

GesKR

1 | 2026

GESELLSCHAFTS- UND KAPITALMARKTRECHT

HERAUSGEBER

Dr. Daniel Daeniker
Dr. Frank Gerhard
Dr. Urs Kägi
Dr. Andreas Müller
Prof. Dr. Hans-Ueli Vogt
Matthias Wolf

SCHRIFTLEITUNG

Patrick Schärli (Vorsitz)
Dr. Joel Fischer
Dr. Patrick Schmidt
Dr. Linus Zweifel

SONDERDRUCK

Matthias Wolf* / Jérémie Bongiovanni**

Der Kampf um Warner Brothers

Eine Darstellung der bisherigen Ereignisse der Schlacht zwischen den Titanen der Unterhaltungsindustrie Netflix und Paramount um die Übernahme von Warner Bros. Discovery mit einigen Bemerkungen zur Einordnung¹

Inhaltsübersicht

- I. Bühnenbild und Protagonisten
- II. Was bisher geschah
 1. Das Target: Warner Bros. und ihre Vorgeschichte
 2. Paramount als first mover
 3. Das Bieterverfahren mit Netflix als vorläufiger Siegerin
 4. Paramount lanciert ein öffentliches Kaufangebot und zieht vor Gericht
 5. Der Netflix-Deal wird nachgebessert
 6. Paramount versüsst ihr Konkurrenzangebot erneut
 7. Jüngste Entwicklung – und was kommt nun?
- III. Vergleich der beiden Alternativen
 1. Transaktionsstruktur
 2. Preis
 3. Finanzierung
 4. Regulatorische Verpflichtungen und Break Fee
- IV. Bemerkungen und Beobachtungen
 1. Paramounts Übernahmeangebot
 2. Der Wert des Kabelsendergeschäfts als Knackpunkt
 3. Was passiert, wenn die Warner-Aktionäre die Netflix-Transaktion ablehnen?
 4. Kartellrechtliches (und Politisches)
 5. Paramounts Ambition ist so gross wie ihre Schuldenlast
 6. Der Warner-Verwaltungsrat: Vorschnell gehandelt oder alles richtig gemacht?

I. Bühnenbild und Protagonisten

Die glamouröse US-amerikanische Unterhaltungsindustrie, insbesondere das Kino- und TV-Geschäft, ist längst in eine Phase eingetreten, in der Wachstum nicht mehr (nur) durch bessere Inhalte, sondern durch Grössenvorteile und vertikale Integration erkaufte wird.² Der Markt

hat sich von der Ära der «Streaming-Kriege», bei denen jedes Unternehmen seinen eigenen Dienst startete, zur «Konsolidierungs-Staffel» gedreht.³ Um diese Marktentwicklung geht es in dieser sich abzeichnenden M&A-Saga,⁴ aber ebenso um Antitrust, Regulierung und Politik.

Am Anfang dieser Geschichte stehen drei Riesen im Reich der Unterhaltung. Im Zentrum Warner Bros. Discovery (Warner Bros. oder einfach nur Warner), ein Studio- und Streaming-Koloss mit ikonischen Marken und dem vielleicht wertvollsten Rohstoff Hollywoods: dem «Content», verwertbaren Geschichten und Stoffen, die sich in Filmreihen, Remakes und letztlich Abonnemente ummünzen lassen.⁵ Um diese Schatzkiste buhlen ausgerechnet zwei sehr unterschiedliche Herausforderer: Netflix, der Streaming-Gigant,⁶ der aus dem Nichts ein globales Streaming-Imperium aufbaute, und Paramount Skydance (Paramount), ein wirtschaftlich kleinerer,

from-vert-ical-integration (zuletzt besucht am 13. Februar 2026); CHALABY, JEAN K., Streaming giants and the global shift: building value chains and remapping trade flows, *Journal of Communication*, Volume 75, 112–124, vom 2. April 2025, abrufbar unter <https://doi.org/10.1093/joc/jqae040> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

³ Vgl. Interview von Ted Sarandos, Co-CEO von Netflix, in *The New York Times* vom 16. Januar 2026: «We've never been buyers – we've always been builders [...]. Once the company (Warner Bros.) was at play, it would have been reckless for us not to look at it. [...] Their products would work better in our business model, and our business model would work better with their products.» abrufbar unter <https://www.nytimes.com/2026/01/16/business/media/ted-sarandos-netflix.html> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

⁴ Medienmitteilung von Netflix vom 5. Dezember 2025: «Warner Bros. has helped define entertainment for more than a century and continues to do so with phenomenal creative executives and production capabilities. With our global reach [...], we can introduce a broader audience to the worlds they create.» abrufbar unter <https://ir.netflix.net/investor-news-and-events/financial-releases/press-release-details/2025/NETFLIX-TO-ACQUIRE-WARNER-BROS--FOLLOWING-THE-SEPARATION-OF-DISCOVERY-GLOBAL-FOR-A-TOTAL-ENTERPRISE-VALUE-OF-82-7-BILLION-Equity-Value-of-72-0-Billion/default.aspx> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

⁵ Vgl. *The Economist*, Netflix and Paramount are battling for more than Warner Bros., 9. Dezember 2025, abrufbar unter <https://www.economist.com/business/2025/12/09/netflix-and-paramount-are-battling-for-more-than-warner-bros> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

⁶ Im Dezember 2025 lag die Marktkapitalisierung von Netflix bei über USD 400 Mia.

* MATTHIAS WOLF, Rechtsanwalt, Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich.

** JÉRÉMIE BONGIOVANNI, M.A. HSG in Law and Economics, Rechtsanwaltssubstitut bei Lenz & Staehelin, Zürich.

¹ Zur Beachtung: Bei Fertigstellung dieses Beitrages (am 16. Februar 2026 mit einer Aktualisierung bis zum 21. Februar 2026) ist zu erwarten, dass möglicherweise schon in den nächsten Tagen weitere Entwicklungen eintreten werden und die nachfolgende Darstellung daher bei Publikation bereits nicht mehr den dann aktuellen Stand reflektieren wird.

² Disney's International Content Strategy Continues to Benefit From Vertical Integration, abrufbar unter <https://www.3vision.tv/news-insights/disneys-international-content-strategy-continues-to-benefit>

aber sehr traditionsreicher Hollywood-Protagonist,⁷ ein «Storyteller»,⁸ der im Jahr 2025 mit der US-amerikanischen Filmproduktionsgesellschaft Skydance Media (Skydance) fusionierte.⁹ Skydance war 2006 von David Ellison gegründet worden, dem Sohn von Larry Ellison, selbst Gründer des Softwareunternehmens Oracle und einer der reichsten Männer der Welt. David Ellison ist heute Verwaltungsratspräsident und CEO von Paramount und tritt in diesem Transaktionskampf als zentrale Leitfigur auf.

Das Objekt der Begierde ist Warner Bros., deren Geschäft einerseits im Streaming, andererseits im Kabelnetz- bzw. Fernsehgeschäft besteht. Nachdem das berühmte Filmunternehmen aus Hollywood im Juni 2025 eine Aufspaltung ihrer zwei Geschäftsbereiche angekündigt hatte, meldete sich zunächst Paramount mit unaufgeforderten Angeboten, um Warner zu übernehmen. Warner ist von besonderem Interesse für Paramount, weil Paramount gemeinsam mit Warner erfolgreicher mit den grösseren Akteuren der Branche wie Disney und Netflix konkurrieren dürfte. Allein zählt Paramount ca. 70 Mio. Abonnemente für ihre Streamingdienstleistungen, während Disney fast 200 Mio. und Netflix 320 Mio. Abonnemente zählen. Nach der Übernahme von Warner käme Paramount-Warner mit einem Schlag auf rund 200 Mio. Abonnemente.¹⁰ Zudem könnten Paramount und Warner mit vereinten Kräften wohl das «alte Hollywood», das Netflix mit ihrem Streamingangebot unter Druck setzt, länger fortbestehen lassen. Auf die ersten Angebote von Paramount folgte ein Auktionsverfahren, aus dem Netflix als Siegerin hervorging. Im Gegensatz zu Paramount zielt Netflix mit dem beabsichtigten Erwerb von Warner nicht primär auf die Erhöhung ihrer Reichweite ab, sondern sie verspricht sich mehr Qualität und Inhalte. Mit qualitativ hochwertiger Unterhaltung aus dem Fundus von Warner könnte sich der Streaminggigant besser gegen seine neuen Konkurrenten aus dem Silicon Valley wie TikTok und YouTube durchsetzen.¹¹ Paramount gab sich nach dem vorläufigen Sieg von Netflix aber nicht geschlagen und führt nun die Schlacht mit einem öffentlichen Übernahmeangebot und einem gerichtlichen Verfahren weiter.

