



Public M&A Report 02/2024

Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen im ersten Halbjahr 2024

Editorial

Der Markt bewegt sich nach oben.

Liebe Leserinnen und Leser,

ein halbes Jahr ist seit dem letzten Noerr Public M&A Report vergangen und wir freuen uns, Ihnen hiermit die neueste Ausgabe vorlegen zu können, in der wir das Marktgeschehen im ersten Halbjahr 2024 unter die Lupe nehmen.

Wir sehen die Marktentwicklung positiv. Vor allem die Zahl der Transaktionen ist gegenüber dem Vorjahreszeitraum angestiegen. Bereinigt um einen Sondereffekt des Vorjahres zeigt auch die Entwicklungskurve für das Angebotsvolumen nach oben. Geprägt ist das erste Halbjahr 2024 durch viele Large Cap-Transaktionen mit Volumina im niedrigen bis mittleren einstelligen Milliardenbereich; eine Mega-Übernahme im zweistelligen Milliardenvolumen sucht man vergebens.

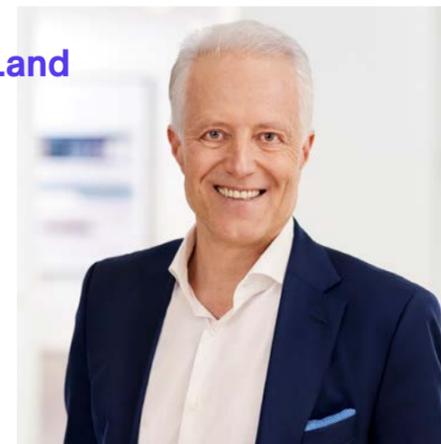
Der Mid Cap-Markt war dagegen mit nur zwei Transaktionen ruhig. Aufgefallen ist uns, dass in diesem Halbjahr bei relativ vielen begründeten Stellungnahmen auf die Einholung von Fairness Opinions für die Bewertung der Angemessenheit der Gegenleistung verzichtet wurde.

In unserem Fokus-Bertrag beschäftigen wir uns in der vorliegenden Ausgabe des Reports mit der „Rolle von Banken bei öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG“. Die Bedeutung dieser Institutionen bei Strukturierung, Finanzierung, Abwicklung und Bewertung von öffentlichen Angeboten auf Bieter- wie auf Zielgesellschaftsseite kann nicht hoch genug eingeschätzt werden. In unserem Beitrag stellen wir ihre wichtigsten Funktionen im rechtlichen Kontext des WpÜG dar.

Ohne die Beiträge vieler Kolleginnen und Kollegen bei Noerr wäre auch der Public M&A Report 02/2024 nicht entstanden. Ihnen sind wir zu besonderem Dank verpflichtet, insbesondere *Philip Schmoll* für die Erstellung des Abschnitts zu den begründeten Stellungnahmen und *Juri Stremel* für die Unterstützung bei der redaktionellen Vorbereitung.

Wir hoffen, dass Sie den Report mit Freude und Gewinn lesen werden!

Dr. Volker Land



Dr. Stephan Schulz



Highlights

Fortsetzung der positiven Marktentwicklung

Mit 13 Transaktionen lag die Zahl von öffentlichen Übernahmeangeboten im ersten Halbjahr 2024 über dem entsprechenden Wert des ersten Halbjahrs 2023 (elf Angebote). Zwar sank das Gesamtangebotsvolumen (ausgedrückt in der Marktkapitalisierung zum Angebotspreis – „MKA“) im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 13 % von EUR 21,5 Mrd. auf EUR 18,7 Mrd. Berücksichtigt man jedoch, dass EUR 16,2 Mrd. des Gesamtangebotsvolumens im ersten Halbjahr 2023 auf das Delisting-Angebot an die Aktionäre der Vantage Towers AG zurückzuführen war, lässt sich trotzdem eine Fortsetzung der im letzten Jahr beobachteten positiven Marktentwicklung nach dem Negativjahr 2022 feststellen.

Ungebrochener Delisting-Trend und negativer Trend bei Übernahmeangeboten

Die bereits in den Vorjahreszeiträumen beobachtete hohe Anzahl von reinen und kombinierten Delisting-Angeboten stieg noch einmal deutlich im Vergleich zum ersten Halbjahr 2023 von vier auf neun. Hingegen sank die Anzahl von Übernahmeangeboten von fünf auf vier. Auch hier lässt sich ein – allerdings negativer – Trend erkennen: Während in den 2010er-Jahren Übernahmeangebote regelmäßig den größten Teil aller Angebote darstellten, machen ihnen Delisting-Angebote diese Position seit Beginn der 2020er-Jahre streitig.

Hohe Anzahl von Large Cap-Transaktionen bei niedrigem Durchschnittsvolumen

Im ersten Halbjahr 2024 wurden sechs Large Cap-Angebote (davon vier Delisting-Angebote) abgegeben, was eine merkliche Steigerung im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (zwei Large Cap-Angebote) darstellt. Jedoch lag das durchschnittliche Angebotsvolumen dieser Transaktionen mit EUR 3 Mrd. nicht nur deutlich unter dem entsprechenden – durch das Delisting-Angebot an die Aktionäre der Vantage Towers AG geprägten – Wert des ersten Halbjahrs 2023 (EUR 9,3 Mrd.), sondern wurde auch im Vergleich zu den ersten sechs Monaten der Jahre 2020 bis 2022 lediglich in der ersten Hälfte des Negativjahres 2022 (EUR 1,6 Mrd.) unterschritten.

