

Public M&A Report 01/2025

# Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen im Jahr 2024

von Dr. Volker Land und Dr. Stephan Schulz, Hamburg

# Editorial

## Ein bemerkenswertes Jahr voll komplexer Dynamiken

Liebe Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen den Public M&A Report 01/2025 präsentieren zu dürfen.

Das Jahr 2024 war für den deutschen Markt für öffentliche Übernahmen bemerkenswert und voller komplexer Dynamiken.

Die Zahl der Transaktionen war auffallend hoch und erreichte mit 32 Angeboten beinahe den Rekordwert von 2021. Das Marktvolumen belief sich auf EUR 44,11 Mrd., was im Mehrjahresvergleich einen mittleren Wert darstellt. Diese Entwicklung des Gesamtmarkts spiegelt sich im Large-Cap-Segment wider, wo zwar viele (11) Transaktionen zu verzeichnen waren. Gleichzeitig war deren durchschnittliches Volumen aber so niedrig wie seit 2020 nicht mehr. 14 Angebote im Volumen von unter EUR 100 Mio. zeigen, dass die Marktteilnehmer im Small-Cap-Segment im Jahr 2024 sehr aktiv waren.

Für den deutschen M&A-Markt 2025 wird ein steigendes Maß an Aktivitäten erwartet. Wir gehen davon aus, dass dies auch auf den Markt für

öffentliche Übernahmen zutrifft. Das für Public M&A relevante regulatorische Umfeld hat im vergangenen Jahr keine wesentlichen Änderungen erfahren. Ob die von der Ampel-Koalition im Zukunftsfinanzierungsgesetz II geplanten Anpassungen beim Delisting von der nächsten Bundesregierung aufgegriffen werden, bleibt abzuwarten. Der Trend zum Delisting wird sich unseres Erachtens aber ungeachtet dessen fortsetzen.

Wir gehen daher davon aus, dass sich das Marktvolumen im Jahr 2025 leicht nach oben bewegen wird (ca. EUR 50 bis 65 Mrd.). Die Zahl der Transaktionen wird voraussichtlich zurückgehen, allerdings vor allem in den unteren Marktsegmenten, sodass mit einem höheren Volumen pro Transaktion zu rechnen ist.

Zwei Autoren konnten wir für Fokusbeiträge in diesem Public M&A Report 01/2025 gewinnen:

Philip Schmoll beschäftigt sich mit „Übernahmen von Emittenten im Freiverkehr“. Diesem Thema wird unse-

rer Meinung nach zu wenig Aufmerksamkeit gewidmet, obwohl es eine erhebliche wirtschaftliche Bedeutung hat. Im Freiverkehr gelten die strengen Regeln des WpÜG nicht, sodass sich dort aufgrund von Zweckmäßigkeitswägungen eigenständige Usancen für öffentliche Angebote herausgebildet haben. Diese betrachtet Philip Schmoll in seinem Beitrag näher.

Jörg-Peter Kraack stellt in seinem Beitrag zum Thema „Ist die Stimmrechtszurechnung des Acting in Concert europarechtswidrig?“ die jüngst veröffentlichte Vorlageentscheidung des BGH vom 22.10.2024 vor. Darin hat das oberste deutsche Zivilgericht dem Europäischen Gerichtshof die Frage zur Entscheidung vorgelegt, ob die Wertpapierhandelsrechtlichen Regelungen zum Acting in Concert (§ 34 Abs. 2 WpHG) europarechtskonform sind. Inhaltlich kann die Frage aufgrund eines geteilten Meinungsbildes im Schrifttum als offen bezeichnet werden. Da in § 30 Abs. 2 WpÜG eine Parallelvorschrift enthalten ist, liegen die möglichen Auswirkungen eines Verdikts aus

Luxemburg auf die Übernahmerechtliche Praxis in Deutschland auf der Hand. Was in dieser Hinsicht auf uns zukommen könnte, beleuchtet Jörg-Peter Kraack in seinem Beitrag.

Unser Dank gilt allen Kolleginnen und Kollegen bei Noerr, die an der Erstellung und Gestaltung des Noerr Public M&A Reports 01/2025 beteiligt waren, namentlich Philip Schmoll für die Erstellung des Abschnitts zu den begründeten Stellungnahmen und Bastian Stromann für die Unterstützung bei der redaktionellen Vorbereitung.

