

## Reformbedarf im deutschen Übernahmerecht

Spekulationen über M&A-Transaktionen führen zu großer Verunsicherung – In der Gesamtschau scheint gesetzgeberische Anpassung notwendig zu sein

Der deutsche M&A-Markt verzeichnete im vergangenen Jahr – trotz eines schwierigen Finanzierungsumfelds, geopolitischer Krisen sowie weiterhin auseinanderfallender Bewertungsvorstellungen – einen merklichen Zuwachs bei Übernahmen börsennotierter Unternehmen (sog. Public M&A). Mit rund 32 Angeboten und einem Dealvolumen von insgesamt 21,68 Mrd. Euro war ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Vorjahr (20 Angebote sowie ein Dealvolumen von 15,41 Mrd. Euro) zu erkennen. Dies ist nicht nur auf das zunehmende Interesse von Finanzinvestoren zurückzuführen, sondern auch von strategischen Käufern, die insbesondere an Transaktionen mit höheren Dealvolumina beteiligt waren.

Erweitert man den Betrachtungszeitraum auf mehrere Jahre, lassen sich zwei Trends erkennen: Zum einen dauert die Anbahnungsphase – d.h. der Vorbereitungszeitraum bis zum möglichen Abschluss verbindlicher Verträge wie bspw. eines Business Combination bzw. Investment Agreements und der damit einhergehenden bieterseitigen Ankündigung des Angebots – zunehmend länger. Zum anderen kommt es in dieser Anbahnungsphase vermehrt zu sog. Leaks und damit einhergehenden öffentlichen Spekulationen über eine potenzielle Transaktion. Nicht jedes Vorhaben mündet indes in einem formalen Übernahmeangebot. Im aktuellen Marktumfeld finden sich in dieser Hinsicht verschiedene Beispiele, u.a. bei einem Unternehmen aus der Stahl- und Metallindustrie sowie bei einer potenziellen Übernahme im Finanzsektor.

Dieser Schwebezustand ist aus Sicht der Zielgesellschaft unbefriedigend: Etwaige Übernahmegerüchte – seien sie zutreffend oder nicht – führen zu Reaktionen auf vielfachen Ebenen. Wäh-

rend der Anbahnungsphase droht insbesondere der Vorstand des Zielunternehmens vom Tagesgeschäft abgelenkt zu werden, denn die Betreuung solcher Vorgänge bindet erfahrungsgemäß erhebliche Ressourcen. Im Extremfall kann dies sogar zu einer Beeinträchtigung der operativen Effizienz führen und die kurz- oder langfristige strategische Ausrichtung des Unternehmens beeinträchtigen.

Des Weiteren besteht das Risiko, dass qualifiziertes Personal das Unternehmen aufgrund der andauernden Unsicherheit verlässt. Die Zielgesellschaft sieht sich mit Verunsicherung bei Kunden und Geschäftspartnern konfrontiert. Die Kursentwicklung des potenziellen Zielunternehmens wird volatil und ein fundamentalwertorientierter Börsenkurs liegt häufig nicht mehr vor. Mithin herrscht auch bei den Aktionären große Unsicherheit.

### Vorbild Takeover Code

Vor diesem Hintergrund drängt sich die Frage auf, ob die bisherigen Mechanismen des deutschen Übernahmerechts ungenügend sind und es einer entsprechenden Reform bedarf, um den Umgang mit Übernahmespekulationen zu regeln und so den skizzierten Schwebezustand innerhalb der Anbahnungsphase zu beenden. In Betracht käme insbesondere die Einführung einer sog. „put up or shut up“-Regelung.

Als Vorbild hierfür könnte der Takeover Code des Vereinigten Königreichs dienen. Kern der dort verankerten „put up or shut up“-Regelung ist, dass ein potenzieller Bieter in bestimmten Situationen aufgefordert ist, innerhalb einer festgelegten Frist von 28 Tagen öffentlich mitzuteilen, ob er ein Angebot abgeben wird („put up“) oder sich einer sechsmonatigen Sperrfrist unter-

wirft, während der er kein Angebot abgeben darf („shut up“). Mit dieser Regelung reagierte der britische Gesetzgeber u.a. auf die feindliche Übernahme des Süßwarenherstellers Cadbury durch den US-Lebensmittelriesen Kraft. In diesem Fall zog sich die Übernahme nach dem Aufkommen erster Übernahmespekulationen über einen Zeitraum von ca. 1,5 Jahren hin. Vergleichbare Regelungen finden sich in anderen europäischen Jurisdiktionen, etwa in der Schweiz, in Österreich und in den Niederlanden.

Richtet man den Blick nach Deutschland, so kennt das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) im Ausgangspunkt zwar den sog. Beschleunigungsgrundsatz, d.h. das Gebot, die Zielgesellschaft nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus in ihrer Geschäftstätigkeit zu behindern. Konkretisiert wird dieser Grundsatz allerdings (lediglich) durch Verfahrens- und Fristenregelungen, die erst ab dem Zeitpunkt eingreifen, in dem ein Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots veröffentlicht hat.

