

The logo for Hogan Lovells, consisting of the company name in a serif font inside a light green square. The background of the entire page is a blurred image of a hand holding a tablet with a red and orange financial chart overlaid on it.

Hogan
Lovells

Öffentliche Übernahmen in Deutschland

Newsletter

2021



Inhaltsübersicht

1. Einleitung	4
2. Statistiken	6
2.1 Überblick – Markttrends	6
2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten	7
2.3 Angebotsvolumen	8
2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten	9
2.5 Angebotsprämien	10
2.6 Übernahmen nach Sektoren	11
2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat	12
2.8 Fairness Opinions	13
2.9 Herkunft der Investoren	13
3. Steckbrief	14
3.1 Der Übernahmekampf um die RHÖN-KLINIKUM AG	14
3.2 Die gescheiterte Übernahme der QIAGEN N.V.	16
4. Aktuelle Rechtsentwicklungen im Übernahmerecht	18
Abfindungsvereinbarungen als Nacherwerb i.S.v. §§ 31 Abs. 5, 6 WpÜG – STADA-Übernahme, Urteil des OLG Frankfurt vom 07.07.2020 – 5 U 71/19	18
(a) Sachverhalt	18
(b) Rechtliche Würdigung	18
(c) Auswirkungen auf die Praxis	19

1. Einleitung

Herzlich willkommen zur vierten Ausgabe unseres Newsletters “Öffentliche Übernahmen in Deutschland”. Er gibt einen Marktüberblick über die im zurückliegenden Jahr 2020 in Deutschland nach dem Wertpapier- und Übernahmegesetz (WpÜG) durchgeführten öffentlichen Übernahmen und die aktuellen Rechtsentwicklungen im deutschen Übernahmerecht.

Als eine global agierende Rechtsanwaltskanzlei beobachten wir fortlaufend den M&A-Markt im In- und Ausland. Die hierbei gewonnen Erkenntnisse möchten wir mit Ihnen mit diesem Newsletter teilen.

In seinem Hauptteil enthält dieser Newsletter eine statistische Auswertung der im vergangenen Kalenderjahr in Deutschland nach dem WpÜG erfolgten öffentlichen Übernahmen. Diese Zusammenstellung basiert auf der Datenbank für deutsche Übernahmeangebote, welche durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlicht wird. Zusätzlich haben wir hierfür die veröffentlichten Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaften ausgewertet. Sofern ein öffentliches Angebot geändert wurde, bezieht sich unsere Analyse – soweit nicht anders angegeben – immer auf die Daten der letzten geänderten Fassung des jeweiligen Angebots.

Im dritten Abschnitt des Newsletters stellen wir die nach unserer Einschätzung für den deutschen Übernahmemarkt wichtigsten Übernahmeangebote des vergangenen Kalenderjahres vor. Im Jahr 2020 waren dies der Übernahmekampf um die RHÖN-KLINIKUM AG sowie die gescheiterte Übernahme der QIAGEN N.V.

Abschließend greift dieser Newsletter aktuelle rechtliche Entwicklungen des deutschen Übernahmerechts heraus. Im Anschluss an das bereits in der letzten Ausgabe dieses Newsletters rezensierte Urteil des LG Frankfurt wird nun im Nachgang das Urteil des OLG Frankfurt vorgestellt, das im Zusammenhang mit der Übernahme der STADA AG ergangen ist und etwaige Nachbesserungsansprüche aus Nacherwerben im Sinne des § 31 Abs. 5 und Abs. 6 WpÜG zum Gegenstand hat.





2. Statistiken

2.1 Überblick – Markttrends

Im Jahr 2020 sind auf dem deutschen Übernahmemarkt folgende Trends zu erkennen:

- Trotz der COVID-19 Pandemie verzeichnete die Aktivität im Übernahmemarkt mit 23 unterbreiteten öffentlichen Angeboten im Vergleichszeitraum der letzten fünf Jahre den zweithöchsten Wert nach dem Höchstwert des vergangenen Jahres.
- Mit einem Angebotsvolumen in Höhe von EUR 31,20 Mrd. wurde nur knapp der Höchstwert des vergangenen Jahres verpasst.
- Die durchschnittliche Angebotsprämie erreichte im Vergleichszeitraum der letzten fünf Jahre einen Höchstwert mit 32,41 % in Bezug auf den gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs vor dem Angebot.
- Wie bereits in den Jahren 2016, 2017 sowie 2019 verzeichnete der Technologie-Sektor die größte Aktivität im Übernahmemarkt.
- Der Anteil an neutralen Stellungnahmen ist zwar im Vergleich zum Vorjahr gesunken, stellt mit 23 % aber immer noch einen großen Anteil dar und befindet sich auf dem Niveau des Jahres 2018.
- 74 % der öffentlichen Übernahmen erfolgten durch ausländische Investoren, die direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel öffentliche Angebote unterbreitet haben.



2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten

Bis zum Ende des Jahres 2020 wurden in Deutschland insgesamt 23 öffentliche Angebote publiziert. Im Vergleich zum Höchstwert in den vergangenen vier Jahren (28 öffentliche Übernahmeangebote im Jahr 2019) stellt dies zwar einen Rückgang dar, liegt jedoch über dem Niveau der Jahre 2016 bis 2018. Diese vergleichsweise hohe Aktivität im Übernahmemarkt im Jahre 2020 ist gerade vor dem Hintergrund der COVID-19 Pandemie beachtlich.

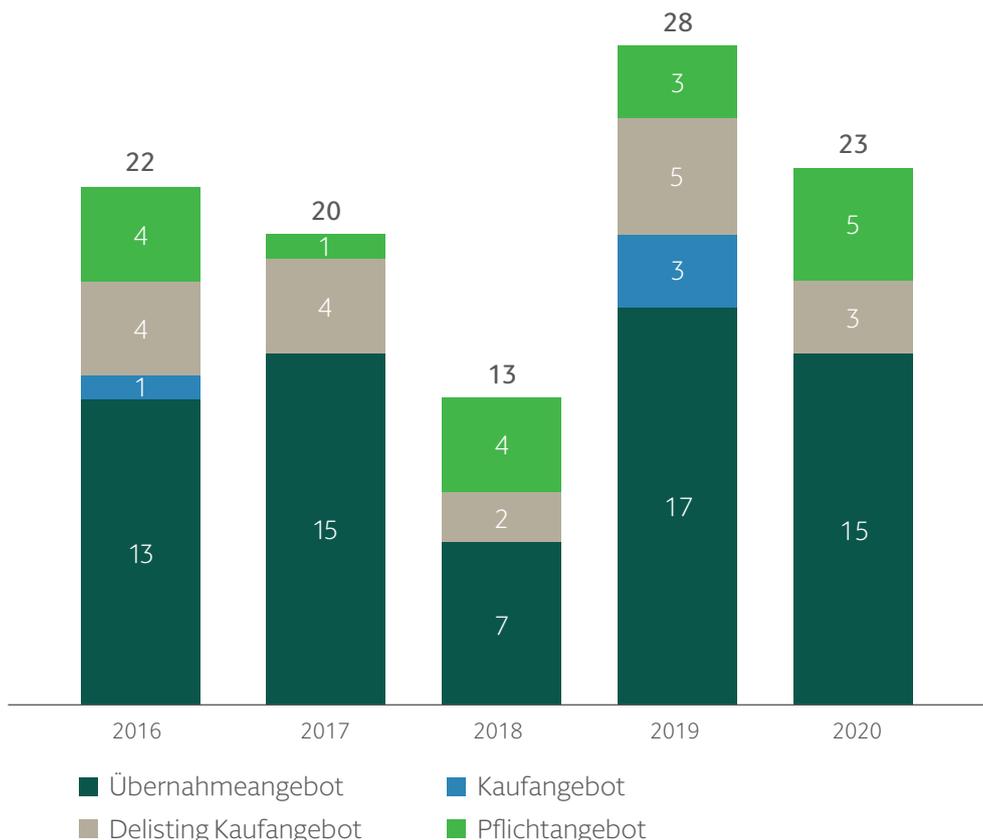
Die meisten Angebote waren auch im Jahr 2020 Übernahmeangebote. Während die Zahl der Pflichtangebote mit fünf Pflichtangeboten im Vergleich zum Vorjahr leicht zunahm, wurden ebenfalls fünf Delisting-Erwerbsangebote veröffentlicht (zwei der Delisting-Erwerbsangebote wurden zugleich mit einem Übernahmeangebot kombiniert, so dass diese für die Statistik in die Zahl der Übernahmeangebote eingeflossen sind).