Viel Vergnügen beim Lesen des Public M&A Reports 01/2025 wünschen Ihnen Dr. Volker Land und Dr. Stephan Schulz.



**Dr. Volker Land**



**Dr. Stephan Schulz**

# Highlights

## Deutlich mehr Transaktionen bei niedrigerem Durchschnittsvolumen

Mit 32 Angeboten erreichte die Zahl von öffentlichen Übernahmeangeboten im Jahr 2024 beinahe den Wert des Rekordjahres 2021 (33 Angebote). Damit stieg die Gesamtanzahl der Angebote nach dem Negativjahr 2022 (18 Angebote) und dem Erholungsjahr 2023 (21 Angebote) deutlich an. Trotz der stark gestiegenen Anzahl von Transaktionen lag das Gesamtangebotsvolumen des Jahres 2024 in Höhe von EUR 40,11 Mrd. (ausgedrückt in der Marktkapitalisierung zum Angebotspreis – „MKA“) im Vergleich zum Vorjahreszeitraum nur 2,22% über dem Vorjahreswert von EUR 39,24 Mrd. Damit sank das durchschnittliche Angebotsvolumen je Angebot, das 2023 noch bei EUR 1,86 Mrd. gelegen hatte, um 32,80% auf EUR 1,25 Mrd. im Jahr 2024.

## Nochmals verstärkter Delisting-Trend

Die bereits in den Vorjahren beobachtete hohe Anzahl von reinen und kombinierten Delisting-Angeboten stieg noch einmal deutlich im Vergleich zum Jahr 2023 von acht auf 20 an. Insgesamt lag daher fast zwei Dritteln aller Angebote des Jahres 2024 eine Delisting-Konstellation zugrunde, während dies im Jahr 2023 nur bei 38,10% der Angebote der Fall gewesen war. Hingegen sank der Anteil der Übernahmeangebote an der Gesamtangebotsanzahl von 42,86% im Jahr 2023 auf 37,50%. Insofern schreibt sich der in den 2020er-Jahren beobachtete Trend weg von Übernahme- hin zu Delisting-Angeboten fort.

## Hohe Anzahl von Small- und Large-Cap-Transaktionen

Im Jahr 2024 wurden elf Angebote (davon sechs Delisting-Angebote) im Large-Cap-Segment (Angebotsvolumen oberhalb von EUR 1 Mrd.) abgegeben, was eine merkliche Steigerung im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (sieben Large-Cap-Angebote) darstellt. Jedoch markierte das durchschnittliche Angebotsvolumen dieser Transaktionen mit EUR 3,43 Mrd. den niedrigsten Wert seit dem Jahr 2020. Erheblich verstärkte Marktaktivitäten ließen sich im Small-Cap-Segment beobachten. 2024 wandten sich Bieter in 14 Fällen mit Angeboten im Volumen von jeweils unter EUR 100 Mio. an die Zielgesellschaftsaktionäre. 2023 waren lediglich vier Small-Cap-Angebote zu verzeichnen gewesen. Das durchschnittliche Angebotsvolumen stieg hierbei von EUR 22,13 Mio. im Vorjahr auf EUR 31,15 Mio. im Jahr 2024. Während im Vorjahr fast jedes zweite Angebot dem Mid-Cap-Segment zuzuordnen war, lagen im Jahr 2024 hingegen nur noch sieben der 32 Angebote in der Spanne zwischen EUR 100 Mio. und 1 Mrd.

## Stagnation der durchschnittlich gezahlten Prämien

Der durchschnittlich gezahlte Aufschlag auf die jeweiligen volumengewichteten Durchschnittskurse der Aktien, die Gegenstand der untersuchten Angebote waren, ist in der Gesamtschau aller Angebotsarten im Vergleich zum Vorjahr um etwa 1,3 Prozentpunkte von 18,20% auf 19,54% gestiegen. Die im Rahmen von Übernahmeangeboten gezahlte Durchschnittsprämie lag mit 31,17 % ebenfalls knapp über dem Wert des Vorjahres, in dem die Bieter im Mittel noch eine Kontrollprämie in Höhe von 29,59 % angeboten hatten.