Mid Cap-Aktivitäten auf niedrigem Niveau

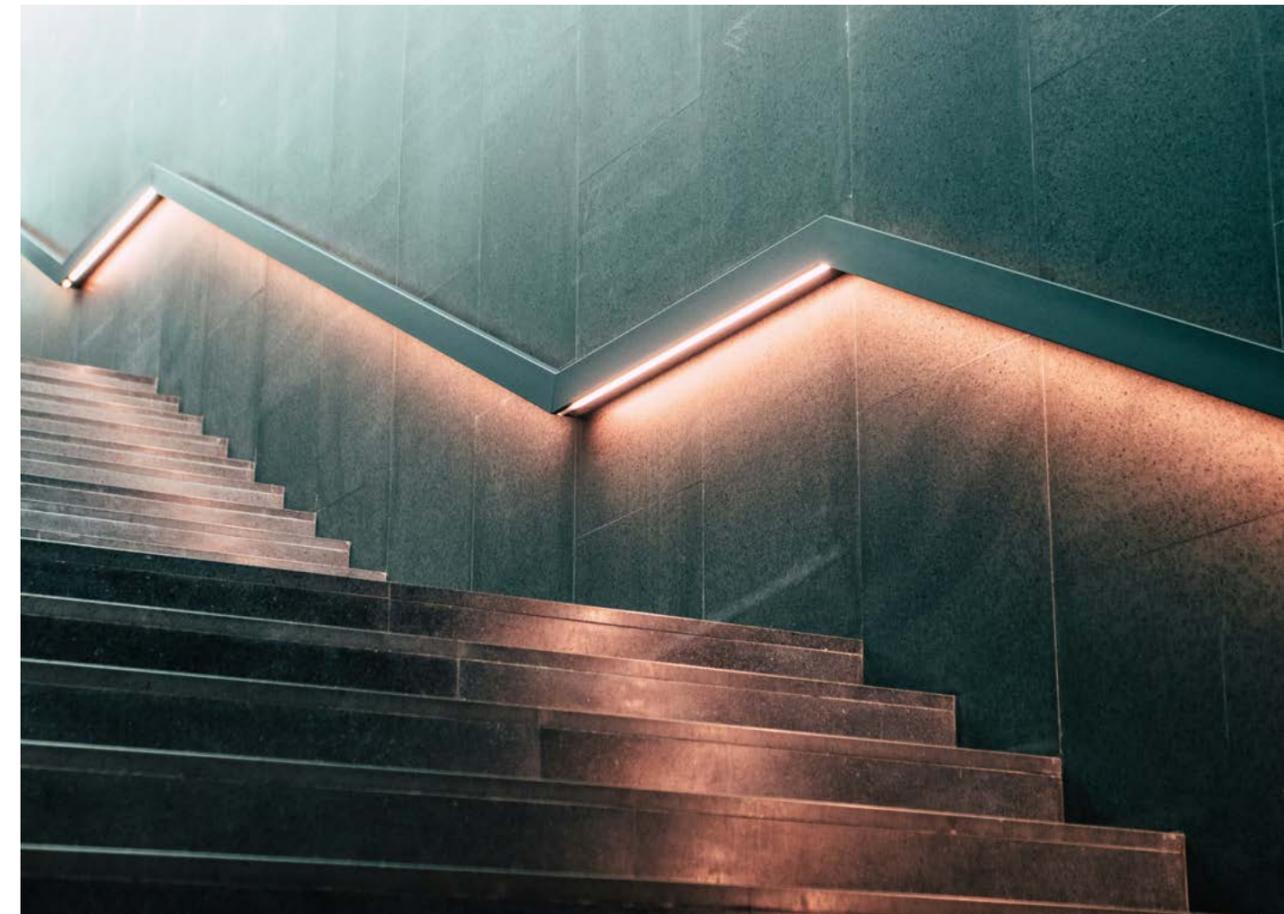
Der Mid Cap-Markt des ersten Halbjahrs 2024 hat sich hingegen mit nur zwei Angeboten und einem Durchschnittsvolumen von EUR 201,18 Mio. insgesamt im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (sieben Transaktionen bei einem Durchschnittsvolumen von EUR 416,46 Mio.) negativ entwickelt und rangierte damit auf dem Niveau des ersten Halbjahrs 2022 (zwei Transaktionen bei einem Durchschnittsvolumen von EUR 205,64 Mio.).

Leichter Anstieg der Durchschnittsprämie und höhere Prämie bei Übernahmeangeboten

Die durchschnittlich gezahlte Prämie ist im Vergleich zum Vorjahreszeitraum leicht von 16,11 % auf 20,75 % gestiegen. Dieser Wert ist allerdings stark von der den Aktionären der MorphoSys AG angebotenen Prämie von 136,11 % beeinflusst und würde um diese bereinigt bei lediglich 9,21 % liegen. Für Übernahmeangebote ist die durchschnittliche Prämie im Vergleich zur ersten Jahreshälfte 2023 dagegen deutlich von 28,85 % auf 45,09 % gestiegen.

Weniger Fairness Opinions für begründete Stellungnahmen eingeholt

Im ersten Halbjahr 2024 wurden nur zur Unterlegung von ca. 31% der begründeten Stellungnahmen Fairness Opinions eingeholt, während der Anteil im Vorjahreszeitraum noch bei 55 % lag. Dies ist auf den hohen Anteil an Pflicht- und Delisting-Angeboten im Small Cap- und Mid Cap-Segment zurückzuführen, bei denen die Organe der Zielgesellschaften häufig aus Kostengründen von der Einholung von Fairness Opinions absehen.



Marktüberblick

Anzahl und Volumen von Angeboten

Bei geringerem Gesamtangebotsvolumen stieg die Zahl der Transaktionen im ersten Halbjahr 2024 leicht gegenüber dem Vorjahreszeitraum an. Die im letzten Jahr beobachtete Markterholung setzte sich damit fort.

Im ersten Halbjahr 2024 wurden alle 13 von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) geprüften öffentlichen Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“) gestattet und von den Bietern veröffentlicht. Die Angebote betrafen Zielgesellschaften mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („MKA“) von insgesamt EUR 18.687,80 Mio. Die 13 Transaktionen setzten sich aus sechs Delisting-Angeboten, vier Übernahmeangeboten und drei Pflichtangeboten zusammen, wobei zwei Übernahmeangebote und ein Pflichtangebot mit einem Delisting-Angebot verbunden waren.

