

Update Public Takeovers 2024

Ein erster Blick auf den Übernahmemarkt

Mit sechs Delisting-Erwerbsangeboten sowie einem Pflichtangebot startete der deutsche Markt für Übernahmen börsennotierter Unternehmen (Public Takeovers) eher unspektakulär in das Jahr 2024. Der Trend zum Rückzug von der Börse oder zumindest zu einem Downlisting verfestigte sich 2024 mit am Ende 20 Delisting-Angeboten (bei insgesamt 32 Verfahren). Bedeutende Übernahmeverfahren blieben die Ausnahme, allerdings fanden die wenigen großen Verfahren erhebliche Resonanz in der deutschen Wirtschaftspresse.

Übernahmen deutscher börsennotierter Unternehmen in der Presse

Die erste öffentlichkeitswirksame öffentliche Übernahme wurde Anfang April 2024 mit dem Angebot von Novartis für MorphoSys publik. Dem Übernahmeangebot im Volumen von 2,7 Mrd. EUR war ein Bieterwettbewerb vorausgegangen, der jedoch nicht zur Veröffentlichung konkurrierender Übernahmeangebote führte.

Im April wurde mit dem ebenfalls milliardenschweren Übernahmeangebot von KKR gemeinsam mit Viessmann für den im SDAX gelisteten Wind- und Solarparkbetreiber Encavis das erste Angebot für 2024 unter Beteiligung eines Finanzinvestors bekannt. Interessanterweise lancierte KKR das Angebot gemeinsam mit einem Familienunternehmen, was eine bis dato eher exotische Kombination im deutschen Übernahmemarkt ist. Der bisherige Anteilseigner Abacon hatte das Angebot ausdrücklich begrüßt und angekündigt, mit 13 % der Aktien investiert zu bleiben. Nach erfolgreicher Übernahme wurde Ende 2024 das Delisting-Erwerbsangebot an die Encavis-Aktionäre veröffentlicht.

Viel Aufmerksamkeit erhielt das Angebot von ADNOC aus den Vereinigten Arabischen Emiraten für den DAX 40-Konzern Covestro. Covestro war 2015 aus der ehemaligen Kunststoffsparte von Bayer hervorgegangen. Die Transaktion wurde in der Öffentlichkeit einerseits als Meilenstein der deutschen Wirtschaftsgeschichte bezeichnet, andererseits aber auch kritisch hinterfragt.

Eine weitere Übernahme durch einen Finanzinvestor mit einem Transaktionsvolumen von mehr als 1 Mrd. EUR wurde im November des Jahres mit dem Übernahmeangebot des US-Finanzinvestors TA Associates für

den auf Krankenhäuser spezialisierten Softwareanbieter Nexus veröffentlicht. Kurz vor Weihnachten wurde das Übernahmeangebot von CVC für die CompuGroup Medical veröffentlicht, das – jedenfalls ohne die Berücksichtigung der Nichtannahmevereinbarungen mit ausgewählten Aktionären - ebenfalls ein Transaktionsvolumen >1 Mrd. EUR aufweist.

Für viel Wirbel sorgte die italienische UniCredit, als sie sich im September 2024 ca. ein Fünftel der Aktien ihres Wettbewerbers Commerzbank gesichert hatte. Vorsorglich wurde bereits zu diesem Zeitpunkt ein Inhaberkontrollverfahren zwecks weiteren Ausbaus der Beteiligung auf bis zu 29,9 % eingeleitet. Sowohl die Bundesregierung als auch die Commerzbank positionierten sich bislang klar gegen eine mögliche Übernahme durch UniCredit.

Zwei weitere bedeutende Übernahmetransaktionen, wurden im dritten Quartal 2024 angekündigt. Im November kündigten die Remondis-Tochter TSR Recycling und Papenburg an, Salzgitter übernehmen zu wollen.

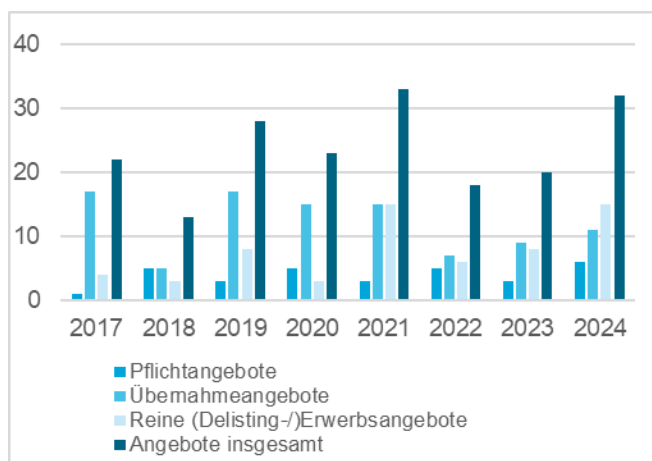
Im Dezember wurde der Abschluss einer Business Combination Agreements zwischen der ABOUT YOU Holding SE (ABOUT YOU) und der Zalando SE bekanntgegeben, bei dem White & Case ABOUT YOU berät. Zalando hat am 20. Januar 2025 ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die ABOUT YOU-Aktionäre zum Erwerb aller Aktien gegen Zahlung einer Barleistung von 6,50 EUR je Aktie veröffentlicht. Der Gesamtwert der Transaktion liegt bei rund 1,1 Mrd. EUR. Die Großaktionäre und alle drei Gründer und Mitglieder des Vorstands von ABOUT YOU hatten sich vorab unwiderruflich verpflichtet, sämtliche von ihnen gehaltenen Aktien der Gesellschaft im Rahmen des Übernahmeangebots zum Angebotspreis zu verkaufen.

Kennzahlen des Übernahmemarkts 2024



Der DAX 40 stieg im Jahr 2024 um mehr als 20 % und zeigte bis auf kurze Schwächephasen eine kontinuierliche – am Ende mehr als 3500 Punkte umfassende – Wachstumstendenz. Trotz der überdurchschnittlich gestiegenen Aktienkurse zeigte sich nach zuletzt schwächeren Jahren der Markt für öffentliche Übernahmen 2024 insgesamt deutlich lebhafter.

Art des Angebots



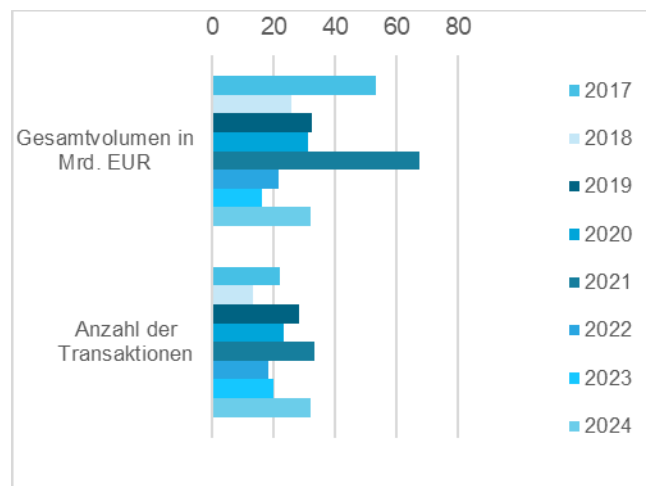
Zahl der Angebote 2017-2024

Die Zahl der Public Takeover-Transaktionen erhöhte sich auf insgesamt 32 und damit um mehr als ein Drittel im Vergleich zum Vorjahr (2023: 20 Transaktionen). Davon waren nur 12 freiwillige Übernahmeangebote; reine Pflichtangebote blieben mit vier Verfahren die Ausnahme.