Mit Ausnahme des Übernahmeangebots der ADO Properties S.A. an die Aktionäre der ADLER Real Estate Aktiengesellschaft (Tauschangebot) erfolgten sämtliche öffentliche Angebote im Jahr 2020 im Wege des Barangebotes.

Gleich dreimal untersagte die BaFin (§ 15 WpÜG) in diesem Jahr öffentliche Angebote:

Mangels Liquidität der zur Gegenleistung angebotenen Aktien (§§ 34, 15 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG) und aufgrund eines offensichtlichen Verstoßes gegen die Gegenleistungs-Vorschriften nach § 31 Abs. 2 WpÜG (§§ 34, 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG) hat die BaFin das Angebot der Heidelberger Beteiligungsholding AG an die Aktionäre der Biofrontera AG untersagt.

Wegen der nicht rechtzeitigen Veröffentlichung der Angebotsunterlage hat die BaFin gleich zwei Pflichtangebote gemäß §§ 39, 15 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG untersagt: Zunächst erfolgte kein rechtzeitiges Angebot seitens der VICUS GROUP AG nach Kontrollerrlangung an der Travel24.com AG, welches jedoch im Laufe des Jahres nachgeholt wurde. Hingegen sind Dana Middle East Technology W.L.L. (Manama Bahrain) und Herr Naif Omar A Alharti (wohnhaft in Saudi-Arabien), nachdem sie über die Fritz Nols AG die Kontrolle erlangt haben, ihrer fortbestehenden Verpflichtung gemäß § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG bislang nicht nachgekommen.



2.3 Angebotsvolumen

Insgesamt belief sich das Angebotsvolumen in 2020 auf EUR 31,20 Mrd. Der Aufwärtstrend seit 2018 ist zwar weiterhin stabil geblieben, der Höchstwert des vergangenen Jahres von EUR 31,34 Mrd. im Vergleichszeitraum der letzten fünf Jahre wurde jedoch knapp verpasst.

Mit EUR 9,83 Mrd. hat die gescheiterte Übernahme der Qiagen N.V. den mit Abstand größten Anteil am Angebotsvolumen.

Hervorzuheben sind im Jahr 2020 gleich acht weitere öffentliche Angebote im large cap Bereich (definiert anhand der Marktkapitalisierung, siehe Ziffer 2.4) mit den folgenden Angebotsvolumina:

- Das Delisting-Erwerbsangebot der Travita B.V. an die Aktionäre der Axel Springer SE (EUR 3,74 Mrd.);
- das eigene Delisting-Rückerwerbsangebot der Rocket Internet SE (EUR 2,54 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der GlobalWafers GmbH an die Aktionäre der Siltronic AG (EUR 3,75 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der EP Global Commerce GmbH an die Aktionäre der Metro AG (EUR 2,16 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der FS DE Energy GmbH an die Aktionäre der MVV Energie AG (EUR 1,78 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der Schneider Electric Investment AG an die Aktionäre der RIB Software SE (EUR 1,51 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der ADO Properties S.A. an die Aktionäre der ADLER Real Estate Aktiengesellschaft (EUR 1,27 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA an die Aktionäre der RHÖN-KLINIKUM Aktiengesellschaft (EUR 0,86 Mrd.).



2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten

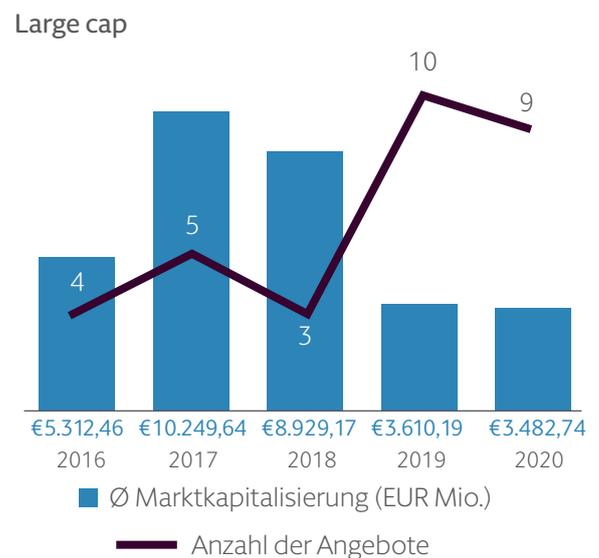
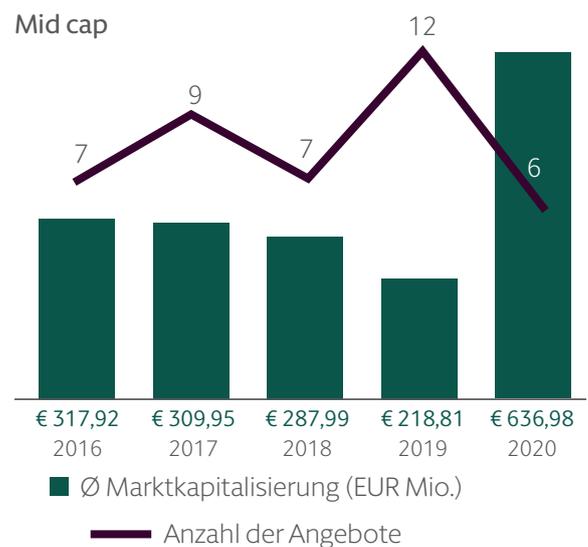
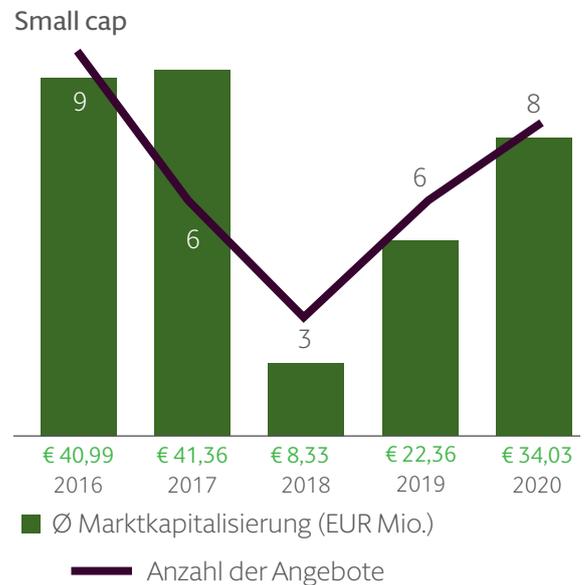
Die Marktsegmente sind nach der jeweiligen Marktkapitalisierung der Zielgesellschaft wie folgt definiert:

- small cap unter EUR 100 Mio.
- mid cap EUR 100 Mio. bis unter EUR 1 Mrd.
- large cap größer/gleich EUR 1 Mrd.

Die – gerade vor dem Hintergrund der COVID-19 Pandemie beachtliche – hohe Übernahmeaktivität im Jahr 2020 fand vorrangig im large cap Sektor statt. Bereits im Vorjahr stellten die zehn Angebote in diesem Bereich das Doppelte des Wertes des Jahres 2017 dar. Dieses sehr hohe Aktivitätsniveau ist 2020 mit neun Angeboten nahezu stabil geblieben. Andererseits ist der Durchschnittswert der Marktkapitalisierung mit EUR 3,48 Mrd. im large cap Sektor der niedrigste Wert im Vergleich zu den vergangenen vier Jahren.

