

### Lesen Sie in dieser Ausgabe

---

#### → VERSCHÄRFUNG DER INVESTITIONSKONTROLLE

- Neue Hindernisse bei M&A-Transaktionen durch Verschärfung der Investitionsprüfung?

---

#### → STRENGERE AD-HOC-PUBLIZITÄT BEIM UNTERNEHMENSKAUF

- Die BaFin ändert ihre Aufsichtspraxis zur Veröffentlichungspflicht von Zwischenschritten



## → VERSCHÄRFUNG DER INVESTITIONSKONTROLLE

---

### Neue Hindernisse bei M&A-Transaktionen durch Verschärfung der Investitionsprüfung?

Die Bundesregierung nimmt Investitionen in strategischen Bereichen stärker in den Blick und hat die Prüfungskompetenz des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie (BMWi) mit der 12. Verordnung zur Änderung der Außenwirtschaftsverordnung (AWV) vom 19. Dezember 2018 zur Vermeidung von Sicherheitsgefahren bei Unternehmensübernahmen durch Ausländer erweitert. Sie ist am 28. Dezember 2018 in Kraft getreten.

Ausländer im Anwendungsbereich der sektorspezifischen Investitionskontrolle (Rüstungs-, Dual Use-Güter sowie IT-Sicherheits-Industrie) ist jeder Erwerber, sei es aus der EU/EFTA bzw. einem Drittland. Die sektorübergreifende Investitionskontrolle betrifft Erwerber aus Ländern, die nicht zur EU oder EFTA gehören. Auch sogenannte mittelbare Erwerbsvorgänge durch Erwerber aus dem EU-Ausland unterliegen einer Missbrauchskontrolle, so dass Umgehungsversuche erschwert werden.

#### ÄNDERUNGEN

---

Geändert wurden die Prüfschwellenwerte zur Eröffnung der Prüfungskompetenz des BMWi. Sie wurden von mindestens 25 Prozent auf mindestens 10 Prozent der Stimmrechte herabgesetzt. Dies betrifft Stimmrechte an Unternehmen

- im Regelungsbereich der sektorenübergreifenden Investitionskontrolle, die bestimmte, besonders sicherheitsrelevante zivile Infrastrukturen, sog. kritische Infrastrukturen, betreiben oder Leistungen im Umfeld solcher Infrastrukturen erbringen. Hierzu gehören auch Bereiche wie Energie, Wasser, Lebensmittel, Informationstechnologie und Telekommunikation, Cloud Computing, Gesundheit, Finanzen und Versicherungen, Transport und Verkehr, Telematik (§ 55 Abs. 1 S. 2 AWV) und
- im Bereich der sektorspezifischen Investitionskontrolle (§§ 60 Abs. 1 S. 1, 60a Abs. 1 AWV).

Bei den übrigen Unternehmen bleibt es bei dem bisherigen Prüfschwellenwert von mindestens

25 Prozent, wenn der Erwerb die öffentliche Sicherheit oder Ordnung der Bundesrepublik Deutschland gefährdet.

Unternehmen der Medienwirtschaft wurden nunmehr in den Katalog des § 55 Abs. 1 Satz 2 AWV aufgenommen (§ 55 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 AWV), und damit den kritischen Infrastrukturen gleichgestellt.

Zudem sind zur Vermeidung von Umgehungen extensive Regelungen der Anteilszurechnung für die Feststellung des Erreichens der Prüfschwellenwerte von 10 Prozent bzw. 25 Prozent festgelegt worden. Diese Anteilszurechnungsregelungen dienen auch der Klarstellung und Vermeidung von missbräuchlichen Gestaltungen oder Umgehungsgeschäften. Infolge der Zurechnungsregeln kann beispielsweise auch der Erwerb eines deutschen Unternehmens oder die Beteiligung daran durch eine deutsche GmbH der Investitionskontrolle unterliegen, wenn an der GmbH ein Unternehmen aus einem Drittstaat mit mindestens 10 Prozent bzw. 25 Prozent der Stimmrechte (mittelbar) beteiligt ist.

#### AUSWIRKUNGEN AUF UNTERNEHMENSVERKÄUFE?

---

Angesichts der verschärften Anteilszurechnungsregelungen sollten sowohl Verkäufer von in den Anwendungsbereich der AWV fallenden Unternehmen im Vorfeld einer Transaktion die Gesellschafterstruktur potenzieller Erwerber genauer abklären, als auch potenzielle Käufer frühzeitig prüfen, ob das Zielunternehmen in den Anwendungsbereich der Investitionskontrolle des BMWi fällt. Das BMWi kann solche Erwerbe innerhalb von vier Monaten nach vollständiger Übermittlung der Unterlagen untersagen. Der unmittelbare Erwerber ist zur Mitteilung gegenüber dem BMWi verpflichtet. In Zweifelsfällen kann aus Gründen der Transaktions- bzw. Investitionssicherheit die Beantragung einer Unbedenklichkeitsbescheinigung des BMWi im Einzelfall angezeigt sein.