Seit einigen Jahren lässt sich eine Zunahme von Delisting-Verfahren im Markt für öffentliche Übernahmen beobachten. Auch 2024 ging voll mit diesem „Trend“ – mit etwas weniger als 50 % war letztes Jahr fast jedes zweite Angebot ein reines Delisting-Erwerbsangebot. Hinzu kommen zudem fünf kombinierte Delisting-Erwerbsangebote – je drei mit einem Übernahme- und zwei mit einem Pflichtangebot kombiniert. Zusammen gerechnet stand damit in über 60 % aller Fälle ein Delisting auf dem Plan der Bieter.

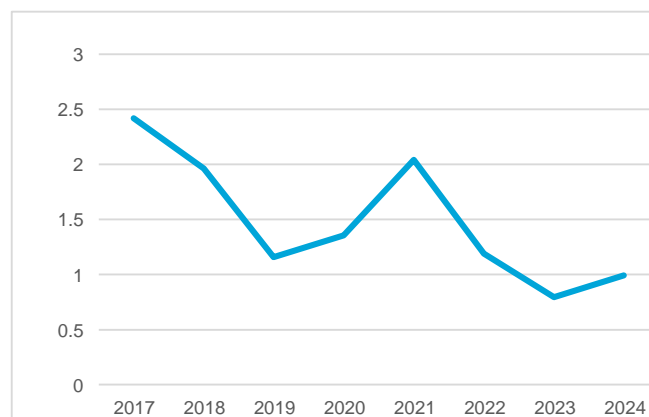
Transaktionsvolumina

Das Transaktionsvolumen des Public Takeover-Marktes verdoppelte sich 2024 gegenüber dem Vorjahr mit einem Anstieg von 15,89 Mrd. EUR auf 31,78 Mrd. EUR (2023: 15,9 Mrd. EUR).



Transaktionsvolumen und Anzahl der Transaktionen 2017-2024

Zur Wahrheit des – jedenfalls auf den ersten Blick – belebteren Übernahmemarkts gehört jedoch, dass lediglich sieben der 32 Angebote ein Gesamtvolumen von > 1 Mrd. EUR aufwiesen und allein das Übernahmeangebot für Covestro zusammen mit dem Delisting-Angebot an die außenstehenden Telefónica Deutschland-Aktionäre rund 60 % des Gesamttransaktionsvolumens im Jahr 2024 mit 18,214 Mrd. EUR ausmachten. Damit reiht sich auch das Jahr 2024 (trotz leichten Anstiegs im Vergleich zum Vorjahr) in den sich seit Jahren vollziehenden Trend niedriger Durchschnittsvolumina je Transaktion ein.



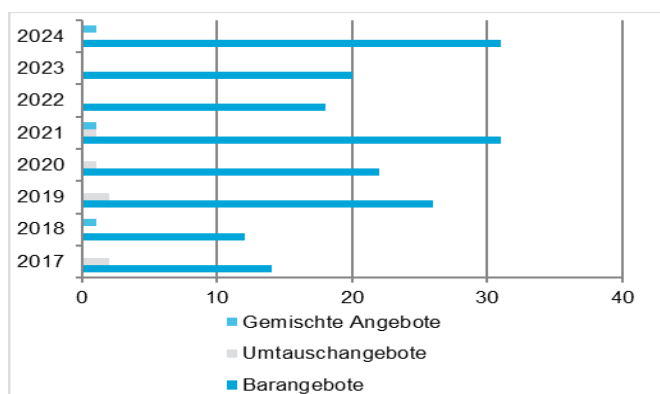
Durchschnittliche Angebotsvolumina in Mrd. EUR 2017-2024

Bieterstruktur

Ein Blick auf die Bieterstruktur im Markt unterstreicht erneut die Bedeutung von Private Equity-Häusern bei öffentlichen Übernahmen. So zeigten sich Private Equity Akteure mit 12 der 32 Angebote für mehr als ein Drittel der Angebotsverfahren verantwortlich – darunter auch drei der insgesamt sieben Angebote mit einem Volumen > 1 Mrd. EUR (CVC Capital Partners für Compu-Group Medical, TA Associates für Nexus sowie KKR / Encavis). Gemessen am Transaktionsvolumen

hatten jedoch strategische Investoren die Nase vorn. Allein die vier Angebote für Covestro (ADNOC), MorphoSys (Novartis, getrenntes Übernahmeangebot und darauffolgendes Delisting-Angebot) und Telefónica Deutschland (Telefónica S.A.) mit einem Volumen von rund 23,4 Mrd. EUR repräsentierten mehr als 70 % des Gesamtmarktes 2024. Ein Branchenschwerpunkt bei Auswahl der Zielgesellschaft war in 2024 nicht erkennbar.

Gegenleistung



Zahl der Bar- und Umtauschangebote sowie der gemischten Angebote 2017-2024

Barangebote sind weiterhin der Regelfall. Umtausch- oder gemischte Angebote sind bei der Angebotsausgestaltung die Ausnahme. Wie bereits 2022 und 2023 wurde auch im vergangenen Jahr kein einziges reines Tauschangebot veröffentlicht, was den hohen Anforderungen an die Liquidität der Aktien als Gegenleistung geschuldet sein dürfte. Eine gemischte Gegenleistung hatte lediglich die Bieterin Kontron für die Aktionären der KATEK SE im kombinierten Pflicht- und Delisting-Erwerbsangebot vorgesehen – jedoch mit der Besonderheit, dass die verschiedenen Formen der Gegenleistung alternativ angeboten wurden, um der gesetzlichen Vorgabe zu entsprechen, dass Delisting-Angebote nur Barangebote sein dürfen. So konnten die Aktionäre der Zielgesellschaft zwischen der rechtlich zwingenden Bargegenleistung und einer „freiwilligen alternativen Gegenleistung“ in Form von Tauschaktien der Bietergesellschaft wählen.

Welche Prämien zahlen Bieter?

Hohe Prämien stellten auch 2024 eher die Ausnahme dar. So wurde den Aktionären in einem Drittel der Fälle keine oder eine nur geringe Prämie (<5 %) über dem gesetzlichen Mindestpreis gezahlt. Häufig bestimmte der relevante Vorerwerbspreis die

Höhe der Gegenleistung. Aus der Perspektive der betroffenen Aktionäre positiv hervorzuhebende Ausnahmen – mit Prämien über dem rechtlich maßgeblichen Durchschnittskurs (d.h. Prämie auf den gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs dieser Aktien während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots) – stellten die Angebote in Sachen ABOUT YOU (107,01 %; Ankündigung im Dezember 2024 und Veröffentlichung im Januar 2025), Compu-Group Medical (51,2 %), NEXUS (35,32 %), infas Holding (37,01 %), Philomaxcap (49,25 %), Stemmer Imaging (41,26 %), Encavis (33,10 %) und CropEnergies (36,74 %) dar. Besonders sticht das freiwillige Übernahmeangebot an die Aktionäre der MorphoSys AG vom 11. April 2024 hervor. Die angebotene Bargegenleistung betrug 68,00 EUR, was den Schlusskurs des letzten FWB-Handelstages vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Angebotsabgabe um rund 61,29 % überstieg. Bezüglich des für die Mindestpreisbildung entscheidenden volumengewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs lag die Prämie sogar bei 136,11 %.