Während sich die Anzahl der Übernahmeangebote im mid cap Bereich auf sechs Angebote verringert hat, zeigt sich im Gegensatz dazu bei der durchschnittlichen Marktkapitalisierung ein deutlich erhöhter Wert von EUR 636,98 Mio. Dieser Wert stellt mehr als Doppelte des bisherigen Höchstwertes des Jahres 2016 im hier betrachteten 5-Jahreszeitraum dar.

Seit dem Tiefpunkt im Jahre 2018 hat sich im small cap Segment der Aufwärtstrend des Jahres 2019 auch im Jahre 2020 fortgeführt. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung mit EUR 34,03 Mrd. liegt deutlich über dem Niveau von 2019, gleichwohl noch nicht ganz auf dem Niveau der Jahre 2016 und 2017. Insbesondere die acht Angebote im small cap Segment überragen jedoch die Anzahl von 2017 und erreichen fast das Niveau des Jahres 2016.



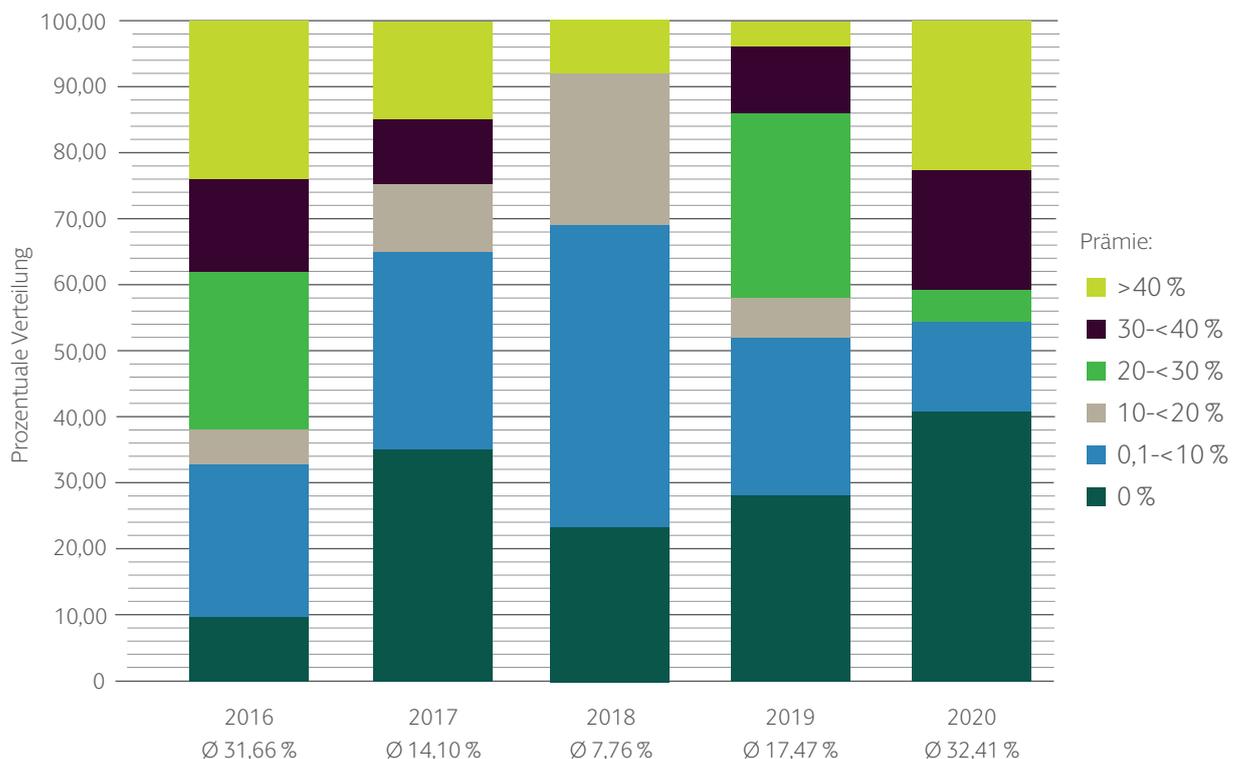
2.5 Angebotsprämien

Die unten abgedruckte Grafik zeigt die Angebotsprämie im Verhältnis zum inländischen durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate (für Delisting-Angebote wurde der gesetzlich maßgebliche Sechs-Monats-Durchschnittskurs berücksichtigt).

Die durchschnittliche (ungewichtete) Angebotsprämie erreichte im Jahr 2020 einen Wert in Höhe von 32,41 %. Dieser hohe Wert resultiert vor allem aus der im Rahmen des Pflichtangebots der BluGreen Company Limited für die S&O Beteiligungen AG gewährten Prämie in Höhe von 242,47 %. Die BaFin konnte zum maßgeblichen Stichtag keinen gültigen Drei-Monats-Durchschnittskurs feststellen, so dass die Höhe der Gegenleistung gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AV anhand einer Bewertung der Zielgesellschaft ermittelt werden musste. Anhand dieser Bewertung konnte der Bieter die Prämienhöhe berechnen, dem sich Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft in ihrer Stellung-

nahme anschlossen. Ohne diesen Sonderfall läge die durchschnittliche (ungewichtete) Angebotsprämie bei 22,40 %, was den Aufwärtstrend seit 2018 ebenfalls bestätigt und gleichfalls über dem Niveau des Vorjahres liegt.

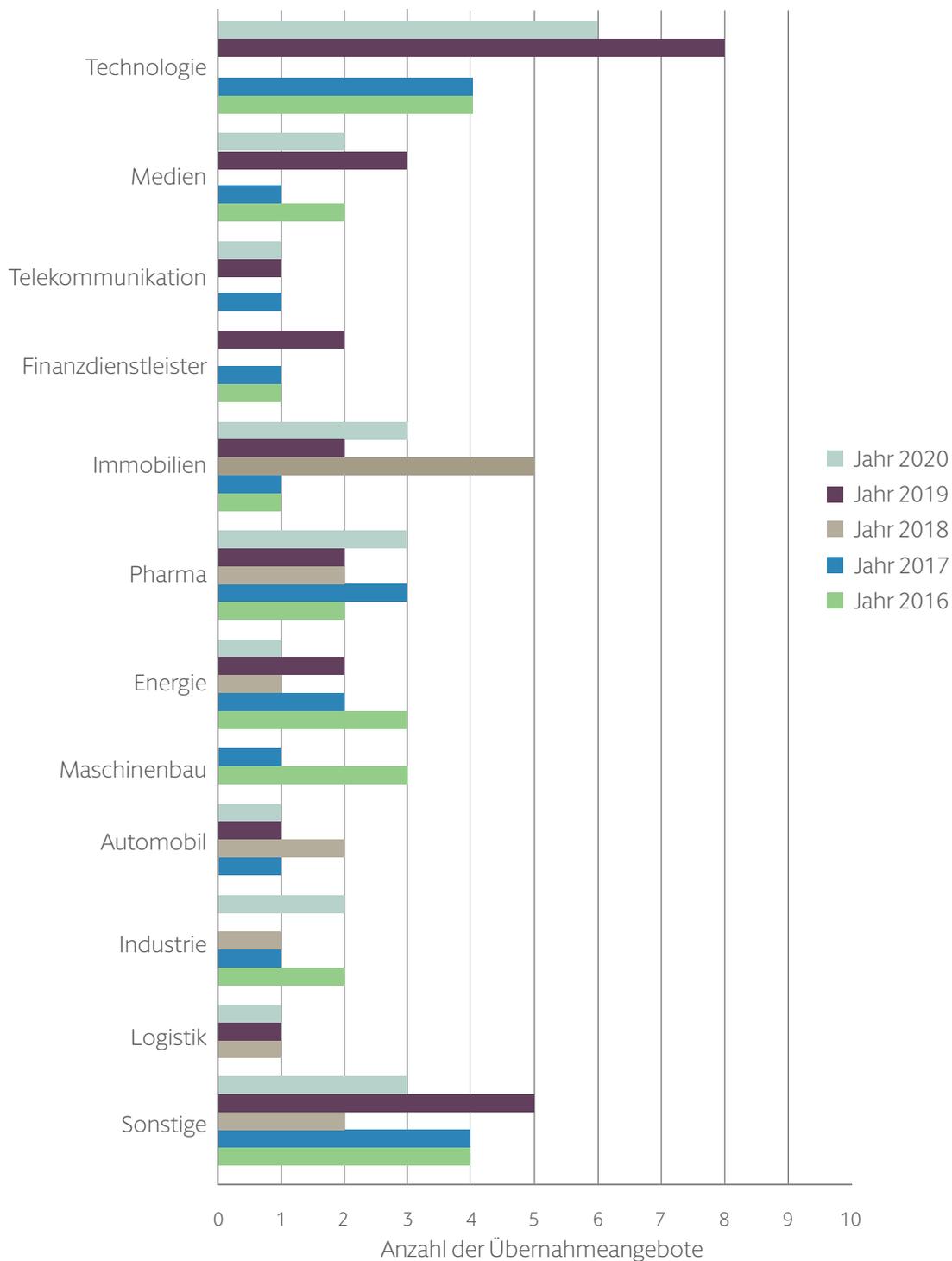
Im vergangenen Jahr wurde bei rund 55 % der Angebote eine Prämie von maximal 10 % geboten. Dabei hat der Anteil der Prämien von 0 % einen neuen Höchstwert von rund 41 % erreicht. Demgegenüber ist der Anteil der Prämien von mehr als 30 % signifikant angestiegen und hat mit rund 40 % ebenfalls einen neuen Höchstwert erreicht. Damit zeigt sich, dass die „Prämienstreuung“, d.h. einerseits eine geringe bis gar keine Prämie und andererseits Höchstprämien von mehr als 30 %, auseinanderdriftet. Damit kehrte sich der in den vergangenen vier Jahren zu beobachtende Trend des sinkenden Anteils der Prämien über 40 % deutlich um.