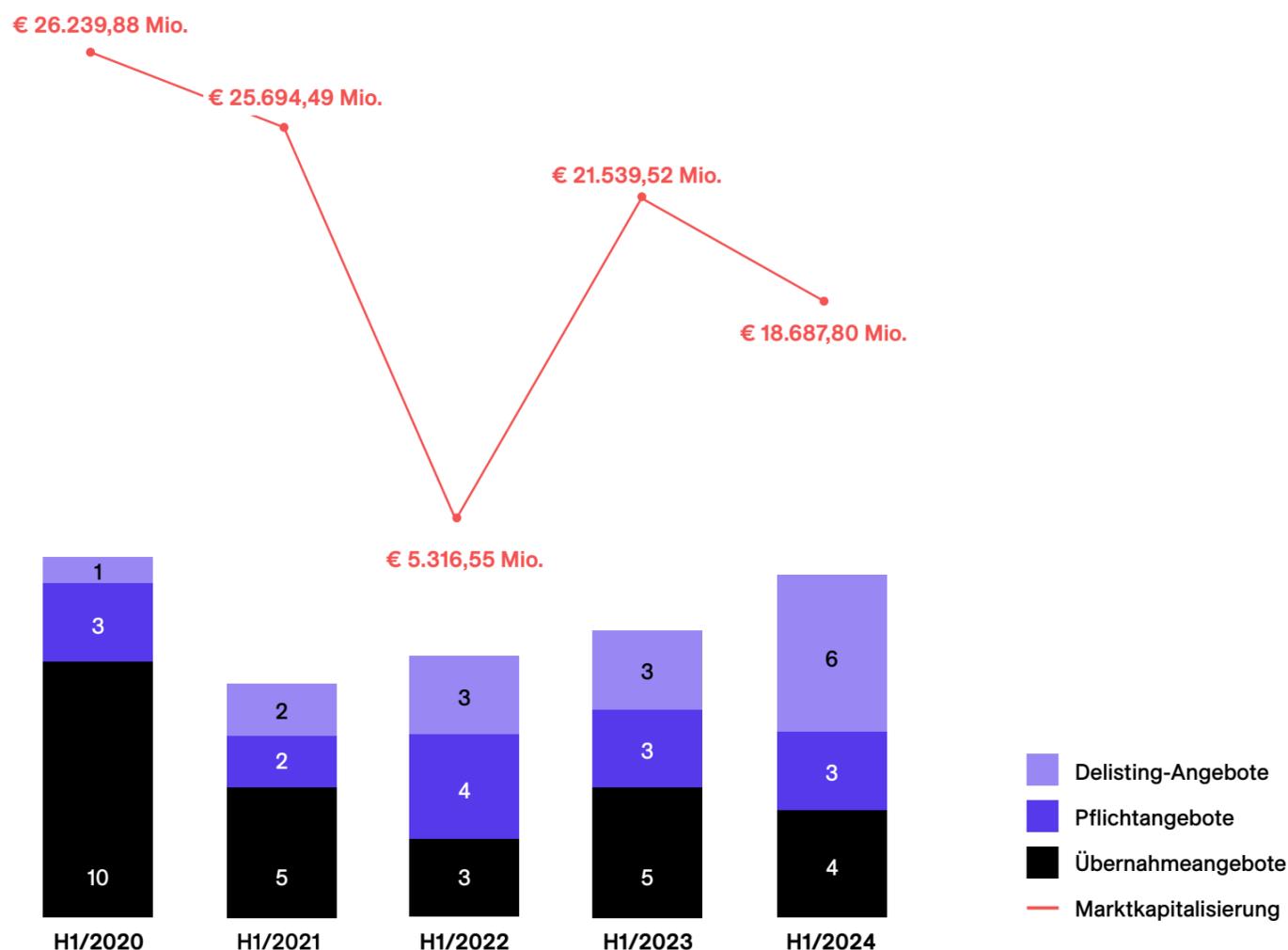


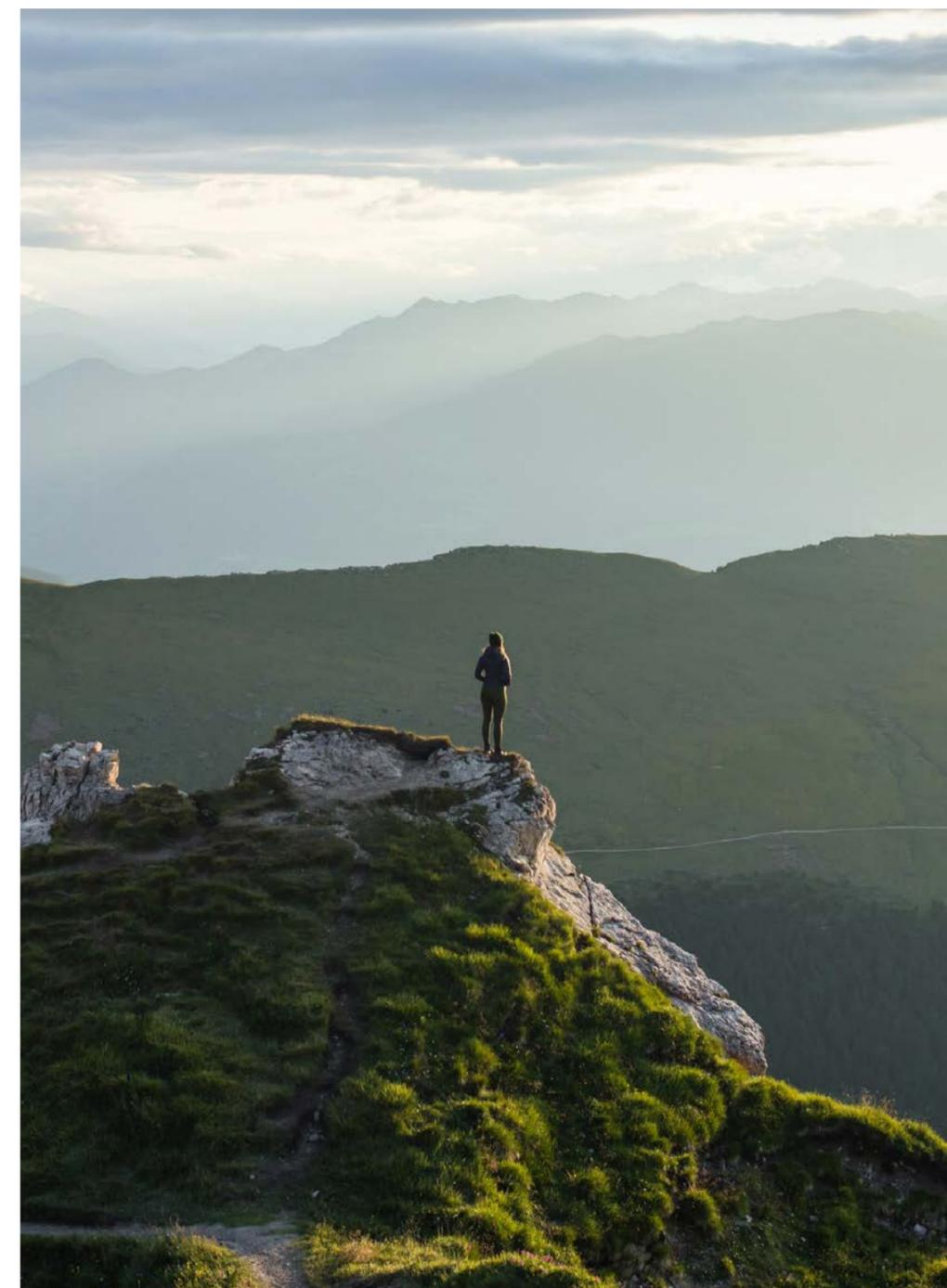
Abb. 1: Anzahl, Art und Volumen von Angeboten

Quelle: Noerr Research.

Trotz gestiegener Angebotsanzahl im Vergleich zu den ersten Jahreshälften der Vorjahre hat sich das Gesamtangebotsvolumen im Vergleich zum ersten Halbjahr 2023 leicht reduziert. Allerdings war der Wert für den Vorjahreszeitraum stark von dem Delisting-Angebot der Oak Holdings GmbH an die Aktionäre der Vantage Towers AG in Höhe von EUR 16.185,02 Mio. geprägt. Auch unter Berücksichtigung der langjährigen Durchschnittswerte für die ersten Jahreshälften seit 2014 von 10,2 Transaktionen und einem Gesamtangebotsvolumen von EUR 15.782,61 Mio. ist damit insgesamt eine Fortsetzung der im letzten Jahr beobachteten positiven Marktentwicklung festzustellen.

Die Anzahl der reinen Delisting-Angebote ist im Vergleich zum ersten Halbjahr 2023 deutlich von drei auf sechs gestiegen. Berücksichtigt man zudem die kombinierten Delisting-Angebote, war sogar eine noch größere Steigerung von vier auf neun Angebote zu beobachten. Der in den vergangenen Jahren beobachtete Delisting-Trend setzt sich damit in verstärkter Weise weiter fort. Hingegen ist die Anzahl der Übernahmeangebote im Vergleich zum ersten Halbjahr 2023 von fünf auf vier gesunken, wobei hiervon zwei mit Delisting-Angeboten kombiniert waren. Auch hier lässt sich ein – allerdings negativer – Trend erkennen: Während in den 2010er-Jahren Übernahmeangebote regelmäßig den größten Anteil an den Angeboten nach dem WpÜG hatten,

machen ihnen Delisting-Angebote diese Position seit Beginn der 2020er-Jahre streitig.