Unternehmen der Medienwirtschaft sind mit einer beträchtlichen Rechtsunsicherheit auf Grund der weiten Definition in § 55 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 AWV

konfrontiert. Dem BMWi eröffnet sich dadurch ein weiter Einschätzungs- und Zugriffsspielraum.

Insbesondere auch die Beteiligungsbranche wird sich auf die reduzierten Prüfungsschwellenwerte einstellen müssen.

Kapitalerhöhungen oder Debt-Equity-Swaps sind beispielsweise relevante Erwerbsvorgänge, wenn ausländische Investoren mindestens 10 Prozent der Stimmrechte an Unternehmen im Bereich der kritischen Infrastrukturen bzw. an Unternehmen mit Rüstungs- und IT-Sicherheitsrelevanz erwerben. Vorstehendes gilt auch bei mindestens 25 Prozent der Stimmrechte, wenn der

Erwerb die öffentliche Sicherheit oder Ordnung der Bundesrepublik Deutschland gefährdet.

## FAZIT UND AUSBLICK

---

Der Trend zur Verschärfung der Investitionskontrolle geht weiter; bei M&A-Transaktionen ist dieser Bereich verstärkt in die Prüfung mit aufzunehmen. Auf europäischer Ebene ist am 21. März 2019 die Verordnung zum Umgang mit ausländischen Übernahmen (Verordnung (EU) 2019/452) im Amtsblatt der EU verkündet worden. Sie wird am 11. Oktober 2020 in Kraft treten.

## KONTAKTE FÜR WEITERE INFORMATIONEN



Dr. Oliver Schmitt,  
D.E.A. (Univ. Rennes I)  
Rechtsanwalt  
Partner  
T +49 89 9287 803 11  
[oliver.schmitt@roedl.com](mailto:oliver.schmitt@roedl.com)



Claudia Geercken  
Rechtsanwältin  
Senior Associate  
T +49 89 9287 803 21  
[claudia.geercken@roedl.com](mailto:claudia.geercken@roedl.com)

## SEIEN SIE DABEI!

---

Rödl & Partner  
**STEUERKONFERENZ  
2019**  
mit **ottoschmidt**

9. und 10. Mai 2019 in Frankfurt a. M.

## → STRENGERE AD-HOC-PUBLIZITÄT BEIM UNTERNEHMENSKAUF

---

### Die BaFin ändert ihre Aufsichtspraxis zur Veröffentlichungspflicht von Zwischenschritten

Bereits seit der Geltl-Rechtsprechung des EuGH im Jahr 2012 ist es allgemein anerkannt, dass nicht nur ein Endergebnis eines gestreckten Vorgangs eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation darstellen kann, sondern ggf. auch vorhergehende Zwischenschritte. Das wurde mit der Einführung der europäischen Marktmissbrauchsverordnung (MAR) im Jahr 2016 auch gesetzlich, in Artikel 7 Abs. 3 MAR, geregelt.

Klassischer Fall eines zeitlich gestreckten Vorgangs ist der Unternehmenskauf, der sich regelmäßig von ersten Sondierungen, über die Durchführung einer Due Diligence, zu Vertragsverhandlungen und schließlich einem möglichen Abschluss zeitlich gliedert.

Die bisherige Aufsichtspraxis der BaFin sah im Falle eines gestreckten Vorgangs vor, dass ein Zwischenschritt erst dann eine Insiderinformation darstellt und somit grundsätzlich zu veröffentlichen ist, sofern das Endergebnis überwiegend wahrscheinlich ist. Bei einem Unternehmenskauf konnte man hiervon vielfach nach Abschluss der Due Diligence Prüfung und Einigung über die Grundparameter der Vertragsverhandlungen ausgehen.

Mit der Bekanntmachung ihrer FAQs zur Veröffentlichung von Insiderinformationen im Jahr 2018, bestätigt am 31. Januar 2019, ist die BaFin von dieser Verwaltungspraxis abgerückt. Die BaFin führt nunmehr aus, „auf eine Mindestwahrscheinlichkeit für den Eintritt des Endergebnisses kommt es aber nicht an, es darf nur nicht völlig ausgeschlossen sein.“ Bei M&A-Transaktionen zieht die BaFin hieraus den Schluss: „Insbesondere bei bedeutenden M&A-Transaktionen empfiehlt es sich, auch schon vor der Durchführung einer etwaigen Due Diligence zu

prüfen, ob einem Ereignis im Rahmen des Verfahrens bereits zuvor Kursbeeinflussungspotenzial zukommen kann.“

Dieser Schritt führt bei der Beurteilung des Vorliegens einer Insiderinformation im Rahmen eines gestreckten Sachverhalts zweifelsfrei zu einer erheblichen Vorverlagerung der tatbestandlichen Insiderinformation. Auch hat die Verunsicherung im Markt, wie der Ad-hoc-Publizität von Insiderinformationen entsprochen werden soll, dadurch zugenommen.