Dieser Übernahmekampf zwischen Netflix und Paramount hat Dimensionen, die in der Schweiz unerreicht sind. Auch die Form, wie dieser Kampf ausgetragen wird und die von den Protagonisten eingesetzten Instrumente lassen sich kaum mit den Verhältnissen in der Schweiz vergleichen. Aufschlussreich und bedeutsam auch für Schweizer Verhältnisse sind aber manche Aspekte sehr wohl, insbesondere die Strategien der Bieter sowie die Analysen und Erwägungen, die der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft Warner gemäss seinen Pflichten unter US-amerikanischem Recht anstellen muss. Hinzu kommt, dass diese Deal-Geschichte schon allein deshalb von besonderem Interesse ist, weil sie zu einer der grössten Transaktionen des Jahres führen könnte, die sich ausserdem auf den täglichen Konsum von Hunderten Millionen Konsumenten in grossen Teilen der Welt auswirken dürfte.

II. Was bisher geschah

1. Das Target: Warner Bros. und ihre Vorgeschichte

Der bereits in den 20er Jahren des letzten Jahrhunderts gegründete Warner Brothers-Konzern war über die Jahre insbesondere durch Akquisitionen gewachsen und 1989 durch die Fusion mit Time zum damals wohl grössten Medien- und Unterhaltungsunternehmen geworden. Warner hat nicht nur die Unterhaltungsgeschichte der USA mitgeprägt, sondern auch Spuren in der M&A-Geschichte hinterlassen. So ist es ein reizvolles Detail, dass auf die zwischen Time und Warner vereinbarte Fusion damals niemand anderes als Paramount Communications mit einem (schliesslich erfolglosen) feindlichen Übernahmeangebot für Time reagiert hatte. Der daraus entstandene Rechtsstreit hat den amerikanischen Rechtsstudenten den Leading Case *Paramount vs. Time* beschert.¹² Nach der glücklosen Megafusion mit AOL, einem damals riesigen Webportal- und Internetdienstleistungserbringer, im Dotcom-Rausch des Jahres 2000 und der anschliessenden Scheidung von AOL im Jahr 2009 wurde Warner – damals noch Time Warner – 2018 von dem Telekomkonzern AT&T für USD 85 Mia. übernommen.¹³ AT&T und die nunmehrige Warner Me-

⁷ Im Dezember 2025 wies Paramount eine Marktkapitalisierung von ca. USD 14 Mia. auf.

⁸ Vgl. Paramount Letter to Shareholders vom 10. November 2025, abrufbar unter <https://ir.paramount.com/quarterly-results> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026), 2.

⁹ Skydance übernahm Paramount, seitdem eine «Skydance Company», im August 2025 für USD 8 Mia. Skydance Media ist auf die Finanzierung von Filmen spezialisiert, darunter z.B. die Mission Impossible-Reihe und Top Gun: Maverick.

¹⁰ S. dazu *The Economist*, *The battle for Warner Bros is a prelude to the real streaming war*, 11. Dezember 2025, abrufbar unter <https://www.economist.com/leaders/2025/12/11/the-battle-for-warner-bros-is-a-prelude-to-the-real-streaming-war> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

¹¹ Vgl. *The Economist* (FN 5).

¹² Die Entscheidung des Delaware Supreme Court *Paramount Communications, Inc. vs. Time, Inc.* 571 A.2d 1140 (Del. 1989) fiel zugunsten von Time aus. Es ging im Wesentlichen um die Frage, unter welchen Umständen der Verwaltungsrat den sog. «Revlon Duties» untersteht, welche ihn, vereinfacht gesagt, dazu verpflichten, den höchsten Preis für die Aktionäre herauszuholen und Aspekte des langfristigen Unternehmensinteresses und der Strategie unterzuordnen.

¹³ Auch diese Übernahme endete vor den Gerichten, und zwar klagte die US-Antitrustbehörde gegen die bereits im Oktober 2016 angekündigte Transaktion. Die Klage wurde schlussendlich abgewiesen und die Transaktion vollzogen. Für die wettbewerbsrechtlich inter-

dia¹⁴ wurden aber zusammen nicht glücklich und schon bald schien es, als sei Warner erneut ein Kandidat für einen grossen Fusionsmisserfolg.¹⁵ Nur wenige Jahre später (2022, angekündigt bereits im Mai 2021) wurde Time Warner von AT&T abgespalten und mit Discovery, Inc., einem Kabelsender- und Unterhaltungsunternehmen mit vorwiegend Bildungsinhalten zusammengeschlossen, mit dem Ziel, die Streaming-Angebote zu bündeln. Daraus entstand Warner Bros. Discovery, Inc.¹⁶

Aber schon im Juni 2025 teilte Warner mit, dass sie sich in zwei eigenständige, börsenkotierte Unternehmen aufspalten wolle. Das Streaming- und Studios-Geschäft – darunter HBO, HBO Max, Warner Bros. Television, Warner Bros. Pictures, DC Studios sowie Warner Bros. Games – sollte künftig als selbständiges Unternehmen unter der Firma «Warner Bros.» geführt werden. Parallel sollte eine separate börsenkotierte Gesellschaft mit der Firma «Discovery Global» mit dem ganzen Kabelsendergeschäft entstehen, d.h. mit CNN, TNT Sports, Discovery, Discovery+ und weiteren linearen TV-Brands.¹⁷

2. Paramount als first mover

Vor dem Hintergrund dieser angekündigten Aufspaltung trat Paramount im September 2025 mit einem unaufgeforderten Übernahmeangebot an den Verwaltungsrat von Warner heran. Paramounts Angebot zielte auf die vollständige Übernahme von Warner ab, einschliesslich der Filmstudios, des Streaming-Dienstes HBO Max, der Kabelsender wie CNN und TNT, der Sportrechte sowie sämtlicher weiterer Vermögenswerte.

Paramounts erstes Angebot vom 14. September 2025 belief sich auf USD 19 pro Warner-Aktie, zahlbar zu 60 % in Geld und zu 40 % in stimmrechtslosen Paramount-Aktien, was einer Bewertung Warners von ca. USD 47.1 Mia. entsprach.¹⁸ In den letzten zwei Jah-

ren hatte sich die Warner-Aktie zwischen USD 7 und USD 12 bewegt und am 10. September 2025 wies sie einen Wert von USD 12.54 auf,¹⁹ womit das Angebot eine Prämie von über 50 % aufwies.²⁰ Der Verwaltungsrat von Warner lehnte jedoch den Vorschlag von Paramount ab und begründete dies im Wesentlichen mit der zu tiefen Bewertung von Warner, einer zu hohen Bewertung der angebotenen Paramount-Aktien, deren fehlendem Stimmrecht und der ungenügenden Substantiierung der vorgesehenen Eigenkapitalfinanzierung.

Dies war die erste Zurückweisung für Paramount, die dem Verwaltungsrat von Warner bis im Dezember 2025 insgesamt sechs Angebote unterbreiten würde. Paramount zeigte immer rasch, dass sie es ernst meinte, verbesserte ihre Bedingungen aber stets in eher kleinen Schritten. Kurz nach der Ablehnung ihres ersten Angebots unterbreitete Paramount ein zweites, verbessertes Angebot, das ebenfalls abgelehnt wurde. Paramount kam dann Anfang Oktober mit einem dritten Angebot wieder auf Warner zu. Nun offerierte Paramount USD 23.50 pro Warner-Aktie und somit einen gesamten Wert von circa USD 58 Mia. Zudem bot Paramount nun an, 80 % bar zu bezahlen, und ergänzte ihr Angebot mit einer regulatorischen Reverse Break Fee²¹ von USD 2.1 Mia. für den Fall, dass die Wettbewerbsbehörden die Transaktion nicht bewilligen würden.²² Der Verwaltungsrat von Warner Bros. lehnte auch dieses Angebot ab, mit gleichen und weiteren Gründen wie beim ersten Mal: Der Preis sei zu tief, die angebotenen Paramount-Aktien überbewertet, spekulativ und ohne Stimmrecht, die kombinierte Gesellschaft zu stark fremdfinanziert und regulatorische Risiken seien ungenügend adressiert, womit der ursprüngliche Aufspaltungsplan Warners weiterhin dem Angebot von Paramount überlegen sei.²³

Schon aus diesen frühen und stets verbesserten Angeboten Paramounts stach ein hartnäckiges Interesse von Paramount hervor. Paramount schaffte es aber nicht, als erster und spontaner Anbieter Warners Verwaltungsrat zu überzeugen und einen Deal zu sichern. Als am 13. Oktober 2025 Medienberichte über Paramounts Interesse an Warner erschienen, bekundeten andere Unternehmen der Unterhaltungsindustrie ihr Interesse an

essierten Leser: Der Entscheid des Bundesgerichts für den District of Columbia (United States v. AT&T, Inc., 916 F.3d 1029 [2019]), abrufbar unter <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/cadc/18-5214/18-5214-2019-02-26.html> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

¹⁴ Time, Inc. mit dem Verlagsgeschäft war schon vorher verkauft worden.

