

# Strategie und Taktik im Übernahmerecht

## Eine Fallstudie zum Bieterwettstreit um die OSRAM Licht AG

Am 2. Januar 2020 gab die ams AG mit Sitz in Österreich das Ergebnis ihres Bar-Übernahmeangebots für die OSRAM Licht AG bekannt. Die ams AG – so lautete die Mitteilung – habe eine endgültige Annahemquote von 59,9% am Ende der weiteren Annahmefrist erreicht. Der Vollzug der Transaktion stehe unter dem Vorbehalt regulatorischer Freigaben, werde aber für das zweite Quartal 2020 erwartet. Die Bekanntmachung klingt nüchtern und unspektakulär, markiert aber ein bedeutendes Ereignis: Es geht um nicht weniger als den vorläufigen Schlusspunkt eines Übernahmeverfahrens, das im Juli 2019 mit der Ankündigung der Übernahmeabsicht der Finanzinvestoren Bain Capital und The Carlyle Group begann und sich in der Folge durch das beherzte Auftreten der ams AG sowie den sich daraus ergebenden Bieterwettstreit zu einem der interessantesten und lehrreichsten Übernahmefälle der jüngeren deutschen Wirtschaftsgeschichte entwickelte. Eine vertiefte Betrachtung der Vorgehensweisen der Beteiligten ist lohnenswert – auch mit Blick auf künftige Übernahmeverfahren. **Von Dr. Thomas Zwissler**

**Zielunternehmen** der Übernahme war die OSRAM Licht AG mit Sitz in München. Das Unternehmen hat eine mehr als 110-jährige Markentradition und Geschichte und war im Jahr 2013 von ihrem damaligen Alleinaktionär (Siemens AG) an die Börse gebracht worden. Innerhalb der OSRAM Licht AG mussten der Vorstand und der Aufsichtsrat zu den Übernahmeangeboten Stellung beziehen. Eine im Vergleich zu anderen Übernahmeverfahren sehr aktive Rolle spielten zudem der Konzern- und der Gesamtbetriebsrat der OSRAM Licht AG.

**Bieter** waren zunächst Bain Capital und The Carlyle Group, zwei weltweit agierende Finanzinvestoren, die über ein Investmentvehikel namens Luz (C-BC) Bidco GmbH agierten. Auf dem Übernahmemarkt in Deutschland hatte Bain Capital zuvor vor allem durch die erfolgreiche Übernahme der STADA Arzneimittel AG für Schlagzeilen gesorgt. Nach dem Ausstieg von The Carlyle Group trat mit Advent International ein weiterer Finanzinvestor an die Seite von Bain Capital.

Als **konkurrierender Bieter** trat die ams AG mit Sitz in Premstätten, Österreich in Erscheinung. Als Anbieter von Sensorlösungen konnte die ams AG eine ganz andere strategische Perspektive entwerfen als die konkurrierenden Finanzinvestoren. Allerdings war die ams AG im Hinblick auf Umsatz und Mitarbeiterzahl etwa um den Faktor vier sehr deutlich kleiner als die OS-

RAM Licht AG. Als Investitionsvehikel verwendete die ams AG zunächst die Opal BidCo GmbH. Für das zweite Angebot kam später die ams Offer GmbH zum Einsatz.

**Aktionäre** der OSRAM Licht AG waren zunächst einige namhafte Banken und Assetmanager, von denen jedoch keiner mehr als 10% der Anteile hielt. Die deutliche Mehrheit der Anteile lag in den Händen von Aktionären mit Aktienbesitz unterhalb der Meldeschwelle von 3%. Diese Zusammensetzung des Aktionariats änderte sich im Übernahmeverfahren schnell, und zwar einerseits durch den Aufbau einer Beteiligung durch die ams AG auf knapp unter 20% und andererseits durch den für Übernahmeverfahren durchaus nicht ungewöhnlichen Einstieg von (Hedge-)Fonds, die gegen Ende der Angebotsfrist für das zweite ams-Angebot immerhin mehr als 50% der Aktien an der OSRAM Licht AG hielten und es damit in der Hand hatten, dem Angebot zum Erfolg zu verhelfen oder es scheitern zu lassen.

**Finanzierende Banken** treten im Übernahmeverfahren eher selten in den Vordergrund. Vorliegend verdienen sie dennoch besondere Erwähnung, da die ams AG zur Finanzierung ihres Angebots Kredite in erheblicher Höhe aufnehmen musste. Ein von UBS und HSBC geführtes Bankenkonsortium stellte eine Brückenfazilität über 4,2 Mrd. bzw. 4,5 Mrd. EUR zur Verfügung. Zum Vergleich der Größenordnungen: Im Jahr 2018 hatte die ams AG einen Nettogewinn von

ca. 93,4 Mio. EUR erwirtschaftet, die Verschuldungsquote betrug das 5,3-Fache des damaligen EBITDA.