Zwar kann ein Emittent dieser Veröffentlichungspflicht entgegentreten, indem er die Veröffentlichung durch eine Selbstbefreiung gemäß und unter den Voraussetzungen des Artikel 17 Abs. 4 MAR aufschiebt und damit dem Geheimhaltungsinteresse im Rahmen eines Unternehmenskaufs Genüge tut. Allerdings bedeutet das für den beteiligten Emittenten das Risiko einer verspäteten Veröffentlichung sowie erhöhten Verwaltungsaufwand.

Eine Selbstbefreiung von der Veröffentlichungspflicht verlangt zum einen das Führen einer Insiderliste, die stets zu aktualisieren ist. Zum anderen ist eine Selbstbefreiung nur solange möglich, wie sichergestellt werden kann, dass die Insiderinformation tatsächlich geheim gehalten werden kann. Das macht eine ständige Überwachung des Marktes durch den Emittenten notwendig, damit der, sollten Gerüchte die Insiderinformation betreffend im Markt sein, die Insiderinformation unverzüglich veröffentlichen kann.

Die Vorbereitung einer M&A-Transaktion unter Ausschluss der Öffentlichkeit wird durch die geänderte Verwaltungspraxis der BaFin folglich deutlich erschwert.

## FAZIT

Es empfiehlt sich im Rahmen eines Unternehmenskaufs bereits frühzeitig zu prüfen, ob eine Selbstbefreiung notwendig ist, und die Voraussetzungen dafür vorliegen die Veröffentlichungspflicht aufzuschieben. Um die notwendige Geheimhaltungsvoraussetzung zu gewährleisten,

sollte der Emittent den Transaktionspartner auf seine möglichen Offenlegungspflichten hinweisen, belehren und die Geheimhaltung möglichst frühzeitig entsprechend vertraglich, ggf. unter Androhung einer Vertragsstrafe, vereinbaren.

## KONTAKTE FÜR WEITERE INFORMATIONEN



Dr. Oliver Schmitt,  
D.E.A. (Univ. Rennes I)  
Rechtsanwalt  
Partner  
T +49 89 9287 803 11  
[oliver.schmitt@roedl.com](mailto:oliver.schmitt@roedl.com)



Tobias Reiter  
Rechtsanwalt  
Senior Associate  
T +49 89 9287 803 21  
[tobias.reiter@roedl.com](mailto:tobias.reiter@roedl.com)

## Impressum

Newsletter M&A Dialog |  
Ausgabe April 2019

### Herausgeber

Rödl Rechtsanwaltsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft mbH  
Denninger Straße 84  
81925 München  
Deutschland  
T +49 89 9287 800  
[www.roedl.de](http://www.roedl.de)

### Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Oliver Schmitt  
[oliver.schmitt@roedl.com](mailto:oliver.schmitt@roedl.com)

### Layout/Satz

Franziska Stahl  
[franziska.stahl@roedl.com](mailto:franziska.stahl@roedl.com)

Dieser Newsletter ist ein unverbindliches Informationsangebot und dient allgemeinen Informationszwecken. Es handelt sich dabei weder um eine rechtliche, steuerrechtliche oder betriebswirtschaftliche Beratung, noch kann es eine individuelle Beratung ersetzen. Bei der Erstellung des Newsletters und der darin enthaltenen Informationen ist Rödl & Partner stets um größtmögliche Sorgfalt bemüht, jedoch haftet Rödl & Partner nicht für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der Informationen. Die enthaltenen Informationen sind nicht auf einen speziellen Sachverhalt einer Einzelperson oder einer juristischen Person bezogen, daher sollte im konkreten Einzelfall stets fachlicher Rat eingeholt werden. Rödl & Partner übernimmt keine Verantwortung für Entscheidungen, die der Leser aufgrund dieses Newsletters trifft. Unsere Ansprechpartner stehen gerne für Sie zur Verfügung.

Der gesamte Inhalt des Newsletters und der fachlichen Informationen im Internet ist geistiges Eigentum von Rödl & Partner und steht unter Urheberrechtsschutz. Nutzer dürfen den Inhalt des Newsletters nur für den eigenen Bedarf laden, ausdrucken oder kopieren. Jegliche Veränderungen, Vervielfältigung, Verbreitung oder öffentliche Wiedergabe des Inhalts oder von Teilen hiervon, egal ob on- oder offline, bedürfen der vorherigen schriftlichen Genehmigung von Rödl & Partner.