¹⁵ Siehe z.B. den ausführlichen Artikel in der New York Times vom 19. November 2022, abrufbar unter <https://www.nytimes.com/2022/11/19/business/media/att-time-warner-deal.html> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

¹⁶ Medienmitteilung von Warner Bros. vom 8. April 2022, abrufbar unter <https://www.wbd.com/discovery-and-att-close-warnermedia-transaction> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

¹⁷ Medienmitteilung von Warner Bros. vom 9. Juni 2025, abrufbar unter <https://www.wbd.com/news/warner-bros-discovery-separate-two-leading-media-companies> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

¹⁸ Vgl. dazu und zu dem weiteren Ablauf der Ereignisse die detaillierte Schilderung auf den S. 64 ff. im Preliminary Proxy Statement von Warner vom 9. Februar 2026 im Hinblick auf die vorgesehene Generalversammlung der Aktionäre zur Abstimmung über den Zusammenschluss mit Netflix, abrufbar unter [https://s201.q4cdn.com/336605034/files/doc_downloads/2026/02/Preliminary-Proxy-](https://s201.q4cdn.com/336605034/files/doc_downloads/2026/02/Preliminary-Proxy-Statement-Amendment-2-As-filed-2-9-26.pdf)

[Statement-Amendment-2-As-filed-2-9-26.pdf](https://s201.q4cdn.com/336605034/files/doc_downloads/2026/02/Preliminary-Proxy-Statement-Amendment-2-As-filed-2-9-26.pdf) (zuletzt besucht am 13. Februar 2026) und nachfolgend als «Warner Proxy Statement» referenziert.

¹⁹ Nachdem Medien am 11. September 2025 berichtet hatten, dass Paramount ein Übernahmeangebot für Warner vorbereite, stieg der Warner-Aktienkurs um nahezu 30 %.

²⁰ Vgl. S. 6 des Preliminary Proxy Statement vom 10. Februar 2026 von Paramount im Hinblick auf die Warner-Generalversammlung, abrufbar unter <https://ir.paramount.com/static-files/f8a00092-f3e8-44b4-be5f-b2231db3adb9> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026) und nachfolgend als «Paramount Proxy Statement» referenziert.

²¹ D.h. einer Zahlung des Käufers an die Zielgesellschaft für den Fall, dass es aufgrund fehlender regulatorischer Freigaben (insbes. der Zusammenschlusskontrolle) nicht zum Vollzug kommt.

²² Vgl. Warner Proxy Statement (FN 18), 68 f.

²³ Vgl. Warner Proxy Statement (FN 18), 69.

einer Transaktion mit Warner. Warner war «in play» und Paramount einer harten Konkurrenz ausgesetzt. Tatsächlich prüfte Netflix bereits ab Mitte September eine mögliche Transaktion mit Warner und Netflix-CEO Ted Sarandos telefonierte am 16. Oktober mit dem CEO und Verwaltungsratspräsident von Warner.²⁴ Auch Comcast war anscheinend interessiert. Das Rennen würde nicht länger im Stillen laufen.

3. Das Bieterverfahren mit Netflix als vorläufiger Siegerin

Am 21. Oktober 2025 kündigte Warner an, dass der Verwaltungsrat eine Prüfung strategischer Alternativen beschlossen habe, um den Wert für die Aktionäre zu optimieren.²⁵ Auslöser dieser Wende seien unaufgeforderte Interessensbekundungen verschiedener Parteien, sowohl für das ganze Unternehmen als auch für den Streaming-Bereich. Dementsprechend prüfe nun der Verwaltungsrat ein breites Spektrum an Optionen, darunter eine Transaktion für das Gesamtunternehmen und separate Transaktionen für das Streaming- und Studios-Geschäft und für Discovery Global (d.h. das abzusplittende Kabelsendergeschäft). Gleichzeitig betonte Warner, dass die geplante Aufspaltung weiter vorangetrieben werde und deren Umsetzung weiterhin bis Mitte 2026 angestrebt sei. Damit eröffnete Warner einen eigentlichen Auktionsprozess.²⁶

Die beharrliche Paramount kehrte im Rahmen dieses Bieterverfahrens an Warner zurück. Nach zwei weiteren gescheiterten Versuchen legte Paramount am 4. Dezember 2025 ihr sechstes Angebot vor, zu einem erhöhten hundertprozentigen Barangebot im Betrag von USD 30 pro Aktie, was einem gesamten Wert von rund USD 78 Mia. (Equity Value) bzw. 108 Mia. (Enterprise Value) entsprach.²⁷ Paramount war sich bewusst, dass die Zeit drängte. Sie betonte in ihrem Angebot ihre Bereitschaft, am selben Tag zu unterzeichnen und legte dem Verwaltungsrat von Warner alle Vertragsunterlagen aus ihrer Sicht unterzeichnungsbereit vor. Später am selben Tag informierte Paramount zudem Warners CEO sowie den federführenden beratenden Banker, dass es sich dabei noch nicht um Paramounts «bestes und endgültiges» Angebot handle.

Netflix' Ansatz war anders. Anstatt das gesamte Warner Konglomerat übernehmen zu wollen, zielte Netflix auf die Kronjuwelen ab, nämlich die Studios, HBO und die Streaming-Assets. Am 5. Dezember 2025 gaben

Netflix und Warner bekannt, dass sie eine Fusionsvereinbarung abgeschlossen hatten, welche eine Gegenleistung von ca. USD 27.75²⁸ je Warner-Aktie vorsah, und zwar USD 23.25 in bar und USD 4.50 in Netflix-Aktien, womit Warner (ohne Kabelsendergeschäft) mit rund USD 72.0 Mia. (Equity Value) bzw. USD 82.8 Mia. (Enterprise Value) bewertet wurde.²⁹ Allerdings würde vor der Fusion die Abspaltung des Kabelsendergeschäfts (Global Networks) erfolgen und in einem Spin-off unter der Firma Discovery Global an die Aktionäre ausgegliedert. Zusätzlich zu der Geld- und Aktienkomponente von Netflix würden also die Aktionäre die Aktien dieses abzuspaltenden Unternehmens erhalten. Zu Netflix würden die wertvollsten Assets gehen, nämlich Warner Bros. Studios (das legendäre Filmproduktionsstudio), HBO und HBO Max (das Prestige-Network und der Streaming-Dienst), DC Entertainment (DC Comics und die zugehörigen Rechte) sowie TNT Sports.

Damit ist auch schon klar, dass es aus einer Bewertungs-sicht eine kritische Frage ist, wie hoch der Wert der abzuspaltenden Aktien der neuen Discovery Global ist bzw. sein wird. Etwas vereinfacht gesagt: Ist dieser Wert (umgelegt auf jede Warner-Aktie) höher als USD 2.25, so ist die mit Netflix abgeschlossene Transaktion aus einer reinen Bewertungs-sicht (und ohne Berücksichtigung anderer Faktoren) attraktiver als Paramounts letztes Angebot; ist der Wert aber tiefer, so liegt das Paramount-Angebot wertmässig höher.

Eine zweite, damit verbundene Unsicherheit über die Höhe der Gegenleistung betrifft die Frage der Zuteilung der Schulden an die abzuspaltende Discovery Global bzw. ihrer Nettofinanzverbindlichkeiten («Net Debt»)³⁰ zum Zeitpunkt der Abspaltung. Der Fusionsvertrag sieht vor, dass sich die Höhe der Fusionsabgeltung für die Warner-Aktionäre reduziert, wenn die Nettofinanzverbindlichkeiten von Discovery Global einen bestimmten, im Fusionsvertrag vereinbarten Betrag (den sog. «Specified Amount») unterschreiten. Dieser Specified Amount beträgt per 30. Juni 2026 USD 17 Mia. und reduziert sich auf USD 16.1 Mia. per 31. Dezember 2026. Eine Unterschreitung der Nettofinanzverbindlichkeiten um eine Milliarde führt zu einer Reduktion der Fusionsabgeltung um ca. USD 0.38 pro Aktie. Eine Erhöhung findet nicht

²⁴ Vgl. Warner Proxy Statement (FN 18), 69.

