

Your World First

C/M/S/

Law . Tax

Öffentliche Übernahmen in Deutschland

Rechtsrahmen und praktische Durchführung

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	3
2	Vorbereitung	4
	Freiwillige Angebote und Pflichtangebote	4
	Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft	5
	Angebotsbezogene Vereinbarungen zwischen Zielgesellschaft und Bieter	6
	Due Diligence	7
	Beteiligungsaufbau im Vorfeld – Handel mit Aktien der Zielgesellschaft	8
	Unwiderrufliche Verpflichtungserklärungen (Irrevocable Undertakings)	9
	Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots	10
3	Das Übernahmeverfahren im Überblick	11
4	Angebotsphase	12
	Angebotsunterlage	12
	Angebotsgegenleistung – Bar- und Tauschangebote	14
	Annahmefrist	15
	Finanzierung	16
	Angebotsbedingungen	17
	Änderung des Angebots	18
	Maßnahmen und Pflichten der Organe der Zielgesellschaft	18
	Konkurrierende Angebote und M&A-Aktivisten	19
5	Post-Offer-Maßnahmen	20
	Squeeze-out-Verfahren	20
	Besetzung des Vorstands der Zielgesellschaft	22
	Beherrschungsvertrag	22
	Delisting	23

1 Einleitung

Die viel beachtete Übernahme von Mannesmann durch Vodafone in den Jahren 1999/2000 verdeutlichte, dass es bis dato an einem umfassenden rechtlichen Rahmen für öffentliche Übernahmen deutscher Unternehmen fehlte. Ein solcher Rechtsrahmen wurde mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) geschaffen, das 2002 in Kraft trat. Das WpÜG gilt für alle Angebote zum Erwerb von Aktien deutscher Emittenten, die an einem organisierten Markt in Deutschland oder innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) zum Handel zugelassen sind, beispielsweise im Prime Standard oder General Standard der Frankfurter Börse. Es legt die allgemeinen Grundsätze für die Durchführung von Übernahmen in Deutschland fest – darunter vor allem den Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre – und regelt das Angebotsverfahren.

Die Einhaltung des WpÜG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Seit Inkrafttreten des Gesetzes hat die BaFin mit durchschnittlich 16 bis 26 Angeboten pro Jahr insgesamt mehr als 400 öffentliche Übernahmeangebote beaufsichtigt. Das Transaktionsvolumen liegt in der Regel zwischen 10 Millionen und 100 Millionen Euro. Nur bei jeder zehnten Transaktion wird ein Volumen von einer Milliarde Euro überschritten.

Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen sieht sich kontinuierlich mit rechtlichen und faktischen Änderungen konfrontiert. Infolge veränderter EU-Gesetzgebung erfahren und erfahren die maßgeblichen deutschen Gesetze wesentliche Änderungen, die vor allem auf mehr Transparenz und die Einführung eines strengeren Sanktionsregimes abzielen.

In den letzten Jahren haben Übernahmeaktivitäten ausländischer Investoren in Deutschland zugenommen. Der Versuch der Übernahme von K+S durch die kanadische Potash Corp. war seit langem der erste Versuch eines ausländischen Käufers, ein deutsches DAX-Unternehmen zu übernehmen, wurde letztendlich aber erfolgreich abgewehrt. Auch der geplante, aber gescheiterte „Merger of Equals“ der London Stock Exchange mit der Deutschen Börse war im Endeffekt als Übernahme durch eine (neugeschaffene) britische Holding strukturiert.

Der zunehmende Trend zum „Shareholder Activism“ hat die Komplexität öffentlicher Übernahmetransaktionen weiter erhöht. Aktivistische Investoren wie der US-Hedgefonds Elliott erwerben nach Veröffentlichung einer Übernahmeentscheidung eine wesentliche Beteiligung und versuchen, den Angebotspreis nach oben zu treiben (so z. B. bei McKesson/Celesio oder DMG MORI). Andere Aktivisten wiederum wollen eine Neubesetzung des Vorstands der Zielgesellschaft erreichen (z. B. Bain und Cinven/Stada).

Bei derart anspruchsvollen Rahmenbedingungen ist eine sorgfältige Prüfung der strategischen Optionen unverzichtbar. Dieser Leitfaden dient der Einführung in den für öffentliche Übernahmen in Deutschland geltenden Rechtsrahmen und gibt einen Überblick über die praktische Durchführung von Übernahmeangeboten.

2 Vorbereitung

Der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gehen beim Bieter in der Regel intensive Vorbereitungen voraus. So wird der Bieter Finanz- und sonstige Berater hinzuziehen, die strategischen Optionen analysieren, die Erfolgsaussichten prüfen und unter Umständen auch Kontakt zur Zielgesellschaft aufnehmen oder sogar mit ihr oder den Großaktionären bereits im Vorfeld die Angebotsbedingungen verhandeln.

Die gesetzlich geregelte Angebotsphase beginnt erst mit Veröffentlichung der Angebotsentscheidung durch den Bieter. Wann diese Veröffentlichung zu erfolgen

hat, ist im WpÜG genau geregelt (siehe nachfolgend „Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots“). In der Vorbereitungsphase ist die Geheimhaltung des potenziellen Angebots durch den Bieter von höchster Bedeutung. Eine verfrühte Veröffentlichung oder ein Informationsleck dürften sich nämlich auf den Aktienkurs der Zielgesellschaft und somit auch auf den im Angebot anzugebenden Mindestpreis auswirken.

Freiwillige Angebote und Pflichtangebote

Welche Arten von öffentlichen Angeboten gibt es?

Das WpÜG unterscheidet drei Arten von öffentlichen Angeboten: Übernahmeangebote, Pflichtangebote und einfache Erwerbsangebote.

Übernahmeangebote sind freiwillige Angebote, die auf den Ersterwerb der Kontrolle gerichtet sind, wobei Kontrolle als das Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft definiert ist.

Ein Pflichtangebot ist dann abzugeben, wenn die 30 Prozent-Schwelle auf andere Weise als durch ein öffentliches Angebot oder in Verbindung mit einem öffentlichen Angebot unmittelbar oder mittelbar durch Zurechnung von Stimmrechten erreicht oder überschritten wird. Da freiwillige Übernahmeangebote weniger stark reguliert sind (z. B. mehr Bedingungen erlauben) und so mehr Flexibilität bieten, werden Übernahmen in der Regel als freiwillige Übernahmeangebote strukturiert.

Freiwillige Übernahmeangebote und Pflichtangebote müssen sich auf alle Aktien der Zielgesellschaft beziehen, die noch nicht vom Bieter (oder von mit ihm gemeinsam handelnden Personen) gehalten werden. Demgegenüber will der Bieter bei einem einfachen Erwerbsangebot (oder Teilangebot) weniger als 30 Prozent der Stimmrechte erwerben oder aber eine bereits bestehende Kontrollbeteiligung (d. h. mindestens 30 Prozent der Stimmrechte) aufstocken, beispielsweise nach einem vorangegangenen Übernahmeangebot.

Welche Folgen hat das Scheitern eines Angebots?

Scheitert ein Angebot, weil eine Mindestannahmeschwelle nicht erreicht wird oder weil es von der BaFin z. B. mit der Begründung untersagt wird, dass der Bieter seine diversen Veröffentlichungspflichten gemäß WpÜG nicht erfüllt hat, darf der Bieter ein Jahr lang kein weiteres Angebot in Bezug auf die Zielgesellschaft abgeben. Von diesem Verbot kann die BaFin den Bieter jedoch mit Zustimmung der Zielgesellschaft befreien (z. B. Bain und Cinven/Stada).

Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft

Muss der Bieter die Zielgesellschaft vor Veröffentlichung seiner Angebotsentscheidung kontaktieren?

Anders als in Großbritannien ist der Bieter nach deutschem Recht nicht verpflichtet, die Zielgesellschaft vor Veröffentlichung seiner Angebotsentscheidung zu kontaktieren und über seine Absicht zu informieren. Allerdings sind solche unangekündigten Angebote in Deutschland unüblich und kommen nur selten vor (z. B. Fortum/Uniper). In der Praxis wird ein Bieter üblicherweise vor der Veröffentlichung Kontakt zum Vorstand der Zielgesellschaft aufnehmen, um mit diesem über die Empfehlung des Angebots durch die Zielgesellschaft oder den Abschluss einer Zusammenchlussvereinbarung (Business Combination Agreement – BCA) zu verhandeln.

Der Vorstand der Zielgesellschaft ist nur dann zur Gesprächsaufnahme oder zu Verhandlungen mit dem Bieter verpflichtet, wenn dies seiner Ansicht nach im Interesse der Zielgesellschaft ist. Im Fall einer ablehnenden Haltung des Vorstands versuchen Bieter häufig den sogenannten Bear-Hug, d. h. sie üben auf die Zielgesellschaft insbesondere durch Erhöhung des Angebotspreises und intensivere Kommunikationsbemühungen mehr Druck aus, damit diese kooperiert, eine Due Diligence gestattet und schlussendlich ihren Aktionären die Annahme des Angebots empfiehlt. Auf diese Weise kann der Vorstand der Zielgesellschaft faktisch zur Empfehlung der Annahme des Angebots gezwungen werden, da er gesetzlich verpflichtet ist, im Interesse des Unternehmens – d. h. im Interesse der Aktionäre – zu handeln.

Muss der Vorstand der Zielgesellschaft die Kontaktaufnahme des Bieters geheimhalten oder unmittelbar bekanntgeben?

Da öffentliche Angebote in der Regel einen wesentlichen Einfluss auf den Aktienkurs der Zielgesellschaft haben, ist die Zielgesellschaft im Grundsatz verpflichtet, die Kontaktaufnahme durch den Bieter unverzüglich im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen.

Der Vorstand der Zielgesellschaft kann die Kontaktaufnahme jedoch geheimhalten und die Veröffentlichung aufschieben, wenn der Angebotserfolg im Interesse der Zielgesellschaft ist und die frühzeitige Veröffentlichung der Absicht des Bieters die Transaktion gefährden könnte. Der Aufschub der Veröffentlichung darf die Öffentlichkeit jedoch nicht irreführen, und die Vertraulichkeit muss sichergestellt sein.

Im Rahmen ihrer Verteidigungsstrategie zur Abwehr einer feindlichen Übernahme kann eine Zielgesellschaft den Annäherungsversuch eines Bieters auch sofort bekanntgeben.