Untersagungen und Befreiungen

Wie bereits 2023 erfolgte auch im Jahr 2024 keine Angebotsuntersagung durch die BaFin (2022 gab es eine Untersagung). Im Laufe des Jahres veröffentlichte die BaFin zehn Befreiungsentscheidungen. Diese zeigten keine Besonderheiten; in fast der Hälfte der Fälle beruhte der Befreiungsgrund auf einem Erbschaftsfall.

Blick auf die bedeutendsten Übernahme- und Delisting-Verfahren 2024

ADNOC erwirbt Covestro

Mit einem Transaktionsvolumen von mehr als 11,7 Mrd. EUR stellte die Übernahme von Covestro durch die Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC) den übrigen Übernahmemarkt im Jahr 2024 nicht nur wegen ihres Volumens, sondern auch hinsichtlich der Resonanz in der Presse in den Schatten. Die Übernahme von Covestro wird von ADNOC als Teil der internationalen Wachstumsstrategie verstanden und soll der Entwicklung der ADNOC hin zu einem der weltweit größten Chemieunternehmen dienen. Covestro und ADNOC hatten am 1. Oktober 2024 eine Investitionsvereinbarung abgeschlossen, in welcher die wesentlichen Bedingungen der Transaktion sowie die gegenseitigen Zusagen, Absichten und das gemeinsame Verständnis in

Bezug auf Covestros künftige Organisations- und Corporate Governance-Struktur und Geschäftstätigkeit festgehalten wurden. Vorstand und Aufsichtsrat von Covestro unterstützten das Angebot in ihrer gemeinsamen Stellungnahme einstimmig und holten zur Absicherung der Einschätzung insgesamt vier Fairness Opinions ein (von Goldman Sachs, Perella Weinberg, Macquarie und Rothschild). Die Angebotsbedingungen sahen eine Mindestannahmeschwelle von 50 % +1 Aktie vor, die mit einer Annahmquote von 60,39 % zum Ende der Annahmefrist erreicht wurde. Insgesamt konnte die Bieterin bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist am 16. Dezember 2024 eine Beteiligung in Höhe von 91,32 % des Covestro-Grundkapitals erwerben. Allerdings sind die kartell- und außenwirtschaftsrechtliche Prüfverfahren noch nicht abgeschlossen. Die Angebotsunterlage hat als Long Stop Date den 2. Dezember 2025 vorgesehen, bis zu dem sämtliche Vollzugsbedingungen erfüllt sein müssen.

Novartis kauft MorphoSys

Zu einem Bieterkampf hinter den Kulissen kam es vor dem Angebot für das Pharma-Unternehmens MorphoSys. Die spätere Bieterin Novartis befand sich im letzten Quartal 2023 in Gesprächen mit MorphoSys zu einer „strategischen Transaktion“ – eine entsprechende Vertraulichkeitsvereinbarung wurde am 27. November 2023 unterzeichnet. Am 22. Dezember 2023 wurde Novartis darüber informiert, dass eine dritte Partei (nach Medienberichten der Arzneimittelhersteller Incyte) MorphoSys ein Angebot zur Übernahme vorgelegt und zu einer raschen Veröffentlichung bereit sei. In der Folge führte Novartis eine Due-Diligence-Prüfung durch und übermittelte am 3. Januar 2024 ebenfalls ein noch unverbindliches Übernahmeangebot an MorphoSys. Das Verfahren mündete im weiteren Verlauf in den Abschluss einer Exklusivitätsvereinbarung am 15. Januar 2024 und einer sodann folgenden Zusammenschlussvereinbarung am 5. Februar 2024. Am selben Tag wurde die Mitteilung nach § 10 WpÜG auf der BaFin-Homepage veröffentlicht. Im April erfolgte schließlich die Veröffentlichung des Übernahmeangebots durch Novartis mit einem Volumen von 2,607 Mrd. EUR. Die Annahmquote lag bei Ablauf der weiteren Annahmefrist am 30. Mai 2024 bei 77,78 %, die Beteiligungshöhe der Bieterin insgesamt damit bei 89,47 % des stimmberechtigten Grundkapitals. Das sich anschließende Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024 zielte auf den Widerruf der Zulassung der MorphoSys-Aktien im regulierten Markt der FWB und die

Beendigung der Börsennotierung der MorphoSys-Aktien und -ADS an der Nasdaq. Beides wurde Anfang August 2024 vollzogen; wenig später wurde auf der MorphoSys-Hauptversammlung am 27. August 2024 ein verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out beschlossen.

Delisting der deutschen Telefónica

Mit einem Angebotsvolumen von – bei Berücksichtigung des gesamten Aktienkapitals – 6,446 Mrd. EUR war das an die Aktionäre der Telefónica Deutschland Holding gerichtete Delisting-Erwerbsangebot der spanischen Telefónica vom 20. März 2024 formal das zweite großvolumige Angebot im Übernahmemarkt 2024. Die Bieterin, die Telefónica Local Services, eine 100 %ige Tochter der spanischen Telefónica, hielt selbst bei Veröffentlichung des Delisting-Erwerbsangebots unmittelbar 7,86 % an der Zielgesellschaft, welche aus einem vorhergehenden Übernahmeangebot in Form eines Teilangebots vom 5. Dezember 2023 resultierten. Die Beteiligung der Bietermutter hingegen lag bei 17,65 % eigenen Anteilen sowie 69,22 % über die UK-HoldCo, einem 100 %igen, mittelbaren Tochterunternehmen. Durch Abschluss von Nichtannahmevereinbarungen samt Depotsperreverträgen mit vorgenannten Unternehmen konnte das Delisting-Erwerbsangebot folglich für maximal rund 5,26 % des stimmberechtigten Kapitals angenommen werden, womit das Dealvolumen auf nur noch 372,93 Mio. EUR schrumpft. Die Annahmquote lag bei 1,58 %, das Delisting wurde mit Ablauf des 18. April 2024 wirksam.

UniCredit erwirbt Commerzbank Aktien

Laut Stimmrechtsmitteilung vom 20. Dezember 2024 erhöhte UniCredit zum Jahresende hin ihre Beteiligung auf nunmehr 28,08 % und liegt damit nur noch knapp unter der übernahmerechtlichen Kontrollschwelle. Marktbeobachter gehen davon aus, dass UniCredit zunächst die Übernahme der italienischen Banco BPM, der viertgrößten Bank Italiens, abschließen möchte. Allerdings scheint der UniCredit auch insoweit ein Abwehrkampf bevorzustehen. Die Übernahmespekulationen um die Commerzbank haben inzwischen weitere Investoren angelockt. Anfang Januar 2025 erhöhte Blackrock seine Beteiligung auf 7,14 %; ebenso haben sich Citigroup, Jefferies und der Hedgefonds D. E. Shaw jeweils rund 5 % der Commerzbank-Anteile zum Jahresbeginn gesichert.

Kommt eine Übernahme der Salzgitter AG?

Anfang November 2024 wurde bekannt, dass sich der Stahlkonzern Salzgitter möglicherweise auf eine Übernahmeofferte durch ihren zweitgrößten Aktionär, die GP Günter Papenburg AG, einstellen muss. Die GP Günter Papenburg, eine Unternehmensgruppe aus Hannover, verhandelt laut entsprechender Ad-hoc-Mitteilung gemeinsam mit dem in Lünen ansässigen Metallrecycler TSR Recycling. Das Land Niedersachsen, das ebenfalls Salzgitter-Aktionär ist, hat die Prüfung der Übernahme angekündigt.

Spielt die Musik im Vorfeld der Übernahmetransaktion?

