



# 24. Münchner M&A Forum

## Einfluss von Hedgefonds auf öffentliche Übernahmen

10. Mai 2022

Dr. Michael Brellochs, LL.M.

# / Agenda

1

Activism auf unverändert hohem Niveau

---

2

Zunehmende Verbreitung passiver Investments

---

3

Auswirkungen auf öffentliche Übernahmen

---

4

Abhilfemöglichkeiten und Ausblick

---

# / Activism unverändert auf hohem Niveau

## Quantitativ\*

- Zahl der Kampagnen 2021 leicht rückläufig gg. 2020 und 2019; eingesetzte Mittel 2021 ungefähr auf dem Niveau von 2020 und 2019; Höhepunkt jeweils 2018
- Europa: 50 Kampagnen in 2021, davon 9 von Elliott, Schwerpunkt UK; DE und NL auf Platz 2; Aufwärtstrend in Q4/2021 mit 16 Kampagnen in einem Quartal

## Qualitativ\*

- 43% der Kampagnen im Bereich M&A-Arbitrage
- 30% der Kampagnen zielen auf Änderungen in Organbesetzung (insb. CEO)
- ESG-Themen werden von traditionellen Aktivisten aufgenommen und sind keine Domäne der ESG-first Aktivisten mehr (z.B. Engine No. 1)

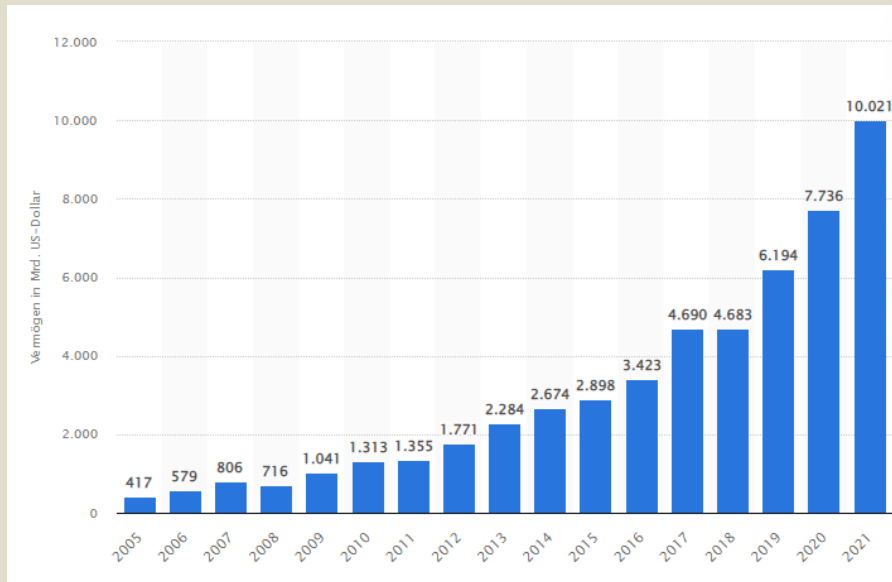
## Methoden

- Dialog mit der Verwaltung
- Inoffizieller Dialog mit Unternehmensangehörigen / Whistleblowern
- Verstärkter Dialog mit anderen (institutionellen) Investoren und Stimmrechtsberatern
- Öffentliche Kampagnen; zunehmende Akzeptanz von aktivistischen Interventionen als Impulsgeber und Katalysator von Entwicklungen
- Ausübung von Aktionärsrechten, insb. vor und in HV und bei Strukturmaßnahmen
- Teilweise auch Litigation, Beteiligung an Spruchverfahren

\* Quelle: Lazard 2021 Review of Shareholder Activism.

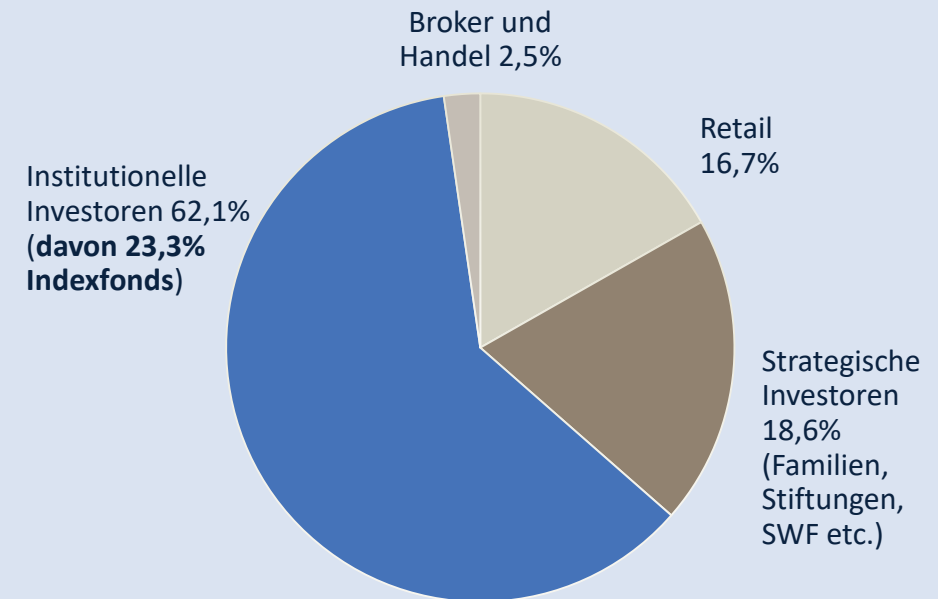
# / Zunehmende Verbreitung passiver Investments