2.6 Übernahmen nach Sektoren

Im Jahr 2020 wiederholte sich erneut der Trend der Jahre 2016, 2017 und 2019, in denen im Technologie-Sektor die größte Aktivität im öffentlichen Übernahmemarkt zu verzeichnen war. Der Technologie-Sektor deckte im Jahr 2020 rund ein Viertel aller öffentlichen Übernahmen ab.

Die zweitaktivsten Sektoren waren die Immobilien- sowie die Pharma-Branche. Darüber hinaus zeigt sich eine homogene Verteilung in den Sektoren Energie, Automobil, Industrie und Logistik, während in den Sektoren Finanzdienstleister und Maschinenbau keine Übernahmen zu verzeichnen waren.



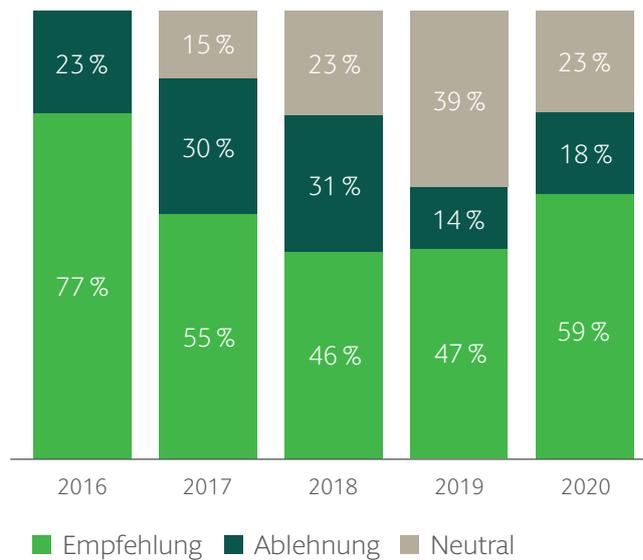
2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat

Gemäß § 27 WpÜG haben der Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem öffentlichen Angebot abzugeben.

Im Jahr 2020 haben 59 % der Stellungnahmen die Annahme des Angebots empfohlen, während 18 % der Stellungnahmen sich gegen eine Annahme des Angebots aussprachen.

Mit 23 % der neutralen Stellungnahmen verringerte sich dieser Wert deutlich nach dem Wert von 39% im vorherigen Jahr. Auch im zurückliegenden Jahr

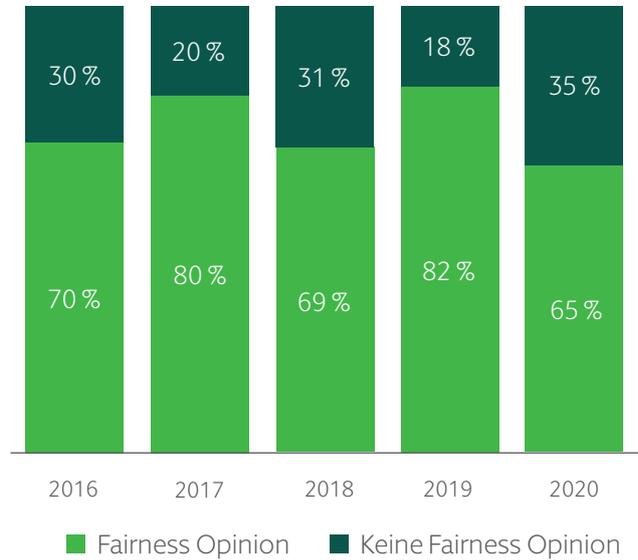
wurde die Abgabe einer neutralen Stellungnahme vielfach damit begründet, dass einerseits die Gegenleistung zwar angemessen gewesen sein mag, andererseits aber die strategischen Ziele des Investors von Vorstand und Aufsichtsrat nicht abschließend beurteilt werden konnten. Die strategischen Hintergründe des Angebots scheinen damit in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung zu gewinnen, so dass Vorstand und Aufsichtsrat sich deshalb einer eindeutigen Empfehlung entziehen.



2.8 Fairness Opinions

Fairness Opinions sind gutachterliche Stellungnahmen von externen Experten, welche die Angemessenheit des Angebots beurteilen. Diese werden häufig vom Vorstand und Aufsichtsrat als Grundlage für ihre Stellungnahme eingeholt.

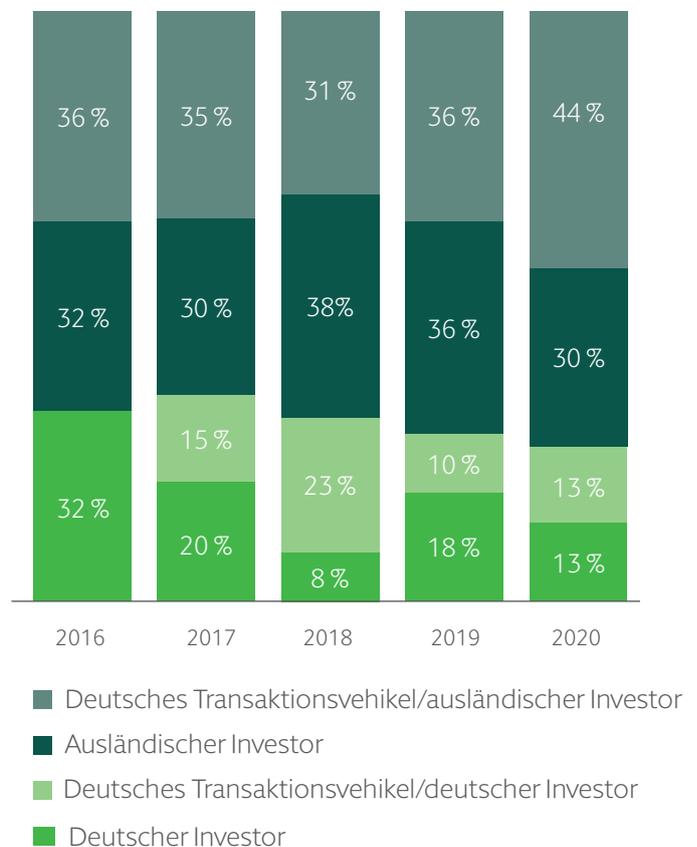
Im Jahr 2020 haben Vorstand und Aufsichtsrat lediglich bei 65 % der Angebote *Fairness Opinions* eingeholt. Dies ist im hier betrachteten 5-Jahreszeitraum bis dato der geringste Wert.