Stakebuilding als Risiko aus Sicht der Zielgesellschaft

Der bereits diskutierte Aufbau einer relevanten Beteiligung der UniCredit an der Commerzbank hat die Rahmenbedingungen für das sog. Stakebuilding erneut zum Diskussionsthema werden lassen. Ausgangspunkt für die Beteiligungspublizität bei börsennotierten Gesellschaften sind die §§ 33 ff. WpHG. Danach ist derjenige, dessen Beteiligungshöhe die im Gesetz definierten Schwellen überschreitet, verpflichtet, dies der BaFin und dem betroffenen Emittenten unverzüglich (spätestens innerhalb von vier Handelstagen) mitzuteilen. Letzterer muss vorgenannte Information wiederum selbst unverzüglich (spätestens innerhalb von drei Handelstagen) veröffentlichen. Dies dient insoweit der Kapitalmarkttransparenz und soll im Grundsatz ein „Anschleichen“ des Bieters im Vorfeld einer Übernahmekonstellation jedenfalls behindern.

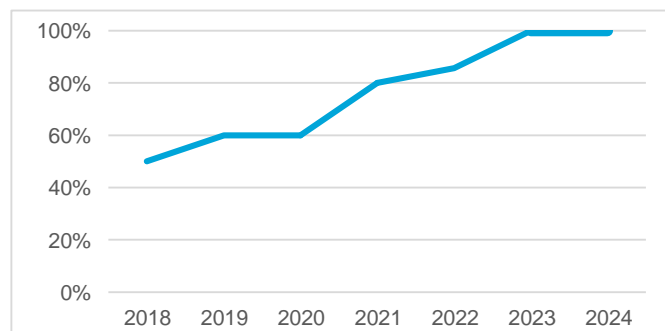
Gleichwohl konnte sich die UniCredit bereits vor der Auktion um das Aktienpaket (4,49 %) des Finanzmarktstabilisierungsfonds eine Beteiligung an der Commerzbank sichern, ohne dass die Bundesregierung hiervon Kenntnis hatte. Die erste Stimmrechtsmitteilung der Commerzbank in Sachen UniCredit vom 13. September 2024 offenbart dabei Folgendes: Bei Erwerb des Pakets am 11. September 2024 bestand eine Beteiligung von insgesamt 9,21 %, hierbei 7,29 % unmittelbar und 1,92 % mittelbar über Derivate. Abzüglich des neu erworbenen Aktienpakets hatte die UniCredit im Vorfeld folglich eine Beteiligung von 4,72 % (2,8 % unmittelbar, 1,92 % durch Derivate) erworben. Diese lag sowohl unter der 3%-Hürde gemäß § 33 Abs. 1 WpHG für die gehaltenen Aktien, als auch unter jener 5%-Schwelle gemäß §§ 39 Abs. 1, 38 Abs. 1, 4 WpHG, die für die kombinierte Beteiligungen aus Aktien und Derivaten gilt. Ein verdeckter Beteiligungsaufbau im Vorfeld ist durch

die gesetzlichen Rahmenbedingungen folglich zwar erschwert, im Spielraum der Meldefristen und unterhalb der aktuellen Meldeschwellen – jedenfalls unter Zuhilfenahme von Finanzinstrumenten – aber weiterhin möglich und damit aus Sicht der Zielgesellschaft ein Risikofaktor. Rechtspolitisch wurde dementsprechend kritisch hinterfragt, ob nicht eine Absenkung einzelner Meldeschwellen oder jedenfalls Verkürzung der Meldefristen sinnvoll wäre.

Abschluss einer Investorenvereinbarung im Vorfeld der Transaktion – auch bei Delistings

Eine Analyse der Praxis und des Transaktionsumfeldes im Jahr 2024 zeigt, dass im Regelfall schon vor der nach § 10 WpÜG zu veröffentlichenden Entscheidung zur Abgabe eines Angebots Tatsachen geschaffen werden, indem bereits im Vorfeld durch Vereinbarungen eine Verständigung über die wesentlichen Eckpunkte der Transaktion zwischen Bieter, Zielgesellschaft und teilweise auch einzelnen Aktionären erfolgt. So wurden im vergangenen Jahr in 27 der insgesamt 32 Transaktionen entsprechende Vereinbarungen geschlossen.

Besonders deutlich wird diese Praxis vor allem mit Blick auf Delisting-Angebote. Hier zeigt der Trend bereits seit einigen Jahren in Richtung einer zunehmenden Vereinbarungsdichte. Für 2024 ist es in allen der 20 Delisting-Verfahren im Vorfeld zum Abschluss einer Vereinbarung gekommen – in 18 der 20 Fälle waren es explizit sogenannte Delisting-Vereinbarungen.



Darstellung des Anteils der Delisting-Verfahren mit Abschluss einer Vorfeldvereinbarung (ab 2018)

Inhalt solcher Delisting-Vereinbarung sind in der Regel die Höhe der Bargegenleistung, die Laufzeit und die Durchführung des Angebots, die Unterstützung des Angebots durch Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft allgemein sowie im Hinblick auf das Delisting (oder Downlisting) insoweit, als die Parteien sich bemühen werden, die angemessenen und erforderlichen Schritte für dieses durchzuführen, insbesondere den notwendigen Delisting-Antrag zu stellen. In der Regel

werden Delisting-Vereinbarungen mit einer festen Laufzeit vereinbart und sehen unter bestimmten Voraussetzungen Kündigungsrechte vor. Investorenvereinbarungen bei Übernahmeangeboten enthalten häufig die Zusicherung von Vorstand und Aufsichtsrat, das Angebot mit einer positiven Stellungnahme zu unterstützen. Bemerkenswert ist, dass bei acht der 20 Delisting-Angebote im Jahr 2024 Vorstand und Aufsichtsrat lediglich eine neutrale Stellungnahme abgegeben haben. Hintergrund dürfte dabei sein, dass die Höhe der Gegenleistung bei Delisting-Angeboten oftmals nur dem gesetzlichen Mindestpreis entsprechen und darüber hinaus keine Prämie vorsehen. Insoweit kann exemplarisch die Aussage aus der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat in Sachen Software AG zum Delisting angeführt werden, die dieses strategisch – entsprechend der abgeschlossenen Investorenvereinbarung – zwar unterstützt, gleichwohl aber den Abfindungspreis als zu niedrig bewertet.

Defense Readiness bleibt wichtig

Wie der Beteiligungsaufbau der UniCredit bei der Commerzbank zeigt, müssen börsennotierte Unternehmen jederzeit damit rechnen, Zielgesellschaft einer Übernahme zu werden – auch wenn feindliche Übernahmen im deutschen Public Takeover-Markt die Ausnahme darstellen. Gerade deswegen spielt die Vorbereitung der Zielgesellschaft eine entscheidende Rolle. Sobald das WpÜG-Verfahren nämlich angestoßen ist, sind die Handlungs- und Reaktionsmöglichkeiten des Leitungsorgans der betroffenen Gesellschaft zur Abwehr einer Übernahme durch das übernahmerechtliche Verbot eingeschränkt.

Eine entsprechende „Defense Readiness“ (inklusive Vorhalten eines Defense Manuals) sollte daher in jeder größeren börsennotierten Gesellschaft vorgehalten werden, um im Falle des Falles manövrierfähig zu bleiben.