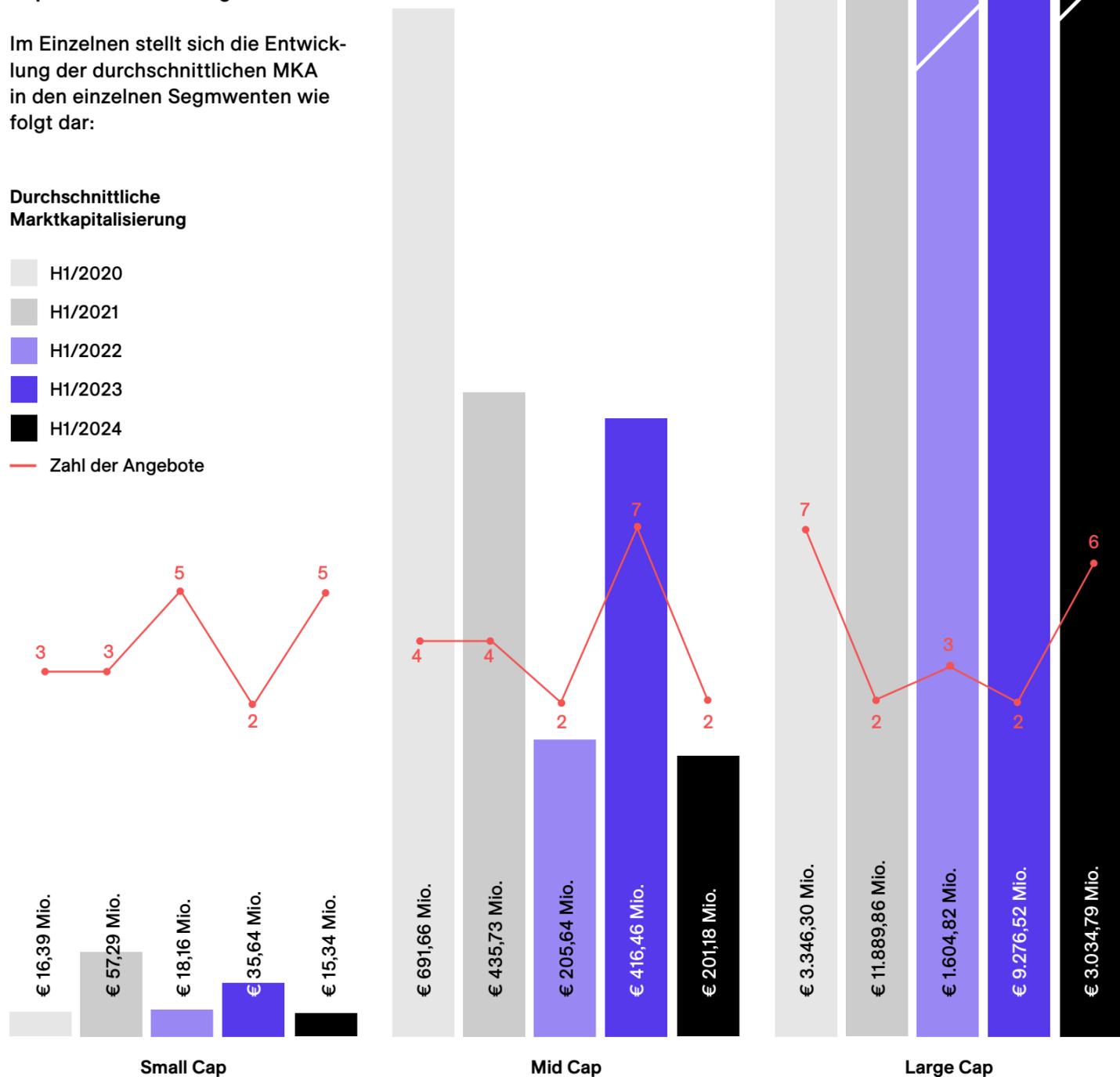


Entwicklung in den Segmenten (Large Cap, Mid Cap und Small Cap)

Viele Large Cap-Transaktionen mit einem vergleichsweise niedrigen durchschnittlichen Angebotsvolumen prägten den Markt im ersten Halbjahr 2024. Im Mid Cap-Bereich herrschte nur wenig Aktivität, während sich der Small Cap-Bereich unauffällig entwickelte.

Im Einzelnen stellt sich die Entwicklung der durchschnittlichen MKA in den einzelnen Segmenten wie folgt dar:

Durchschnittliche Marktkapitalisierung



Im ersten Halbjahr 2024 wurden sechs Large Cap-Angebote abgegeben, was eine merkliche Steigerung im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (zwei Large Cap-Angebote) darstellt. Jedoch lag das durchschnittliche Angebotsvolumen dieser Transaktionen in Höhe von EUR 3.034,79 Mio. nicht nur deutlich unter dem entsprechenden, durch das Delisting-Angebot der Oak Holdings GmbH an die Aktionäre der Vantage Towers AG geprägten Wert des ersten Halbjahrs 2023 (EUR 9.276,52 Mio.), sondern wurde auch im Vergleich zu den ersten Halbjahren 2020 bis 2022 lediglich durch den entsprechenden Wert der ersten Hälfte des Negativjahres 2022 (EUR 1.604,82 Mio.) unterschritten. Zudem zeigt der Durchschnittswert des ersten Halbjahrs 2024 einen beträchtlichen Abstand zu dem jährlichen Durchschnittswert seit 2014 (Beginn unserer Datenerhebung) in Höhe von EUR 5.851,48 Mio. auf.

Die Transaktionszahl im Mid Cap-Segment ist deutlich auf nur zwei Angebote mit einem Durchschnittsvolumen von EUR 201,18 Mio. gesunken. Damit entspricht das erste Halbjahr 2024 nach sieben Transaktionen dieser Größenordnung und einem mehr als doppelt so hohen Durchschnittsvolumen von EUR 416,46 Mio. im ersten Halbjahr 2023 wieder dem Marktniveau des gleichen Zeitraums im Jahr 2022 (zwei Angebote im Mid Cap-Segment bei einem durchschnittlichen Angebotsvolumen von EUR 205,64 Mio.).

Im Small Cap-Segment waren in der ersten Jahreshälfte fünf Transaktionen mit einem Durchschnittsvolumen von EUR 15,34 Mio. zu

verzeichnen. Im Vergleich zu ersten Jahreshälfte 2023 stieg damit zwar die Angebotszahl (zwei Small Cap-Angebote) merklich. Das Durchschnittsvolumen im ersten Halbjahr 2024 konnte hingegen nicht einmal die Hälfte des entsprechenden Werts des Vorjahreszeitraums (EUR 35,64 Mio.) erreichen, sodass sich der Small Cap-Markt insgesamt vergleichbar zum ersten Halbjahr 2022 entwickelte.

Segmenteinteilung:

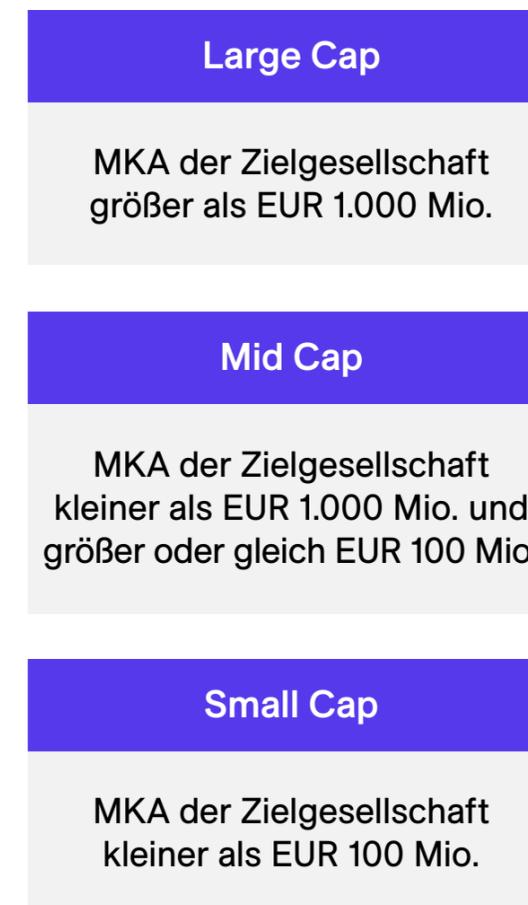


Abb. 2: Entwicklung in den Segmenten

Quelle: Noerr Research.

Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Die sechs Angebote im Large Cap-Segment der ersten Jahreshälfte machten 97,44% des Gesamtangebotsvolumens im Markt der öffentlichen Übernahmen aus. Dieser Anteil liegt nicht nur deutlich über dem entsprechenden Wert des ersten Halbjahrs 2023 (86,13%), sondern auch über dem jährlichen Durchschnittswert der Jahre 2014 bis 2023 (89,69%).

Das höchste Angebotsvolumen hatte das Delisting-Angebot der Telefónica Local Services GmbH an die Aktionäre der Telefónica Deutschland Holding AG. Mit einer MKA von EUR 6.990,20 Mio. machte es 37,41% des Gesamtvolumens des Marktes in der ersten Jahreshälfte aus. Hingegen lag der Anteil des höchsten Angebots im ersten Halbjahr 2023 bei über 75%, das jedoch mit seiner außergewöhnlich hohen MKA von EUR 16.185,02 Mio. auch fast die Summe aller Angebotsvolumina der Large Cap-Transaktionen der ersten Hälfte des Jahres 2024 (EUR 18.208,77) erreicht. Die Abwesenheit von Angeboten im zweistelligen Milliardenbereich führte im Vergleich zu den Vorjahren zu einer relativ gleichmäßigen Verteilung des Gesamtvolumens im Large Cap-Segment auf die einzelnen Angebote.

H1/2024



H1/2023



Abb. 3: Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Quelle: Noerr Research.

Prämienhöhe

Im ersten Halbjahr 2024 zeigte sich im Gesamtmarkt (alle Angebotsarten) ein leichter Anstieg der Durchschnittsprämie, während die Durchschnittsprämie der Übernahmeangebote deutlicher anstieg.



Die durchschnittliche Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten (bzw. sechs Monaten bei Delisting-Angeboten) vor Bekanntgabe des Angebots durch den Bieter („3-Monats-VWAP“ bzw. „6-Monats-VWAP“) betrug im ersten Halbjahr 2024 20,75% und lag damit sowohl über dem Wert des Vorjahreszeitraums von 16,11% als auch über dem langjährigen Durchschnittswert für die ersten Halbjahre seit 2014 von 19,68%.

Hierbei wurden die Pflichtangebote der Technology Center Holding GmbH und der Enapter AG an die Aktionäre der MARNA Beteiligungen AG sowie der Rostra Holdings Pte. Ltd. an die Aktionäre der Decheng Technology AG nicht berücksichtigt, weil die BaFin dafür den 3-Monats-VWAP bzw. 6-Monats-VWAP nicht ermitteln konnte.

Die höchste Prämie zahlte die Novartis BidCo AG an die Aktionäre der MorphoSys AG im Rahmen eines

Übernahmeangebots, bei dem sie den Aktionären einen Aufschlag in Höhe von 136,11% auf den 3-Monats-VWAP gewährte. Bei der Ermittlung des Angebotspreises hat die Novartis BidCo AG insbesondere die historischen Börsenkurse der MorphoSys-Aktie sowie Empfehlungen von Finanzanalysten hinsichtlich des Kursziels der MorphoSys-Aktie berücksichtigt. Der Angebotspreis ist ferner das Ergebnis von Verhandlungen mit der MorphoSys AG.

Die folgende Grafik zeigt die bei den Transaktionen im ersten Halbjahr 2024 angebotenen Prämien, aufgeteilt in verschiedene Kategorien, sowie den dazugehörigen Prämiedurchschnitt und stellt diese den Prämien und Durchschnittswerten der jeweils ersten Halbjahre 2019 bis 2023 gegenüber.

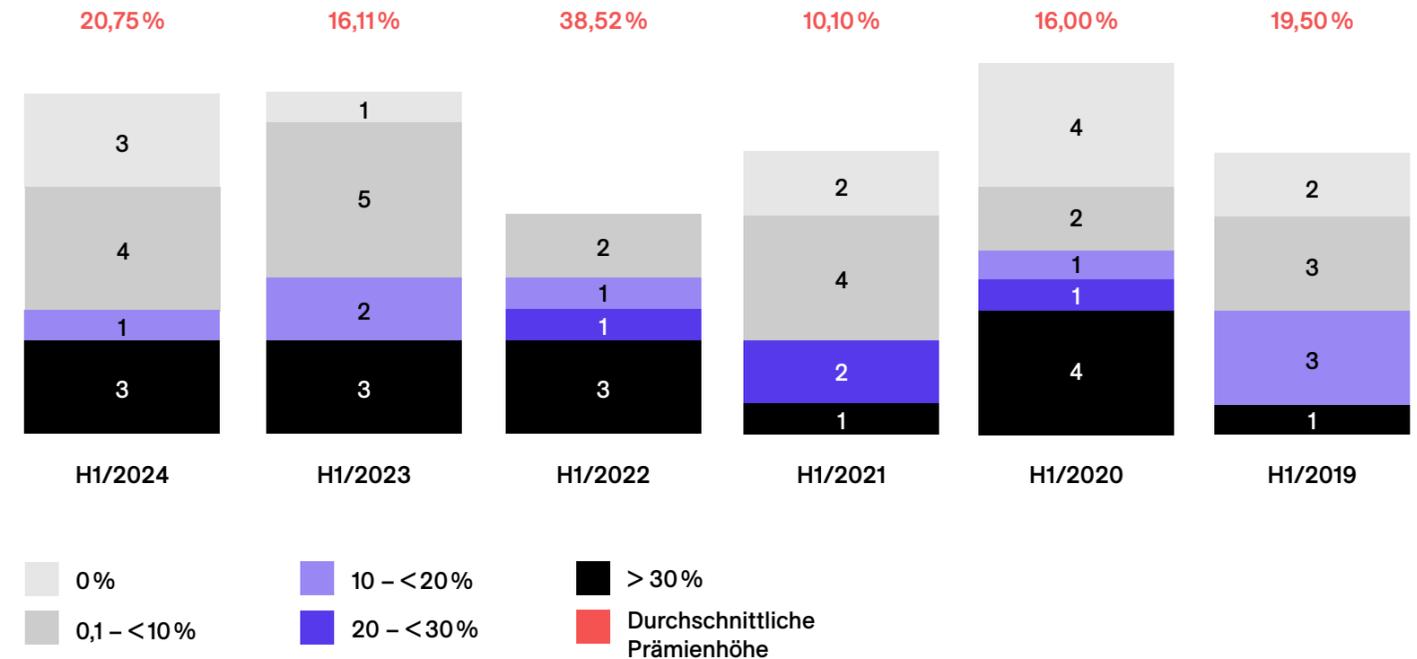


Abb. 4: Prämienhöhe

Quelle: Noerr Research.