Wird der Vorstand der Zielgesellschaft Berater hinzuziehen?

Zwar ist der Vorstand der Zielgesellschaft gesetzlich nicht verpflichtet, im Falle eines Übernahmeangebots Berater zu beauftragen, in der Praxis nehmen Vorstände jedoch meist eine externe Rechts- und Finanzberatung in Anspruch. Da Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft gesetzlich zur Abgabe einer „begründeten Stellungnahme“ zum Angebot verpflichtet sind und der Vorstand sein Haftungsrisiko minimieren will, lässt sich dieser üblicherweise insbesondere von einem Finanzberater oder einer Investmentbank in Form einer „Fairness Opinion“ beraten. Zudem wurden in letzter Zeit bei feindlichen Übernahmeversuchen sogenannte „Inadequacy Opinions“ veröffentlicht (z. B. Terex/Demag Cranes, ACS/Hochtief, Vonovia/Deutsche Wohnen sowie Busch/Pfeiffer Vacuum). Im Gegensatz zu Rechts- und Finanzberatern werden Kommunikationsberater in der Regel nur bei größeren Transaktionen hinzugezogen.

Angebotsbezogene Vereinbarungen zwischen Zielgesellschaft und Bieter

Non-Disclosure Agreement (NDA): Wird ein Angebot befürwortet, schließen Bieter und Zielgesellschaft in der Regel ein NDA. Dies erfolgt insbesondere vor der Durchführung einer Due Diligence durch den Bieter. Es ist jedoch darauf zu achten, den Personenkreis, der vertrauliche Informationen in Bezug auf ein potenzielles Angebot erhält, zu dokumentieren und möglichst klein zu halten, um Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot zu vermeiden.

Standstill-Vereinbarung: Es liegt häufig im Interesse des Vorstands der Zielgesellschaft, dass sich der Bieter verpflichtet, seine Beteiligung entweder für die Dauer der Verhandlungen auf dem aktuellen Niveau zu halten oder sie nach erfolgreichem Vollzug des Übernahmeangebots nicht zu erhöhen. Derartige Standstill-Vereinbarungen werden häufig mit einem NDA kombiniert.

Business Combination Agreement (BCA): Bei Befürwortung des Übernahmeangebots können Bieter und Zielgesellschaft eine Investitions- oder Zusammenschlussvereinbarung (BCA) schließen, in der die wesentlichen Angebotsparameter vereinbart und dargelegt werden. Beim Abschluss eines solchen BCA muss der Vorstand jedoch darauf achten, dass er noch in der Lage ist, die Zielgesellschaft im Unternehmensinteresse zu leiten. Daher wird der Vorstand der Zielgesellschaft in einem BCA in der Regel das Recht aushandeln, im Falle eines attraktiveren Angebots seine in Bezug auf das Angebot des Bieters ausgesprochene Empfehlung zurückzuziehen. Eine solche Regelung wird häufig als „fiduciary-out“ bezeichnet. Des Weiteren kann ein BCA folgende Punkte umfassen:

- einen Zeitplan für das Angebotsverfahren sowie Angaben zur Art und Höhe der anzubietenden Gegenleistung;
- die Verpflichtung der Zielgesellschaft, die Annahme des Angebots zu empfehlen und zu unterstützen und bestimmte behindernde Maßnahmen zu unterlassen, die beispielsweise die vom Bieter zu zahlende Gesamtgegenleistung erhöhen könnten;

- strategische Erwägungen und potenzielle strukturelle Maßnahmen für die Post-Merger-Phase sowie
- Verpflichtungen des Bieters beispielsweise in Bezug auf den Erhalt von Standorten und Arbeitsplätzen, die fortdauernde Unabhängigkeit der Zielgesellschaft, die zukünftige Corporate Governance und die Besetzung der Organe.

Nur in seltenen Fällen enthalten BCAs vertragliche Sanktionen wie z. B. Strafzahlungen für Vertragsverletzungen, da es eher unwahrscheinlich ist, dass die Zielgesellschaft die Verpflichtungen des Bieters nach Vollzug der Übernahme (erfolgreich) durchsetzen wird. Zwar wurden komplexe Mechanismen entwickelt, um die Zusagen des Bieters selbst nach Abschluss eines Beherrschungsvertrags durchzusetzen (indem z. B. eine öffentliche Persönlichkeit als Ombudsmann fungiert), diese sind bislang jedoch noch nicht erprobt.

Exklusivitätsvereinbarung: Die Gewährung von Exklusivität ist zwar grundsätzlich zulässig, liegt aber möglicherweise nicht im Interesse der Zielgesellschaft und kann daher gegen die Pflichten des Vorstands verstoßen.

Break Fee-Vereinbarung: Durch die Zielgesellschaft zu zahlende Break Fees für den Fall, dass die Übernahme aufgrund einer Intervention Dritter (z. B. in Form eines besseren Angebots) scheitert, wurden in der Vergangenheit vereinbart, sind in Deutschland jedoch unüblich. Die Frage nach der Zulässigkeit und Durchsetzbarkeit einer solchen Vereinbarung ist nach deutschem Recht nach wie vor offen. Je nach Einzelfall könnten Break Fees von bis zu 1 Prozent des Transaktionsvolumens zulässig sein.

Seitdem der Bundesgerichtshof im sogenannten Deutsche-Telekom-III-Urteil entschieden hat, dass es nur in streng begrenzten Ausnahmefällen zulässig ist, aktuellen oder zukünftigen Aktionären finanzielle Vorteile zu gewähren, wird eine Zielgesellschaft der Forderung nach einer Break Fee mit äußerster Vorsicht begegnen.

Due Diligence

Vielfältige Informationen zu börsennotierten Zielgesellschaften sind über deren Website, das Handelsregister, den Bundesanzeiger oder andere Quellen verfügbar, z. B. Geschäftsberichte und Jahresabschlüsse, Pflichtpublikationen und -bekanntgaben, die Satzung, Angaben zur Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat, Hauptversammlungsprotokolle, Informationen zur Corporate Governance sowie Angaben zur Aktionärsstruktur. Da jedoch die Möglichkeiten zum Widerruf einer einmal veröffentlichten Angebotsentscheidung äußerst begrenzt sind, wird ein Bieter in der Regel großen Wert darauf legen, auch Zugang zu nicht öffentlichen Informationen zu erlangen. Hierzu wird er Kontakt zur Zielgesellschaft aufnehmen und mit ihr über die Durchführung einer Due Diligence verhandeln.

Gehört eine Due Diligence bei öffentlichen Übernahmen zur gängigen Praxis?

Vorbehaltlich eines mit dem Bieter zu schließenden NDA kann der Vorstand der Zielgesellschaft dem Bieter die Durchführung einer Due Diligence gestatten, wenn die Übernahme seiner Ansicht nach im Interesse der Zielgesellschaft liegt und Geschäfts- und Betriebsgeheimnisse dabei geschützt werden.

Der Vorstand wird das Interesse der Zielgesellschaft an der vorgeschlagenen Transaktion insbesondere unter Berücksichtigung der anzubietenden Gegenleistung und der Erfolgsaussichten des Angebots beurteilen. Bei Befürwortung des Angebots wird die Zielgesellschaft daher in der Regel damit einverstanden sein, dass der Bieter vor Veröffentlichung seines Übernahmeangebots eine Due Diligence durchführt. Umfang und Art der Due Diligence sind von Fall zu Fall verschieden.

Handelt es sich jedoch um einen feindlichen Übernahmeversuch, muss sich der Bieter normalerweise mit öffentlich verfügbaren Informationen begnügen.

Wie ist die gängige Marktpraxis bei Tauschangeboten?

Bei Aktientauschangeboten wird die Zielgesellschaft in der Regel darauf bestehen, beim Bieter eine „Reverse Due Diligence“ vorzunehmen, da ihre Aktionäre nach Angebotsannahme Aktionäre des Bieters werden. Um die Angemessenheit der vom Bieter als Gegenleistung gebotenen Aktien sicherzustellen sowie einschätzen zu können, ob ein erfolgreiches Angebot im Interesse der Zielgesellschaft liegt, wird deren Vorstand die wirtschaftliche und rechtliche Situation des Bieters prüfen und die Annahmen, die der Bewertung der Aktien des Bieters zugrunde liegen, plausibilisieren wollen (z. B. Diebold/Wincor Nixdorf). Die Due Diligence wird in der Regel umfangreicher ausfallen, wenn in Verbindung mit dem Tauschangebot ein Wertpapierprospekt für das fusionierte Unternehmen veröffentlicht werden muss.

Wie umfangreich ist in der Regel eine vor Angebotsabgabe durchgeführte Due Diligence?

Der Umfang der Informationen, die während einer Due Diligence zur Verfügung gestellt werden, hängt davon ab, wie stark die Zielgesellschaft am potenziellen Angebot interessiert ist. Zielgesellschaften sind oft eher nicht geneigt, dem Bieter eine umfangreiche Due Diligence zu gestatten, und beharren darauf, dass ein schneller Prozess mit begrenzter Due Diligence gängige Marktpraxis ist. Es gibt allerdings keine speziellen Regelungen über eine durchzuführende Due Diligence. Falls die Übernahme im Interesse der Zielgesellschaft ist, kann sie sich damit einverstanden erklären, dem Bieter selbst sensible Geschäftsinformationen und vertrauliche Informationen zur Verfügung zu stellen. Dabei sollten Bieter und Zielgesellschaft allerdings sorgfältig darauf achten, Kartellverstöße wegen Weitergabe wettbewerbsrelevanter Informationen zu vermeiden. Entsprechende Beschränkungen lassen sich jedoch durch den Abschluss von Clean-Team-Vereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft überwinden.

Können Insiderinformationen weitergegeben werden oder schadet dies dem Angebot?

Erlangt ein Bieter während der Due Diligence Kenntnis von einer Insiderinformation, die über die eigene Angebotsabsicht hinausgeht und zu einem höheren Preis führen würde, kann es ihm solange untersagt sein, Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben oder mit dem Übernahmeangebot fortzufahren, bis die Insiderinformation veröffentlicht wurde oder tatsächlich keine Insiderinformation mehr vorliegt.