2.9 Herkunft der Investoren

Im Jahr 2020 stammten 74 % der Angebote von ausländischen Investoren, die entweder direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel ein Angebot veröffentlicht haben. Seit 2018 stellt dies eine erneute Steigerung und ebenfalls einen Höchstwert im hier betrachteten 5-Jahreszeitraum dar.

Demgegenüber wurden 26 % der Übernahmeangebote von inländischen Unternehmen direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel abgegeben.



3. Steckbrief

3.1 Der Übernahmekampf um die RHÖN-KLINIKUM AG

Bereits im Jahre 2012 hatte der Fresenius-Konzern durch die FPS Beteiligungs AG ein Übernahmeangebot für die RHÖN-KLINIKUM AG zu einem Preis von EUR 22,50 je Aktie mit einer Mindestannahmeschwelle von 90 % abgegeben. Die hohe Mindestannahmeschwelle resultierte aus dem (seltenen) Mehrheitserfordernis von 90 % für die Beschlussfassung im Rahmen der Hauptversammlung nach der Satzung der RHÖN-KLINIKUM AG. Die FPS Beteiligungs AG verfehlte trotz einer Andienungsvereinbarung mit den Großaktionären Münch (12,45 % der Aktien) die Annahmeschwelle – die Annahmequote lag bei 84,32 %. Dies resultierte nicht zuletzt daraus, dass bis zum Ende der Annahmefrist die Asklepios Kliniken Verwaltungsgesellschaft mbH (heute: Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA) eine Beteiligung in Höhe von 5,01 % und somit eine Sperrminorität aufbaute.

Nach der gescheiterten Übernahme durch den Fresenius-Konzern übernahm dieser im Oktober 2013 einen Großteil der Krankenhäuser von der RHÖN-KLINIKUM AG im Wege des Asset Deals. Mangels Zustimmungsbefähigung der Hauptversammlung stand der Transaktion weder der Ausbau der Beteiligung der Asklepios Kliniken Verwaltungsgesellschaft mbH auf letztlich 28,69 %, noch der Einstieg der B. Braun Melsungen AG mit ca. 25,23 % der Aktien der RHÖN-KLINIKUM AG entgegen. In der Folge entstand bei der RHÖN-KLINIKUM AG jedoch eine Pattsituation zwischen den beiden Groß-

aktionären. Dritter Hauptaktionär blieb weiterhin Herr Eugen Münch zusammen mit seiner Ehefrau.

Das Übernahmeangebot der Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA vom 8.04.2020 zum Preis von EUR 18,00 je Aktie war nunmehr erfolgreich. Dem Angebot gingen Aktienkaufverträge mit den Eheleuten Münch sowie der Stiftung Münch und eine Joint-Venture Vereinbarung mit der durch Eugen Münch beherrschten HCM SE voraus. Die Bieterin hielt damit unmittelbar und mittelbar bereits ca. 50,07 % der Aktien an der Zielgesellschaft.

Die B. Braun Melsungen AG, der zweitgrößte Aktionär, versuchte die Übernahme zu verhindern und berief dafür eine außerordentliche Hauptversammlung ein. Ziel war eine Änderung der Satzung der RHÖN-KLINIKUM AG dahingehend zu erreichen, dass zur Beschlussfassung statt der inzwischen statuierten einfachen Mehrheit eine Drei-Viertel-Mehrheit notwendig sein sollte. Ferner sollte Herr Eugen Münch aus dem Aufsichtsrat abberufen werden. Die Hauptversammlung fand am 3.06.2020 statt, was zu einer Verlängerung der Annahmefrist nach § 16 Abs. 3 WpÜG führte. Die Vorschläge scheiterten jedoch an der Stimmrechtsmehrheit der Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA und den Eheleuten Münch. In der Folge erklärte die B. Braun Melsungen AG, das Angebot der Bieterin anzunehmen. Zum Ende der weiteren Annahmefrist am 6.07.2020 lag die Annahmequote bei ca. 92,58 %.

Überblick	
Bieterin	Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA
Zielgesellschaft	RHÖN-KLINIKUM AG
Sektor	Gesundheitswesen
Annahmefrist	Ursprünglich 8.04 bis 6.05.2020, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main), verlängert bis zum 17.06.2020, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main) wegen Einberufung einer Hauptversammlung (§ 16 Abs. 3 WpÜG). Weitere Annahmefrist bis zum 06.07.2020, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main).
Annahmequoten	Ca. 50,58 % (5.05.2020), ca. 83,24 % (17.06.2020), ca. 92,58 % (6.07.2020).
Mindestannahmeschwelle	n. a.
Status	Erfolgreich
Angebotsvolumen (max.)	EUR 859,55 Mio.
Angebotstyp	Freiwilliges Übernahmeangebot im Wege des Barangebots
Angebotsgegenleistung	EUR 18,00 je Aktie der RHÖN-KLINIKUM AG
Beteiligungsaufbau	Die Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA hielt bereits 28,69 % der Anteile der RHÖN-KLINIKUM AG. Hinzu kamen 0,31 % ihrer Kommanditaktionärin (Broermann Holding GmbH). Infolge der dargestellten Vereinbarungen mit den Großaktionären Münch hielt die Bieterin vor der Übernahme unmittelbar und mittelbar eine Beteiligung von insgesamt ca. 50,07 %.
Vereinbarungen mit Großaktionären	<p>1. Aktienkaufvertrag mit Eheleuten Münch Die Bieterin hat am 28.02.2020 mit Herrn Eugen Münch und Frau Ingeborg Münch einen Aktienkaufvertrag hinsichtlich insgesamt 8.294.407 Aktien der RHÖN-KLINIKUM AG bzw. ca. 12,39 % zum Preis von EUR 18,00 pro Aktie abgeschlossen. Der Kaufvertrag war aufschiebend bedingt auf die Entscheidung im Fusionskontrollverfahren.</p> <p>2. Aktienkaufvertrag mit der Stiftung Münch Einen weiteren Aktienkaufvertrag hat die Bieterin mit der Stiftung Münch hinsichtlich ca. 1,08 % der Aktien der RHÖN-KLINIKUM AG geschlossen. Der Kaufvertrag war aufschiebend bedingt auf die Entscheidung im Fusionskontrollverfahren.</p> <p>3. Joint-Venture Vereinbarung mit HCM SE Die Bieterin hat am 28.02.2020 eine Joint-Venture Vereinbarung mit der HCM SE abgeschlossen, die von Herrn Eugen Münch beherrscht wird und 5.097.578 Aktien der RHÖN-KLINIKUM AG bzw. 7,61 % hält. In der Vereinbarung haben sich die Parteien verpflichtet, sämtliche von ihnen gehaltene RHÖN-KLINIKUM-Aktien in die AMR Holding GmbH als Joint Venture Gesellschaft einzubringen. Die Bieterin hält 83,37 % der Geschäftsanteile an der AMR Holding GmbH, die HCM SE die restlichen Anteile. Die Einbringungsverträge sind jeweils aufschiebend bedingt auf die Fusionskontrollfreigabe des Bundeskartellamts. Auch die im Rahmen der Übernahme durch die Bieterin erworbenen Aktien der Zielgesellschaft sollen in die AMR Holding GmbH eingebracht werden. Die Joint-Venture Vereinbarung hat eine anfängliche feste Laufzeit bis zum 31.12.2025.</p>
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	Der Vorstand und der Aufsichtsrat haben die Annahme des Angebots empfohlen.
Finanzierung	Fremdkapital
Freundlich/Feindlich	Freundlich
Vollzugsbedingung	Fusionskontrollfreigabe bis zum 31.12.2020
Links	Angebotsunterlage vom 08.04.2020 Stellungnahme des Vorstands vom 22.04.2020 Stellungnahme des Aufsichtsrats vom 22.04.2020 Ergänzung der Stellungnahme des Vorstands vom 27.05.2020

3.2 Die gescheiterte Übernahme der QIAGEN N.V.

Am 18.05.2020 veröffentlichte die Quebec B.V., eine 100%ige Tochter des US-amerikanischen Technologieunternehmens Thermo Fisher Scientific Inc., ein Übernahmeangebot für die QIAGEN N.V. zu einem Preis von EUR 39,00 je Aktie mit einer Mindestannahmeschwelle von 75 %. Trotz der Unterstützung des Angebots durch Vorstand und Aufsichtsrat der QIAGEN N.V. wurde die Mindestannahmeschwelle in Höhe von 75 % in der Folgezeit nicht erreicht.