Der Anstieg der durchschnittlichen Prämienhöhe im ersten Halbjahr 2024 gegenüber dem Vorjahreszeitraum von 16,11% auf 20,75% entspricht 28,80%. In den letzten fünf Jahren wurde lediglich im ersten Halbjahr 2022 ein höheres Prämienniveau erreicht. Der Anstieg im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ist maßgeblich auf die hohe Prämie im Rahmen des Angebots an die Aktionäre der MorphoSys AG (136,11%) zurückzuführen. Ohne dieses Angebot hätte die Durchschnittsprämie ledig-

lich 9,21% betragen. In der ersten Jahreshälfte 2024 wurden drei prämielose Angebote abgegeben, was einen deutlichen Anstieg im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (ein prämieloses Angebot) darstellt. Auch wenn man die Angebote mit Prämien von unter 1% berücksichtigt, ergibt sich ein Anstieg im Vergleich zum ersten Halbjahr 2023 von drei auf fünf.

Die Prämie bei den vier Übernahmeangeboten betrug in der ersten Jahreshälfte 2024 durchschnittlich

45,09% und lag damit deutlich über den Werten für das erste Halbjahr 2023 (28,85% bei fünf Übernahmeangeboten) und die entsprechenden Zeiträume der Jahre 2020 bis 2022 (jeweils unter 20%). Dies zeigt, dass sich die Bereitschaft der Bieter, für die erstmalige Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft eine hohe Prämie zu zahlen, in den letzten Jahren deutlich erhöht hat.

Begründete Stellungnahmen

nach § 27 WpÜG

Im ersten Halbjahr 2024 veröffentlichten die Organe von Zielgesellschaften zu den 13 öffentlichen Angeboten insgesamt 13 begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG. Hierbei handelte es sich in allen Fällen um gemeinsame begründete Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der jeweiligen Zielgesellschaft.

Gesamtbewertung des Angebots

Die abschließende Bewertung der Organe der Zielgesellschaften zu den 13 Angeboten im ersten Halbjahr 2024 fiel wie in folgender Grafik dargestellt aus.

- Positive Stellungnahmen
- Negative Stellungnahmen
- Neutrale Stellungnahmen

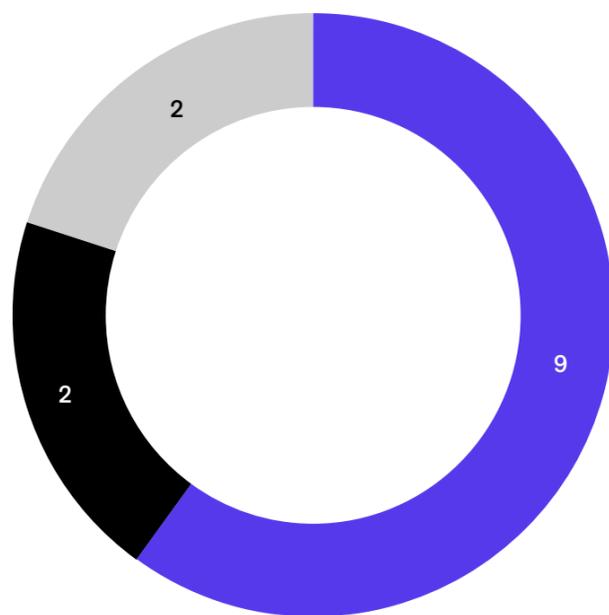


Abb. 5: Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Quelle: Noerr Research.

Gründe für neutrale und negative Stellungnahmen

Vorstand und Aufsichtsrat der MARNA Beteiligungen AG stützten ihre negative Stellungnahme auf die Geschäftschancen, die mit der Einbringung einer im Brennstoffzellengeschäft tätigen Gesellschaft in die operativ nahezu untätige Zielgesellschaft im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage verbunden seien. Vor diesem Hintergrund sei es sinnvoll, Aktionär der Zielgesellschaft zu verbleiben, um von diesen Geschäftschancen zu profitieren. Vorstand und Aufsichtsrat der NSI Asset AG begründeten ihre negative Stellungnahme damit, dass Aktionäre durch die Nichtannahme des Angebots die Chance hätten, von den Vorteilen für die Gesellschaft aus dem Downlisting in das Segment m:access der Börse München zu profitieren. Die angebotene Gegenleistung bewerten die Organe indes in beiden Fällen als angemessen.

Im Rahmen der neutralen Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der SYNLAB AG und der Software Aktiengesellschaft wurden zwar jeweils Delisting und das Delisting-Angebot sowie die Absichten des Bieters als positiv bewertet. Gleichwohl konnten die Verwaltungsorgane die Gegenleistung nicht bzw. nur eingeschränkt als angemessen bewerten.

Fairness Opinions

Zur Unterlegung von vier der 13 begründeten Stellungnahmen (ca. 31%; erstes Halbjahr 2023: 55 %) wurden sog. Fairness Opinions von externen Beratern zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung eingeholt. Der im Vergleich zur Vorjahresperiode niedrige Anteil an eingeholten Fairness Opinions ist auf den hohen Anteil an Pflicht- und Delisting-Angeboten im Small Cap- und Mid Cap-Segment zurückzuführen. Aus Kostengründen sehen Organe von Zielgesellschaften bei Pflicht- und Delisting-Angeboten im Small Cap- und Mid Cap-Segment häufig von der Einholung von Fairness Opinions ab.

Mehr als eine Fairness Opinion holten lediglich der Vorstand und der Aufsichtsrat der ENCAVIS AG ein, wobei Vorstand und Aufsichtsrat jeweils einen eigenen Berater beauftragten. Der gleichwohl gemeinsamen begründeten Stellungnahme lag ein Übernahmeangebot im Large Cap-Segment zugrunde.

Abgabezeitpunkt der begründeten Stellungnahmen

Die begründeten Stellungnahmen wurden im ersten Halbjahr 2024 im Durchschnitt 7,9 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage abgegeben (erstes Halbjahr 2023: 9,5 Tage). Bei elf der 13 begründeten Stellungnahmen (rund 85 %) 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 auch nicht schneller, nämlich acht Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage veröffentlicht.

Im Fokus

Die Rolle der Banken bei öffentlichen Übernahmen nach dem WpÜG in Deutschland

Eine wichtige, doch oftmals wenig beachtete Rolle nehmen Banken bei öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG ein. Wenngleich das Maß, in dem die Transaktionsbeteiligten auf Unterstützung von Banken zurückgreifen, von Fall zu Fall unterschiedlich ist, erfüllen Banken sowohl aufseiten des Bieters als auch aufseiten der Zielgesellschaft zentrale Funktionen.

Daher ist die Feststellung, dass der Markt für öffentliche Übernahmen ohne Banken nicht funktionieren würde, durchaus berechtigt. In diesem Beitrag werfen wir einen Blick auf die Aufgaben, die im Rahmen von Public-M&A-Transaktionen typischerweise von Banken übernommen werden bzw. zwingend übernommen werden müssen.

Bieterseite

Die Tätigkeit der Banken auf Bieterseite lässt sich in die Bereiche Beratung, Abwicklung und Finanzierung unterteilen.