²⁵ Vgl. Medienmitteilung von Warner Bros. vom 21. Oktober 2025, abrufbar unter <https://www.wbd.com/news/warner-bros-discovery-initiates-review-potential-alternatives-maximize-shareholder-value> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

²⁶ Vgl. Warner Proxy Statement (FN 18), u.a. 70 und 74.

²⁷ Vgl. Warner Proxy Statement (FN 18), 84.

²⁸ Der Wert des Angebots von USD 27.75 war nur solange zutreffend, als sich der Kurs der als Gegenleistung gebotenen Netflix-Aktien innerhalb einer gewissen Bandbreite bewegte (ein sog. «collar»). Mit dem späteren Wechsel zu einer reinen Cash-Gegenleistung löste sich dieses Bewertungsproblem dann.

²⁹ Medienmitteilung von Warner Bros. vom 5. Dezember 2025, abrufbar unter https://s201.q4cdn.com/336605034/files/doc_downloads/2026/Netflix-to-Acquire-Warner-Bros-Final-Press-Release.pdf (zuletzt besucht am 13. Februar 2026). Übernahmen von börsenkotierten Gesellschaften mittels Fusion sind in den USA der Regelfall, auch wenn die Fusionsabgeltung ganz oder teilweise in Geld besteht.

³⁰ D.h. des Saldos aus ihren Finanzverbindlichkeiten und liquiden Mitteln.

statt, d.h. falls die Nettofinanzverbindlichkeiten von Discovery Global den Specified Amount überschreiten, erhöht sich die Fusionsabgeltung deswegen nicht. Warner hat gemäss dem Fusionsvertrag Ermessen bei der Zuteilung der Schulden, doch hängen die Nettofinanzverbindlichkeiten von Discovery Global auch von anderen Faktoren ab, namentlich von den generierten Cashflows. Diese Unsicherheit, die auch nach einem Entscheid der Warner-Aktionäre für die Netflix-Transaktion bis zur Abspaltung bestehen würde, ist kritisiert worden.³¹ Es liegt auf der Hand, dass der Warner-Verwaltungsrat sich darum bemühen wird, dass die Nettofinanzverbindlichkeiten von Discovery Global möglichst nahe bei dem Specified Amount zu liegen kommen. Mit einer höheren Schuldenallokation an Discovery Global wird aber der Wert der Aktien sinken, die die Warner-Aktionäre bei der Abspaltung erhalten.

Im Hinblick auf den weiteren Verlauf der Ereignisse ist es natürlich von Bedeutung, dass der Netflix-Fusionsvertrag einen sog. «fiduciary out» vorsieht. Vereinfacht gesagt: Falls Warner ohne eigene Initiative ein Angebot von einer Drittpartei erhält, welches der Warner-Verwaltungsrat in guten Treuen und unter Berücksichtigung verschiedener Kriterien (nicht nur der Höhe der Gegenleistung) als vorteilhafter für die Warner-Aktionäre erachtet und eine Ablehnung von Verhandlungen darüber mit den Treuepflichten des Verwaltungsrates unvereinbar wäre, darf Warner mit der Drittpartei verhandeln. Resultiert daraus ein gesamthaft betrachtet besserer Deal für die Warner-Aktionäre, darf Warner den Fusionsvertrag mit Netflix beenden und eine Transaktion mit der Drittpartei abschliessen, allerdings erst nachdem sie Netflix eine Frist zum Gleichziehen oder Überbieten gewährt hat und nur gegen Bezahlung einer «Company Termination Fee» von USD 2.8 Mia.

4. Paramount lanciert ein öffentliches Kaufangebot und zieht vor Gericht

Konfrontiert mit dem Abschluss des Auktionsverfahrens durch die angekündigte Fusion mit Netflix änderte Paramount ihre Strategie. Sie wandte sich nun nicht mehr an Warners Verwaltungsrat, dem sie gefühlt nicht gerecht werden konnte, sondern entschied, ihr letztes vom Verwaltungsrat abgelehntes Angebot direkt den Warner-Aktionären zu unterbreiten. Dazu lancierte sie am 8. Dezember 2025 ein öffentliches Kaufangebot für sämtliche ausstehenden Warner-Aktien. Der angebotene Preis betrug USD 30 pro Aktie in bar für das gesamte

Geschäft von Warner (d.h. inkl. Kabelsendergeschäft), was einem Equity Value von USD 78 Mia. und einem Enterprise Value von USD 108 Mia. entspricht. Für die Annahme des Angebots wurde eine Frist bis zum 8. Januar 2026 gesetzt, welche aber verlängerbar ist und inzwischen auch schon bis zum 2. März 2026 verlängert wurde. Allerdings: Abgesehen davon, dass das Angebot gemäss seinen Bestimmungen ohnehin jederzeit geändert werden kann, untersteht es ebenfalls der Bedingung der Antitrust-Freigaben, so dass mit einem rascheren Vollzug als bei einer vereinbarten Fusion nicht gerechnet werden kann. Das Angebot ist ausserdem sozusagen bedingt darauf, zu einem freundlichen Angebot zu mutieren: Es enthält nämlich die Bedingung, dass Warner mit Paramount eine Fusionsvereinbarung abschliesst. Dies wiederum wird nur erfolgen, wenn Warner von der Fusionsvereinbarung mit Netflix (gemäss den fiduciary-out-Bestimmungen) zurücktritt, die Company Termination Fee von USD 2.8 Mia. bezahlt und eine Transaktion mit Paramount abschliesst. Anders als man bei einem direkt an die Aktionäre gerichteten Angebot vielleicht annehmen würde, hat der Verwaltungsrat also seine Schlüsselfunktion auch unter dem Übernahmeangebot nicht verloren. Auf die (wohl vor allem taktischen) Gründe für das Angebot gehen wir hinten noch etwas näher ein.

Der Verwaltungsrat von Warner, der bei einem öffentlichen Angebot zu einer formellen Stellungnahme zuhänden der Aktionäre verpflichtet ist, gab am 17. Dezember 2025 bekannt, dass er den Aktionären das Angebot zur Ablehnung empfehle.³² Dessen Bedingungen seien weniger attraktiv als diejenigen der Fusion mit Netflix und es komme mit diversen Risiken und finanziellen Nachteilen, insbesondere aufgrund der bei einem Erfolg des Angebots von Paramount an Netflix geschuldeten Reverse Break Fee (die Paramount zu diesem Zeitpunkt noch nicht zu übernehmen zugesagt hatte) und der ausserordentlich hohen Fremdfinanzierung des Angebots. Hinsichtlich des regulatorischen bzw. primär wettbewerbsrechtlichen Risikos kam der Verwaltungsrat zur Einschätzung, es bestünden zwischen der Transaktion mit Netflix und derjenigen mit Paramount keine wesentlichen Unterschiede in der Risikobeurteilung.

Paramount reagierte auf die negative Empfehlung des Verwaltungsrats von Warner an die Aktionäre mit der Ankündigung, sie werde im Hinblick auf die ordentliche Generalversammlung von Warner (welche voraussichtlich im Juni 2026 stattfinden wird) eigene Kandidaten für Warners Verwaltungsrat nominieren.³³ Gleichzei-

³¹ Z.B. von dem aktivistischen Investor Ancora, der angeblich eine Position von USD 200 Mio. an Warner hält, in dessen veröffentlichter Präsentation, abrufbar unter <https://ancora.s3.us-west-1.amazonaws.com/Ancora's+Case+for+Voting+%E2%80%99CNO%E2%80%9D+on+the+Currently+Proposed+Netflix-WBD+Merger.pdf> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

³² Medienmitteilung von Warner Bros. vom 17. Dezember 2025, abrufbar unter <https://ir.wbd.com/news-and-events/financial-news/financial-news-details/2025/Warner-Bros--Discovery-Board-of-Directors-Unanimously-Recommend-Shareholders-Reject-Paramount-Tender-Offer/default.aspx> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

³³ S. Paramounts Brief an die Warner-Aktionäre vom 12. Januar 2026, abrufbar unter <https://www.paramount.com/press/paramount-provides-update-to-warner-bros-discovery-shareholders-on-actions->

tig erhob Paramount Klage, um den Verwaltungsrat zu weitergehenden Offenlegungen in Bezug auf Bewertungsfragen, vor allem hinsichtlich der Bewertung des abzuspaltenden Global Network-Geschäfts und der erhaltenen Bewertungsgutachten (Fairness Opinions) zu zwingen.³⁴