Da die Zielgesellschaft Insiderinformationen grundsätzlich unverzüglich veröffentlichen muss und die Veröffentlichung nur unter strengen Voraussetzungen (insbesondere im Hinblick auf die Vertraulichkeit) aufschieben darf, sollte der Datenraum keine Insiderinformationen enthalten.

Zum weiteren Schutz des Bieters wird üblicherweise auf die sogenannte „Masterplan-Theorie“ abgestellt. Wenn der Bieter den Plan gefasst und dokumentiert hat, mit dem Angebot unter bestimmten Bedingungen unabhängig davon fortzufahren, ob er Kenntnis von Insiderinformationen erlangt, darf dieser Masterplan im zuvor geplanten Umfang selbst nach Kenntniserlangung von Insiderinformationen weiter umgesetzt werden. In diesem Fall wird

die im Rahmen der Due Diligence erhaltene Insiderinformation nicht „genutzt“, da der Entschluss zum Erwerb von Aktien bereits vor Erhalt der Insiderinformation gefasst wurde und damit kein kausaler Zusammenhang zwischen der Kenntniserlangung und der Fortsetzung des Aktienerwerbs besteht.

Muss die Zielgesellschaft einem konkurrierenden Bieter die gleichen Informationen zur Verfügung stellen?

Im Gegensatz zum britischen Recht ist eine Zielgesellschaft nach deutschem Recht nicht verpflichtet, einem konkurrierenden Bieter auf Verlangen die gleichen Informationen wie dem ersten Bieter zur Verfügung zu stellen.

Da der Vorstand der Zielgesellschaft jedoch grundsätzlich keinen Einfluss auf die Aktionärsstruktur der Gesellschaft nehmen darf, sollte er konkurrierende Bieter nicht ohne sachlichen Grund unterschiedlich behandeln. Allerdings dürfte ein entsprechender sachlicher Grund bei verhandelten Übernahmen mit hoher Wahrscheinlichkeit vorliegen, da kaum ein Fall vorstellbar ist, in dem die Angebote zweier konkurrierender Bieter für die Zielgesellschaft gleich vorteilhaft sind.

Beteiligungsaufbau im Vorfeld – Handel mit Aktien der Zielgesellschaft

Welche Offenlegungspflichten bestehen beim Aktienhandel?

Nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) greifen Mitteilungspflichten dann, wenn der Stimmrechtsanteil einer Person aus Aktien an einem Emittenten unmittelbar oder mittelbar durch Zurechnung des Stimmrechtsanteils der mit ihr gemeinsam handelnden Personen bestimmte Schwellenwerte – nämlich 3 Prozent, 5 Prozent, 10 Prozent, 15 Prozent, 20 Prozent, 25 Prozent, 30 Prozent, 50 Prozent oder 75 Prozent – erreicht oder überschreitet. Dasselbe gilt – ab der 5-Prozent-Schwelle – für Finanz- oder andere Instrumente wie z. B. Call- und Put-Optionen, Swaps (insbesondere Aktien-Swaps mit Barausgleich), Termingeschäfte mit Barausgleich, Differenzgeschäfte oder Irrevocable Undertakings. Die Stimmrechte aus Aktien und in Bezug auf andere Finanzinstrumente sind zusammenzurechnen und bei Erreichen der 5-Prozent-Schwelle mitzuteilen. Zur Vermeidung von Umgehungsstatbeständen sieht das Gesetz vor, dass Stimmrechte beispielsweise von Tochtergesellschaften, Treuhändern und gemeinsam handelnden Personen (Persons Acting in Concert) dem Bieter zugerechnet werden.

Verstöße gegen diese Mitteilungspflichten können zu einem Bußgeld von bis zu 10 Millionen Euro, einer Ge-

winnabschöpfung und dem (vorübergehenden) Verlust der Aktionärsrechte und dabei insbesondere der mit den Aktien verbundenen Stimmrechte führen.

Zudem muss ein Aktionär, der die Schwelle von 10 Prozent der Stimmrechte aus Aktien erreicht oder überschreitet, dem Emittenten die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele und die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel mitteilen.

Darf der Bieter vor Veröffentlichung seiner Angebotsentscheidung Aktien der Zielgesellschaft erwerben?

Während der Vorbereitungsphase darf der potenzielle Bieter Aktien der Zielgesellschaft erwerben, sofern die Insiderhandelsverbote (d. h. Erwerb auf Grundlage von Insiderinformationen) eingehalten werden. Um die Erfolgsaussichten des Übernahmeangebots zu erhöhen, wird ein Bieter in der Regel vor Veröffentlichung seiner Angebotsentscheidung einen Beteiligungsaufbau anstreben.

Da bei Erreichen der Schwelle von 30 Prozent der Stimmrechte ein Pflichtangebot für alle übrigen Aktien der Zielgesellschaft abzugeben ist, muss diese Schwelle sorgfältig im Auge behalten werden.

Überdies kann der Beteiligungsaufbau bzw. die hierdurch erlangte Einflussnahme auf die Zielgesellschaft zu kartellrechtlichen Problemen führen. So kann z. B. eine Kartellfreigabe durch die zuständige Behörde erforderlich werden, wenn ein Bieter 10 bis 15 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft erworben hat.

Verstößt der Beteiligungsaufbau des Bieters gegen das Insiderhandelsverbot?

Obwohl die Absicht des Bieters, ein Angebot für die Zielgesellschaft abzugeben, bis zur Veröffentlichung der Angebotsentscheidung in der Regel eine Insiderinformation darstellt, hindert das Insiderhandelsverbot den Bieter nicht an der Bekanntgabe und Umsetzung seines Angebots. Andere Personen, die Kenntnis von der Absicht des Bieters haben, dürfen jedoch nicht mit Aktien der Zielgesellschaft handeln, es sei denn, sie handeln im Namen des Bieters.

Können Aktionäre dadurch gegen das Insiderhandelsverbot verstoßen, dass sie sich vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung zum Verkauf ihrer Aktien bereit erklären?

Der Erwerb eines Aktienpakets von einem Aktionär ist für beide Parteien grundsätzlich als sogenanntes Face-to-Face-Geschäft zulässig. In diesem Fall gilt das Insiderhandelsverbot üblicherweise nicht, da beide Parteien denselben Informationsstand haben und der Erwerb somit nicht durch ein Informationsungleichgewicht beeinflusst wird

und zudem weder die Insiderinformation noch der Erwerb Einfluss auf den Börsenkurs oder Marktpreis haben. Der Paketerwerb kann auch unter der aufschiebenden Bedingung erfolgen, dass das anschließende Übernahmeangebot erfolgreich vollzogen wird.

Beeinflusst der Aktienhandel die Konditionen des Übernahmeangebots?

Die im Übernahmeangebot gebotene Gegenleistung muss mindestens dem höchsten Wert entsprechen, den der Bieter oder gemeinsam mit ihm handelnde Personen oder deren Tochtergesellschaften innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage für den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft gezahlt oder vereinbart haben.

Ist ein verdeckter Beteiligungsaufbau (sogenanntes Anschleichen an die Zielgesellschaft oder „Creeping in“) vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung möglich?

In Reaktion auf die Übernahmefälle Schaeffler/Continental und Porsche/VW, bei denen mit Hilfe von Finanzderivaten unbemerkt substanzielle Beteiligungen aufgebaut wurden, hat der Gesetzgeber die Offenlegungspflichten deutlich erweitert. Da es dabei ausdrückliches Ziel des Gesetzgebers war, sämtliche Praktiken und Taktiken zu erfassen, ist der unbemerkte Beteiligungsaufbau für einen Bieter heute weitgehend ausgeschlossen.

Unwiderrufliche Verpflichtungserklärungen (Irrevocable Undertakings)

Ist es zulässig, an die Aktionäre der Zielgesellschaft heranzutreten? Welche Vorschriften sind dabei zu beachten?

Möchte ein potenzieller Bieter vor Veröffentlichung seiner Angebotsentscheidung an die Aktionäre herantreten, stellt seine Angebotsabsicht aufgrund ihrer möglichen Kursrelevanz meist eine Insiderinformation dar. Die Weitergabe einer solchen Insiderinformation an eine andere Person ist nur zulässig, wenn diese Person für die Erfüllung von Aufgaben auf die Information angewiesen ist. Nach Erhalt einer derartigen Information ist es dem Insider dann untersagt, mit Aktien der Zielgesellschaft zu handeln oder die Information an Dritte weiterzugeben.

Hiervon ausgenommen sind allerdings seit kurzem Marktsondierungen, bei denen die Insiderinformation im Vorfeld eines Übernahmeangebots an eine größere Zahl potenzieller Anleger weitergegeben wird, um das Marktinteresse, die Attraktivität des Angebots und

letztendlich die Erfolgsaussichten der Transaktion einschätzen zu können. Die Marktpraxis des Wall-Crossings, bei dem Insiderinformationen erst nach Abschluss einer Vertraulichkeits- und Non-Trade-Vereinbarung offengelegt werden, wurde inzwischen kodifiziert und unterliegt detaillierten Verfahrens- und Dokumentationspflichten.

Dürfen sich (bedeutende) Aktionäre unwiderruflich zur Annahme eines Angebots verpflichten?

Alternativ zum Beteiligungsaufbau vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung kann dem Bieter daran gelegen sein, von bedeutenden Aktionären des Zielunternehmens eine Zusage zu erhalten, wonach sie sich für den Fall der Angebotsabgabe unwiderruflich zur Annahme des Angebots verpflichten. Derartige unwiderrufliche Verpflichtungserklärungen (Irrevocable Undertakings) sind zulässig, und die Erfolgsaussichten des Angebots sind in der Regel höher, wenn der Bieter sich auf diese Weise bereits vor

Angebotsbekanntgabe möglichst viele Aktien sichern kann. Aktionären ist häufig eher an einem Irrevocable als an einem direkten Aktienverkauf vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung gelegen, da sie so von einer etwaigen Erhöhung des Angebotspreises profitieren können.

Hierbei ist jedoch zu beachten, dass Irrevocable Undertakings nach dem WpHG als meldepflichtige Finanzinstrumente gelten und daher mit Aktien, die vom Bieter, mit ihm gemeinsam handelnden Personen oder deren

Tochtergesellschaften bereits gehalten werden, zusammenzurechnen und mitzuteilen sind, sobald die 5-Prozent-Grenze oder einer der höheren Schwellenwerte erreicht ist. Um die Geheimhaltung sicherzustellen und Nachteile durch verfrühte Veröffentlichungen und Marktgerüchte zu vermeiden, wird ein Bieter daher Irrevocables, mit denen die Meldepflichtgrenzen überschritten werden, erst unmittelbar vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung abschließen.

Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots

Wann und wie ist die Angebotsentscheidung zu veröffentlichen?

Sobald sich ein Bieter zur Abgabe eines Angebots entschlossen hat, muss er unverzüglich die BaFin sowie die Börsengeschäftsführung(en) informieren, eine Veröffentlichung über ein elektronisches Informationsverbreitungssystem vornehmen und den Vorstand der Zielgesellschaft informieren.

Vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung sollten auf Seiten des Bieters daher alle erforderlichen Organbeschlüsse sowie die Ergebnisse einer etwaigen Due Diligence vorliegen. Der Abschluss von Irrevocables und Vereinbarungen über den Erwerb von Aktienpaketen erfolgen üblicherweise zeitgleich mit der Veröffentlichung der Angebotsentscheidung.

Welche Informationen umfasst die Veröffentlichung der Angebotsentscheidung?

Der Bieter muss natürlich angeben, um welche Zielgesellschaft es sich handelt und auf welche Aktien sich sein Angebot bezieht. Zudem wird bei der Veröffentlichung freiwillig üblicherweise die beabsichtigte Gegenleistung genannt, um keinen Raum für Spekulationen zu lassen und anschließende Kursänderungen der Zielgesellschaft

zu minimieren. Während die Veröffentlichung der Angebotsentscheidung durch den Bieter nicht an Bedingungen geknüpft sein darf, kann in der Veröffentlichung darauf hingewiesen werden, dass das Angebot selbst an bestimmte Bedingungen gebunden sein wird (z. B. Kartellfreigabe oder Mindestannahmeschwelle).

Ist die Veröffentlichung der Angebotsentscheidung für den Bieter bindend?

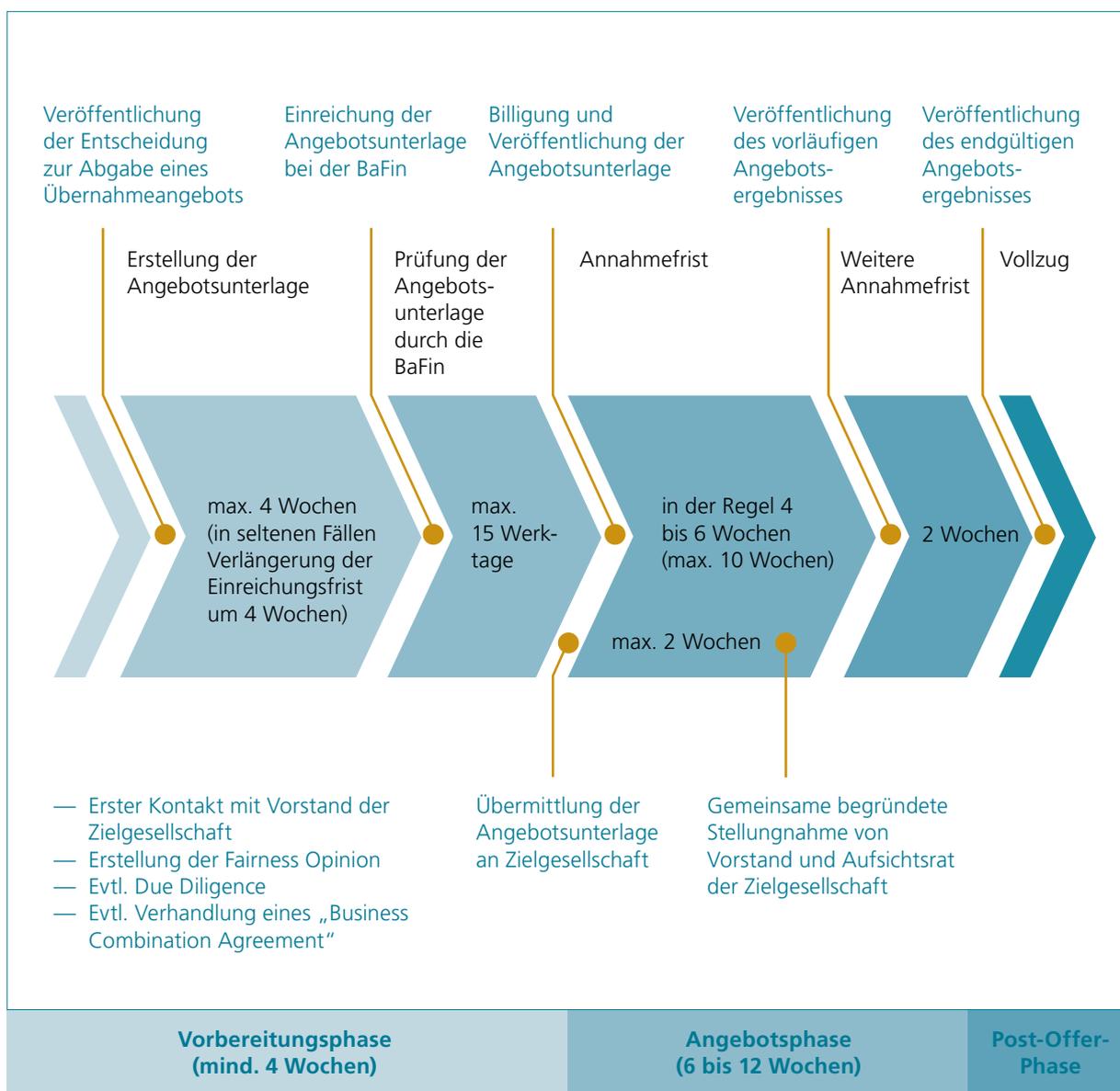
Ja. Nach Veröffentlichung seiner Angebotsentscheidung darf der Bieter das Angebot nicht mehr zurückziehen und ist verpflichtet, die Angebotsunterlage gemäß dem gesetzlich vorgeschriebenen Angebotsverfahren zu veröffentlichen.

Verstößt der Bieter gegen seine Pflicht zur Veröffentlichung der Angebotsunterlage, können die Aktionäre der Zielgesellschaft zwar keine Ansprüche gegen den Bieter geltend machen, die BaFin kann jedoch Sanktionen gegen den Bieter verhängen. So kann sie z. B. das Angebot untersagen, die Pflichtverletzung veröffentlichen (was zu Reputationsschäden für den Bieter führen kann), gegenüber dem Bieter eine einjährige Sperre für die Abgabe eines weiteren Angebots für die Zielgesellschaft verhängen oder dem Bieter eine Geldbuße auferlegen.

3 Das Übernahmeverfahren im Überblick

Mit Veröffentlichung der Angebotsentscheidung beginnt der gesetzlich strikt festgelegte Zeitplan für den Angebotsprozess, der die Dauer der Marktverunsicherung über die weitere Zukunft der Zielgesellschaft begrenzen

soll. Im Rahmen des formellen Übernahmeverfahrens müssen Bieter und Zielgesellschaft bestimmte Unterlagen erstellen und veröffentlichen.



4 Angebotsphase

Bei Erstellung der Angebotsunterlage hat der Bieter eine Reihe von Entscheidungen hinsichtlich des zu unterbreitenden Angebots zu treffen. In der Regel ist die Angebotsunterlage innerhalb von vier Wochen nach Veröffentlichung der Angebotsentscheidung zur Prüfung und Billigung bei der BaFin einzureichen.

Die BaFin wird die Angebotsunterlage innerhalb von 10 bis 15 Werktagen nach Einreichung billigen oder untersagen. Mit Billigung und Veröffentlichung der Angebotsunterlage (was üblicherweise am selben Tag erfolgt) beginnt die vier- bis zehnwöchige Annahmefrist.

Innerhalb der ersten zwei Wochen der Annahmefrist veröffentlicht der Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft ihre – meist gemeinsame – begründete Stellungnahme zum Angebot.

Nach Ablauf der Annahmefrist und Veröffentlichung des vorläufigen Angebotsergebnisses folgt bei freiwilligen Übernahmeangeboten eine weitere Annahmefrist von zwei Wochen.

Nach gängiger Marktpraxis endet die Gesamtannahmefrist nach sechs bis acht Wochen, und das Angebot kann abgewickelt werden, sofern alle Angebotsbedingungen erfüllt sind.

Angebotsunterlage

Wann ist die Angebotsunterlage zu erstellen?

Nach Veröffentlichung der Angebotsentscheidung hat der Bieter vier Wochen Zeit, um die Angebotsunterlage zu erstellen und der BaFin zur Prüfung und Billigung vorzulegen. In sehr begrenzten Ausnahmefällen kann die BaFin diese Frist um bis zu vier Wochen verlängern (dies kommt aufgrund der umfassenderen Berichtspflichten häufig bei Tauschangeboten vor). In der Praxis erstellen Bieter große Teile der Angebotsunterlage bereits in der Vorbereitungsphase, sodass die endgültige Angebotsunterlage innerhalb von nur wenigen Tagen nach Veröffentlichung der Angebotsentscheidung bei der BaFin eingereicht werden kann.

Welche Angaben enthält die Angebotsunterlage?

Die Angebotsunterlage muss alle Informationen enthalten, die von den Aktionären benötigt werden, um eine fundierte Entscheidung über die Annahme des Angebots treffen zu können.

Im Laufe der Zeit hat sich für die detaillierten Angaben in Angebotsunterlagen ein nahezu einheitlicher Standard entwickelt. Dazu gehören beispielsweise:

- grundlegende Angaben zum Bieter und zur Zielgesellschaft – jeweils mit Angaben zu etwaigen gemeinsam handelnden Personen (persons acting in concert);
- die Angebotsbedingungen (Art und Umfang der Gegenleistung einschließlich der Bewertungsmethode, die der Ermittlung der Gegenleistung zugrunde liegt, Annahmefrist, Details zur Annahme des Angebots sowie zur Erbringung der Gegenleistung durch den Bieter);
- Bedingungen für den Vollzug des Angebots;
- die zur Angebotsfinanzierung ergriffenen Maßnahmen sowie die für den Fall eines erfolgreichen Angebots erwarteten Auswirkungen auf die Finanz- und Ertragslage des Bieters und Bieter-Konzerns;

- die Absichten des Bieters in Bezug auf den zukünftigen Geschäftsbetrieb, die Beschäftigten und ihre Vertretungen sowie die Besetzung der Organe der Zielgesellschaft, einschließlich Informationen zu Geld- oder geldwerten Leistungen, die Organmitgliedern der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit dem Angebot gezahlt oder versprochen wurden;
- Anzahl der vom Bieter und allen mit ihm gemeinsam handelnden Personen gehaltenen oder ihnen zuzurechnenden Stimmrechte sowie Informationen über etwaige Aktienkäufe innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung, sowie
- bei einem Tauschangebot umfassende Informationen über den Bieter und die als Gegenleistung angebotenen Aktien entsprechend einem Wertpapierprospekt nach der EU-Prospektverordnung.