## Verwaltetes Vermögen von Indexfonds (2021)



Quelle: [ETFs - Verwaltetes Vermögen weltweit bis 2021 | Statista](#)

## DAX (2020)



Quelle: IHS Markit / DIRK, Who owns the German DAX?, 8th Edition 2021

# / Was bedeutet das für öffentliche Übernahmen? (1/2)

- Übernahmeangebote sehen i.d.R. **Mindestannahmeschwelle** (z.B. 50%) vor, um Integration der Zielgesellschaft nach erfolgreicher Übernahme zu erleichtern.
- Kreis der für den Bieter erreichbaren Aktionäre hat sich im Zuge der **Veränderungen des Aktionariats** börsennotierter Unternehmen seit Inkrafttreten des WpÜG (2001) erheblich verändert.
- **Institutionelle Investoren** dienen ihre Bestände i.d.R. erst am letzten Tag der Annahmefrist an. Indexfonds liefern ihre Aktien (abhängig vom Index) erst ab Erreichen der Mindestannahmeschwelle von 50% ein, d.h. wenn feststeht, dass das Angebot erfolgreich ist.
- **Hedgefonds**
  - ▷ erwerben Anteile an Zielgesellschaft unmittelbar nach Bekanntgabe der Übernahmeabsicht durch Bieter (sog. 10er-Meldung) oder im Laufe der Annahmefrist; und
  - ▷ spekulieren z.B. auf einen höheren Preis im Übernahmeangebot oder behalten Aktien zurück, um eine (erhöhte) Barabfindung im Rahmen eines Squeeze-out oder BGAV zu erzielen, die gerichtlich im Spruchverfahren überprüft werden kann (Back-end Spekulation). Nach Presseberichten wurden bei ams/Osram rd. 45% des Grundkapitals von Hedgefonds gehalten.
  - ▷ Anteile der Hedgefonds können daher aus Bieter-Sicht nicht ohne weiteres eingeplant werden.
  - ▷ Erreichen der Mindestannahmeschwelle kann daher schwierig zu prognostizieren sein (trotz Prämie).

# / Was bedeutet das für öffentliche Übernahmen? (2/2)

- Übernahmerechtliche Rahmenbedingungen:
  - ▷ Bieter muss Verzicht auf Mindestannahmeschwelle spätestens **einen Werktag vor Ablauf der Annahmefrist** veröffentlichen (§ 21 Abs. 1 WpÜG). In diesem Zeitpunkt kennt er die Annahmquote oftmals noch nicht.
  - ▷ Wenn die Mindestannahmeschwelle verfehlt wird, scheidet das Angebot. Sofern der Bieter sein Vorhaben weiterverfolgt, wird ein zweites Angebot erforderlich, das häufig nur geringfügig erhöht ist. Beispiele:
    - McKesson / Celesio AG 2014: € 23,50 statt € 23 (zuvor hatte sich McKesson schon außerhalb des Angebots die Kontrolle gesichert)
    - Nidda Healthcare / STADA 2017: € 66,25 statt € 66
    - ams / OSRAM 2019: unverändert € 41 (das vorausgehende Angebot war bereits nach § 31 Abs. 4 WpÜG von € 38,50 auf € 41 angehoben worden)
    - Vonovia / Deutsche Wohnen 2021: € 53 statt € 52
  - ▷ Zweites Angebot setzt Zustimmung der BaFin und der Zielgesellschaft voraus (§ 26 Abs. 5 WpÜG). Bei feindlichen Übernahmen daher keine Option.

# / Abhilfemöglichkeiten und Ausblick

- Tendenziell niedrigere Mindestannahmeschwellen als in der Vergangenheit.
- Erwerb von Blockaktionären (soweit möglich).
- Reduzierung der Anreize für Back-end Spekulation durch Ausschluss eines BGAV oder Squeeze-out.
- Shareholder Analyse und Kommunikation (vgl. Präsentation Cai Berg).
- Rechtspolitisch:
  - ▷ Nachträglicher Verzicht auf freiwillige Mindestannahmeschwelle, d.h. wenn Bieter Kenntnis von erreichter Annahmquote hat  
→ möglich in verschiedenen Ländern, z.B. in FRA, ITA, NL, ESP, USA, UK und CH.
  - ▷ Abstimmung der aktien- und konzernrechtlichen Abfindungsregeln mit den übernahmerechtlichen Preisregeln zur Reduzierung der Anreize für Back-end Spekulation.

# / Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit



**Dr. Michael Brellochs, LL.M.  
(Harvard)**  
Rechtsanwalt, Attorney-at-Law  
(New York)  
Partner

+49 89 28628 468  
michael.brellochs@noerr.com

Michael Brellochs ist im Bereich Aktien- und Kapitalmarktrecht, Mergers & Acquisitions und Corporate Governance tätig, einschließlich öffentlicher Übernahmen, Spin-offs, Umstrukturierungen, Joint Ventures, Shareholder Activism und Kapitalmarkt-Compliance.