5. Der Netflix-Deal wird nachgebessert

Am 20. Januar 2026 reagierte Netflix und verbesserte die Bedingungen der vereinbarten Fusion. Die Fusionsabteilung soll nun zu hundert Prozent in Geld in der Höhe von USD 27.65 erfolgen. Damit ist das Problem der Wertfluktuation der Gegenleistung bei Kursveränderungen der Netflix-Aktie ausserhalb der Bandbreite gelöst. Ausserdem ergibt sich mit dem Wechsel zu einer reinen Barabgeltung eine Beschleunigung des Prozesses mit einer früheren Aktionärsversammlung von Warner zur Abstimmung über die Fusion.³⁵

6. Paramount versüsst ihr Konkurrenzangebot erneut

Am 10. Februar 2026 besserte wiederum Paramount ihr Konkurrenzangebot nach, um den Verwaltungsrat von Warner gestützt auf dessen Treuepflichten und die fiduciary-out-Klausel im Netflix-Fusionsvertrag zu Verhandlungen zu bewegen.³⁶ Sie erhöhte zwar nicht einfach den Preis, aber sie fügte eine täglich auflaufende «Ticking Fee» hinzu, in der Form einer Zuzahlung pro Warner-Aktie von rund USD 0.0028 für jeden Tag (entsprechend USD 0.25 pro Quartal) nach dem 31. Dezember 2026, an dem die gewünschte Transaktion mit Paramount noch nicht vollzogen ist. Die Ticking Fee würde sich auf ca. USD 650 Mio. pro Quartal belaufen. Damit will Paramount ihr Vertrauen in eine rasche Freigabe der Transaktion durch die Regulierungsbehörden zeigen.

Gleichzeitig sagte Paramount zu, bei Abschluss einer Transaktion zwischen Warner und ihr die an Netflix ge-

schuldete Company Termination Fee von USD 2.8 Mia. ohne Abzug von ihrem angebotenen Preis zu finanzieren. Weiter sagte sie die Übernahme gewisser Refinanzierungskosten von Warner zu, sollten diese anfallen, und fügte eine Reihe weiterer Verbesserungen der angebotenen Bedingungen hinzu.

7. Jüngste Entwicklung – und was kommt nun?

Am 17. Februar 2026 gab Warner bekannt, dass sie die Gespräche mit Paramount wieder aufnehmen werde, um von Paramount deren «best and final offer» zu erhalten und um die Bedingungen von Paramounts letztem Angebot (in einem für die Warner-Aktionäre positivem Sinn) zu klären. Dazu hatte Warner das Einverständnis von Netflix zu solchen Verhandlungen mit Paramount während sieben Tagen, d.h. bis um Mitternacht am 23. Februar 2026, erhalten. Gleichzeitig setzte Warner das Datum für die Generalversammlung, an der über die Netflix-Fusion beschlossen werden soll, auf den 20. März 2026 fest und reichte ihr definitives Proxy Statement³⁷ bei der SEC ein und startete dessen Versand an ihre Aktionäre.

Der Warner-Verwaltungsrat fährt mit diesem taktischen Manöver nun zweigleisig: Zunächst forciert er das Timing mit der Festlegung des Termins für die Generalversammlung und hält an der Empfehlung zur Annahme der Netflix-Fusion fest. Gestützt auf das Einverständnis von Netflix verhandelt er gleichzeitig aber auch mit Paramount, die er mit der Fixierung des Termins für die erwähnte Generalversammlung unter Druck setzt. Damit eröffnet er möglicherweise einen fortgesetzten Bieterwettkampf zwischen den beiden. In seinem in Warners Medienmitteilung veröffentlichten Brief an den Paramount-Verwaltungsrat³⁸ ging der Warner-Verwaltungsrat in die Offensive: Schon im Lead wird seine Erwartung klar gemacht und mitgeteilt, ein Finanzberater von Paramount habe gegenüber Warner eine Preiserhöhung auf USD 31 pro Aktie in Aussicht gestellt und ergänzt, dies sei noch nicht Paramounts bestes und letztes Angebot. Es folgt eine Issues-Liste der konkreten Vertragspunkte, die Warner in ihrem Sinne geändert haben will.

Paramount ihrerseits gab bekannt, sie sei zu Gesprächen mit dem Warner-Verwaltungsrat bereit. Sie werde gleichzeitig aber auch ihr Übernahmeangebot weiterverfolgen, die von ihr bereits früher angekündigte «Proxy Solicitation» (d.h. das öffentliche Werben um Stimmrechtsvollmachten) gegen den Antrag zur Genehmigung der

it-is-taking-to-advance-its-superior-30-per-share-all-cash-offer (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

³⁴ S. die Klageschrift vom 12. Januar 2026, abrufbar unter <https://assets.bwbx.io/documents/users/iqjWHBFdfxIU/rFgOZ6QUcG94/v0> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026). Ein Antrag von Paramount, dieses Verfahren beschleunigt zu führen, wurde allerdings inzwischen abgewiesen, weil ein nicht wiedergutmachender Schaden nicht genügend substantiiert worden war.

³⁵ Medienmitteilung von Netflix vom 20. Januar 2026, abrufbar unter <https://ir.netflix.net/investor-news-and-events/financial-releases/press-release-details/2026/Netflix-and-Warner-Bros--Discovery-Amend-Agreement-to-All-Cash-Transaction/default.aspx> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026). Die Beschleunigung dürfte auf die einfacheren Offenlegungen bei reiner Barabgeltung zurückzuführen sein.

³⁶ Medienmitteilung von Paramount vom 10. Februar 2026, abrufbar unter <https://ir.paramount.com/node/72546/pdf> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

³⁷ Abrufbar unter https://s201.q4cdn.com/336605034/files/doc_downloads/2026/02/WBD-NFLX-Meger-Definitive-Proxy.pdf (zuletzt besucht am 20. Februar 2026). Das definitive Proxy Statement wurde für diesen Beitrag nur noch punktuell berücksichtigt.

³⁸ Medienmitteilung von Warner vom 17. Februar 2026, abrufbar unter <https://www.wbd.com/news/warner-bros-discovery-sets-special-meeting-date-march-20-2026-and-unanimously-recommends> (zuletzt besucht am 20. Februar 2026).

Netflix-Fusion fortsetzen und für die spätere ordentliche Generalversammlung von Warner Gegenkandidaten für den Verwaltungsrat nominieren.³⁹

Sollten die Gespräche mit Paramount nun in ein attraktiveres Angebot Paramounts münden, ist ein erneuter Bieterkampf durchaus realistisch. Zusätzliche Würze gibt vielleicht auch noch die auf den 26. Februar 2026 angesetzte Bekanntgabe der Finanzergebnisse Warners für das Geschäftsjahr 2025. Die Weichen für einen Show-down sind gestellt.

III. Vergleich der beiden Alternativen

Ein Vergleich der wesentlichen Elemente der beiden Transaktionen, welche trotz des abgeschlossenen Fusionsvertrages noch beide möglich sind, zeigt zum gegenwärtigen Zeitpunkt⁴⁰ Folgendes:

1. Transaktionsstruktur

Unter der Netflix-Fusion wird Warner mit dem Bereich Streaming & Studios durch eine Dreiecksfusion von Netflix erworben, dies aber erst nach einer konzerninternen Umstrukturierung und der Abspaltung des Kabelsendergeschäfts in einer eigenen Gesellschaft, deren Aktien den Warner-Aktionären ausgeschüttet werden.

Unter dem Paramount-Angebot würden alle ausstehenden Aktien von Warner gekauft. Falls der Warner-Verwaltungsrat seine bisherige Position ändern sollte oder die Netflix-Fusion von den Aktionären abgelehnt würde, käme es vielleicht zu einer Fusionsstruktur, aber jedenfalls ohne den Spin-off des Discovery Global-Geschäfts.

2. Preis

Unter der Netflix-Fusion erhalten Warner-Aktionäre USD 27.75 in bar, wobei sich dieser Betrag abhängig von der Allokation der Schulden an den abzusplittenden Bereich des Kabelsendergeschäfts (Discovery Global) reduzieren (aber nicht erhöhen) kann. Zusätzlich erhalten die Warner-Aktionäre die Discovery Global-Aktien, über deren Wert die Beurteilungen auseinandergehen;⁴¹ der Wert wird aber jedenfalls erst lange nach dem Entscheid über die Fusion feststehen.

Der von Paramount gebotene Angebotspreis ist ein fixer Geldbetrag zuzüglich der Ticking Fee von USD 0.25 pro Quartal (genau: USD 0.0028 pro Tag) ab dem 1. Januar 2027.

3. Finanzierung

Der Netflix-Fusionsvertrag enthält keine Finanzierungsbedingung. Eine Eigenkapitalfinanzierung ist nicht vorgesehen. Im Umfang von USD 67.2 Mia. hat Netflix Kreditzusagen (*Debt Commitment Letters*) für eine Überbrückungsfinanzierung von Wells Fargo, BNP Paribas und HSBC. Netflix hat (per Dezember 2025) eine Marktkapitalisierung von ca. USD 400 Mia. und ein Investment Grade Credit Rating.

