FOTO: ANDREAS ANHALT

Regeln für Raubtiere

Niemand möchte mit einer öffentlichen Übernahme einen Bieterwettstreit auslösen. Darüber aber, wie hungrige Bieter zu zähmen sind, diskutiert derzeit die Private-Equity-Szene. Klar geregelte Auktionsverfahren könnten helfen, die Schwächen des deutschen Übernahmerechts auszumerzen.

Von Michael Forst

Auch bei Haustieren kann es ganz schön wild zugehen. Zumindest dann, wenn Private-Equity-Investoren und ihre Anwälte ins Spiel kommen. Davon weiß Dr. Tobias Nikoleyczik von der Münchner Kanzlei GLNS zu berichten.

Als Berater von Zooplus war der 46-Jährige mittendrin, als im Spätsommer 2021 die PE-Häuser EQT und Hellmann & Friedmann – und zwischenzeitlich auch KKR – um den Onlinehändler für Haustierbedarf buhlten (*Bieter ohne Fesseln*): von 390 Euro pro Anteilsschein im Anfangsangebot über 460 Euro auf letztendlich 470 Euro, ehe sich die beiden Bieter zusammenschlossen und 480 Euro pro Aktie boten. So kam einer der Top-Ten-Deals des vergangenen Jahres schließlich doch noch zustande.

Geholfen sei mit so einem Bieterwettkampf am Ende aber keinem, davon ist Nikoleyczik überzeugt. Für ihn stellt der Bieterprozess ein substanzielles Risiko dafür dar, dass der Deal am Ende platzt. „Wenn keiner der Bieter in einem Bieterwettkampf klar kommuniziert, dass er sein Angebot nicht mehr erhöhen wird, dass Angebot also ‚best and final' ist, kann das zu einer erheblichen Verunsicherung der Aktionäre führen", erklärt Nikoleyczik. „Dann liegt die Gefahr darin, dass die Aktionäre ihre Aktien in keines der Angebote rechtzeitig einliefern, da sie auf ein weitere Angebotserhöhung hoffen. Wenn diese ausbleibt, kann mitunter keines der Angebote die gesetzte Mindestannahmeschwelle erreichen und beide Angebote scheitern." Letzten Endes würden alle in die Röhre schauen: „Die Gesellschaft hat dann keinen neuen Ankeraktionär, die Aktionäre können ihre Aktien nicht auf dem angebotenen Preisniveau veräußern und der Bieter hat keinen Deal. Insgesamt also für alle Beteiligten eine unbefriedigende Situation."

Ein Bieterwettkampf kann Aktionäre erheblich verunsichern.

Überhitzter Private-Equity-Markt

Dabei ist die Lage jetzt schon alles andere als befriedigend. Die Jagd auf ein passendes Target gestaltet sich immer schwerer. Der Private-M&A-Sektor kommt für viele PE-Investoren nicht mehr infrage, da die Preise hier mehr und mehr durch die Decke gehen. Der Kauf von Birkenstock durch L Catterton (LVMH) und Financière Agache für rund 3,2 Milliarden Euro sowie der Kauf der MBCC Group, für die der Schweizer Konzern Sika rund 5,2 Milliarden Euro an Lone Star überwies, sind nur zwei Beispiele für mehrere milliardenschwere Deals im vergangenen Jahr.

PE-Häuser schielen daher lieber auf Public-M&A-Deals, sprich auf börsennotierte Übernahmeziele. Das ist nicht unbedingt neu, bereits Anfang der 2000er Jahre zeigten die Investoren ein

FOTO: GLNS

Tobias Nikoleyczik von der Münchner Kanzlei GLNS sieht Handlungsbedarf, um bei öffentlichen Übernahmen mehr Sicherheit für alle Beteiligten zu schaffen.