Daher veröffentlichte die Quebec B.V. am 17.07.2020 ein geändertes Übernahmeangebot zu einem Preis von nunmehr EUR 43,00 je Aktie mit einer auf 66,67 % herabgesetzten Mindestannahmeschwelle. Wegen des Widerstands mehrerer Aktionäre, angeführt von dem damals mit 8,00 % beteiligten Hedgefonds Davidson Kempner, wurde allerdings auch diese nicht erreicht. Nach Ablauf der verlängerten Annahmefrist betrug die Annahmquote nur rund 47 %. Unter anderem wegen

der COVID-19 Pandemie, der damit verbundenen hohen Nachfrage nach den von QIAGEN hergestellten COVID-19-Tests und der daraus folgenden Erwartung einer erheblichen Verbesserung der Geschäftsaussichten des Unternehmens bewertete die Mehrheit der Aktionäre die Angebotsgegenleistung auch nach der Erhöhung als zu gering. Da Thermo Fisher nicht bereit war, die Gegenleistung erneut zu erhöhen, scheiterte die Übernahme.

Das Übernahmeangebot unterlag dem deutschen Übernahmerecht, obwohl QIAGEN ihren Sitz in den Niederlanden hat, da die Aktien der Zielgesellschaft zum Handel an einem organisierten Markt in Deutschland zugelassen sind. Das Angebot musste hinsichtlich der Gegenleistung, des Inhalts der Angebotsunterlage und des Angebotsverfahrens den Vorgaben des WpÜG entsprechen, (§ 1 Abs. 3 WpÜG in Verbindung mit § 2 WpÜGAnwendV).



Überblick	
Bieterin	Quebec B.V.
Zielgesellschaft	QIAGEN N.V.
Sektor	Bio-Technologie
Annahmefrist	Ursprünglich 18.05. bis 27.07.2020, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main), verlängert bis zum 10.08.2020, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main) wegen Änderung des Angebots § 21 Abs. 5 WpÜG).
Mindestannahmeschwelle	75 %/66,67 %
Annahmequote	47,02 %
Status	Nicht erfolgreich
Angebotsvolumen (max.)	Ca. EUR 9,83 Mrd.
Angebotstyp	Freiwilliges Übernahmeangebot im Wege des Barangebots
Angebotsgegenleistung	EUR 43,00 je Aktie der QIAGEN N.V.
Beteiligungsaufbau	Die Quebec B.V. ist die 100%ige Tochtergesellschaft der Thermo Fisher Scientific Inc. (NYSE: TMO, „Thermo Fisher“). Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielten weder die Quebec B.V. noch mit ihr gemeinsam handelnde Personen – einschließlich Thermo Fisher – Anteile der QIAGEN N.V.
Business Combination Agreement	QIAGEN und Thermo Fisher schlossen am 03.03.2020 ein Business Combination Agreement ab, welches am 16.07.2020 entsprechend des geänderten Übernahmeangebots angepasst wurde.
Konkurrierendes Angebot	Kein konkurrierendes Angebot
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	Vorstand und Aufsichtsrat hatten sich im Business Combination Agreement zur Abgabe einer Empfehlung für das Übernahmeangebot verpflichtet. Dementsprechend wurde die Empfehlung in der Stellungnahme ausgesprochen. Darüber hinaus haben Vorstand und Aufsichtsrat dies in einer zusätzlichen Stellungnahme vom 22.07.2020 anlässlich der geänderten Angebotsunterlage erneut bekräftigt.
Finanzierung	Eigen- und Fremdkapital
Freundlich/Feindlich	Freundlich
Vollzugsbedingungen	<ul style="list-style-type: none"> • Diverse fusionskontrollrechtliche Freigaben bis zum 27.07.2021 • Mindestannahmeschwelle 66,67 % • Keine nachteilige Empfehlungsänderung durch Vorstand oder Aufsichtsrat von QIAGEN • Keine Kapitalmaßnahmen oder Satzungsänderungen aufseiten von QIAGEN • Keine Insolvenz von QIAGEN • Keine wesentliche Verschlechterung im Sinne nachteiliger Auswirkungen auf das Konzernergebnis der QIAGEN-Gruppe • Kein wesentlicher Compliance-Verstoß durch QIAGEN
Links	Angebotsunterlage vom 18.05.2020 Geänderte Angebotsunterlage vom 20.07.2020 Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats vom 18.05.2020 Ergänzende Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats vom 22.07.2020

4. Aktuelle Rechtsentwicklungen im Übernahmerecht

Abfindungsvereinbarungen als Nacherwerb i.S.v. §§ 31 Abs. 5, 6 WpÜG – STADA-Übernahme, Urteil des OLG Frankfurt vom 07.07.2020 – 5 U 71/19

(a) Sachverhalt

Das Urteil bestätigt und ergänzt die im letzten Jahr in der Vorinstanz ergangene Entscheidung des LG Frankfurt (Az. 3-05 O 138/18) zur Übernahme der STADA AG. Im April 2017 gaben die Finanzinvestoren Bain Capital und Cinven über das Transaktionsvehikel „Nidda Healthcare Holding AG“ ein Übernahmeangebot für die STADA AG ab, das jedoch aufgrund Nichterreichens der Mindestannahmeschwelle scheiterte. Dies lag unter anderem daran, dass der Hedgefonds Elliott während des ersten Übernahmeangebots ca. 12 % der Aktien der STADA AG erworben hatte. Im Juli 2017 gab die Nidda Healthcare Holding AG mit Zustimmung der STADA AG und Genehmigung der BaFin ein neues Angebot ab. Dabei wurde die Annahmeschwelle auf 63 % abgesenkt und der Angebotspreis auf EUR 66,25 pro Aktie leicht angehoben. Dieses Angebot war mit einer Annahmequote von 63,87 % knapp erfolgreich. In der zweiten Angebotsunterlage teilte die Bieterin mit, dass sie den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der STADA AG beabsichtige.

Am 30.08.2017, d.h. nach Ablauf der Annahmefrist für das zweite Übernahmeangebot (17.08.2017), jedoch vor Ablauf der weiteren Annahmefrist, schloss die Bieterin (beziehungsweise eine mit ihr gemeinsam handelnde Person) mit Elliott eine Vereinbarung, in der sich Elliott verpflichtete, in der Hauptversammlung für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit einer Abfindung i.S.v. § 305 Abs. 1 AktG in Höhe von EUR 74,40 pro Aktie zu stimmen. Diese Vereinbarung enthielt jedoch ausdrücklich keine Verpflichtung für Elliott zur Annahme des Abfindungsangebots nach Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Am 19.12.2017 schloss die Erwerblerin mit der STADA AG einen solchen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ab, welchem die Hauptversammlung am 2.02.2018 zustimmte. Von dem Recht, Anteile auf das vereinbarte Abfindungsangebot anzudienen, machte Elliot in der Folge aller-

dings keinen Gebrauch. Die Andienung erfolgte erst auf ein späteres Delisting-Erwerbsangebot der mit der Bieterin gemeinsam handelnden Person am 11.10.2018.

Die Klägerin hatte ihre Aktien im Rahmen des zweiten Übernahmeangebots am 9.08.2017 zum Angebotspreis von EUR 66,25 eingereicht. Sie verlangte nun auf dem Klageweg den Differenzbetrag zu der im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vereinbarten Mindestabfindung von EUR 74,40. Gestützt war die Klage auf einen Anspruch auf Ergänzung der Vergütung aus § 31 Abs. 5 Satz 1 bzw. § 31 Abs. 6 WpÜG sowie hilfsweise auf einen Schadensersatzanspruch aus Delikt bzw. § 12 Abs. 1 WpÜG.