Auch das Angebot von Paramount enthält keine Finanzierungsbedingung. Paramount hat eine Eigenkapitalzusage bzw. eine Backstop-Verpflichtung für eine Eigenkapitalfinanzierung über USD 44.9 Mia. von Larry Ellison⁴² und RedBird Capital, einer Paramount nahestehenden Investmentfirma⁴³ und Kreditzusagen über USD 54 Mia. von Bank of America, Citigroup und Apollo. Paramount hat (per Dezember 2025) eine Marktkapitalisierung von ca. USD 14 Mia., sie hat bereits in erheblichem Umfang Schulden und ein Kreditrating von BB+ (also spekulativ) und die kombinierte Paramount-Warner wäre nach der Übernahme hoch verschuldet.⁴⁴ Gewichtige Finanzierungsbeiträge sollen von ausländischen Staatsfonds erhältlich gemacht werden, doch hängt das Angebot Paramounts davon nicht ab und diese Beteiligungen sollen jeweils durch stimmrechtslose Eigenkapitalpapiere erfolgen, um nicht in den Kompetenzbereich des amerikanischen Committee on Foreign Investment in the U.S. (CFIUS) zu gelangen.

4. Regulatorische Verpflichtungen und Break Fee

Was regulatorische Auflagen und «remedies» betrifft, so ist Netflix zu einer etwas geringeren vertraglichen Risikoübernahme verpflichtet, als es Paramount unter ihrem Vorschlag wäre, namentlich muss Netflix eine Auflage oder Bedingung von Behörden dann nicht akzeptieren, wenn sie sich auf das Geschäft von Netflix (und nicht auf jenes der erworbenen Warner) beziehen sollte. Paramount hat eine solche Klausel nicht verlangt. Die Höhe der regulatorischen Break Fee ist nun seit dem 10. Februar 2026 gleich, nämlich USD 5.8 Mia.

³⁹ Medienmitteilung von Paramount vom 17. Februar 2026, abrufbar unter <https://ir.paramount.com/news-releases/news-release-details/paramount-comments-warner-bros-discovery-disclosures> (zuletzt besucht am 20. Februar 2026).

⁴⁰ D.h. zum 20. Februar 2026. Im Zuge der jüngsten Entwicklungen (s. vorne bei Ziff. II.7) könnte sich dies nun natürlich ändern.

⁴¹ Gemäss Warner Proxy Statement (FN 18), 90, zwischen USD 4.63 und 6.86 pro Aktie; gemäss Paramount Proxy Statement (FN 20) null.

⁴² Bzw. dessen Family Trust, aber mit einer persönlichen Garantie Ellisons, dem Vater des Paramount-CEO David Ellison. Sein Vermögen wird auf über USD 200 Mia. geschätzt.

⁴³ Die zuvor noch vorgesehenen Eigenkapitalbeiträge der chinesischen Tencent sind nicht mehr vorgesehen, ebenfalls die Rolle von Jared Kushners Affinity Partners.

⁴⁴ Gemäss dem Warner Proxy Statement (FN 18) der «largest leveraged buyout in history», 96.

IV. Bemerkungen und Beobachtungen

Die Schlacht um Warner Bros. ist wohl noch nicht entschieden (und vielleicht gibt es ja noch einen zweiten Teil für diesen Deal Watch). Die Autoren dieses Beitrages sind nicht berufen, die Vorgänge rechtlich eingehend zu kommentieren. Nachfolgend werden aber trotzdem einige Punkte angemerkt, die uns aufgefallen sind und worüber wir uns Gedanken gemacht und etwas recherchiert haben.

1. Paramounts Übernahmeangebot

Das öffentliche Angebot von Paramount ist wohl primär ein taktisches Druckmittel und nicht wirklich darauf ausgelegt, den widerspenstigen Verwaltungsrat zu umgehen (was sonst eigentlich ein typischer Zweck des Angebots ist). Es wird nicht gegen den Willen des Warner-Verwaltungsrates zustanden kommen,⁴⁵ aber es setzt diesen unter Druck, zwingt ihn, eingehend Stellung zu nehmen (was der Warner-Verwaltungsrat am 17. Dezember getan hat)⁴⁶ und demonstriert Entschlossenheit. Ein besonders starkes Signal würde natürlich vor allem dann an den Verwaltungsrat gesendet, wenn viele Warner-Aktionäre nun ihre Aktien andienen würden. In der gegenwärtigen Situation dürften aber viele Aktionäre die weiteren Entwicklungen abwarten. Am 22. Januar 2026 hatte Paramount Andienungen von ca. 6.8 % gemeldet, davon wurden aber viele wieder zurückgezogen, denn per 9. Februar 2026 waren es nur noch ca. 1.74%.⁴⁷ Trotzdem dürfte das Angebot aber sein Ziel, den Druck auf den Warner-Verwaltungsrat zu erhöhen, jedenfalls ein Stück weit erreicht haben und dieser Druck dürfte nach der Nachbesserung vom 10. Februar 2026 (Hinzufügen der Ticking Fee und Übernahme der an Netflix bei Rücktritt geschuldeten Break Fee) noch zunehmen.

Rein feindliche Übernahmen durch öffentliche Übernahmeangebote gibt es auch in den USA eher selten, aber in der Kombination mit einem Proxy Contest gegen die Genehmigung der Netflix-Fusion und dem Aufstellen

eigener Verwaltungsratskandidaten sind sie ein probates Mittel, den Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft zum Einlenken zu zwingen. In der vorliegenden Situation mit der bereits abgeschlossenen Netflix-Transaktion drängen auch aktivistische Aktionäre den Verwaltungsrat dazu, sich auf die fiduciary-out-Bestimmungen zu berufen, mit Paramount zu verhandeln und damit eine erneute Konkurrenzsituation zu schaffen, in welcher allenfalls auch Netflix einer (weiteren) Verbesserung der Vertragsbedingungen zustimmen wird, so wie sie es ja schon mit der Verbesserung zu einer reinen Barabgeltung am 20. Januar 2026 getan hat.

2. Der Wert des Kabelsendergeschäfts als Knackpunkt

Eines der Hauptargumente von Paramount ist der angeblich tiefe Wert des abzusplittenden Discovery Global-Geschäfts mit den Kabelsendern, allen voran CNN. Aus einer reinen Wert- bzw. Preis-Perspektive ist dies auch der Hauptunterschied der beiden vorgeschlagenen Transaktionen. Bei Netflix tragen die Warner-Aktionäre das Wertrisiko des Discovery Global-Geschäfts (aber erhalten auch dessen Upside). Diese Bewertung ist natürlich hochgradig unsicher, zumal sie auch davon abhängt, wie viele Schulden bei der Abspaltung von Discovery Global getragen werden müssen. Und zu diesem Faktor gibt der Preisanpassungsmechanismus im Netflix-Fusionsvertrag eine Grenze vor, welche bei Unterschreiten (wenn also dem abzusplittenden Geschäft weniger Schulden mitgegeben werden), zu einer Reduktion der Fusionsabgeltung führt.⁴⁸ Die Stellungnahmen des Warner-Verwaltungsrates zu diesem Wert sind denn auch in der Tat wenig greifbar, die aufgeführten Wertbandbreiten sind gross und als Leser fällt die Orientierung nicht leicht.⁴⁹ Eine DCF-Bewertung führte anscheinend zu einer Wertbandbreite von USD 0.72–1.58 pro Aktie, wohingegen eine Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen zu einer höher liegenden Bandbreite von USD 4.63–6.86 führen soll. Es ist nicht erstaunlich, dass Paramount eindringlich auf diese Unsicherheit hinweist und anführt, dass selbst wenn man von jeder der für die verschiedenen Bewertungsmethoden angegebenen Wertbandbreiten den Mittelwert nehme, der durchschnittliche Mittelwert aller Wertbandbreiten bei USD 2.19 pro Aktie liege, was zusammen mit den USD 27.75 immer noch knapp tiefer sei als der von Paramount gebotene Preis.⁵⁰

⁴⁵ Es ist ja faktisch bedingt darauf, dass Warner den Netflix-Deal aufgibt; s. dazu vorne bei Ziff. II.4.