Bieter ohne Fesseln

Rechtsberater im Zooplus-Übernahmekampf

Hellman & Friedman
Freshfields Bruckhaus Deringer (Frankfurt): Dr. Arend von Riegen, Dr. Simon Schwarz, Dr. Kai Hasselbach (München; alle Corporate/M&A) – aus dem Markt bekannt

EQT
Milbank (München): Dr. Steffen Oppenländer, Dr. Christoph Rothenfußer (beide Federführung), Dr. Norbert Rieger (alle Corporate/M&A), Dr. Alexander Rinne (Kartell- und Außenwirtschaftsrecht), Dr. Thomas Kleinheisterkamp (Steuern), Apostolos Gkoutzinis (Kapitalmarktrecht; London)

Zooplus (Vorstand und Aufsichtsrat)
GLNS (München): Dr. Tobias Nikoleyczik, Dr. Bernd Graßl (beide Corporate/Kapitalmarktrecht), Dr. Anselm Lenhard (Finanzrecht), Malte Krohn (Corporate/Kapitalmarktrecht)

Genannt sind hier nur die Partner der beteiligten Kanzleien. Die vollständige Beraterliste finden Sie online auf juve.de.

Interesse an solchen Targets. Der Wettbewerb unter den potenziellen Bietern ist hier immer noch nicht so ausgeprägt wie im Private-M&A-Sektor, was nicht zuletzt an den Hürden liegt, die eine öffentliche Übernahme mit sich bringt. Doch konkurrenzlos ist das Rennen um gelistete Targets auch wegen des Investitionsdrucks selbstverständlich nicht.

„Sie können davon ausgehen, dass jedes börsennotierte Unternehmen, das Gegenstand einer Übernahme durch einen Finanzinvestor wird, von mehreren anderen ebenfalls begutachtet wurde oder wird. An den attraktiven Targets ist fast nie nur ein Investor interessiert“, erläutert Gleiss Lutz-Partner Dr. Christian Cascante (57). Aufgrund dieser Entwicklung sind einige Anwälte davon überzeugt, dass es einen Bieterwettstreit im Rahmen von öffentlichen Übernahmen in Zukunft häufiger geben wird. Was zunächst nach einem willkommenen Ablauf für die Aktionäre klingt, da dieser den Preis für die Aktien in die Höhe treiben kann, sehen andere als einen potenziellen Dealbreaker.

Wenn zwei sich streiten ...

Um eine höhere Transaktionssicherheit herzustellen und ein solches Szenario zu vermeiden, bringt Nikoleyczik eine sogenannte ‚Public Auction‘ unter den interessierten Bietern ins Gespräch. Diese wäre privatrechtlich aufgehängt und würde von einem unabhängigen Dritten durchgeführt. Wie eine solche Auktion aussehen könnte, hat er bereits vor Augen: „In einer Auktion würden die Bieter über einen limitierten Zeitraum – zum Beispiel an einem Wochenende – in einem definierten Prozess bieten können. Das Angebot des Siegers der Auktion würde den Aktionären dann als das attraktivste Angebot zur Verfügung stehen, während der unterlegen Bieter sein Angebot grundsätzlich nicht weiterverfolgen und insbesondere den Angebotspreis nicht noch einmal erhöhen darf.“ Sollte nach Ende der Public Auction ein weiterer Bieter, der bisher noch kein Angebot abgegeben hat, seinen Hut in den Ring werfen, so wäre das Ergebnis der Auktion nicht mehr bindend und das Rennen wäre wieder offen. Eine weitere Auktion würde, bei entsprechender Bereitschaft der Bieter, folgen.

Auktionsverfahren bei Übernahmen sind im Ausland bereits etabliert.

Im Ausland haben sich ähnliche Vorgehensweisen bereits bewährt. In Großbritannien beispielsweise wird vom ‚Takeover Panel‘ ein solcher Prozess aufgesetzt (*Law & Order*). In Deutschland wäre dieses Verfahren, anders als in Großbritannien, vorerst nicht gesetzlich geregelt, sondern wäre eine rein privatrechtliche Angelegenheit.

Entsprechende Klauseln können im laufenden Verfahren oder aber auch in dem gängigen Investment oder Business Combination Agreement festgehalten werden, das zwischen Bieter und Zielgesellschaft geschlossen wird, erklärt Nikoleyczik. In diesem Rahmen würde auch die konkrete Ausgestaltung des Szenarios geregelt werden, sollte es zu einem Bieterwettstreit kommen. Dass man keinen der Bieter zu einem solchen Verfahren zwingen könne, ist Nikoleyczik klar. „Die Bieter müssen hier schon mitspielen“, sagt er.