Erst ab diesem Moment gelten Höchstfristen, welche die Übermittlung der Angebotsunterlage, die Gestattung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sowie den Zeitraum, innerhalb dessen das Angebot angenommen werden kann, begrenzen. Die Anbahnungsphase eines Übernahmeangebots wird hingegen nicht erfasst. Ein proaktives Handeln der BaFin im Rahmen ihrer Missstandsaufsicht, um solche Schwebezustände nicht ausufern zu lassen, wäre zwar ebenfalls denkbar. Bislang ist in diesem Zusammenhang jedoch eine Zurückhaltung zu beobachten.

Trotz der gelegentlich geäußerten Kritik, das WpÜG sei im Hinblick auf die vorstehend cursorisch dargestellten Themen unzureichend, könnte man sich auf den Standpunkt stellen, dass diese Lücke durch die ansonsten anwendbaren Vorschriften jedenfalls teilweise geschlossen sei. Zunächst kann die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) Anwendung finden, sofern sich das Vorhaben bereits so weit konkretisiert hat, dass eine Insiderinformation vorliegt und es zu einem Leak kommt. Unter diesen Umständen ist die Zielgesellschaft in der Regel verpflichtet, im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung Stellung zu beziehen. Ferner muss der Bieter nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), wenn es im Vorfeld einer möglichen Übernahme zu einem Beteiligungsaufbau kommt und die Beteiligungsschwelle von 10% erreicht wird, dies unverzüglich mitteilen und innerhalb von rund vier Wochen zu seinen weiteren Absichten öffentlich Stellung beziehen.

#### **Regelungslücke bleibt**

Bei näherer Betrachtung verbleibt jedoch eine gewisse Regelungslücke. Die Publizitätspflichten der MAR erfassen bieterseitig nur Unternehmen, die wiederum selbst börsennotiert sind. Auf Seiten der Zielgesellschaft vermag eine etwaige Ad-hoc-Mitteilung ohnehin nur den Status quo zu beschreiben und die Spekulationen nicht beenden, sofern die Gesellschaft zu diesem Zeitpunkt noch nicht formal vom Bieter

kontaktiert wurde bzw. sich bereits in Verhandlungen befindet.

Die beschriebenen Transparenzpflichten des WpHG greifen erst, wenn ein potenzieller Bieter tatsächlich die Anteile erwirbt und dies auch erst ab einer recht hohen Beteiligungsschwelle. Zugleich ist zu berücksichtigen, dass – insbesondere in regulierten Industrien – zum Erreichen der Beteiligungsschwelle von 10% im Vorfeld regulatorische Freigaben eingeholt werden müssten, was einen derartigen Beteiligungsaufbau erschwert.

Mithin scheint in der Gesamtschau eine gesetzgeberische Anpassung des WpÜG notwendig zu sein. So könnte die Einführung einer „put up or shut up“-Regelung nicht nur dazu beitragen, den beschriebenen Nachteilen langer Anbahnungsphasen zu begegnen. Sie könnte darüber hinaus auch bei der Auflösung konkurrierender Angebote zur Anwendung kommen.

#### **Zusätzliches Instrument**

Die wenigen, zum Teil aber spektakulären Praxisfälle derartiger Bieterwettkämpfe (u.a. in Bezug auf ein Haustierbedarfsunternehmen im Jahr 2021) zeigen sichtlich, dass über einen gewissen Zeitraum anhaltende Spekulationen ohne Einleitung eines formalen Übernahmeverfahrens zu einer erheblichen Verunsicherung bei allen Stakeholdern der Zielgesellschaft führen. Die Ausstattung der BaFin mit einem zu-

sätzlichen Handlungsinstrument würde auch in solchen Konstellationen für mehr Sicherheit sorgen.

Nach dem Vorbild des Takeover Codes müsste der gesetzliche Rahmen für eine „put up or shut up“-Regelung allerdings im Hinblick auf die Dauer der Sperrfrist in einem vertretbaren Maße begrenzt werden. Die beschriebene Frist von sechs Monaten erscheint dem Grunde nach angemessen. Gleichzeitig sollte der Gesetzgeber etwaige Ausnahmen von der Sperrfrist vorsehen, die es dem Bieter ermöglichen, mit Zustimmung der Zielgesellschaft und der BaFin dennoch ein Angebot abzugeben. Denn eine solche Regelung darf nicht dazu führen, dass sich der Bieter überhastet zur Abgabe eines Angebots entschließen muss.

Es wäre nicht sachgerecht, wenn der Bieter seine Entscheidung veröffentlichen müsste, obwohl bspw. zentrale Erfordernisse wie die Finanzierung oder regulatorische Anforderungen noch nicht geklärt sind. Ebenso misslich wäre die vorschnelle Abnahme von einer geplanten Übernahme, die im Falle ihrer Durchführung sogar im Unternehmensinteresse der Zielgesellschaft gelegen hätte.

**\*) Dr. Mesut Korkmaz ist Partner und Luca Zarmutek Associate von Hogan Lovells.**

Wörter:	1.112	Jahrgang:	2025
Autor/-in:	Von Mesut Korkmaz und Luca Zarmutek *)	Ausgabe:	Einzelausgabe
Rubrik:	RECHT UND KAPITALMARKT		
Medienkanal:	PRINT		
Mediengattung:	Tageszeitung		
Medientyp:	PRINT		