Stellungnahmen der Zielgesellschaft

Auch im Jahr 2024 gaben die Leitungsorgane der Zielgesellschaften ihre Stellungnahmen zu den eingereichten Angeboten in allen Verfahren gemeinsam ab und votierten in 22 der 32 Fälle positiv für das Angebot, während in 8 Fällen mit neutralen Voten eine eindeutige Empfehlung an die Aktionäre ausgeblieben ist.

Bei einem Delisting- und einem Pflichtangebot wurden jeweils negative Stellungnahmen abgegeben. Konkret

ging es dabei um das Delisting-Erwerbsangebot der KD Investment & Consulting an die Aktionäre der NSI Asset AG. Obwohl im Vorfeld eine Delisting-Vereinbarung abgeschlossen wurde, votierten die Leitungsorgane negativ und empfahlen den Aktionären, das geplante Downlisting nicht als „Anlass zum Ausstieg“ zu nutzen, mithin also das Angebot nicht anzunehmen. Die angebotene Gegenleistung hielten Vorstand und Aufsichtsrat hingegen für angemessen und begrüßten das angestrebte Downlisting unter strategischen Gesichtspunkten.

Alle der acht in 2024 veröffentlichten Übernahmeangebote wurden von den Leitungsorganen positiv votiert – gleiches gilt für drei der vier veröffentlichten Pflichtangebote. Anders hingegen wurde jenes an die Aktionäre der Surteco Group bewertet. Vorstand und Aufsichtsrat sahen davon ab, den Aktionären die Annahme des Angebots zu empfehlen („keine Grundlage, (...) die Annahme des Angebots zu empfehlen“) – hierbei wurde gestützt auf eine Fairness Opinion vor allem die von der Bieterin Banasino Investments auf Mindestpreisniveau angebotene Gegenleistung als zu niedrig bewertet.

Anpassungen der rechtlichen Rahmenbedingungen im Übernahmerecht

Geplante Änderungen zum Delisting

Noch innerhalb eines Jahres nach Inkrafttreten des ersten Zukunftsfinanzierungsgesetzes wurde am 27. August 2024 der Referentenentwurf für ein Zweites Gesetz zur Finanzierung von Zukunftsinvestitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz II) veröffentlicht. Dem folgte wenig später am 27. November 2024 der korrespondierende Regierungsentwurf.

Danach waren im WpÜG – neben solchen in anderen Gesetzen – Anpassungen zwecks nationaler Implementierung unionsrechtlicher Vorgaben zum ESAP (European Single Access Point) geplant. Nach der entsprechenden ESAP-VO (EU 2023/2859) ist vorgesehen, dass die europäische Finanzmarktaufsichtsbehörde ESMA bis zum 10. Juli 2027 ein zentrales europäisches Zugangportal (ESAP) einrichtet und betreibt, welches einen zentralen Zugriffspunkt für öffentliche Finanz-, Kapitalmarkt und Nachhaltigkeitsinformationen eines Unternehmens bilden soll. Die Rolle als ESAP-Sammelstelle betreffend WpÜG-Veröffentlichungspflichten sollte in Deutschland der BaFin zugewiesen werden. Daneben sah der Entwurf unter anderem Änderungen in den §§ 10, 14, 27 WpÜG dahingehend vor, dass

nachträgliche Mitteilungs- oder Meldepflichten an die BaFin zeitgleich mit den entsprechenden Veröffentlichungen erfolgen müssen.

Ebenfalls interessant für den Übernahmemarkt – vor allem mit Blick auf die steigende Bedeutung von Delisting-Erwerbsangeboten – waren die Änderungsvorschläge zu Delistings. Insbesondere ist geplant, dass die Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung zukünftig nicht mehr im Zivilprozess, sondern im Spruchverfahren nach den Vorschriften des Gesetzes über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (SpruchG) erfolgen sollte.

Bis zur Auflösung des Bundestages am 27. Dezember 2024 – und auch in der Zeit bis zur vorgezogenen Neuwahl – wurde das Gesetzesvorhaben nicht weiter verfolgt. Aufgrund des Grundsatzes der Diskontinuität sind laufende Gesetzesvorhaben mit Ablauf der jeweiligen Legislaturperiode zu beenden. Es bleibt daher abzuwarten, wann und inwiefern die mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz II vorgesehenen Änderungen im laufenden Jahr erneut aufgegriffen werden.

Passiver Kontrollerwerb nach Erlöschen von Mehrstimmrechtsaktien

Seit Inkrafttreten des ersten Zukunftsfinanzierungsgesetzes am 15. Dezember 2023 und der damit verbundenen Neufassung von § 12 AktG besteht wieder die Möglichkeit der Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien gemäß § 135a Abs. 1 S. 2 AktG mit bis zu einem zehnfachen Mehrstimmrecht. Nach Maßgabe von § 135a Abs. 2 AktG erlöschen derartige Mehrfachstimmrechte bei Veräußerung der Aktien, spätestens jedoch 10 Jahre nach Börsennotierung der Gesellschaft. In beiden Fällen hat das Erlöschen einen Anstieg des relativen Stimmgewichts der übrigen Aktien zur Folge. Aus übernahmerechtlicher Sicht könnte ein solcher „passiver Erwerb“ dazu führen, dass ein Aktionär ohne sein Zutun die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG in Höhe von 30 % überschreitet, was wiederum nach § 35 Abs. 2 WpÜG die Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Pflichtangebots nach sich ziehen würde.

Dieses Problem hat auch der Gesetzgeber gesehen und verweist in seiner Gesetzgebung entsprechend auf die Möglichkeit der Befreiung des betroffenen Aktionärs nach § 37 WpÜG i.V.m. § 9 S. 1 Nr. 5 WpÜG-Angebots-VO. Die Gangbarkeit einer solchen Lösung des Problems ist in der juristischen Literatur umstritten und reicht in ihrer Bandbreite von der generellen Ablehnung einer solchen Befreiungsoption zum Schutz

der außenstehenden Aktionäre hin zu einer Ermessensreduzierung auf null für die BaFin in derartigen Fällen zu Gunsten der vom passiven Erwerb betroffenen Aktionäre. Es bleibt insoweit abzuwarten, wie die BaFin in Zukunft auf derartige Fälle reagiert und ob der Gesetzgeber sodann Handlungsbedarf sieht, um die Ausstrahlungswirkung der Mehrstimmrechtsaktie ins Übernahmerecht unstrittig zu adressieren.

Übernahmerechtliche Rechtsprechung

BGH stellt das „Acting in Concert in sonstiger Weise“ durch entsprechende Vorlagefrage an den EuGH auf den Prüfstand

Der BGH hat mit dem am 13. Dezember 2024 veröffentlichten Beschluss dem EuGH folgende Frage vorgelegt (Beschl. v. 22. Oktober 2024, Az. II ZR 193/22):

Ist Art. 3 Abs. 1a Unterabs. 4 Ziffer iii der Richtlinie 2004/109/EG dahin auszulegen, dass er § 34 Abs. 2 S. 1 Fall 2 WpHG entgegensteht, wonach für eine Stimmrechtszurechnung keine Vereinbarung zwischen dem Meldepflichtigen und dem Dritten hinsichtlich der Stimmrechtsausübung erforderlich ist, sondern vielmehr ein in sonstiger Weise abgestimmtes Verhalten aufgrund faktischer Gegebenheiten ausreicht?

Auch wenn der BGH-Fall mit der Valora Effekten AG eine kleine Gesellschaft betrifft, steht nunmehr die Frage im Raum, ob der BGH seine bisherige Linie zur Abstimmung in sonstiger Weise für die Bewertung eines möglichen Acting in Concert ändert. Relevant wird diese Frage beispielsweise beim „collaborative engagement“ von Investoren in ESG-Fragen, die in Einzelfällen ein „Acting in Concert“ darstellen können. Hierzu hatte die BaFin im März 2023 Leitlinien herausgegeben.