... wird reguliert

Die von Nikoleyczik beschriebene Gefahr, dass das Erreichen der Mindestannahmeschwelle dadurch gefährdet sei, weil Aktionäre sich nicht rechtzeitig für eines der Angebote entscheiden können, da sie auf ein weiteres Angebot hoffen, halten Wettbewerber eher für einen theoretischen Fall. „Der Markt ist in seinen Mechanismen schon anders“, gibt in diesem Zusammenhang Gleiss-Partner Canscante zu bedenken. Es

Law & Order

Die Übernahmebehörde in Großbritannien

Das britische ‚Panel on Takeovers and Mergers‘, kurz ‚The Takeover Panel‘, ist die britische Regulierungsbehörde, die unter anderem mit der Beaufsichtigung von Übernahmen betraut ist. Zu diesem Zweck gibt die Behörde den sogenannten **City Code on Takeovers and Mergers** heraus und überwacht dessen Umsetzung. Mithilfe des Codex soll die faire Behandlung aller Aktionäre sichergestellt und ein geordneter Rahmen für Übernahmeangebote geschaffen werden.

FOTOS: GLEISS LUTZ; LATHAM & WATKINS

Gleiss Lutz-Partner Christian Cascante (li.) steht einer regulierenden Behörde wie der BaFin offen gegenüber, denn sie könnte Schwachstellen des WpÜG beheben. Der Düsseldorfer Latham & Watkins-Partner Nikolaos Paschos findet das überflüssig und vertraut auf die Beteiligten.

sei unüblich, dass so kurzfristig noch jemand ein geändertes Angebot einbringt, um den Konkurrenten zu überbieten. Nicht zuletzt, da sich der Bieter damit auch selbst die Zeit beschneidet, um sein eigenes Angebot in der Öffentlichkeit zu bewerben.

Ähnlich sieht es der Leiter der Corporate-Praxisgruppe von Latham & Watkins, Dr. Nikolaos Paschos (54). Für Paschos spielt aber noch ein weiteres zeitliches Argument eine Rolle: „Der Bieter will sich natürlich auch die Zustimmung des Vorstandes und des Aufsichtsrates der Zielgesellschaft sichern, was schwierig werden kann, wenn man so kurzfristig mit diesem Anliegen kommt."

Eine weitere Voraussetzung für das von Nikoleyczik beschriebene Szenario sei auch, dass die Aktionärslandschaft des umworbenen Unternehmens zum Großteil aus Einzelaktionären bestehen müsste, was nur selten der Fall sei. „Aktionäre mit großen Paketen entscheiden sich meistens am letzten Tag der Annahmefrist für eines der gleichzeitig auslaufenden konkurrierenden Angebote, also dann, wenn klar ist, dass nichts mehr geändert werden kann", so Paschos.

Zudem gibt es auch Zweifel an der tatsächlichen Umsetzbarkeit der Idee. Freshfields Bruckhaus Deringer-Partner Dr. Arend von Riegen, der wie Nikoleyczik ebenfalls an der Zooplus-Übernahme mitwirkte, sieht den Grund dafür darin, dass es in Deutschland – anders als in London – kein aufsichtsrechtliches Regelungskonzept für ein solches Verfahren gibt. Die Auflösung des Bieterwettstreits durch eine Auktion müsste gänzlich privatrechtlich organisiert werden, was der 51-Jährige für schwierig erachtet: „Dass ein unabhängiger Dritter einen Bieterwettstreit – ähnlich wie der Panel in London – rechtsverbindlich für alle auflöst, dafür braucht es schon sehr viel Mut bei allen Beteiligten, da es dafür in Deutschland schlicht kein etabliertes Verfahren gibt."

Für eine Auktion, die von einem Dritten überwacht wird, gibt es hierzulande keine Regeln.

Privat oder staatlich?