⁴⁶ Medienmitteilung von Warner vom 17. Dezember 2025, abrufbar unter https://s201.q4cdn.com/336605034/files/doc_news/Warner-Bros--Discovery-Board-of-Directors-Unanimously-Recommend-Shareholders-Reject-Paramount-Tender-Offer-2025.pdf (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

⁴⁷ Medienmitteilung von Paramount vom 22. Januar 2026, abrufbar unter <https://ir.paramount.com/news-releases/news-release-details/paramount-files-proxy-materials-and-extends-tender-offer/> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026) und Medienmitteilung von Paramount vom 10. Februar 2026, abrufbar unter <https://ir.paramount.com/news-releases/news-release-details/paramount-enhances-its-superior-30-share-all-cash-offer-warner/> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026). Andienungen von Aktien können jedenfalls bis zum Ablauf des Angebots frei wieder zurückgezogen werden und abgesehen vom «Signalling» haben Aktionäre wenig Anlass, frühzeitig anzudienen.

⁴⁸ S. vorne bei Ziff. II.3.

⁴⁹ S. die Diskussion im Warner Proxy Statement (FN 18) auf 110 ff. und 130 ff., insbes. 117 ff. mit einer Zusammenfassung der angewandten Bewertungsmethoden und Wertbandbreiten.

⁵⁰ S. Paramount Proxy Statement (FN 20), 7 sowie für eine Zusammenfassung z.B. die vorne bei FN 31 erwähnte Ancora-Präsentation.

Gemäss den Behauptungen von Paramount kommt dem abzuspal tenden Geschäft allerdings gar kein Wert zu⁵¹ – da fragt man sich, warum Paramount es miterwerben will. Paramount braucht möglicherweise die im Kabelsendergeschäft trotz dessen Rückgang immer noch erzielten soliden Cashflows für den zukünftigen (bedeutenden) Schuldendienst und verspricht sich Synergien durch sich ergänzende Kabelsenderangebote.⁵²

3. Was passiert, wenn die Warner-Aktionäre die Netflix-Transaktion ablehnen?

Nun steht die ausserordentliche Generalversammlung von Warner an, die über den Fusionsvertrag mit Netflix befinden wird, falls nicht noch eine erneute Wendung eintritt. Der Termin ist auf den 20. März 2026 festgesetzt. Sollten die Aktionäre entgegen der positiven Empfehlung des Warner-Verwaltungsrates nein sagen, bliebe Warner vorderhand unabhängig. Die «Company Termination Fee» von USD 2.8 Mia. wäre allein aufgrund dieses Ausgangs nicht geschuldet.⁵³ Dies wäre sie erst dann, wenn Warner innerhalb von 12 Monaten eine Transaktion mit Paramount (oder einem Dritten) abschliesst. Paramount hat angeboten, die Termination Fee zu übernehmen, wenn Warner eine Übernahme mit ihr abschliesst. Und falls dann die Paramount-Transaktion ihrerseits aufgrund regulatorischer Hindernisse nicht zum Vollzug kommen sollte, wäre darüber hinaus die regulatorische Break Fee von USD 5.8 Mia. von Paramount geschuldet. Paramount hat bestätigt, dass die Erstattung der an Netflix geschuldeten Termination Fee eine allenfalls später von ihr geschuldete regulatorische Break Fee nicht reduziert. Paramount hat auch ausdrücklich zugesagt, dass sie im Falle einer Ablehnung der Netflix-Transaktion durch die Warner-Aktionäre an ihrem Angebot festhalten werde.⁵⁴

Mit einer Ablehnung durch die Aktionäre wäre aber natürlich die Bieterschlacht beendet und ein erneutes, höheres Angebot nicht mehr realistisch. Daher machen aktivistische Aktionäre Druck auf den Warner-Verwaltungsrat, unter Berufung auf die fiduciary-out-Klauseln im Netflix-Fusionsvertrag noch vor der Generalversammlung mit Paramount in Verhandlungen zu treten, was der Verwaltungsrat am 17. Februar 2026 auch getan hat. Falls es dabei zu einer Einigung über eine Transaktion mit Paramount zu für die Warner-Aktionäre attraktiveren Bedingungen kommt, hat Netflix sog. «matching

rights», d.h. das Recht, ihrerseits den Preis zu erhöhen oder attraktivere Konditionen vorzuschlagen, und Warner darf nur dann von der Fusion mit Netflix zurücktreten, wenn auch nach Berücksichtigung solcher Preiserhöhungen oder Verbesserungsvorschläge von Netflix die alternative Transaktion mit Paramount als attraktiver zu beurteilen ist. Ein solches Szenario wäre ganz im Sinne der Warner-Aktionäre und vor allem der Hedgefonds sowie der «ereignisorientierten» Investoren, welche erst vor kurzem in der Hoffnung auf die Fortführung des Bieterwettbewerbs eingestiegen sind.

4. Kartellrechtliches (und Politisches)

Wir schrieben einleitend, dass es bei dieser Bieterschlacht auch um Antitrust, Regulierung und Politik ginge. Tatsächlich bildet die wettbewerbsrechtliche Frage bei beiden Offerten eine zentrale Bewährungsprobe: Weder ein Paramount-Deal noch die Netflix-Transaktion kommt ohne wettbewerbsrechtliche Freigaben in den USA und in Europa durch.

Soweit ersichtlich werden in der öffentlichen Debatte die Antitrust-Risiken für Netflix als höher eingeschätzt, da die Kombination im Streaming-/Studio-Geschäft als marktmächtig wahrgenommen wird. Die Netflix-Transaktion erscheint zugleich als horizontale wie als vertikale Integration: Sie verbindet den weltweit führenden Streaming-Distributor mit einem Portfolio an «must-have»-Inhalten (u.a. Warner-Katalog, HBO, DC, TNT Sports) in einem bereits konzentrierten Markt. Schätzungen zufolge könnte die kombinierte Einheit im US-Streamingmarkt (sog. «video-on-demand») rund 30 bis 40 % erreichen⁵⁵ – eine Grössenordnung, die unter Umständen eine kritische behördliche Prüfung möglicher Auswirkungen nach sich ziehen kann.⁵⁶ Netflix argumentiert jedoch, dass sie mit einem grösseren Markt als demjenigen der üblichen Streaminganbieter konkurriere. Sie sei nämlich der Konkurrenz von YouTube, Instagram und TikTok ausgesetzt, so Ted Sarandos Anfang Februar vor dem Unterausschuss für Kartellrecht, Wettbewerbspolitik und Konsumentenrechte des US-Senats.⁵⁷ Der Paramount-Warner-Zusammenschluss lässt sich hingegen eher als Studio-zu-Studio-Deal beschreiben; die kombinierte Streaming-Marktposition würde Schät-

⁵¹ Paramount Proxy Statement (FN 20) 2 f. und 32. Die Bewertung stützt sich namentlich auf einen Vergleich mit der von Comcast abgespaltenen Versant.

⁵² S. z.B. das Interview von David Ellison bei CNBC «Squawk on the Street» vom 8. Dezember 2025, abrufbar unter <https://www.youtube.com/watch?v=bxezqsj0FfM> (zuletzt besucht am 16. Februar 2026).

⁵³ S. Section 8.3(a) des Netflix-Fusionsvertrages sowie S. 173 des Warner Proxy Statement (FN 18).

⁵⁴ Paramount Proxy Statement (FN 20), 44.

⁵⁵ Vgl. <https://www.justwatch.com/us/press/netflix-paramount-warner-bros?utm> (zuletzt besucht am 16. Februar 2026).

⁵⁶ Vgl. z.B. die Merger Guidelines 2023 des US-Justizministerium, § 2.1, abrufbar unter <https://www.justice.gov/atr/merger-guidelines/applying-merger-guidelines/guideline-1> (zuletzt besucht am 16. Februar 2026).

⁵⁷ Vgl. Anhörung, «Examining the Competitive Impact of the Proposed Netflix-Warner Brothers Transaction», abrufbar unter <https://www.judiciary.senate.gov/committee-activity/hearings/examining-the-competitive-impact-of-the-proposed-netflix-warner-brothers-transaction> (zuletzt besucht am 13. Februar 2026).

zungen zufolge bei 20 % liegen⁵⁸, womit Paramount eher argumentieren kann, es gehe um das Erreichen einer wettbewerbsfähigen Grössenordnung, um es mit Netflix und Amazon (Prime Video) aufzunehmen und nicht um die Schaffung einer dominierenden Plattform. Vor diesem Hintergrund dürften die Aktionäre die wettbewerbsrechtliche Machbarkeit der Transaktion mit Netflix skeptischer als diejenige mit Paramount betrachten.