Je nach Komplexität des betreffenden Falls kann die Angebotsunterlage über 100 Seiten umfassen. Bei Tauschangeboten ist die Erstellung der Angebotsunterlage noch zeitaufwendiger, da diese zusätzlich der Prospektverordnung unterliegt.

Der Bieter haftet für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen in der Angebotsunterlage, die von seinen gesetzlichen Vertretern zu unterzeichnen ist.

Wann wird die Angebotsunterlage veröffentlicht? Welche Rolle spielt die BaFin?

Die BaFin prüft die Angebotsunterlage lediglich auf Vollständigkeit und Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen, nicht jedoch auf inhaltliche Richtigkeit. Die Angebotsunterlage muss nach ihrer Billigung durch die BaFin unverzüglich veröffentlicht werden. Gleiches gilt, wenn die BaFin innerhalb von 10 bis 15 Werktagen seit Einreichung der Angebotsunterlage das Angebot nicht untersagt hat, wobei letzteres in der Praxis nicht vorkommt. Mit der Veröffentlichung beginnt die Annahmefrist.

Angebotsgegenleistung – Bar- und Tauschangebote

Können Aktien anstelle eines Geldbetrags angeboten werden?

Neben der üblichen Geldgegenleistung in Euro (Barangebote) können Bieter auch liquide Aktien anbieten, die zum Handel an einem organisierten Markt im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zugelassen sind (Tauschangebot). Bei den zum Tausch gegen Aktien der Zielgesellschaft angebotenen Aktien muss es sich nicht zwangsläufig um Aktien des Bieters handeln, auch wenn dies der weitaus häufigste Fall ist.

Erfüllen die angebotenen Aktien die gesetzlichen Vorgaben nicht, z. B. weil die Aktien des Bieters nur an einer Börse außerhalb des EWR zugelassen sind, dürfen sie nur als Alternative zu einem Geldbetrag angeboten werden, wobei die Aktionäre dann zwischen beiden Leistungsarten wählen können. Zudem ist auch eine Kombination aus Bar- und Tauschangebot möglich.

Erwirbt der Bieter in den sechs Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung bis zum Ablauf der Annahmefrist insgesamt mindestens 5 Prozent der Aktien oder Stimmrechte an der Zielgesellschaft gegen Zahlung einer Geldleistung, hat der Bieter den Aktionären der Zielgesellschaft eine Geldleistung in Euro anzubieten.

Wie häufig kommen Tauschangebote vor?

Tauschangebote waren in Deutschland bislang die Ausnahme. In den letzten Jahren hat das Angebot von Aktien als Gegenleistung jedoch zugenommen und zwar sowohl in Form reiner Aktientauschangebote (Linde/Praxair 2017/2018; London Stock Exchange/Deutsche Börse 2016/2017, Capital Stage/Chorus 2016, alstria office/DO Deutsche Office 2015 und DEMIRE/Fair Value 2015) als auch in Form kombinierter Angebote (Diebold/Wincor Nixdorf 2016; ADLER Real Estate/WESTGRUND 2015 und Vonovia/Deutsche Wohnen 2015).

Muss bei einem Tauschangebot ein Wertpapierprospekt erstellt werden?

Ja. Sollen Aktien angeboten werden, die noch nicht an einem regulierten Markt innerhalb des EWR zum Handel zugelassen sind, ist ein Zweitlisting innerhalb des EWR erforderlich. Für ein solches Zweitlisting ist ein Wertpapierprospekt zu erstellen.

In allen anderen Fällen müssen in der Angebotsunterlage Angaben entsprechend einem Prospekt enthalten sein.

Wie können US-Aktionäre von einem Tauschangebot Gebrauch machen, wenn die Aktien des Bieters nicht in den USA notiert sind?

Umfasst ein Tauschangebot auch Aktionäre in den USA, müssen die Aktien des Bieters in der Regel auch an einer Börse in den USA zugelassen sein. Bieter versuchen diese Anforderung einer US-Börsennotierung häufig mit Hilfe eines sogenannten „Vendor Placement“ zu umgehen (z. B. LSE/Deutsche Börse). Die US-Börsenaufsichtsbehörde SEC (Securities and Exchange Commission) hat allerdings angekündigt, keine Bescheinigungen mehr über die Nichtnotwendigkeit der Börsennotierung auszustellen. Bieter können sich daher nicht darauf verlassen, dass das Vendor Placement zur Vermeidung einer US-Börsennotierung ausreicht.

Bei einem kürzlich erfolgten Übernahmeangebot (Capital Stage/Chorus) nutzte der – von CMS beratene – Bieter erstmalig in Deutschland eine alternative gesetzliche Ausnahme, nach der US-Aktionäre unter bestimmten Bedingungen an einem Tauschangebot ohne US-Börsennotierung teilnehmen können.

Gibt es eine Mindestpreisregelung?

Die Gegenleistung muss mindestens dem höheren der folgenden zwei Werte entsprechen: dem gewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots oder dem höchsten Preis, den der Bieter, eine mit ihm gemeinsam handelnde Person oder deren Tochterunternehmen innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage gezahlt oder vereinbart haben.

Was passiert, wenn die Aktien der Zielgesellschaft oder des Bieters nicht liquide sind?

Sind die Aktien der Zielgesellschaft oder des Bieters (Bar- und Tauschangebote) illiquide, ist der gewichtete Durchschnittskurs ohne Aussagekraft, und es ist eine Unternehmensbewertung vorzunehmen. Aktien gelten dann als „illiquide“, wenn an weniger als einem Drittel der maßgeblichen Handelstage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Kurse um mehr als 5 Prozent voneinander abweichen.

Kann der Bieter im Fall von Parallel- und Nacherwerben zur Erhöhung seines Angebots verpflichtet sein?

Erwirbt der Bieter während der Annahmefrist börslich oder außerbörslich Aktien der Zielgesellschaft zu einem höheren als dem Angebotspreis, erhöht sich der Angebotspreis für alle Aktionäre automatisch auf den höheren Erwerbspreis.

Zudem muss ein Bieter, der innerhalb eines Jahres nach Veröffentlichung des Angebotsergebnisses außerbörslich Aktien der Zielgesellschaft zu einem höheren Preis erwirbt, allen anderen Aktionären, die das Angebot angenommen haben, den Differenzbetrag zahlen. Börsliche Nacherwerbe sowie Nacherwerbe, die in Form von gesetzlich vorgeschriebenen Abfindungszahlungen im Rahmen von Strukturmaßnahmen erfolgen (z. B. bei einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag oder einem Squeeze-out), haben keine derartigen Preisauswirkungen.

Vereinbarungen, nach denen die Übertragung von Aktien gefordert werden kann (z. B. Optionen), werden wie Aktienerwerbe behandelt. Da es keine De-minimis-Schwelle gibt, werden die genannten Auswirkungen bereits durch den Kauf einer einzelnen Aktie der Zielgesellschaft ausgelöst.

Muss der Bieter einen Finanzberater engagieren?

Zwar ist der Bieter gesetzlich nicht zur Beauftragung eines Finanzberaters verpflichtet, es ist jedoch absolut gängige Praxis, dass sich Bieter bei der Ermittlung des angemessenen Angebotspreises unterstützen lassen. Sollen die bei einem Tauschangebot angebotenen Aktien an einer deutschen Börse notiert werden, muss der Bieter außerdem einen Sponsor haben.

Annahmefrist

Wann beginnt die Annahmefrist und wie lange dauert sie?

Die Annahmefrist beginnt mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage, d. h. unmittelbar nach der Bewilligung durch die BaFin. In der Praxis wählen Bieter in der Regel eine Annahmefrist von vier bis sechs Wochen, wobei die Frist nicht weniger als vier und nicht mehr als zehn Wochen betragen darf.

Bei freiwilligen Übernahmeangeboten gibt es eine weitere Annahmefrist von zwei Wochen, wenn der Bieter die Kontrolle über die Zielgesellschaft (30 Prozent) erlangt hat und insbesondere wenn er innerhalb der regulären Annahmefrist eine Mindestannahmeschwelle erreicht hat. Angesichts des bevorstehenden Kontrollwechsel soll diese Verlängerung den Aktionären, die das Angebot bis dahin noch nicht angenommen haben, die Möglichkeit geben, das Angebot noch anzunehmen.

Ist eine Verlängerung der Annahmefrist möglich?

Angebotsänderungen innerhalb der letzten zwei Wochen der Annahmefrist lösen automatisch eine zweiwöchige Fristverlängerung aus. Zudem erfolgt automatisch eine Fristverlängerung auf zehn Wochen, wenn der Vorstand der Zielgesellschaft während der Annahmefrist eine Hauptversammlung einberuft. Eine Verlängerung kann auch durch ein konkurrierendes Angebot ausgelöst werden. In einem solchen Fall verlängert sich die Annahmefrist des Erstangebots automatisch bis zum Ende der Annahmefrist des konkurrierenden Angebots.

Sind während der Annahmefrist regelmäßige Veröffentlichungen vorzunehmen?

Ja. Der Bieter muss wöchentlich sowie in der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist täglich die Zahl der angebotenen Aktien bekanntgeben (sogenannte Wasserstandsmeldungen). Zudem ist auch die Erfüllung von Angebotsbedingungen zu veröffentlichen. Gleiches gilt nach Ablauf der ersten und der weiteren Annahmefrist für die Ergebnisse des Angebots, d. h. die Zahl der angebotenen Aktien.

Finanzierung

Muss die Finanzierung des Angebots gesichert sein?