Trotz der Kritikpunkte stößt die Idee einer solchen Public Auction nicht grundsätzlich auf Ablehnung. So ist Cascante der Meinung, dass sich ein solches Verfahren dazu eignen würde, eine höhere Transaktionssicherheit herzustellen. Aber es sei nicht der von Nikoleyczik beschriebene Bieterwettstreit, der ein solches Verfahren unbedingt nötig mache, die Auktion könne vielmehr andere Schwächen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) beheben. Beispielsweise, dass dieses, zumindest nach einer verbreiteten Auffassung, bei konkur-

FOTO: FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER

Arend von Riegen von Freshfields Bruckhaus Deringer sieht die privatrechtliche Auflösung des Bieterwettstreits durch eine Auktion kritisch.

IT'S A MATCH – UNSERE PROJEKT-JURIST:INNEN KOMMEN, WENN'S BRENNT.

Ihre Kanzlei oder Ihr Unternehmen benötigt juristische Unterstützung? Und das auch noch kurzfristig und für einen begrenzten Zeitraum? Dann sind Sie bei PERCONEX genau richtig! Wir finden passende Spezialist:innen für Ihre Herausforderung – innerhalb kürzester Zeit. Vertrauen Sie bei Ihrer Suche nach Projekt-jurist:innen auf PERCONEX. Das Original.
www.perconex.de

PERCONEX
JURISTISCHER PERSONALDIENSTLEISTER
BERATUNG AUF AUGENHÖHE –
VON JURIST ZU JURIST

Eschersheimer Landstrasse 14
(Turmcenter) 60322 Frankfurt a. M.
Kontakt@perconex.de

PERCONEX
Modern. Legal. Services

ANZEIGE

rierenden Angeboten keinen festen Zeitpunkt für das Ende eines Übernahmeprozess terminiert.

In jedem Fall sollte eine solche Auktion aber bei einer Behörde aufgehängt werden, meint Cascante. Denn eine Behörde sei viel besser dazu geeignet, Probleme zu beseitigen, die sich aus einem privat ausgestalteten Verfahren ergeben könnten. „Es biete sich an, eine solche Auktion bei der BaFin aufzuhängen, als der Behörde, die sowieso für Übernahmeverfahren zuständig ist", schlägt er vor.

Ein Beispiel für ein Problem, welches eine Behörde besser lösen könnte als ein privater Ausrichter des Auktionsverfahrens, wäre der Umgang mit einer Partei, die vertragsbrüchig wird und, nachdem sie in der Auktion unterlegen ist, dennoch ein weiteres Angebot abgibt. Unter Umständen könnte ein Bieter gewillt sein, die Vertragsstrafe zu akzeptieren, um sich das Target zu sichern. Ein behördlich organisiertes Auktionsverfahren kann zudem auch verhindern, dass ein weiterer Bieter nach Ablauf der Auktion ein neues Angebot unterbreitet, denn das Verfahren würde einen klaren Zeitrahmen schaffen.

Letztendlich würde aber auch ein behördliches Auktionsverfahren nicht sämtliche Probleme beseitigen, die sich im Zuge einer öffentlichen Übernahme ergeben könnten, glaubt auch Cascante. Als eine solche sieht er beispielsweise die derzeitige Ausgestaltung der Mindestannahmeschwelle. Als Hürde sei diese zu hart. Sie könne nur zu einem Zeitpunkt herabgesetzt werden, zu dem man noch nicht weiß, ob der Deal überhaupt zustande kommen würde. „Das ist in anderen Ländern anders geregelt, dort kann man die Mindestannahmeschwelle noch nachträglich herabsetzen. Das vermeidet insbesondere für Bieter unnötige Härte, wenn man sie nur ganz knapp verfehlt hat", erklärt Cascante.

Doch die Idee, öffentliche Übernahmen durch eine Behörde stärker zu regulieren, stößt nicht bei allen Beratern auf Zustimmung. „Eine staatliche Regulierung halte ich nicht für sinnvoll, es genügen privatrechtliche Vereinbarungen", so Latham-Partner Paschos. „Es ist auch bei großen Übernahmen nicht notwendig, alles zu regulieren, die Beteiligten können das selbst regeln."