Die **BaFin** wacht über die Einhaltung der für Übernahmeangebote und Übernahmeverfahren maßgeblichen Regeln des WpÜG. Ihre Entscheidungen sind faktisch bindend, zumal den Betroffenen und hier insbesondere den Bietern in der Regel keine Zeit bleibt, die Entscheidungen der BaFin rechtlich überprüfen zu lassen. Gerichte spielen in laufenden Übernahmeverfahren nur sehr selten eine Rolle. Anders im vorliegenden Fall, in dem seitens des Konzernbetriebsrats der OSRAM Licht AG das OLG Frankfurt a.M. angerufen wurde mit dem



### ZUM AUTOR

**Dr. Thomas Zwissler** ist Rechtsanwalt und Partner bei der **ZIRNGIBL Rechtsanwälte Partnerschaft mbB**. Er berät bei gesellschafts-, bank- und kapitalmarktrechtlichen Fragen sowie in allen Fragen der Unternehmensfinanzierung.

Ziel, die Untersagung des zweiten Angebots der ams AG zu erwirken. Der Antrag blieb jedoch ohne Erfolg und wurde zurückgewiesen.

### Wesentliche Stationen des Übernahmeverfahrens im zeitlichen Überblick

Das Übernahmeverfahren samt Bieterwettbewerb erstreckte sich über einen Zeitraum von knapp einem Jahr. Daher würde bereits die Darstellung der wesentlichen Stationen des Verfahrens den Rahmen des vorliegenden Beitrags sprengen.<sup>1</sup> Zu der außergewöhnlich langen Dauer des Verfahrens ist jedoch anzumerken, dass vorliegend die Zielsetzung des WpÜG in einem wichtigen Punkt verfehlt wurde. Nach dem Gesetz sollen Übernahmeverfahren in einem überschaubaren zeitlichen Rahmen gehalten und unnötige Belastungen des Zielunternehmens vermieden werden.

### Strategie und Taktik der Beteiligten

Aus der Vielzahl der strategisch und taktisch motivierten Handlungen der Beteiligten

”

*Transaktionssicherheit verspricht sich der Bieter durch Vereinbarungen, die ihm das Wohlwollen und die positive Würdigung seines Angebots durch den Vorstand und den Aufsichtsrat der Zielgesellschaft sichert.*



Foto: © Vladimirfloyd – stock.adobe.com

sollen nachfolgend einige besonders interessante Episoden vorgestellt und kommentiert werden:

#### Vereinbarungen mit der Zielgesellschaft im Vorfeld der Übernahme

Es liegt im Interesse eines jeden Bieters, die Risiken seines Übernahmeangebots zu begrenzen. Klassisches Instrument der Risikobegrenzung ist die Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung, die bei börsennotierten Unternehmen allerdings schnell an die Grenzen des Insiderrechts stößt.

Transaktionssicherheit verspricht sich der Bieter durch Vereinbarungen, die ihm das Wohlwollen und die positive Würdigung seines Angebots durch den Vorstand und den Aufsichtsrat der Zielgesellschaft sichert. Grenzen können sich hier aus dem AktG und dem WpÜG ergeben. Die Vorgehensweise der Bieter im Übernahmefall der

OSRAM Licht AG zeigt jedoch, dass sich die angesprochenen Vereinbarungen großer Beliebtheit erfreuen und in der Praxis zum klassischen Repertoire der Bietergesellschaften zählen.

Aus Sicht der Zielgesellschaft können Vereinbarungen der hier angesprochenen Art ebenfalls Vorteile bieten. Dies zeigt das Beispiel der Stillhaltevereinbarung, welche die OSRAM Licht AG mit der ams AG abgeschlossen hatte und welche die ams AG zunächst daran hinderte, ein Übernahmeangebot abzugeben. Wie der konkrete Fall zeigt, kann der Vorstand solche Positionen aber nicht beliebig ausspielen. Sein Handeln ist stets an das Unternehmensinteresse gebunden, und dieses kann sehr schnell gebieten, die vermeintlich hilfreiche Position wieder aufzugeben. Hinzu kommt, dass sich kein Aktionär einen Vorstand wünscht, der die Aussicht auf einen Bieterwettbewerb

<sup>1</sup> Anm. d. Redaktion: Eine umfangreiche Übersicht des zeitlichen Ablaufs finden Sie im daraufhin ergänzten Fachbeitrag auf [goingpublic.de](http://goingpublic.de).

oder zumindest ein verbessertes Angebot behindert. Daher fällt es dem über ein Stillhalteabkommen gebundenen potenziellen Bieter meist nicht schwer, über die Öffentlichkeit Druck auszuüben. Die entsprechende Veröffentlichung der ams AG vom 11. August 2019 liefert hierfür ein anschauliches Beispiel.