(b) Rechtliche Würdigung

Das OLG Frankfurt hatte sich demnach mit der Frage zu befassen, ob ein relevanter Nacherwerb im Sinne von § 31 Abs. 5 bzw. § 31 Abs. 6 WpÜG vorlag.

Ein Nachzahlungsanspruch gemäß § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG bestand nach Ansicht des Gerichts nicht. Es bestätigte die Auffassung der Vorinstanz, dass hinsichtlich der Vereinbarung zwischen der Bieterin und Elliot die Ausnahme des § 31 Abs. 5 Satz 2 WpÜG eingreife, wonach kein Nacherwerb vorliegt, wenn Aktien im Zusammenhang mit einer gesetzlichen Verpflichtung zur Gewährung einer Abfindung an Aktionäre der Zielgesellschaft erworben werden. Ungeachtet der mit Elliott getroffenen Vereinbarung gehe es im Kern um eine gesetzliche Abfindungsverpflichtung gemäß § 305 Abs. 1 AktG der Bieterin, die von der Ausnahme erfasst sei. Darüber hinaus wurde klar gestellt, dass in diesem Fall bereits die Voraussetzungen für einen Nacherwerb gemäß § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG nicht erfüllt seien, da eine Andienung von Aktien durch Elliot tatsächlich nicht auf die vereinbarte Abfindung, sondern erst im Zusammenhang mit dem später erfolgten Delisting-Angebot erfolgte war.



Auch ein Anspruch aus § 31 Abs. 6 WpÜG schied nach Ansicht des Gerichts aus. Es bestätigte auch insoweit die Erwägungen der Vorinstanz und erkannte in der Abfindungsvereinbarung keine Abrede, aufgrund derer die Bieterin die Übereignung von Aktien verlangen konnte. Die Vereinbarung könne nicht als Call-Option, sondern allenfalls als Put-Option verstanden werden. Weil bei Put-Optionen weder eine Bezugsberechtigung der Bieterin bestünde und die Bieterin auch keine Möglichkeit habe, die Andienung selbst herbeizuführen, könnten Put-Optionen nach Sinn und Zweck der Vorschrift allenfalls dann § 31 Abs. 6 Satz 1 WpÜG unterfallen, wenn sie zum Zeitpunkt ihrer Vereinbarung bereits „im Geld“ waren, was vorliegend nicht der Fall gewesen sei. Ferner verwies das Gericht darauf, dass auch bezüglich des Anspruchs aus § 31 Abs. 6 Satz 1 WpÜG bereits die Bereichsausnahme des § 31 Abs. 5 Satz 2 WpÜG Anwendung finde.

Weitergehend als noch die Vorinstanz befasste sich das Gericht auch mit einem Haftungsanspruch wegen Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angebotsunterlage gemäß § 12 Abs. 1 WpÜG, verneinte diesen jedoch ebenfalls. Die Angebotsunterlage sei jedenfalls zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung weder unrichtig noch unvollständig gewesen, weil die Abfindungsvereinbarung erst später geschlossen worden sei. Der Anspruch könne darüber hinaus auch nicht darauf gestützt werden, dass die Angebotsunterlage durch den Abschluss der Abfindungsvereinbarung zwischen der Bieterin und Elliott nachträglich unrichtig oder unvollständig geworden sein könnte. Denn eine Pflicht der Bieterin zur nachträgli-

chen Aktualisierung der in der Angebotsunterlage gemachten Angaben sei abzulehnen. Die Frage, ob eine solche Aktualisierungspflicht besteht, ist bislang nicht abschließend geklärt und im Schrifttum umstritten. Das OLG Frankfurt hat sich diesbezüglich nunmehr eindeutig positioniert.

Für einen hilfsweise geltend gemachten Schadensersatzanspruch aus Betrug gemäß § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 263 StGB fehlte es nach Ansicht des Gerichts – so auch die Vorinstanz – an der Kausalität, da die Klägerin ihre Aktien bereits vor Abschluss der Abfindungsvereinbarung eingeliefert hatte.

(c) Auswirkungen auf die Praxis

Die Aussagen des OLG Frankfurt zu § 31 Abs. 5 bzw. § 31 Abs. 6 WpÜG sind nicht in jeder Hinsicht nachvollziehbar und lassen einige Fragen offen. Mit Blick auf die Gestaltungsmöglichkeiten für Bieter im Umgang mit opportunistischen Hedge Funds könnte es jedoch Signalwirkung für die Zukunft entfalten. Sollten derartige Abfindungsvereinbarungen Schule machen, könnte dies dazu führen, dass Angebotsannahmeschwellen in Zukunft öfter nicht erreicht werden, wenn an der Zielgesellschaft aktivistische Minderheitsaktionäre beteiligt sind. Denn die übrigen Aktionäre müssten in diesen Fällen stets von der Möglichkeit ausgehen, dass eine gegenüber dem Übernahmeangebot günstigere Abfindungsvereinbarung besteht. Sie könnten daher dazu neigen, nicht das Angebot anzunehmen, sondern auf die höhere Abfindung zu spekulieren.

Unser Team in Deutschland

Hamburg



Dr. Andreas H. Meyer, LL.M. (I.U.)