Rechtlicher Hintergrund für die Vorlagefrage ist der Meinungsstreit zur Richtlinienkonformität des § 34 Abs. 2 WpHG, vor allem, soweit er eine Stimmrechtszurechnung auch ohne Vereinbarung nach § 34 Abs. 2 S. 1 Fall 2 WpHG aufgrund einer Abstimmung in sonstiger Weise über die Vorgaben in Art. 10 Buchst. a der Richtlinie 2004/109/EG („Transparenzrichtlinie“) hinaus vorsieht. Im Kern betrifft der Streit die Frage, ob die überschießende nationale Regelung unter den in Art. 3 Abs. 1a Unterabs. 4 Ziffer iii der Transparenzrichtlinie vorgesehenen Vorbehalt fällt, wonach strengere nationale Vorschriften zulässig sind, sofern sie im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten, Zusammenschlüssen und anderen Transaktionen stehen, die die

Eigentumsverhältnisse oder die Kontrolle von Unternehmen betreffen und von Behörden auf Grundlage der sog. Übernahmerichtlinie beaufsichtigt werden.

Die BaFin folgt bei einer Bewertung eines möglichen Acting in Concert nach eigener Aussage der Rechtsprechung des BGH. Sollte sich die Rechtsprechung des BGH zum Acting in Concert ändern, dürften auch etwaige ESG-bezogene Aspekte von Investorenabsprachen übernahmerechtlich neu zu bewerten sein.

Endgültiger Abschluss der Verfahrens ehemaliger Postbank-Aktionäre gegen die Deutsche Bank

Mit Urteil des OLG Köln vom 13. Oktober 2024 (Az. 13 U 231/17) ist nunmehr nach fast 15 Jahren das Verfahren wegen Ansprüchen der ehemaligen Postbank-Aktionäre gegen die Deutsche Bank aus dem Übernahmeverfahren im Jahr 2010 abgeschlossen worden.

Hintergrund dieses Rechtsstreits war, dass die Deutsche Bank im September 2008 mit der Deutschen Post einen Vertrag („Ursprungsvertrag“) über den Erwerb einer Minderheitsbeteiligung an der Postbank von 29,75 % zum Preis von 57,25 EUR pro Aktie abgeschlossen hatte. Zusätzlich wurden wechselseitige Optionen über Aktienpakete in Höhe von 18 % (Erwerbsoption zu 55 EUR je Aktie) bzw. 20,25 % plus einer Aktie (Veräußerungsoption zu 42,80 EUR je Aktie) vereinbart. Nachdem die Deutsche Bank und die Deutsche Post Ende Dezember 2008 aufgrund veränderter Marktbedingungen zunächst vereinbart hatten, den Vollzug der ursprünglichen Erwerbsvereinbarung zu verschieben, schlossen sie im Januar 2009 eine Nachtragsvereinbarung, nach der der Erwerb der Postbank in drei Schritten erfolgen sollte: Zunächst sollte die Deutsche Bank 50 Mio. Aktien (22,9 % des Grundkapitals der Postbank) zum Preis von 23,92 EUR je Aktie erwerben, sodann 60 Mio. Aktien (27,4 % des Grundkapitals) über eine Pflichtumtauschanleihe mit Fälligkeit zum 25. Februar 2012 zum Preis von 45,45 EUR je Aktie und schließlich 26.417.432 Aktien (12,1 % des Grundkapitals) aufgrund von wechselseitigen Optionen (48,85 EUR je Aktie für die Erwerbsoption und 49,42 EUR je Aktie für die Verkaufsoption). Die Optionen sollten zwischen dem 28. Februar 2012 und dem 25. Februar 2013 ausgeübt werden können. Die Deutsche Post AG verpfändete im Dezember 2008 und Januar 2009 Aktien der Postbank an die Deutsche Bank, um deren Ansprüche aus den getroffenen Vereinbarungen und einer von dieser geleisteten Sicherheit in Höhe von 3,1 Mrd. EUR zu sichern.

Die ehemaligen Postbank-Aktionäre vertraten die Auffassung, die Deutsche Bank AG hätte schon aufgrund des Ursprungsvertrags ein Pflichtangebot zu einem Preis von 57,25 EUR pro Aktie veröffentlichen müssen, weil dieser Vertrag zu einem Kontrollerwerb der Beklagten gemäß § 29 Abs. 2 WpÜG geführt habe. Das Übernahmeangebot wurde am 7. Oktober 2010 veröffentlicht, in dem die Deutsche Bank den Postbank-Aktionären 25 EUR je Aktie zahlte. Im Rechtsstreit verlangten die Kläger die Zahlung des Differenzpreises zwischen diesem Betrag und dem Betrag, der nach ihrer Auffassung zu einem früheren Zeitpunkt – als der Kurs der Postbankaktie noch signifikant höher war – zu zahlen gewesen wäre (hier: 57,25 EUR). Die Deutsche Bank habe im Übrigen bereits im Jahr 2008 ein Übernahmeangebot machen müssen, weil sie schon damals die Kontrolle über die Postbank erlangt habe.

Das OLG Köln, an das der BGH das Verfahren 2022 zurückverwiesen hatte, ist dieser Argumentation auf der Grundlage rechtlicher Vorgaben des Bundesgerichtshofs im Revisionsverfahren zu Inhalt und Reichweite der Vorschrift des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG gefolgt. Die wesentlichen Chancen und Risiken aus den ursprünglich zum Preis von 57,25 EUR gekauften Aktien im Umfang von 29,75 % des Grundkapitals seien der Deutschen Bank bereits auf Grund des Kaufvertrags vom September 2008 zuzuordnen gewesen. Die Deutsche Post AG habe diese Aktien seither „für Rechnung“ der Deutschen Bank gehalten. Wegen der für diese Aktien getroffenen Festpreisabrede habe die Deutsche Bank schon vor dem Vollzugsdatum das Risiko von Kursänderungen getragen.

Das OLG hat die Revision nicht zugelassen, so dass die Rechtsstreitigkeiten zwischen ehemaligen Postbank-Aktionären und der Deutschen Bank nunmehr final abgeschlossen ist. Nach der OLG-Entscheidung zugrundeliegenden Vorentscheidung im Revisionsverfahren beim BGH ist die rechtliche Beurteilung von komplexen Vorerwerbsstrukturen und deren Relevanz für den Übernahmepreis nunmehr final bestätigt wurden.

OLG Frankfurt zum Antrag auf Ausschluss der übrigen Aktionäre nach § 39a WpÜG vor dinglichem Vollzug des Angebots

Der von dem spanischen Healthcare- und Pharmunternehmen Grifols S.A. im März 2022 beantragte übernahmerechtlichen Ausschluss gemäß § 39a WpÜG („Squeeze-out“) der Biotest-Minderheitsaktionäre, die Stammaktien hielten, war vom Landgericht Frankfurt

a.M. mit Beschluss vom 27. Oktober 2022 gebilligt worden. Die gegen diesen erstinstanzlichen Beschluss eingelegte Beschwerden hat das OLG Frankfurt a.M. mit Beschluss vom 27. Mai 2024 zurückgewiesen (WpÜG 1/23).