In Zusammenhang mit der Notwendigkeit der regulatorischen Freigaben ist von Bedeutung, wie weit Netflix bzw. Paramount bereit sind, allfällige Auflagen und Verpflichtungen der Regulatoren (z.B. hinsichtlich Verkäufen von Geschäftsbereichen, Lizenzierungszusagen, Kündigungen von Verträgen oder weiteren Verhaltensauflagen) zu akzeptieren, um die behördlichen Freigaben zu erlangen. Im Einklang mit der oben wiedergegebenen Einschätzung ist Paramount hier grosszügiger als Netflix. Unter ihrem Angebot ist sie verpflichtet, behördliche Auflagen hinzunehmen, solange diese nicht einen «material adverse effect» auf das kombinierte Unternehmen haben, was ein zwar unbestimmter, aber notorisch hoher Standard ist. Unter dem Netflix-Vertrag ist die Regelung für die Warner-Aktionäre etwas weniger günstig. Netflix ist bereits dann nicht mehr zur Annahme von behördlichen Auflagen verpflichtet, wenn diese einen «material adverse effect» auf das zu erwerbende Streaming und Studio-Geschäft von Warner haben (auch wenn die Auswirkung auf das kombinierte Unternehmen die Wesentlichkeitsschwelle nicht erreichen würde). Ausserdem muss Netflix keine Zugeständnisse hinsichtlich Auflagen machen, welche das angestammte Netflix-Geschäft betreffen.⁵⁹ Dem entspricht die grössere Zuversicht Paramounts, die sich auch in ihrer «Ticking Fee» zeigt, denn die Dauer bis zum Closing dürfte vor allem davon abhängig sein, wie lange die wettbewerbsrechtlichen Verfahren dauern.⁶⁰ Angesichts der Höhe der regulatorischen Break Fee, die auf dem Spiel steht, dürfte es bei Einwänden der Behörden zu strittigen Gerichts- oder Verwaltungsverfahren kommen (die zu führen sich sowohl Netflix wie Paramount verpflichtet haben).

Zu den wettbewerbsrechtlichen Fragen kam rasch eine politische Dimension hinzu. Medienberichte schrieben dem Weissen Haus eine Präferenz für einen Paramount-Zuschlag zu, u.a. wegen erwarteter Einflussnahme auf CNN und aufgrund guter Beziehungen von Larry Ellison zur Trump-Administration. Donald Trump erklärte jedoch Anfang Februar, dass er sich nicht in die regulatorische Entscheidung über die Transaktion einmischen

werde. Damit rückt die politische Dimension vielleicht etwas in den Hintergrund – zumal sich Jared Kushner, Trumps Schwiegersohn, mit seiner Gesellschaft Affinity Partners aus der Finanzierung des Paramount-Angebots zurückgezogen hat. Jedenfalls lässt sich aus den Äusserungen Trumps keine klare Präferenz entnehmen.⁶¹

5. Paramounts Ambition ist so gross wie ihre Schuldenlast

Die Asymmetrie der Grössenverhältnisse ist eine bemerkenswerte Dimension dieser Transaktion. Paramount, mit einer Marktkapitalisierung von ca. USD 14 Mia. und einem Eigenkapital von ca. USD 13.3 Mia., versucht Warner zu einem Preis von rund USD 78 Mia. zu übernehmen. Damit rückt die Frage der Finanzierung zwangsläufig ins Zentrum. Der Verwaltungsrat von Warner betonte, die Finanzierung des Paramount-Angebots sei mit erheblichen Risiken behaftet und biete nicht dieselbe Vollzugssicherheit wie die Alternative Netflix. Paramount hat Kreditzusagen für besicherte Bridge Loans über USD 54 Mia. (zusätzlich zu der Back Stop-Eigenkapitalgarantie der Ellisons). Die kombinierte Paramount-Warner-Gruppe dürfte nach Vollzug einer Transaktion mit Warner in noch höherem Mass als bisher fremdfinanziert sein,⁶² da würde man allenfalls Widerstand (oder Verkäufe) der Paramount-Aktionäre erwarten. Soweit ersichtlich scheint sich dies aber in Grenzen zu halten. Für die grosse Skepsis des Warner-Verwaltungsrats mag man angesichts des hohen «Leverage» Verständnis haben, aber konkrete Zweifel am «certain funds»-Charakter der Kreditzusagen oder an der Zahlungsfähigkeit der Fremdkapitalgeber (Bank of America, Citi und Apollo) wurden keine geäussert. Trotzdem hat der Warner-Verwaltungsrat diese Finanzierungsskepsis in seiner Antwort vom 17. Februar 2026 adressiert, indem er eine Pflicht zum «Equity Cure» verlangt: Für den Fall, dass die Bankfinanzierung nicht verfügbar sein sollte, soll die Eigenkapitalfinanzierung von Paramount erhöht werden müssen – was im Ergebnis auf eine Erhöhung der Eigenkapitalzusagen der Familie Ellison hinauslaufen dürfte. Der Warner-Verwaltungsrat scheint die Entschlossenheit von Paramount und den Ellisons voll auszunützen. Das bringt uns zu unserem letzten Punkt.

⁵⁸ Vgl. <https://www.justwatch.com/us/press/netflix-paramount-warner-bros> (zuletzt besucht am 16. Februar 2026).

⁵⁹ Falls sie aber solche Auflagen nicht annimmt und die behördlichen Freigaben daher nicht erlangt, ist die regulatorische Break Fee geschuldet.

⁶⁰ Dazu vorne bei Ziff. II.6.

⁶¹ S. dazu auch den Artikel in der NZZ «Der Milliardärssohn David Ellison will ein Medienimperium aufbauen – und dafür seine Beziehungen zu Trump ausnützen» in der NZZ vom 21. Februar 2026.

⁶² Warner schätzt die voraussichtlichen Schulden des kombinierten Unternehmens auf total USD 84 Mia., was zu einem EBITDA-Leverage von 7x (gemessen am projektierten EBITDA 2026 und vor Synergien) führe (Warner Proxy Statement, [FN 18], 97).

6. Der Warner-Verwaltungsrat: Vorschnell gehandelt oder alles richtig gemacht?

Die Kritik von Paramount am Verwaltungsrat von Warner wirkt auf den ersten Blick nachvollziehbar: Paramount macht den Aktionären ein Barangebot, welches auch nach Ansicht unbefangener Beobachter (und mancher Warner-Aktionäre) zu einer Transaktion mit attraktiveren Bedingungen führen könnte. Entsprechend betont Paramount wiederholt, der Verwaltungsrat habe die Transaktion überhastet mit Netflix abgeschlossen und nun komme er seiner Pflicht zur Erlösmaximierung für die Aktionäre ungenügend nach, indem er an dieser festhalte. Aufgrund des bisherigen Verlaufs des Prozesses wäre ein solcher Schluss aber zumindest vorschnell. Das Vorgehen des Verwaltungsrates hat bisher zu einer enormen Erhöhung des Transaktionswerts geführt und namentlich dazu, dass Paramount ihr Angebot seit dem Anfang mehr als verdoppelt hat. Dass sich der Verwaltungsrat Anfang Dezember zum Abschluss mit Netflix entschlossen hat, war vielleicht genau richtig.

Netflix hatte damals am 4. Dezember 2025 nämlich unmissverständlich erklärt, dass sie ihr letztes und bestes Angebot abgegeben habe und sich von dem Prozess zurückziehen werde, falls die Transaktion nicht vor der Eröffnung des Handels am nächsten Tag unterzeichnet sei.⁶³ Natürlich kann dies ein Bluff gewesen sein, aber zumindest wurde durch den Abschluss mit Netflix die Konkurrenzsituation zwischen Netflix und Paramount aufrecht erhalten, wenn auch in eingeschränktem Mass, weil Warner nur noch gemäss den fiduciary-out-Klauseln des Fusionsvertrages mit Dritten verhandeln darf. Umgekehrt wäre dies nicht der Fall gewesen, wenn Netflix ihre Rückzugsdrohung wahr gemacht hätte.

Paramount hat bereits am Auktionsprozess teilgenommen und ist daher in der Lage, ihr Angebot kurzfristig ein weiteres Mal zu verbessern (und sie hat dies hinsichtlich der Ticking Fee, der Übernahme einer von Warner an Netflix zu bezahlenden Termination Fee und verschiedener weiterer Verbesserungen bereits getan). Mit der nun laufenden siebentägigen Frist für Verhandlungen mit Paramount und der Chance, dass Netflix anschliessend auch noch nicht aufgeben wird, stellt man fest, dass der Warner-Verwaltungsrat seinen Aktionären bisher keine Optionen vorschnell verbaut hat. Seine Vorgehensweise könnte sich durchaus als die richtige Strategie erweisen. Zum Zeitpunkt der Publikation dieses Beitrages dürften wir schon mehr wissen.

⁶³ Warner Proxy Statement (FN 18), 84.