Ja. Infolge der rechtlichen und praktischen Anforderungen muss der Bieter vor Veröffentlichung seiner Angebotsentscheidung sicherstellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung zur Verfügung stehen. Da die Finanzmittel für die „vollständige“ Erfüllung des Angebots (d. h. für den Fall, dass alle außenstehenden Aktionäre ihre Aktien andienen) ausreichen müssen, ist hierbei der vom Bieter zu zahlende (theoretische) Maximalbetrag als Grundlage zu nehmen. Die vom Bieter getroffenen Finanzierungsmaßnahmen sind in der Angebotsunterlage zu beschreiben.

Bei einem Tauschangebot muss der Bieter sicherstellen, dass die als Gegenleistung angebotenen Aktien spätestens zum Zeitpunkt der Angebotsabwicklung verfügbar sind. Daher werden alle zur Erhöhung des Grundkapitals des Bieters notwendigen Beschlüsse in der Regel vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage verabschiedet.

Bei einem Barangebot ist eine schriftliche Finanzierungsbestätigung eines in Deutschland zugelassenen unabhängigen Wertpapierdienstleistungsunternehmens (in der Regel eine Bank) erforderlich, die bei der BaFin einzurei-

chen und der Angebotsunterlage beizufügen ist. Sollte der Bieter seinen Verpflichtungen nicht nachkommen, haftet die Bank, die die Finanzierungsbestätigung erstellt hat, den Aktionären der Zielgesellschaft für die vollständige Erfüllung des Angebots.

Kann die Zielgesellschaft finanzielle Hilfestellung leisten? Kann der Bieter das Angebot dadurch finanzieren, dass er nach der Übernahme liquide Mittel oder Assets aus der Zielgesellschaft abzieht?

Angesichts der nach deutschem Aktienrecht geltenden Vorgaben zur Kapitalerhaltung und Einschränkungen der finanziellen Hilfestellung sind die Rückgriffsmöglichkeiten auf Mittel der Zielgesellschaft sowohl vor als auch nach der Übernahme sehr stark eingeschränkt. Die Zielgesellschaft darf weder Vorschusszahlungen noch Darlehen bereitstellen noch eine Bürgschaft für Kredite übernehmen, mit denen der Bieter die Übernahme finanziert hat.

Langfristig kann dadurch Abhilfe geschaffen werden, dass ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen Bieter und Zielgesellschaft geschlossen oder aber die Zielgesellschaft in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung umgewandelt wird. In diesen Fällen gelten weniger strenge Vorgaben.

Angebotsbedingungen

Kann das Angebot an Bedingungen geknüpft sein?

Nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage ist das Angebot unwiderruflich. Freiwillige Übernahmeangebote und Pflichtangebote müssen alle Aktien der Zielgesellschaft umfassen, die noch nicht vom Bieter oder mit ihm gemeinsam handelnden Personen gehalten werden. Es liegt daher im Interesse des Bieters, dass der Vollzug einfacher Erwerbsangebote und Übernahmeangebote an bestimmte Bedingungen geknüpft werden kann, allerdings unter der Voraussetzung, dass die Erfüllung solcher Bedingungen nicht allein im Ermessen des Bieters liegen darf.

Bei Pflichtangeboten ist allerdings ausschließlich die Erteilung behördlicher Genehmigungen (z. B. fusionskontrollrechtliche Freigabe) als Bedingung zulässig.

Welche Bedingungen sind bei deutschen Unternehmensübernahmen gängig?

Neben der Erteilung zwingend erforderlicher behördlicher Genehmigungen zählen zu den gängigen Angebotsbedingungen das Erreichen einer Mindestannahmeschwelle (z. B. mindestens 50 Prozent oder 75 Prozent der Stimmrechte) oder das Ausbleiben eines genau definierten Ereignisses mit wesentlichen negativen Auswirkungen (Material Adverse Change) sowie das Unterlassen von Abwehrmaßnahmen durch die Zielgesellschaft.

Gibt es unzulässige Bedingungen?

Da ein Angebot bindend ist, sind solche Bedingungen unzulässig, deren Erfüllung dem Einfluss des Bieters unterliegen oder deren Eintritt sich nicht objektiv ermitteln lässt. Als Bedingung nicht zulässig wäre z. B. ein Finanzierungsvorbehalt (Financing Out) oder dass eine vom Bieter durchgeführte Due Diligence positiv ausfällt.

Zu welchem Zeitpunkt müssen Bedingungen erfüllt sein?

Nach der Verwaltungspraxis der BaFin müssen Angebotsbedingungen bis zum Ende der Annahmefrist erfüllt werden oder aber es muss bis dahin auf sie verzichtet worden sein. Im Gegensatz zur Rechtslage in anderen Ländern kann der Bieter nach deutschem Recht nicht den Ablauf der Annahmefrist abwarten, erst anschließend auf die

Bedingung verzichten und das Angebot vollziehen, obwohl z. B. eine Mindestannahmeschwelle nicht erreicht wurde. Da die Mindestannahmeschwellen bei einigen Angeboten in jüngerer Zeit eher niedrig waren, führt die BaFin-Praxis dazu, dass Bieter sich den Umfang der Bedingungen von vornherein genau überlegen.

Eine Ausnahme gilt für die Erteilung behördlicher Genehmigungen. Sie kann auch erst nach Ende der Annahmefrist erfolgen, da die jeweiligen Prüfungszeiträume nach den jeweiligen kartellrechtlichen Regelungen andernfalls nicht mit dem strikt festgelegten Zeitplan des WpÜG vereinbar wären.

Eine weitere Änderung der BaFin-Praxis hat kürzlich die Umsetzung von Tauschangeboten durch deutsche Bieter vereinfacht: Die Grundkapitalerhöhung des Bieters, mit der die im Tausch angebotenen Aktien geschaffen werden, darf auch erst nach Ablauf der Annahmefrist mit Eintragung in das Handelsregister wirksam werden.

Wie kann der Bieter die gewünschte Mindestannahmeschwelle erreichen, wo doch häufig große Aktienpakete von sogenannten Index-Tracker Fonds, also Indices abbildende Fonds, gehalten werden?

Index-Tracker Fonds können gehaltene Indexaktien der Zielgesellschaft erst dann verkaufen, wenn die ursprünglichen Aktien der Zielgesellschaft im Index durch die „angedienten Aktien“ der Zielgesellschaft ersetzt wurden. Nach den Indexregeln erfolgt diese Aktualisierung des Index üblicherweise dann, wenn Angebotsannahmen in Höhe von mehr als 50 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft vorliegen.

Somit kann der Bieter die Mindestannahmeschwelle auf mehr als 50 Prozent festlegen. Nachdem diese Bedingung erfüllt und der Index entsprechend aktualisiert wurde, können die Indexfonds ihre Aktien während der weiteren Annahmefrist andienen (z. B. Bain und Cinven/Stada).

Alternativ können Index-Tracker Irrevocables abschließen, mit denen sie sich verpflichten, ihre Aktien nach der Indexaktualisierung anzudienen. Diese Vorgehensweise bietet den Vorteil, dass die vom Irrevocable erfassten Aktien bereits bei der Mindestannahmeschwelle berücksichtigt werden (z. B. Praxair/Linde).

Änderung des Angebots

Kann der Bieter die Angebotsbedingungen ändern?

Während der Annahmefrist kann der Bieter das Angebot ändern, indem er die angebotene Gegenleistung erhöht oder eine alternative Form der Gegenleistung anbietet oder indem er auf Angebotsbedingungen verzichtet (insbesondere durch Herabsetzung der Mindestannahmeschwelle).

Welche Folgen hat die Angebotsänderung?

Wird das Angebot vom Bieter geändert, haben Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot zuvor bereits angenommen haben, ein Rücktrittsrecht. Erfolgt die Angebotsänderung in den letzten zwei Wochen der Annahmefrist, verlängert sich diese Frist überdies um weitere zwei Wochen.

Maßnahmen und Pflichten der Organe der Zielgesellschaft

Welche Pflichten obliegen den Organen der Zielgesellschaft im Rahmen eines öffentlichen Angebotsverfahrens?

Während eines öffentlichen Angebotsverfahrens müssen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft stets im Interesse der Zielgesellschaft handeln.

Beide Organe müssen nach Erhalt der Angebotsunterlage unverzüglich eine begründete Stellungnahme zum Angebot abgeben. Marktstandard ist eine gemeinsame Stellungnahme innerhalb von zwei Wochen. Die Stellungnahme jedes Organs bzw. deren gemeinsame Stellungnahme muss insbesondere eingehen auf die Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung, die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft, die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die vom Bieter mit dem Angebot verfolgten Ziele sowie die Absicht der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, soweit sie Aktien halten, das Angebot anzunehmen.

Hat die Zielgesellschaft einen Betriebsrat, kann dieser ebenfalls eine begründete Stellungnahme abgeben, die der Stellungnahme der Verwaltung beigelegt wird.

Sind die Beschäftigten über das Angebot zu informieren?

Die Vorstände von Zielgesellschaft und Bieter müssen ihren jeweiligen Betriebsrat oder, falls es keinen Betriebsrat gibt, die Beschäftigten direkt informieren und zwar sowohl nach Bekanntgabe der Angebotsentscheidung als auch nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Dem Betriebsrat bzw. den Beschäftigten steht es frei, dem Vorstand eine begründete Stellungnahme zum Angebot zu übermitteln. Es besteht keine Pflicht, sich mit den Beschäftigten oder deren Vertretungen zu beraten.

Mit welchen Maßnahmen kann sich die Zielgesellschaft gegen ein feindliches Übernahmeangebot verteidigen?

Die Zunahme feindlicher Übernahmeangebote in jüngerer Zeit hat die Diskussion über mögliche Abwehrmaßnahmen angeheizt. Nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots darf der Vorstand der Zielgesellschaft keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Dies gilt jedoch nicht für:

- Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte,
- die Suche nach einem konkurrierenden Bieter („weißer Ritter“),
- Handlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat (wobei dieser jedoch strikt im Interesse des Unternehmens handeln muss) sowie
- Maßnahmen, zu denen der Vorstand durch einen ausdrücklich zur Verhinderung des Erfolgs eines Übernahmeangebots gefassten Beschluss der Hauptversammlung ermächtigt wurde.

