff. AktG ausgestaltet werden. Entsprechend sind sie nicht von der Zustimmung der Hauptversammlung nach § 293 Abs. 1 AktG abhängig. Viel mehr handelt es sich um rein schuldrechtlich wirkende Verträge, deren Zweck darin besteht, die notwendige Zusammenarbeit im Konzern rechtssicher zu regeln, ohne dass dies in einen Beherrschungsvertrag und die damit korrespondierenden Verpflichtungen mündet.

## Rechtliche Schranken und rechtskonforme Ausgestaltung des Vertrags

Wollen Mutter- und Tochtergesellschaft verbindliche Informationspflichten zugunsten der Muttergesellschaft vertraglich regeln, sind in erster Linie die Schranken zu beachten, die sich unmittelbar aus § 311 AktG ergeben. Danach ist es dem herrschenden Unternehmen im faktischen Konzern verboten, seinen Einfluss dazu zu benutzen, eine abhängige Aktiengesellschaft zu veranlassen, ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen oder Maßnahmen zu ihrem Nachteil zu treffen, es sei denn, dass die Nachteile ausgeglichen werden.

Zunächst empfiehlt es sich, die Reportingpflichten und diesbezügliche Modalitäten möglichst genau vertraglich zu regeln. Das betrifft zuvörderst die Inhalte, auf die sich das Reporting zu erstrecken hat. Hier bietet es sich an, abgestufte Regelungen zu treffen, abhängig von den jeweiligen Berichtszeiträumen, welche ebenfalls zu definieren sind. Entsprechend können Umfang und Informationstiefe von Jahres- oder Quartalsreporten anders abgesteckt werden als eventuelle monatliche Berichtspflichten. Überdies können Regelungen für gegebenenfalls erforderliche zusätzliche Nachweise oder Rückfragen sowie für die jeweiligen Fristen festgelegt werden.

Auf dieser Basis sind sodann verbindliche Regelungen mit Blick auf § 311 AktG und den Nachteilsausgleich zu treffen. So sollten unmittelbar im Vertrag Vorschriften zum Ausgleich der Kosten, die der berichtspflichtigen Tochter entstehen, aufgenommen werden, insbesondere zu Höhe und Fälligkeit von Ausgleichszahlungen. Indes kommt der Ausgleich, der nachteilige Einflussnahmen rechtfertigt, an seine Grenzen, wo die Nachteile nicht quantifizierbar sind. Dies liegt bei der Weitergabe von vertraulichen Informationen aus der Sphäre der Tochtergesellschaft allerdings gerade nahe: Ein bezifferbarer finanzieller Ausgleich für Nachteile, die aus der Preisgabe einer vertraulichen Information resultieren (können) ist schwer vorstellbar. Die Praxis löst das Problem, indem ein Nachteil für die Tochtergesellschaft dadurch ausgeschlossen wird, dass die Muttergesellschaft die Information ausschließlich für die Zwecke der konzerninternen Kontrolle und Steuerung verwendet. Um dies abzusichern sollte der Vertrag die Informationsverwendung durch die Muttergesellschaft auf bestimmte Zwecke beschränken, welche eine Nutzung zum Nachteil der Tochtergesellschaft ausschließen. Überdies sollte der Vertrag flankierende Vorschriften zur Wahrung der Vertraulichkeit vorsehen.

Nicht nur im Kontext des § 311 AktG sieht die herrschende Auffassung damit Raum für eine konzernfreundliche Auslegung, welche die Errichtung von Informationskanälen zulässt. Auch bei anderen Vorschriften, die als Schranken in Betracht kommen, zeigt sich, dass gemeinhin Spielräume zugunsten einer wirksamen Konzernleitung anerkannt werden. So wird man im Rahmen von §§ 131 Abs. 4 Satz 1 und 2 AktG und § 48 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, welche (auch) auf die informationelle Gleichbehandlung von Aktionären abzielen, ebenfalls davon ausgehen dürfen, dass die Konzernlage eine Rechtfertigung für die unterschiedliche Behandlung darstellen kann. Für § 131 Abs. 4 Satz 1 geht die herrschende Auffassung insoweit davon aus, dass die Auskunft dem herrschenden Unternehmen gerade nicht (lediglich) in seiner „Eigenschaft als Aktionär“ (§ 131 Abs. 4

Satz 1 AktG) erteilt wurde, wenn sie der Konzernleitung dient. Für notwendige Auskünfte, die einem Mutterunternehmen zum Zwecke der Einbeziehung der Gesellschaft in den Konzernabschluss des Mutterunternehmens erteilt werden, erkennt das Gesetz diesen Gedanken in § 294 Abs. 4 Satz 3 AktG – wenngleich primär vor dem Hintergrund der gesetzlichen Berichtspflichten des Mutterunternehmens – implizit an. Auch im Kontext des § 48 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, also einer wertpapierrechtlichen Ausprägung des Gleichbehandlungsgebots, lässt man im Allgemeinen eine sachlichen Grund für eine unterschiedliche Behandlung genügen, was bei der Verfolgung legitimer Konzerninteressen gegeben sein dürfte.