Weiche Faktoren beachten

Aber in einem Punkt sind sich sowohl Cascante, Paschos als auch von Riegen einig: Ein Auktionsverfahren – ob nun privatrechtlich vereinbart oder von einer Behörde durchgeführt – brächte für Deutschland den Bruch mit einer guten Tradition. Hierzulande gehe es den Stakeholdern nicht ausschließlich um Preisoptimierung. In anderen Ländern, insbesondere im angloamerikanischen Rechtskreis, liege der Fokus vor allem darauf, möglichst viel Geld in die Kasse des Verkäufers zu spülen. Hierzulande spielen neben dem harten Faktor Preis jedoch auch noch weichere Faktoren eine Rolle. Zum Beispiel, was ein Bieter mit Arbeitsplätzen oder Standorten vorhat, sollte er den Zuschlag bekommen. Bei einer Auktion, bei der sich letztendlich der Meistbietende durchsetzt, würden diese Faktoren kaum noch zum Tragen kommen.

In diesem Punkt würde das geordnete Auktionsverfahren nach britischem Vorbild eher etwas abschaffen, anstatt Abhilfe zu schaffen. Aber je größer der Investitionsdruck internationaler Käufer wird, desto mehr geraten auch die alten Regeln unter Druck. Und aus Haustieren werden wilde Bestien. ■

Impressum

Herausgeberin: Dr. Astrid Gerber

Chefredaktion: Dr. Aled Griffiths (Gr), Antje Neumann (AN), Jörn Poppelbaum (pop)

Publikationsleitung JUVE Rechtsmarkt und juve.de: Christine Albert (CA), Marc Chmielewski (mc), Christiane Schiffer (ChS)

Redaktion: Sonja Behrens (smb), Helena Hauser (hh), Dr. Ludger Steckelbach (LS), Dr. Martin Ströder (mst). Redaktionelle Mitarbeit: Raphael Arnold (pha), Laura Bartels (lau), Silke Brünger (si), Eva Flick (EF), Michael Forst (mjf), Johanna Heidrich (hei), Astrid Jatzkowski (jat), Annette Kamps (ank), Anika Krüger (ak), Esra Laubach (elb), Markus Lembeck (ML), Eva Lienemann (eli), Melanie Müller (mel), Julia Ossen (jo), Claudia Otto (co), Pauline Pohlers (pp)

Informationsmanagement und Produktionssteuerung: Nicole Bertelsmann, Anna Schafermann

Schlussredaktion: Sirka Laass (Leitung), Susanne Becker, Katja Gosse

Vermarktung und Verkauf: Rüdiger Albert (Leitung), Friederike Nölke

Vertrieb: Janine Landwehr, Jessica Lütkenhaus (Abonnements und Einzelbestellungen)

Marketing und Veranstaltungen: Alke Hamann (Leitung), Jens David

Grafik: Andreas Anhalt (Leitung), Vivian Bosbach, Franziska Eismann, Janna Lehnen, Dominik Rosse

Datenmanagement: Ulrike Sollbach (Leitung). Datenanalyse: Regina Cichon, Tina Puddu. Datenpflege: Dominique Ehrmann, Verena Kind, Elisabeth Krüger, Fabian Lippke, Judith Pinger, Claudia Voskuhl

JUVE Rechtsmarkt · 25. Jahrgang

erscheint monatlich bei

JUVE Verlag für juristische Information GmbH
Sachsenring 6 · D-50677 Köln

Tel. 0049 / (0)221 / 91 38 80-0
Fax 0049 / (0)221 / 91 38 80-18

E-Mail:
redaktion@juve.de (redaktionelle Anfragen)
vertrieb@juve.de (Abonnements und Heftbestellungen)
anzeigen@juve.de (Druckunterlagenübermittlung)

https://www.juve-verlag.de

Druckauflage: 14.000

Litho- und Druckservice:
impress GmbH, Mönchengladbach (Produktionsmanagement)

ISSN: 1435-4578

Alle Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung wie Nachdruck, Vervielfältigung, elektronische Verarbeitung und Übersetzung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlages.

Verantwortlich für den Inhalt ist im Sinne des Presserechts die Chefredaktion. Für den Anzeigenteil ist die Herausgeberin verantwortlich.

Abo: JUVE Rechtsmarkt ist als Einzel- oder Kanzleiabonnement erhältlich – Monat für Monat aktuelle Marktinformation für Sie und alle Anwälte Ihrer Kanzlei. Wir informieren Sie gern über unsere günstigen Abo-Konditionen!