Innerhalb dieses rechtlichen Rahmens kann eine Verteidigungsstrategie die nachfolgenden Elemente umfassen, wobei die Verteidigungswirkung aufgrund der aktienrechtlichen Einschränkungen jedoch begrenzt ist:

- Ausgabe neuer Aktien aus genehmigtem Kapital, um die Übernahme für den Bieter zu verteuern oder einen Ankeraktionär zu gewinnen,
- Erwerb eigener Aktien, um den Stimmrechtsanteil freundlich gesonnener Aktionäre zu erhöhen und den Streubesitz zu reduzieren, der in die Hände des Bieters fallen könnte,
- Verkauf eigener Aktien an einen Ankeraktionär und
- Verkauf wesentlicher Vermögenswerte, die als „Kronjuwelen“ der Zielgesellschaft gelten.

Gelangt die Zielgesellschaft zu der Einschätzung, dass das Angebot nicht im Interesse des Unternehmens ist, kann sie Gespräche mit dem Bieter, die Weitergabe von Informationen oder eine Due Diligence verweigern, bei einem Tauschangebot gegen die angebotenen Aktien des Bieters Lobby-Arbeit betreiben sowie versuchen, den Kurs der eigenen Aktien durch Kommunikationsmaßnahmen in die Höhe zu treiben. Das sind alles strategische Schritte, die nicht dem Verhinderungsverbot unterliegen.

Konkurrierende Angebote und M&A-Aktivisten

Konkurrierende Angebote kommen in der Praxis selten vor, sind aber gesetzlich zulässig. Neben einer etwaigen Verlängerung der Annahmefrist hat die Bekanntgabe eines konkurrierenden Angebots zur Folge, dass Aktionäre der Zielgesellschaft, die ihre Aktien bereits angedient haben, ein Rücktrittsrecht haben.

Welche Risiken bestehen aufgrund von Arbitrage-Geschäften von Hedge-Fonds (M&A-Aktivisten) und wie können diese bewältigt werden?

M&A-Aktivisten erwerben (häufig über Wertpapierleihen) nach Veröffentlichung einer Angebotsentscheidung eine größere Beteiligung an der Zielgesellschaft. Dabei spekulieren sie darauf, dass der Angebotspreis noch erhöht wird oder dass im Rahmen von Strukturmaßnahmen nach Abschluss der Übernahme (z. B. Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag oder Squeeze-out) eine höhere Abfindung gezahlt wird. Dabei nutzen die Aktivisten die Tatsache aus, dass der Bieter ihr Aktienpaket benötigt, um eine bestimmte Mindestbeteiligung an der Zielgesell-

schaft zu erreichen, z. B. um die Übernahme zu refinanzieren oder um die geplante Unternehmensstrategie umzusetzen. Dadurch wird der Bieter unter Druck gesetzt, einen höheren Preis oder eine höhere Abfindung anzubieten.

In den letzten Jahren hat das Risiko derartiger Arbitrage-Geschäfte im Rahmen deutscher Übernahmeverfahren deutlich zugenommen (z. B. Vorgehen von Elliott bei McKesson/Celesio, DMG MORI, General Electric/SLM Solutions, Bain und Cinven/Stada). Die Abwehrmöglichkeiten richten sich nach der jeweiligen Strategie der Aktivisten, die sehr unterschiedlich sein kann. Grundsätzlich ist es hilfreich, wenn sich der Bieter bereits vor Veröffentlichung seiner Angebotsentscheidung eine größere Beteiligung an der Zielgesellschaft gesichert hat. Mitunter kann es sinnvoll sein, dem M&A-Aktivisten Sondervorteile anzubieten, die die übrigen Aktionäre nicht erhalten (aufgrund des Grundsatzes der Gleichbehandlung aller Aktionäre ist allerdings höchste Sorgfalt bei der Strukturierung geboten).

5 Post-Offer-Maßnahmen

Nach einer erfolgreichen Übernahme hat der Bieter mehrere Optionen, um die Zielgesellschaft in das eigene Unternehmen zu integrieren und seine Kontrolle über die Zielgesellschaft zu stärken. Welche der sogenannten Post-

Offer-Maßnahmen dem Bieter zur Verfügung stehen, hängt davon ab, wie groß seine durch das Übernahmeangebot erlangte Beteiligung ist und in welchem Umfang er eine Integration der Zielgesellschaft anstrebt.

Squeeze-out-Verfahren

Wie kann der Bieter eine 100-prozentige Kontrolle über die Aktien der Zielgesellschaft erlangen?

Die meisten Bieter streben natürlich eine 100-prozentige Beteiligung an der Zielgesellschaft an. Nach einer erfolgreichen Übernahme ist es jedoch wahrscheinlich, dass eine Reihe von Aktionären ihre Aktien nicht angedient hat. Bei einem Squeeze-out gehen alle von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien von Rechts wegen auf den Bieter über. Im Gegenzug haben die Minderheitsaktionäre gegen den Bieter Anspruch auf eine angemessene Barabfindung.

Welche Squeeze-out-Möglichkeiten gibt es?

Nach deutschem Recht gibt es drei verschiedene Verfahren, um die Aktien der verbliebenen Minderheitsaktionäre zu erwerben, nämlich den aktienrechtlichen, den umwandlungsrechtlichen und den übernahmerechtlichen Squeeze-out.

Wie funktioniert der aktienrechtliche Squeeze-out?

Hält der Bieter mindestens 95 Prozent der Aktien der Zielgesellschaft, kann er von deren Vorstand die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Bieter beschließt.

Den Minderheitsaktionären ist eine angemessene Barabfindung anzubieten, die in der Regel auf Grundlage einer Unternehmensbewertung festgelegt und von einem unabhängigen gerichtlich bestellten Sachverständigen geprüft wird und generell nicht unter dem Aktienkurs liegen darf. Der Hauptversammlung ist ein schriftlicher Bericht über den Squeeze-out und die Angemessenheit der Barabfindung vorzulegen. Der Squeeze-out-Beschluss wird mit Eintragung im Handelsregister wirksam, womit alle Aktien der Minderheitsaktionäre automatisch auf den Bieter übertragen werden.

Genau wie bei einem Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag können die (ehemaligen) Minderheitsaktionäre die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung im Rahmen eines – meist lange dauernden – Spruchverfahrens gerichtlich überprüfen lassen.

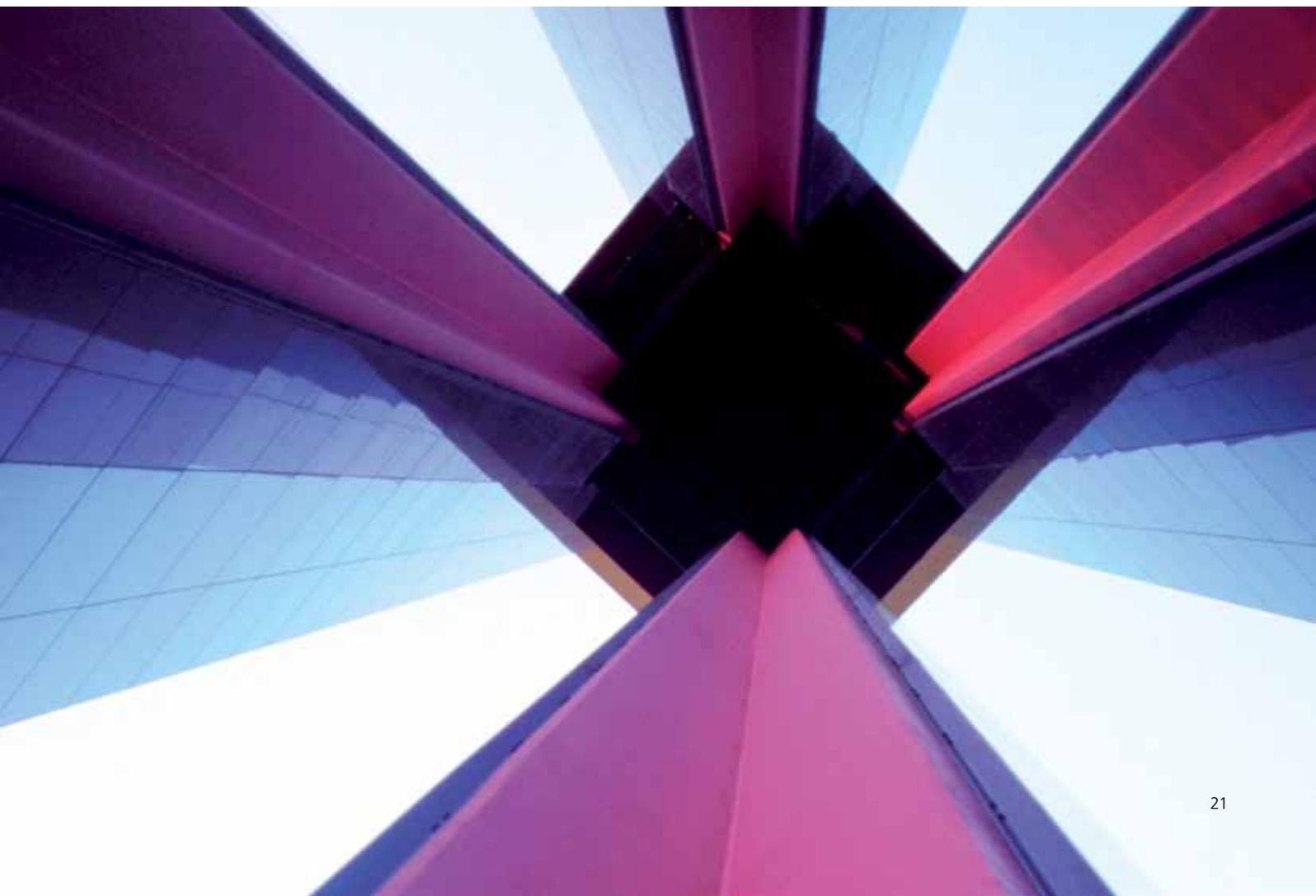
Bestehen erhebliche Unterschiede beim umwandlungsrechtlichen Squeeze-out?