### Störfeuer durch (unverbindliche) Ankündigung eines verbesserten Angebots

Über die Dauer des gesamten Verfahrens hinweg wurden gleich zweimal Angebote angekündigt, die ein bereits bekannt gegebenes Angebot übertreffen sollten. Solche Ankündigungen können ein effektives Instrument sein, um ein konkurrierendes Angebot zu behindern, weshalb die Grenzen ihrer Zulässigkeit und ihre Rechtsfolgen umstritten sind. Ein besonders anschauliches Beispiel war hier die Bekanntgabe des indikativen Angebots von Bain Capital/ Advent International vom 25. September 2019, die kurz vor Ablauf der Angebotsfrist aus dem ersten ams-Angebot lanciert wurde. Man wird wohl niemals Gewissheit darüber erlangen, ob – wie teilweise behauptet – die Bekanntmachung den Ausschlag für das Nichterreichen der (herabgesetzten) Mindestannahmeschwelle des ersten ams-Angebots gegeben hat. Solange der Gesetzgeber jedoch keine Klarheit schafft, wird das Instrument der unverbindlichen Ankündigung neuer Angebote für jeden Bieterwettbewerb relevant bleiben.

### Angebotsnachbesserung ohne Verlängerungen der Angebotsfrist

Änderungen eines Übernahmeangebots, die innerhalb der letzten zwei Wochen vor Ablauf der Angebotsfrist erfolgen, bewirken eine Verlängerung der Annahmefrist um zwei Wochen. Hinzu kommt, dass innerhalb dieser zwei Wochen Änderungen des Angebots nicht mehr möglich sind

(§ 21 Abs. 6 WpÜG). Um sich diesen Regelungen zu entziehen, wählte die ams AG einen anderen Weg, um ihr Angebot „nachzubessern“: Sie kaufte eine (!) Aktie zu einem über dem Angebotspreis liegenden Betrag von 41 EUR und löste damit die Rechtsfolge des § 31 Abs. 4 WpÜG aus. Nach dieser Vorschrift erhöht sich die den



*Änderungen eines Übernahmeangebots, die innerhalb der letzten zwei Wochen vor Ablauf der Angebotsfrist erfolgen, bewirken eine Verlängerung der Annahmefrist um zwei Wochen.*

Angebotsempfängern geschuldete Gegenleistung kraft Gesetzes, wenn der Bieter, mit ihm gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage und vor Ablauf der Annahmefrist bzw. der Veröffentlichung nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG Aktien der Zielgesellschaft für eine höhere als die im Angebot genannte Gegenleistung erwirbt. Obwohl der Umgehungsverwurf naheliegt, ist die Anpassung des Angebotspreises kraft Gesetzes keine Änderung des Übernahmeangebots. Die BaFin sah hier offenbar ebenfalls keinen Grund für ein Einschreiten.

### Sondervoten in Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat

Bei den Stellungnahmen der OSRAM Licht AG zu den Angeboten der ams AG fällt auf, dass den Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat, die nicht-leitende Angestellte sind, die Möglichkeit eines „Sondervotums“ eingeräumt wurde. Das WpÜG sieht solche Sondervoten nicht vor, sondern versteht die Stellungnahmen des Vorstands und des Aufsichtsrats als Stellungnahmen des jeweiligen Organs. Andererseits sind solche „Sondervoten“ nicht per se rechtswidrig. Das WpÜG definiert nur Mindestinhalte der Stellungnahme. Über diese Mindestinhalte hinausgehende Ausführungen werden daher auch von der BaFin in weitem Umfang toleriert.

### Umgehung der Sperrfrist des § 26 Abs. 2 WpÜG?

Kennzeichnend und entscheidend für den Erfolg der Übernahmeambitionen der ams AG war die Veröffentlichung des zweiten Angebots über die ams Offer GmbH. Der Einsatz dieses zweiten Investmentvehikels war notwendig, weil die Opal BidCo GmbH aufgrund des Scheiterns ihres Angebots für die Dauer von einem Jahr kein neues Angebot legen durfte (§ 26 Abs. 2 WpÜG). Heute ist dieser Weg versperrt. Der Gesetzgeber reagierte auf das Vorgehen der ams AG mit einer Gesetzesänderung. Die Sperrfrist des § 26 Abs. 2 WpÜG gilt seit dem 20. Dezember 2019 nicht mehr nur für den Bieter selbst, sondern auch für die mit dem Bieter gemeinsam handelnden Personen.

### Fazit

Übernahmen und Bieterwettstreite sind komplexe Transaktionen, bei denen die Beteiligten häufig die Grenzen des rechtlichen gesicherten Handlungsspielraums ausloten und neue Wege begehen. Der Fall der Übernahme der OSRAM Licht AG liefert hierfür ein beredtes Beispiel.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Im März 2020 haben die im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie entstandenen Verwerfungen an den Kapitalmärkten dazu geführt, dass die zur Refinanzierung der Übernahme der OSRAM Licht AG geplante Kapitalerhöhung bei der ams AG in schwieriges Fahrwasser geraten ist. Das Ende dieses weiteren Kapitels der Geschichte war bei Drucklegung des vorliegenden Beitrags noch nicht bekannt.