Partner, Hamburg
T +49 40 419 93 0
andreas.meyer@hoganlovells.com



**Dr. Urszula Nartowska, LL.M.
(University of Virginia)**

Partner, Hamburg
T +49 40 419 93 0
urszula.nartowska@hoganlovells.com

Düsseldorf



Dr. Christoph Louven

Partner, Düsseldorf
T +49 211 13 68 0
christoph.louven@hoganlovells.com



Birgit Reese

Partner, Düsseldorf
T +49 211 13 68 0
birgit.reese@hoganlovells.com



**Daniel Dehghanian, LL.M.
(Anglia Ruskin University)**

Partner, Düsseldorf
T +49 211 13 68 0
daniel.dehghanian@hoganlovells.com

München



**Dr. Lutz Angerer, LL.M.
(University of Virginia)**

Partner, München
T +49 89 290 12 0
lutz.angerer@hoganlovells.com



Dr. Michael Rose

Partner, München
T +49 89 290 12 0
michael.rose@hoganlovells.com



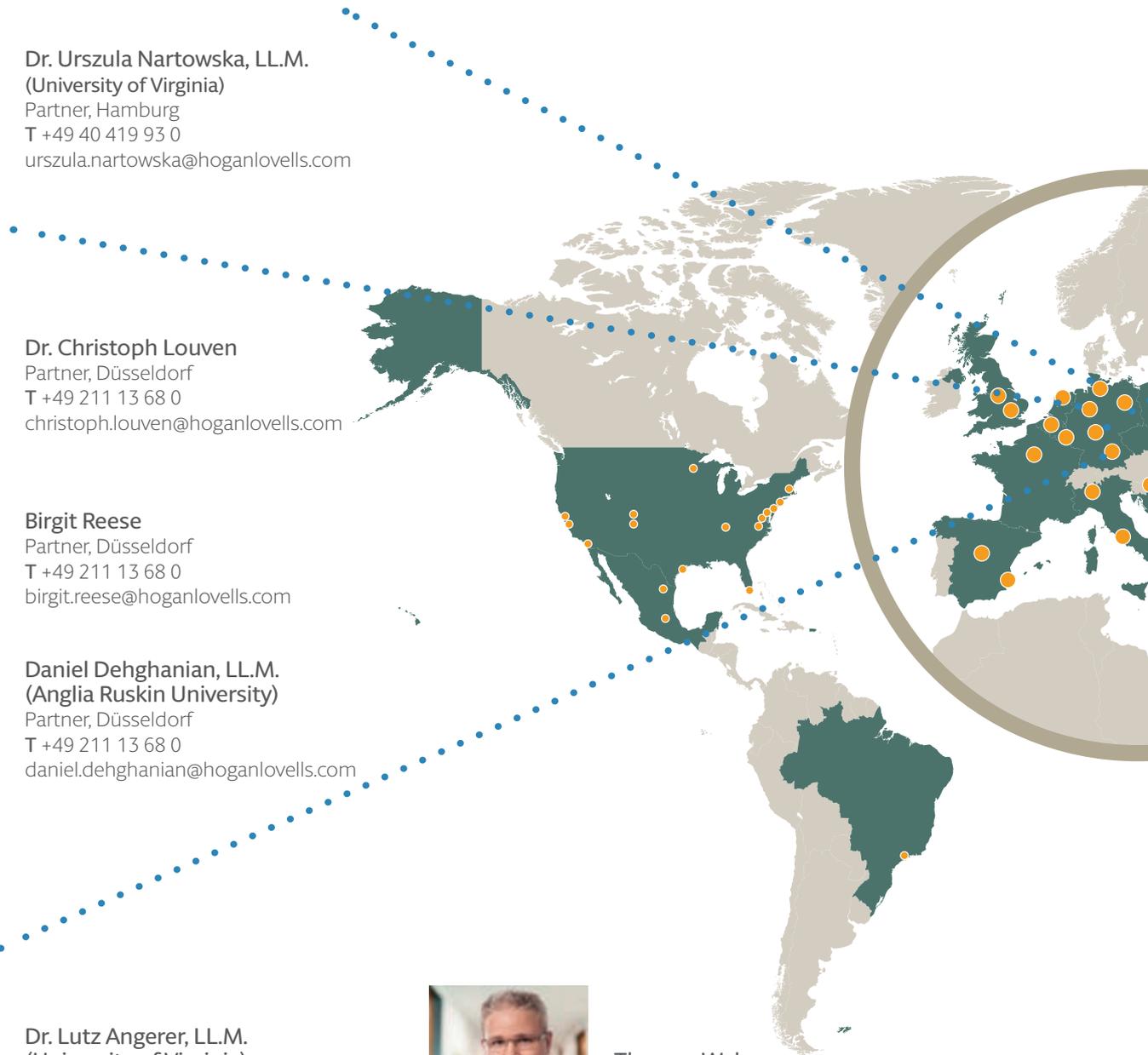
Thomas Weber

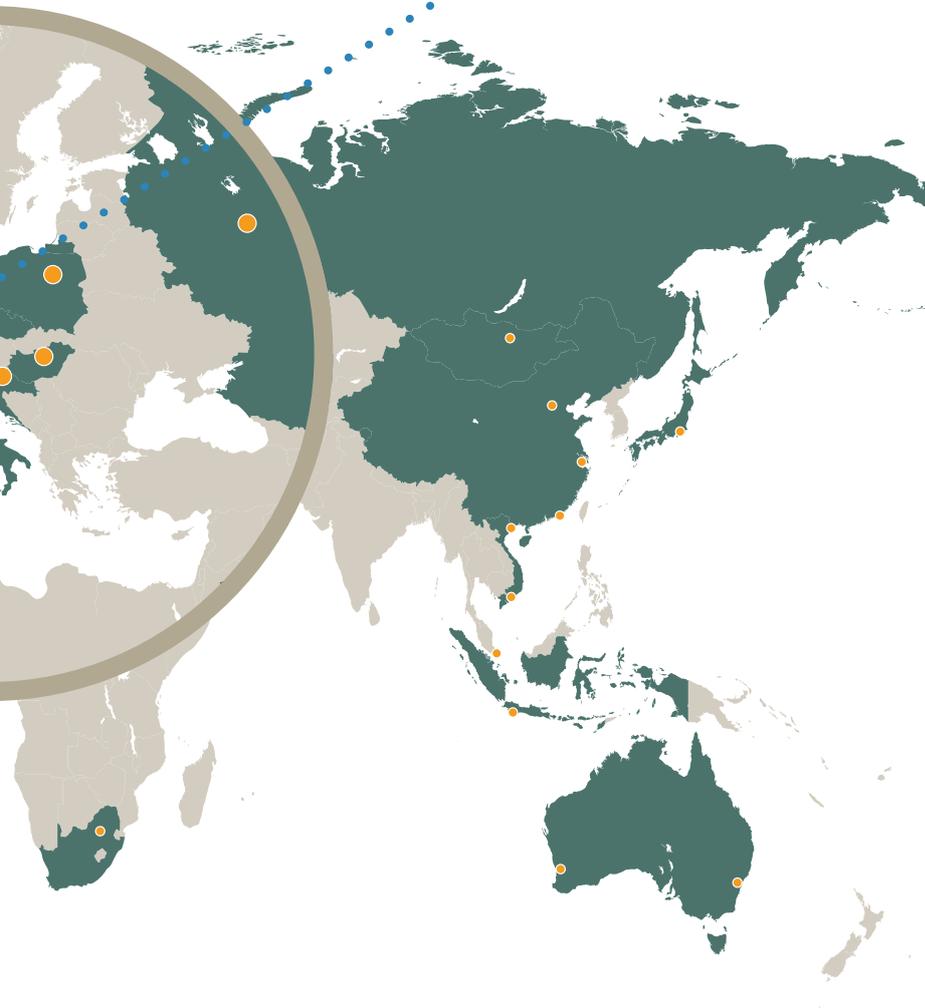
Counsel, München
T +49 89 290 12 0
thomas.weber@hoganlovells.com



Dr. Tobias Kahnert, M.Jur. (Oxford), LL.B.

Counsel, München
T +49 89 290 12 0
tobias.kahnert@hoganlovells.com

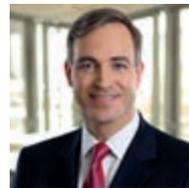




• Frankfurt



**Dr. Tim Oliver Brandi, LL.M.
(Columbia)**
Partner, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
tim.brandi@hoganlovells.com



Dr. Hanns Jörg Herwig
Partner, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
joerg.herwig@hoganlovells.com



Dr. Matthias Jaletzke
Leiter globale Private Equity &
Funds Praxis, Leiter Private
Capital Industriesektor, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
matthias.jaletzke@hoganlovells.com



Prof. Dr. Michael Schlitt
Partner, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
michael.schlitt@hoganlovells.com

Alicante
Amsterdam
Baltimore
Birmingham
Boston
Brüssel
Budapest*
Colorado Springs
Denver
Dubai
Düsseldorf
Frankfurt
Hamburg
Hanoi
Ho Chi Minh Stadt
Hongkong
Houston
Jakarta*
Johannesburg
London
Los Angeles
Louisville
Luxemburg
Madrid
Mailand
Mexiko-Stadt
Miami
Minneapolis
Monterrey
Moskau
München
New York
Northern Virginia
Paris
Peking
Perth
Philadelphia
Riad*
Rom
San Francisco
São Paulo
Schanghai
Schanghai FTZ*
Silicon Valley
Singapur
Sydney
Tokio
Ulaanbaatar*
Warschau
Washington
Zagreb*

*Kooperationsbüros
Zweigstelle: Berlin

www.hoganlovells.com

“Hogan Lovells” oder die “Sozietät” ist eine internationale Anwaltssozietät, zu der Hogan Lovells International LLP und Hogan Lovells US LLP und ihnen nahestehende Gesellschaften gehören.

Die Bezeichnung “Partner” beschreibt einen Partner oder ein Mitglied von Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP oder einer der ihnen nahestehenden Gesellschaften oder einen Mitarbeiter oder Berater mit entsprechender Stellung. Einzelne Personen, die als Partner bezeichnet werden, aber nicht Mitglieder von Hogan Lovells International LLP sind, verfügen nicht über eine Qualifikation, die der von Mitgliedern entspricht.

Weitere Informationen über Hogan Lovells, die Partner und deren Qualifikationen finden Sie unter www.hoganlovells.com.

Sofern Fallstudien dargestellt sind, garantieren die dort erzielten Ergebnisse nicht einen ähnlichen Ausgang für andere Mandanten. Anwaltswerbung.

Abbildungen von Personen zeigen aktuelle oder ehemalige Anwälte und Mitarbeiter von Hogan Lovells oder Models, die nicht mit der Sozietät in Verbindung stehen.

© Hogan Lovells 2021. Alle Rechte vorbehalten. 1378587_0321