Nein. Das Verfahren entspricht im Wesentlichen dem eines aktienrechtlichen Squeeze-out. Für den Bieter besteht der Vorteil darin, dass er nur 90 Prozent der Aktien der Zielgesellschaft halten muss, um das Squeeze-out-Verfahren einleiten zu können. Die Besonderheit liegt jedoch darin, dass der Squeeze-out mit einem Upstream Merger der Zielgesellschaft auf den Bieter verbunden werden muss, der die Rechtsform einer deutschen Aktiengesellschaft, einer deutschen Kommanditgesellschaft auf Aktien oder einer europäischen Aktiengesellschaft (SE) haben muss. Um die Grundlagen für einen etwaigen umwandlungsrechtlichen Squeeze-out zu schaffen, wählen Bieter häufig eine deutsche Aktiengesellschaft als Special Purpose Vehicle für die Abgabe des Übernahmeangebots.

Sind übernahmerechtliche Squeeze-outs eine relevante Option?

Zwar sind die rechtlichen Unterschiede für Bieter – theoretisch – durchaus reizvoll, die Anforderungen an einen übernahmerechtlichen Squeeze-out haben jedoch dazu geführt, dass diese Option in der Praxis keine Bedeutung erlangt hat. Der Bieter muss nach einem Übernahmeangebot (d. h. bei Ablauf der weiteren Annahmefrist) mindestens 95 Prozent der stimmberechtigten Aktien der Zielgesellschaft halten, was in der Praxis kaum jemals erreicht wird.

In den seltenen Fällen, in denen dies gelingt, ist für den Squeeze-out kein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich und die Aktionäre können kein Spruchverfahren einleiten. Unter bestimmten weiteren Voraussetzungen gilt der Angebotspreis als angemessene Gegenleistung für den Squeeze-out, sodass keine kostenaufwendige Bewertung durchgeführt werden muss.



Besetzung des Vorstands der Zielgesellschaft

Wie kann der Bieter nach der Übernahme Vorstand und Aufsichtsrat teilweise oder ganz neu besetzen?

Die Bestellung und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern obliegt der Hauptversammlung. Daher kann der Bieter seine Stimmrechte nutzen, um die amtierenden Mitglieder des Aufsichtsrats abzurufen und von ihm ausgewählte Kandidaten zu bestellen (in dem Umfang, in dem die Aufsichtsratsmitglieder von den Aktionären und nicht von den Arbeitnehmern gewählt werden). Für den Bieter ist es üblicherweise von großer Bedeutung, im Aufsichtsrat zumindest entsprechend seiner Beteiligung an der Zielgesellschaft vertreten zu sein.

Die Bestellung des Vorstands ist Aufgabe des Aufsichtsrats. Folglich kann der Bieter auf die Zusammensetzung des Vorstands nur indirekt über seine Vertretung im Aufsichtsrat Einfluss nehmen. Vorstandsmitglieder können zwar nur aus wichtigem Grund (wozu eine erfolgreiche Übernahme nicht zählt) abberufen werden, in der Praxis treten sie jedoch typischerweise auf Drängen des Mehrheitsaktionärs und des Aufsichtsrats zurück. Wurde kein Beherrschungsvertrag geschlossen, ist der Bieter gegenüber dem Vorstand der Zielgesellschaft im Übrigen nicht weisungsbefugt.

In der Praxis ist die zukünftige Besetzung des Vorstands meist Bestandteil einer Zusammenschlussvereinbarung (Business Combination Agreement – BCA), die vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung zwischen Bieter und Zielgesellschaft getroffen wird.

Beherrschungsvertrag

Kann der Bieter nach der Übernahme den Abschluss eines Beherrschungsvertrags mit der Zielgesellschaft herbeiführen?

Sobald der Bieter die Kontrolle über 75 Prozent oder mehr des Grundkapitals in der Hauptversammlung hat, kann er einen Beschluss über den Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags herbeiführen.

Welche Vorteile hat ein Beherrschungsvertrag?

Der Abschluss eines Beherrschungsvertrags ermöglicht eine wesentlich engere Zusammenarbeit zwischen Bieter und Zielgesellschaft in strategischer und operativer Hinsicht und vereinfacht den ungehinderten Informationsaustausch zwischen den beiden Unternehmen. Der Bieter kann dem Vorstand der Zielgesellschaft hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft Weisungen erteilen. Hierbei können sogar für die Zielgesellschaft nachteilige Weisungen erteilt werden, wenn die Weisung im Interesse des Bieters oder mit ihm verbundenen Unternehmen liegt.

Wurde (zusätzlich) ein Gewinnabführungsvertrag geschlossen, muss die Zielgesellschaft ihren gesamten Gewinn an den Bieter abführen.

Birgt der Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags auch Nachteile?

Im Gegenzug für die ihm gewährten Rechte ist der Bieter verpflichtet, jegliche während der Vertragsdauer entstehende Verluste der Zielgesellschaft auszugleichen.

Der Vertrag muss ein an alle außenstehenden Aktionäre gerichtetes Angebot enthalten, deren Aktien gegen Zahlung einer angemessenen Abfindung zu erwerben. Aktionären, die sich gegen den Verkauf ihrer Aktien entscheiden, muss eine angemessene jährlich wiederkehrende Ausgleichszahlung angeboten werden (sogenannte „Garantiedividende“).

Aktionäre können ein Spruchverfahren einleiten, im Rahmen dessen die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung und Ausgleichszahlung gerichtlich geprüft wird. Der Gesetzgeber will diese für ihre Länge berüchtigten Spruchverfahren reformieren, vorerst müssen Bieter das teure und lästige Verfahren jedoch in Kauf nehmen.

Delisting

Kann ein Delisting der Zielgesellschaft durchgesetzt werden?

Nachdem der Squeeze-out wirksam geworden ist, wird die Börsengeschäftsführung die Börsenzulassung der Aktien der Zielgesellschaft aufgrund des dauerhaften Wegfalls des Börsenhandels widerrufen. Man spricht hier von einem „automatischen Delisting“. In allen anderen Fällen kann der Bieter, sofern kein Beherrschungsvertrag geschlossen wurde, den Vorstand der Zielgesellschaft nicht anweisen, ein Delisting zu beantragen und durchzuführen. In der Praxis beurteilt der Vorstand ein Delisting-Ersuchen des Bieters für gewöhnlich wohlwollend, sofern der Bieter nach Abschluss des Übernahmeangebots eine deutliche

Mehrheitsbeteiligung besitzt. In diesem Fall hat die Börsennotierung der Zielgesellschaft in der Regel ihre Funktion verloren, sodass die laufenden Kosten schnell die Vorteile der Notierung überwiegen. Nach einer jüngst erfolgten Gesetzesänderung ist den übrigen Aktionären vor einem Delisting aber zunächst ein öffentliches Erwerbsangebot mit einer entsprechenden Barabfindung zu unterbreiten. Auf ein solches „Delisting-Angebot“, das nicht an Bedingungen geknüpft sein darf und als Gegenleistung eine Geldleistung vorsehen muss, findet das WpÜG analoge Anwendung. Somit müssen Bieter im Regelfall zwei Angebotsverfahren durchführen: das eigentliche Übernahmeangebot und ein anschließendes „Delisting-Angebot“.



Law . Tax

Ihr kostenloser juristischer Online-Informationsdienst.

E-Mail-Abodienst für Fachartikel zu vielfältigen juristischen Themen.

cms-lawnow.com



Law . Tax

Ihre juristische Online-Bibliothek.

Profunde internationale Fachrecherche und juristisches Expertenwissen nach Maß.

e-guides.cmslegal.com

Dieses Dokument stellt keine Rechtsberatung dar und verfolgt ausschließlich den Zweck, bestimmte Themen anzusprechen. Es erhebt keinen Anspruch auf Richtigkeit oder Vollständigkeit und die in ihm enthaltenen Informationen können eine individuelle Rechtsberatung nicht ersetzen. Sollten Sie weitere Fragen bezüglich der hier angesprochenen oder hinsichtlich anderer rechtlicher Themen haben, so wenden Sie sich bitte an Ihren Ansprechpartner bei CMS Hasche Sigle.

CMS Hasche Sigle ist eine der führenden wirtschaftsberatenden Anwaltssozialitäten. Mehr als 600 Anwälte sind in acht wichtigen Wirtschaftszentren Deutschlands sowie in Brüssel, Hongkong, Moskau, Peking, Shanghai und Teheran für unsere Mandanten tätig. CMS Hasche Sigle ist Mitglied der CMS Legal Services EEIG, einer europäischen wirtschaftlichen Interessenvereinigung zur Koordinierung von unabhängigen Anwaltssozialitäten. CMS EEIG ist nicht für Mandanten tätig. Derartige Leistungen werden ausschließlich von den Mitgliedssozialitäten in den jeweiligen Ländern erbracht. CMS EEIG und deren Mitgliedssozialitäten sind rechtlich eigenständige und unabhängige Einheiten. Keine dieser Einheiten ist dazu berechtigt, im Namen einer anderen Verpflichtungen einzugehen. CMS EEIG und die einzelnen Mitgliedssozialitäten haften jeweils ausschließlich für eigene Handlungen und Unterlassungen. Der Markenname „CMS“ und die Bezeichnung „Sozialität“ können sich auf einzelne oder alle Mitgliedssozialitäten oder deren Büros beziehen.

CMS-Standorte:

Aberdeen, Algier, Amsterdam, Antwerpen, Barcelona, Belgrad, Berlin, Bogotá, Bratislava, Bristol, Brüssel, Budapest, Bukarest, Casablanca, Dubai, Düsseldorf, Edinburgh, Frankfurt/Main, Funchal, Genf, Glasgow, Hamburg, Hongkong, Istanbul, Kiew, Köln, Leipzig, Lima, Lissabon, Ljubljana, London, Luanda, Luxemburg, Lyon, Madrid, Mailand, Manchester, Maskat, Mexiko-Stadt, Monaco, Moskau, München, Paris, Peking, Podgorica, Posen, Prag, Reading, Riad, Rio de Janeiro, Rom, Santiago de Chile, Sarajevo, Sevilla, Shanghai, Sheffield, Singapur, Skopje, Sofia, Straßburg, Stuttgart, Teheran, Tirana, Utrecht, Warschau, Wien, Zagreb und Zürich.

CMS Hasche Sigle Partnerschaft von Rechtsanwälten und Steuerberatern mbB, Sitz: Berlin, (AG Charlottenburg, PR 316 B), Liste der Partner: s. Website.

cms.law