Beratung, insbesondere Angebotsstrukturierung

Als Berater des Bieters im Hinblick auf die Angebotsstruktur oder -finanzierung agieren Banken nicht in ihrer Funktion als regulierte Institute. Vielmehr konkurrieren sie insoweit mit Corporate-Finance-Beratungen und anderen Playern im Übernahmemarkt. Beratungsbedarf besteht auf der Bieterseite vor allem im Vorfeld und in der Frühphase des Angebotsprozesses, bei der Identifikation und Bewertung der Zielgesellschaft, der Analyse der Marktverhältnisse und der Strukturierung des Angebots. Mit ihrer Beratung zu diesen Fragen sind sie maßgeblich an der Entwicklung der Übernahmestrategie des Bieters beteiligt.

Finanzierung, insbesondere Abgabe der Finanzierungsbestätigung

Banken sind regelmäßig auch in die Finanzierung des Angebots involviert. Das betrifft einerseits klassische Aufgaben der Unternehmensfinanzierung wie die Kreditgewährung oder das Arrangieren von Konsortialkrediten oder Kapitalmarktfinanzierungen wie Anleihe- oder Aktienemissionen. Diese Aufgaben entfallen, wenn der Bieter in der Lage ist, die Transaktion ohne externe Finanzierungsmaßnahmen umzusetzen, also mit vorhandenen eigenen Mittel oder durch eine Konzernfinanzierung.

Zudem sieht das WpÜG bei Barangeboten die Beteiligung eines unabhängigen Wertpapierdienstleistungsunternehmens¹ zwingend vor. Der Bieter muss für die Billigung der Angebotsunterlage gem. § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG die Bestätigung beibringen, dass er die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Geldleistung zur Verfügung stehen (sog. *Finanzierungsbestätigung*).

Der Aussteller einer Finanzierungsbestätigung nimmt im Pflichtengefüge des WpÜG eine Kontrollfunktion wahr. Primär trifft den Bieter gem. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG eine Finanzierungsverantwortung; er hat die notwendigen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung zur Verfügung stehen. Der Aussteller der Finanzierungsbestätigung hat sich jedoch zu vergewissern, ob (i) der Bieter hinreichende Finanzierungsmaßnahmen getroffen hat, (ii) diese bis zum Vollzug Bestand haben und (iii) sie gewährleisten, dass der Bieter die Gegenleistung rechtzeitig und in voller Höhe erbringen kann. In diesem Rahmen hat der Aussteller die vom Bieter getroffenen Maßnahmen in tatsächlicher sowie rechtlicher Hinsicht zu hinterfragen, wobei der insoweit erforderliche Aufwand von der konkreten Art der Gegenleistung abhängt. Soll das Angebot durch beim Bieter vorhandene Mittel erfüllt werden, sind deren Bestand und ihre Verfügbarkeit bis zum erwarteten Vollzugsdatum zu verifizieren. Das ist ohne großen Aufwand möglich, wenn die Mittel auf einem beim Aussteller geführten Sperrkonto verfügbar sind und nicht ohne dessen Zustimmung anderweitig verwendet werden können. Bei komplexeren Finanzierungsarrangements (insb. bei notwendigen Kapitalmaßnahmen) sind hingegen komplexere Prüfungen erforderlich, zu deren Durchführung die Aussteller in der Regel externen Rechtsrat einholen.

Die Finanzierungsbestätigung ist gem. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 4 WpÜG in die Angebotsunterlage aufzunehmen. Üblicherweise wird eine Kopie der Bestätigung als Anlage beigefügt. Der Aussteller haftet, wenn der Bieter entgegen der Finanzierungsbestätigung die notwendigen Maßnahmen nicht getroffen hat und ihm zum Zeitpunkt der Fälligkeit der Geldleistung aus diesem Grunde die notwendigen Mittel nicht zur Verfügung stehen (§ 13 Abs. 2 WpÜG).

Wertpapiertechnische Abwicklung des Angebots

Zwingend erforderlich ist die Einschaltung einer Bank auf Bieterseite als Abwicklungsstelle. In diesem Rahmen übernimmt die Bank die wertpapiertechnische Abwicklung des Angebots, welche vor allem die Entgegennahme der zur Annahme eingelieferten Aktien und die Auszahlung der Gegenleistung an die Depotbanken zur Weiterleitung an die das Angebot annehmenden Aktionäre im Rahmen des Settlement umfasst. Auch schon in früheren Phasen nimmt die Abwicklungsstelle wichtige Aufgaben wahr, wie die Koordination der Information der Aktionäre über ihre Depotbanken, die Erstellung von technischen Richtlinien für die Abwicklung und die Sicherstellung der Handelbarkeit der Aktien, für die das Angebot angenommen wurde, bis zum Settlement des Angebots. Bei Share-for-Share-Angeboten treten weitere Aufgaben hinzu, insbesondere die Übernahme der Rolle des Umtauschtreuhänders. Häufig ist dieselbe Bank als Abwicklungsstelle tätig, die auch die Ausstellung der Finanzierungsbestätigung übernimmt. In dem Zeitraum von Anfang 2016 bis Mitte 2024 war dies bei 109 von 192 öffentlichen Angeboten (entspricht 56,77 %) der Fall.

¹ Das WpÜG gebraucht diesen Begriff im gleichen Sinne wie § 2 Abs. 10 WpHG. Er umfasst inländische Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute i.S.d. § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG sowie ausländische Institute mit Sitz in einem Staat des europäischen Wirtschaftsraums gem. § 53b Abs. 1 Satz 1 KWG.

Zielgesellschaftsseite

Auf der Seite der Zielgesellschaft treten Banken gewöhnlich in zwei Funktionen auf.

Beratung

Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben oftmals Beratungsbedarf hinsichtlich des Umgangs mit dem Angebot, der über die rechtliche und strategische Einschätzung der Offerte hinausgeht. In besonderem Maße betrifft dies unabgestimmte oder sogar feindliche Übernahmeversuche. In diesen Szenarien stellt sich die Frage nach möglichen Abwehrstrategien, in deren Rahmen durchaus Maßnahmen mit Kapitalmarktbezug getroffen werden können, wie etwa die Platzierung von Aktien oder Wandelschuldverschreibungen an das Publikum oder an einen freundlich gesonnenen Investor („Weißer Ritter“). Hier können Banken in einer Beraterrolle wichtige Beiträge zum Erfolg der Strategie leisten.

Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang auch die Tätigkeit von Banken im Rahmen der Übernahmephylaxe. Tritt ein Bieter mit der Absicht, ein Übernahmeangebot abzugeben, erst einmal an die Zielgesellschaft heran, wird die Zeit für eine angemessene Reaktion erfahrungsgemäß knapp. Das gilt spätestens mit der Bekanntgabe der Absicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots gem. § 10 WpÜG (10er-Mitteilung), mit der für die Handlungen des Bieters und der Zielgesellschaft das starre zeitliche Korsett des WpÜG gilt. Ferner unterliegt der Vorstand von diesem Zeitpunkt an dem übernahmerechtlichen Neutralitätsgebot gem. § 33 WpÜG, das Handlungen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte, nur unter weiteren Voraussetzungen erlaubt. Für potenzielle Übernahmekandidaten

ist es daher sinnvoll, bereits im Vorfeld der Offerte die wesentlichen Zuständigkeiten innerhalb der Zielgesellschaft, die zu beteiligenden Berater sowie die ersten Schritte

hinsichtlich interner und externer Kommunikation im Fall der Fälle festzulegen. Zu diesem Zweck empfiehlt sich das Aufstellen eines sog. *Defense Manual*, in dem derartige

Festlegungen getroffen werden. Da nach der Ansprache bzw. Veröffentlichung der 10er-Mitteilung die (vorläufige) Einschätzung von Vorstand und Aufsichtsrat zur Angemessenheit des Angebotspreises, insbesondere für die dazu erforderliche Kommunikation, von zentraler Bedeutung ist, sollte auch eine Bank oder ein Corporate-Finance-Berater in die Erstellung des *Defense Manual* eingebunden werden. Durch diese frühzeitige Einbindung kann im Bedarfsfall schnell eine belastbare Einschätzung zur Angemessenheit der Gegenleistung bereitgestellt werden, sodass die Organe der Zielgesellschaft adäquat auf das Angebot reagieren können.

Angebotsbewertung, insbesondere Ausstellung einer Fairness Opinion

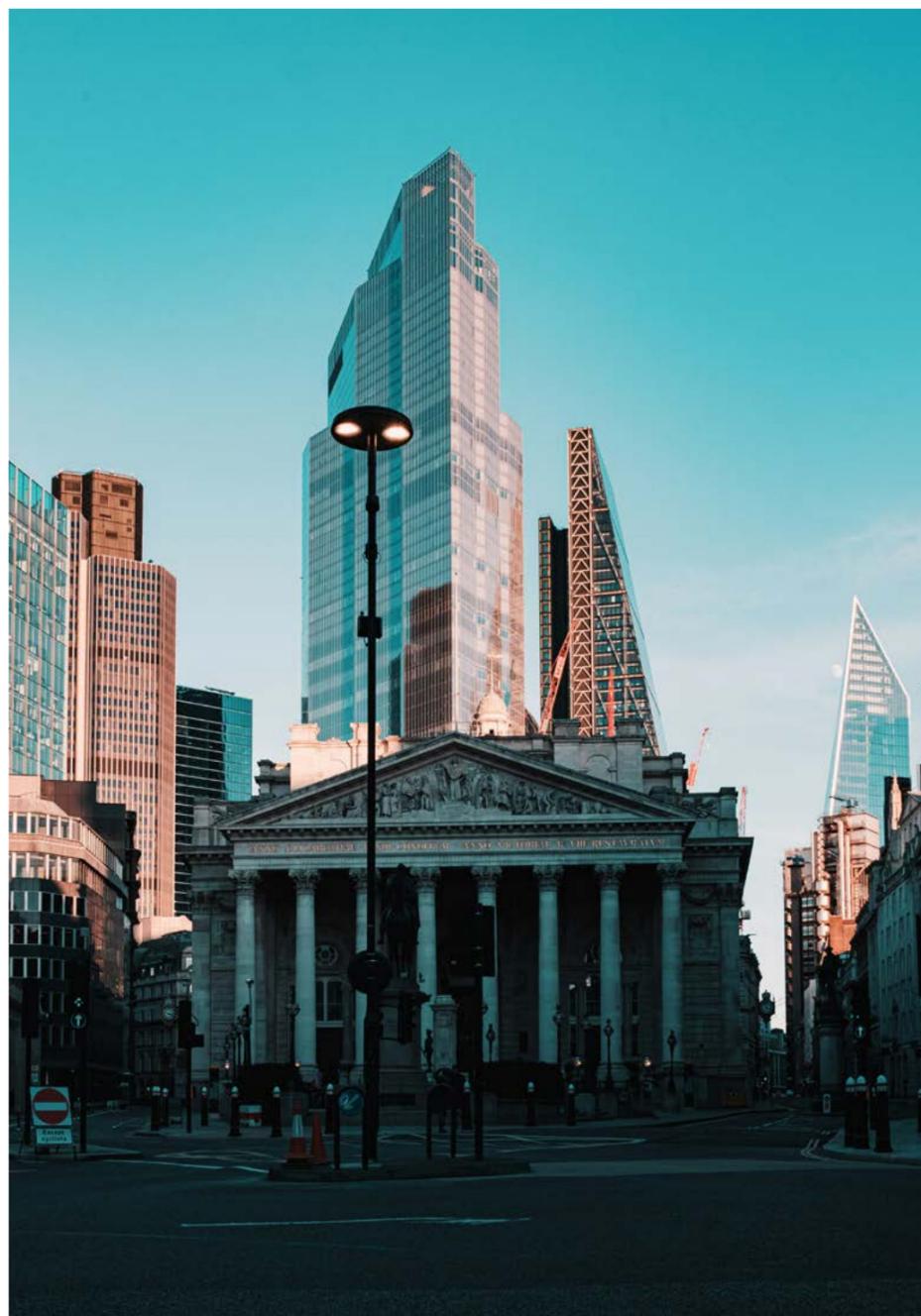
Die zweite klassische Rolle bankenseitiger Beratung der Zielgesellschaft liegt bei der Unterstützung bei der Bewertung der finanziellen Angemessenheit der vom Bieter angebotenen Gegenleistung. Die Zielgesellschaft zieht zu diesem Zweck eine Investmentbank hinzu, die auf Basis einer von ihr durchgeführten kapitalmarkt-orientierten Bewertung der Zielgesellschaft eine Fairness Opinion ausstellt, auf die Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft ihre Stellungnahme zum Angebot stützen. Auch die Abgabe einer Fairness Opinion ist, wie die Beratung auf Bieterseite, keine Aufgabe, die eine Bank aufgrund ihrer regulatorischen Stellung wahrnimmt. Sie konkurriert hier ebenfalls mit nicht regulierten Corporate-Finance-Beratern und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften. Vor allem in sehr komplexen Fällen oder bei

potenziellen Interessenkonflikten zwischen Vorstand und Aufsichtsrat werden sogar mehrere Fairness Opinions eingeholt. In dem Zeitraum von Anfang 2016 bis Mitte 2024

Rolle der Banken bei öffentlichen Angeboten

Bieter	Zielgesellschaft
<ul style="list-style-type: none"> – Beratung, insbesondere Angebotsstrukturierung 	<ul style="list-style-type: none"> – Beratung
<ul style="list-style-type: none"> – Finanzierung, insbesondere Abgabe der Finanzierungsbestätigung 	<ul style="list-style-type: none"> – Angebotsbewertung, insbesondere Ausstellung einer Fairness Opinion
<ul style="list-style-type: none"> – Wertpapiertechnische Abwicklung des Angebots 	

war dies bei 34 von 192 öffentlichen Angeboten (entspricht 17,71%) zu beobachten. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung zum Angebotspreis (MKA) dieser 34 Angebote beträgt EUR 4.865,70 Mio. Die Einholung einer Fairness Opinion ist gesetzlich nicht zwingend vorgesehen, gleichwohl gehört sie jedenfalls bei größeren Transaktionen am Übernahmemarkt mittlerweile zum Standard. Lediglich bei 68 von 192 Transaktionen (entspricht 35,42%) wurde im Zeitraum von Anfang 2016 bis Mitte 2024 auf die Einholung von Fairness Opinions verzichtet.



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. Zu Hause in der ganzen Breite und Tiefe des Wirtschaftsrechts 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 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.