Der Beschluss des OLG ist allerdings nicht rechtskräftig, da das OLG die Rechtsbeschwerde zugelassen hat. Das Gericht begründet die Zulassung nicht nur mit der grundsätzlichen Bedeutung, sondern auch mit der erforderlichen Rechtsfortbildung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out.

In dem Verfahren stellten sich zum einen insbesondere die Fragen, wann genau der Antrag auf Übertragung der Aktien mit dem Ziel des übernahmerechtlichen Squeeze-out gestellt werden muss und inwieweit es auf den dinglichen Vollzug des Angebots ankommt. Nach Auffassung des OLG Frankfurt kann der Bieter den Antrag auf Ausschluss der Minderheitsaktionäre auch schon vor dem dinglichen Vollzug stellen, wenn das Übernahme- oder Pflichtangebot in einem Umfang angenommen worden ist, nach dem ihm beim späteren Vollzug des Angebots mindestens 95 % des stimmberechtigten Grundkapitals oder zugleich mindestens 95 % des gesamten Grundkapitals der Zielgesellschaft gehören werden. Im Zusammenhang mit dem nach § 39a Abs. 4 S. 2 WpÜG erforderlichen „gehören werden“ sei § 39a Abs. 2 WpÜG anwendbar, nach dem für die Feststellung der erforderlichen Beteiligungshöhe nach § 39a Abs. 1 WpÜG, § 16 Abs. 2 und 4 des AktG (Berechnung am gehaltenen und zugerechneten Grundkapital der Zielgesellschaft) entsprechend gelten. Aktien, die einem zeitlichen Rechtsverlust nach § 20 Abs. 7 S. 1 AktG unterliegen, seien bei der Annahmquote des § 39a Abs. 4 S. 2 WpÜG einzubeziehen. Das Gesetz verlange keinen Kausalzusammenhang zwischen dem dem Übertragungsantrag vorausgegangenem Angebotsverfahren und dem Erreichen der 95 %-Schwelle des § 39a Abs. 1 S. 1 WpÜG. Auf welche Art und Weise der Bieter die erforderliche Schwelle von 95 % nach Durchführung eines Angebotsverfahrens erlangt hat, ist danach also unerheblich. Dabei sollen für das Erreichen der 95 %-Schwelle auch Erwerbe vor dem formellen Angebotsverfahren erfasst sein, zumindest so lange ein solcher Erwerb noch nicht zur Erlangung einer Kontrolle des Bieters geführt hat. Der Senat folgt dieser Auffassung jedenfalls für den Fall eines engen zeitlichen Zusammenhangs eines dinglich noch nicht vollzogenen Vorerwerbs mit dem formellen Angebotsverfahren.

Zum anderen äußerte sich das OLG Frankfurt zur Angemessenheit der Abfindung im übernahmerechtlichen Ausschlussverfahren: Bei der Angemessenheitsvermutung des § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG, wonach die Gegenleistung des Übernahmeangebots als angemessene Abfindung anzusehen ist, wenn der Bieter 90 % des vom Angebots betroffenen Grundkapitals erworben hat („Markttest“), bestehe das Erfordernis einer kausalen Verknüpfung zwischen Erwerb und Angebot. Mit der Feststellung, dass für die angemessene Abfindung nicht auf § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG abgestellt werden kann, sei das Verfahren im übernahmerechtlichen Ausschlussverfahren nicht beendet. Zur Ermittlung der dann im übernahmerechtlichen Ausschlussverfahren zu bestimmenden angemessenen Abfindung sah der Senat im vorliegenden konkreten Einzelfall bei Würdigung aller Umstände keinen durchgreifenden Grund dafür, dass der um ca. 25 % höher als der nach § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung ermittelte Börsenkurs liegende Betrag nicht als angemessene Abfindung im Sinne von § 39a Abs. 1 S. 1 WpÜG zu qualifizieren sei.

Die Entscheidung des Senats, der für das übernahmerechtliche Ausschlussverfahren nach §§ 39a, 39b WpÜG das bundesweit einzige Rechtsmittelgericht ist, war von mehreren entscheidungserheblichen Fragen abhängig, die für eine Vielzahl von Fällen relevant sind und die bislang höchstrichterlich nicht beantwortet worden sind. Das gelte laut OLG Frankfurt insbesondere etwa für die Frage der Einbeziehung eines Vorerwerbs in die 95 %-Schwelle des § 39a Abs. 1 WpÜG, die Frage des Umfangs der Einbeziehung von Vorerwerben in den Markttest nach § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG, die Frage, ob und wie das Ausschlussverfahren fortzuführen ist, wenn der Markttest nicht greift (insbesondere wie im Fall der Fortführung die angemessene Abfindung zu bestimmen ist), die Frage, welche Folgen ein etwaiger zeitlicher Rechtsverlust nach § 20 Abs. 7 S. 1 AktG, § 44 Abs. 1 S. 1 WpHG für das Ausschlussverfahren hat, die Frage, ob das Gericht im Rahmen des übernahmerechtlichen Ausschlussverfahrens in jedem Einzelfall – also unabhängig davon, ob das Gericht hierzu ein tatsächliches Erfordernis sieht – für die Sicherheit der Leistung der Abfindung Sorge zu tragen hat sowie prozessrechtliche Fragen.

Auch wenn die Durchführung eines übernahmerechtlichen Squeeze-out in der Praxis sehr selten ist, darf die Entscheidung des Beschwerdegerichts im Sinne der Rechtsfortbildung mit Spannung erwartet werden.

LG Frankfurt a.M.: Nachzahlungsansprüche der Stada-Aktionäre aufgrund der Vereinbarungen der Bieter mit Elliott sind nicht verjährt

Im Zusammenhang mit der Stada-Übernahme durch die Private Equity-Investoren Bain und Cinven im Jahr 2017 hatten die Bieter mit dem Hedgefonds Elliott nach Erreichen der – zuvor reduzierten – Annahmeschwelle von 63 % innerhalb der gesetzlichen weiteren Annahmefrist eine Vereinbarung in Form eines Irrevocable Commitment geschlossen. In diesem verpflichtete sich Elliott, in der Stada-Hauptversammlung einem Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag zuzustimmen, sofern die Abfindung für die außenstehenden Aktionäre auf mindestens 74,40 EUR je Aktie festgelegt wird. Die Aktionäre, die das öffentliche Übernahmeangebot angenommen hatten, hatten als Gegenleistung nur 66,25 EUR erhalten.

Rechtlich stellte sich aus Sicht der Aktionäre, die im Rahmen eines Übernahmeangebots die deutlich niedrigere Gegenleistung erhalten hatten, die Frage, ob sie aufgrund des im WpÜG verankerten Gleichbehandlungsgrundsatzes für die Aktionäre einer Aktiengattung einen Nachzahlungsanspruch geltend machen konnten. Der BGH hatte hierzu im Mai 2023 geurteilt, dass die Vereinbarung eines Irrevocable Commitment als Vereinbarung i.S.d. § 31 Abs. 5 WpÜG zu qualifizieren sei und daher einen Nachzahlungsanspruch der klagenden Aktionäre bejaht.