Ist die Tochtergesellschaft börsennotiert bzw. sind ihre Aktien auf eigenes Bestreben in den Freiverkehr einbezogen, verdienen schließlich insiderrechtliche Vorschriften besondere Beachtung. Erlangt der Vorstand der Tochtergesellschaft Insiderinformationen, so gelten die Vorschriften der Marktmissbrauchsverordnung auch für deren Weitergabe innerhalb des Konzernverbunds. Sind solche Informationen Gegenstand des Reportings, ist daher besondere Vorsicht geboten. Verboten ist jedoch lediglich die „unrechtmäßige“ Offenlegung von Insiderinformationen (vgl. Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 und Art. 14 lit. c) der Marktmissbrauchsverordnung). Hier ist – wie bereits für die Frage der Gleichbehandlung der Aktionäre – richtigerweise die Konzernlage zu berücksichtigen.

Zwar wird mitunter behauptet, dass Konzerninteresse und Konzernleitung im Wesentlichen dem Mutterinteresse folgten und insofern die Weitergabe von Insiderinformationen „nach oben“ nicht rechtfertigen könnten. Einigkeit besteht aber zumindest insofern, dass die Weitergabe zur Erfüllung gesetzlicher Pflichten der Muttergesellschaft, einschließlich der Konzernberichterstattung, zulässig ist.

Wie bereits bei § 311 AktG ist aber sicherzustellen, dass die Nutzung der Information in Einklang stehen muss mit der Rechtfertigung ihrer Weitergabe im Konzern. Ist die Weitergabe der Insiderinformation nur vor dem Hintergrund der konzerninternen (gesetzlichen) Aufgabenwahrnehmung gerechtfertigt, muss vertraglich sichergestellt werden, dass sie auch nur für diese Zwecke, und insbesondere nicht zum eigenen wirtschaftlichen Vorteil der Konzernmutter verwendet wird. Im Übrigen hängt die Rechtmäßigkeit der Weitergabe der Insiderinformation davon ab, ob sie verhältnismäßig ist. Hier bietet sich eine zweistufige Regelung an, nach welcher die Tochtergesellschaft ihre Reportingpflichten zunächst in einem reduzierten Umfang, nämlich unter Aussparung der fraglichen Insiderinformation erfüllt. Sollte dies aus Sicht der Muttergesellschaft für die Reportingzwecke nicht ausreichend sein, so ist in einem zweiten Schritt einvernehmlich über eine schonende und rechtskonforme Weitergabe der Insiderinformation zu entscheiden.

## Fazit

Da der Informationsfluss im Konzern eine unbestreitbare Funktionsbedingung darstellt, muss die Praxis Wege finden, um die Konzernleitung – auch und gerade über Ländergrenzen hinweg – zu ermöglichen. Dabei zeigt sich, dass das geltende Recht der Vereinbarung von Reportingpflichten im Konzern keine unüberwindbaren Hindernisse in den Weg stellt, jedoch Schranken errichtet, die bei der Vertragsgestaltung in verschiedener Hinsicht zu beachten sind. Das gemeinhin als legitim anerkannte Interesse der Muttergesellschaft an einer wirksamen und rechtskonformen Konzernleitung stellt dabei den zentralen Schlüssel dar.

# Ihre Ansprechpartner

## Hamburg



**Dr. Volker Land**  
Partner, Noerr

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



**Dr. Stephan Schulz**  
Partner, Noerr

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

## Düsseldorf



**Dr. Natalie K. Daghes**  
Partner Corporate/M&A

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

## Frankfurt am Main



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

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



**Dr. Julian Schulze De la Cruz**  
Partner, Noerr

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



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

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

## München



**Dr. Gerald Reger**  
Partner, Noerr

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



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

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



**Dr. Ralph Schilha**  
Partner, Noerr

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

# Über Noerr

Alicante

Berlin

Bratislava

Brüssel

Budapest

Bukarest

Dresden

Düsseldorf

Frankfurt/M.

Hamburg

London

München

New York

Prag

Warschau

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

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

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

[noerr.com](https://www.noerr.com)