Das Landgericht Frankfurt a.M. hat mit Urteil vom 10. April 2024 (Az. 3-05 O 532/23 sowie 3-05 O 572/23) entschieden, dass die Verjährungsfrist für Nachzahlungsansprüche weiterer Aktionäre erst im Jahr 2023 zu laufen begonnen habe und ihre Nachzahlungsansprüche gegen die Bieter im Stada-Übernahmeverfahren nicht verjährt seien. Die maßgebliche Verjährungsfrist habe – so das Landgericht - nicht mit Veröffentlichung der Pressemitteilung durch die Bieter und Elliott zu laufen begonnen, sondern erst im Mai 2023 mit Veröffentlichung der BGH-Entscheidung. Da die einzigen Informationen, die die Bieter sowie Elliott insoweit veröffentlicht hätten, zwei Pressemitteilungen waren, aus denen sich nicht ergeben habe, dass die Bieter mit Elliott einen rechtlich bindenden Vertrag abgeschlossen hatten, hätten die sonstigen Aktionäre – so das Landgericht - keine Kenntnis oder ein hinreichendes Kennenmüssen von einer Vereinbarung, die die Anforderungen des § 31 Abs. 6 WpÜG erfüllt. Ein Kennenmüssen der anspruchsbegründenden Tatsachen folge auch

nicht aus der Veröffentlichung des landgerichtlichen Urteils in einer juristischen Fachzeitschrift.

Des Weiteren bestehe laut Landgericht Frankfurt a.M. bei Klageerhebung von Aktionären ein Anspruch auf die Rechtshängigkeitszinsen; die hierfür maßgebliche Frist beginnt mit Zustellung der Klage. Ein darüber hinausgehender Anspruch aus § 38 WpÜG analog, der sich auf Pflichtangebote bezieht, scheide mangels planwidriger Regelungslücke aus.

Die Entscheidung des Landgerichts ist nicht rechtskräftig.

Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Bestimmung der Angemessenheit der Abfindung der außenstehenden Aktionäre bei Strukturmaßnahmen nach einer Übernahme

Viele Bieter streben nach Abschluss eines übernahmerechtlichen Verfahrens den Abschluss eines Beherrschungs- (und Gewinnabführungs-)Vertrages (BGAV) oder einen Squeeze-out an. Bei diesen Strukturmaßnahmen ist den Aktionären grundsätzlich eine Abfindung in Aktien zu gewähren.

Aktionären können die Überprüfung der Höhe der Abfindung im Spruchverfahren beantragen. Insoweit ist von Bedeutung, dass der BGH im Januar 2024 erneut die Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Bestimmung der Angemessenheit der Abfindung der außenstehenden Aktionäre beim BGAV bestätigt hat. Der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft sei grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmens- und Beteiligungswerts eines außenstehenden Aktionärs im Rahmen des § 305 AktG. Der Börsenwert einer Gesellschaft sei grundsätzlich geeignet, sowohl deren bisherige Ertragslage als auch deren künftige Ertragsaussichten im Einzelfall hinreichend abzubilden und könne daher Grundlage für den gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG zu bestimmenden angemessenen festen Ausgleich sein (Beschl. v. 31.01.2024, Az. II ZB 5/22, Bestätigung BGH, Beschl. v. 21.02.2023, Az. II ZB 12/21).

Ähnlich haben sowohl das OLG Karlsruhe (Beschl. v. 16. April 2024, Az. 12 W 27/23) als auch das OLG Frankfurt (Beschl. v. 9. Februar 2024, Az. 21 W 129/22) zur Bestimmung der angemessenen Abfindung beim Squeeze-out entschieden.

Grundsätzlich dürfte für Bieter die inzwischen mehrfach bestätigte Relevanz des Börsenkurses für die Bestimmung des Abfindungspreises eine willkommene

Klarstellung sein und das Risiko von Spruchverfahren deutlich reduzieren. Bisher bestehende Arbitragemöglichkeiten von Aktionären bei den einem Übernahmeverfahren folgenden Integrationsmaßnahmen dürften hierdurch eingeschränkt werden.

Ausblick

Mit der Übernahme von ABOUT YOU durch Zalando startet das Jahr 2025 mit einer ersten Transaktion mit einem Transaktionsvolumen > 1 Mrd. EUR. Mit Spannung dürfte zudem verfolgt werden, wie es mit der Übernahmeankündigung der TSR Recycling und Papenburg in Sachen Salzgitter weitergeht.

Zum Jahresbeginn 2025 stand in der Presse erneut die eine mögliche Übernahme der Commerzbank durch die

UniCredit im Fokus, nachdem die Unicredit kurz vor Jahresende 2024 ihre Beteiligung nochmals aufgestockt hatte.

Gleichwohl bleibt die weitere Entwicklung des Marktes für die Übernahme börsennotierter Unternehmen im Jahr 2025 schwer vorherzusehen. Der DAX 40 erreichte bereits im Januar 2025 neue Höchststände. Inwieweit die hohen Übernahmepreise potenzielle Bieter abzuschrecken vermögen, bleibt noch abzuwarten.

Auf legislativer Ebene wird sicherlich interessant zu beobachten sein, ob neue übernahmerechtliche Gesetzesvorhaben weiterverfolgt und die bestehenden WpHG-Meldeswellen tatsächlich kritisch überprüft werden und ob es zu einer Verkürzung der Meldepflichten kommen wird.

Ihre Ansprechpartner

Dr. Stefan Bressler

Partner, Hamburg

E stefan.bressler@whitecase.com

Thilo Diehl

Partner, Frankfurt

E thilo.diehl@whitecase.com

Dr. Jan Ole Eichstädt,

Partner, Frankfurt

E jan.ole.eichstaedt@whitecase.com

Carola Glasauer

Partner, Frankfurt

E carola.glasauer@whitecase.com

Dr. Thyl Haßler

Partner, Düsseldorf

E thyl.hassler@whitecase.com

Dr. Tobias Heinrich

Partner, Frankfurt

E theinrich@whitecase.com

Dr. Stefan Koch

Partner, Frankfurt

E skoch@whitecase.com

Dr. Alexander Kiefner

Partner, Frankfurt

E akiefner@whitecase.com

Prof. Dr. Roger Kiem

Partner, Frankfurt

E roger.kiem@whitecase.com

Dr. Julia Sitter

Partner, Frankfurt

E julia.sitter@whitecase.com

Dr. Hans-Georg Schulze

Partner, Berlin

E hans.georg.schulze@whitecase.com

Tomislav Vrabec

Partner, Frankfurt

E tomislav.vrabec@whitecase.com

Ingrid Wijnmalen

Partner, Frankfurt

E ingrid.wijnmalen@whitecase.com

Dr. Timo Lockemann

Local Partner, Frankfurt

E timo.lockemann@whitecase.com

Frederic Wünsche

Local Partner, Frankfurt

E frederic.wuensche@whitecase.com

Sabine Küper

Professional Support Counsel, Frankfurt

E sabine.kueper@whitecase.com

Büros

Berlin

White & Case LLP

John F. Kennedy-Haus

Rahel Hirsch-Straße 10

10557 Berlin

T +49 30 880911 0

Düsseldorf

White & Case LLP

Graf-Adolf-Platz 15

40213 Düsseldorf

T +49 211 49195 0

Frankfurt

White & Case LLP

Bockenheimer Landstraße 20

60323 Frankfurt am Main

T +49 69 29994 0

Hamburg

White & Case LLP

Valentinskamp 70 /

EMPORIO 20355 Hamburg

T +49 40 35005 0

whitecase.com

In this publication, White & Case means the international legal practice comprising White & Case LLP, a New York State registered limited liability partnership, White & Case LLP, a limited liability partnership incorporated under English law, and all other affiliated partnerships, companies and entities. This publication is prepared for the general information of our clients and other interested persons. It is not, and does not attempt to be, comprehensive in nature. Due to the general nature of its content, it should not be regarded as legal advice.

Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.

© 2025 White & Case LLP