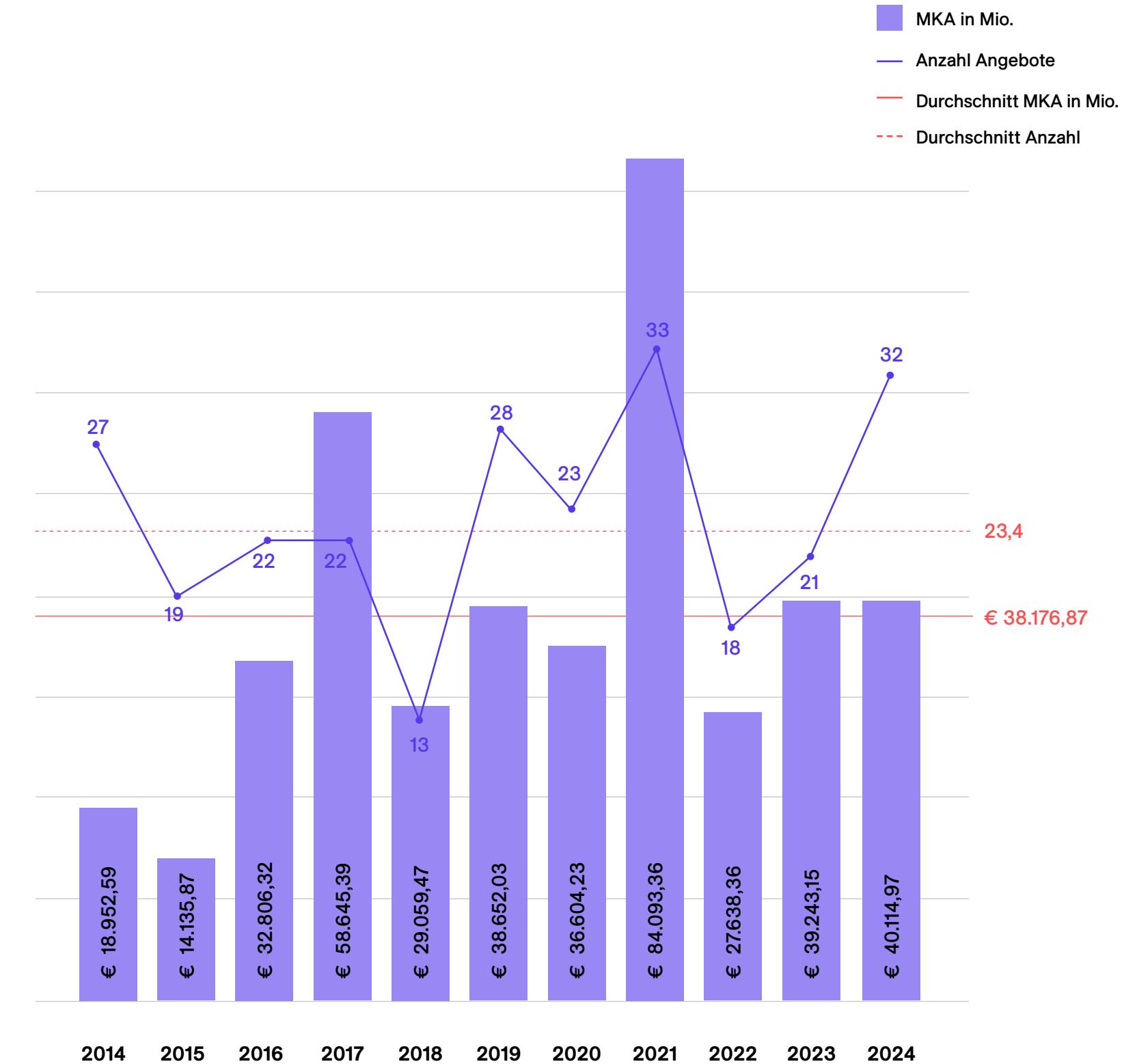


Abb. 1: Anzahl und Volumen von Angeboten seit 2014

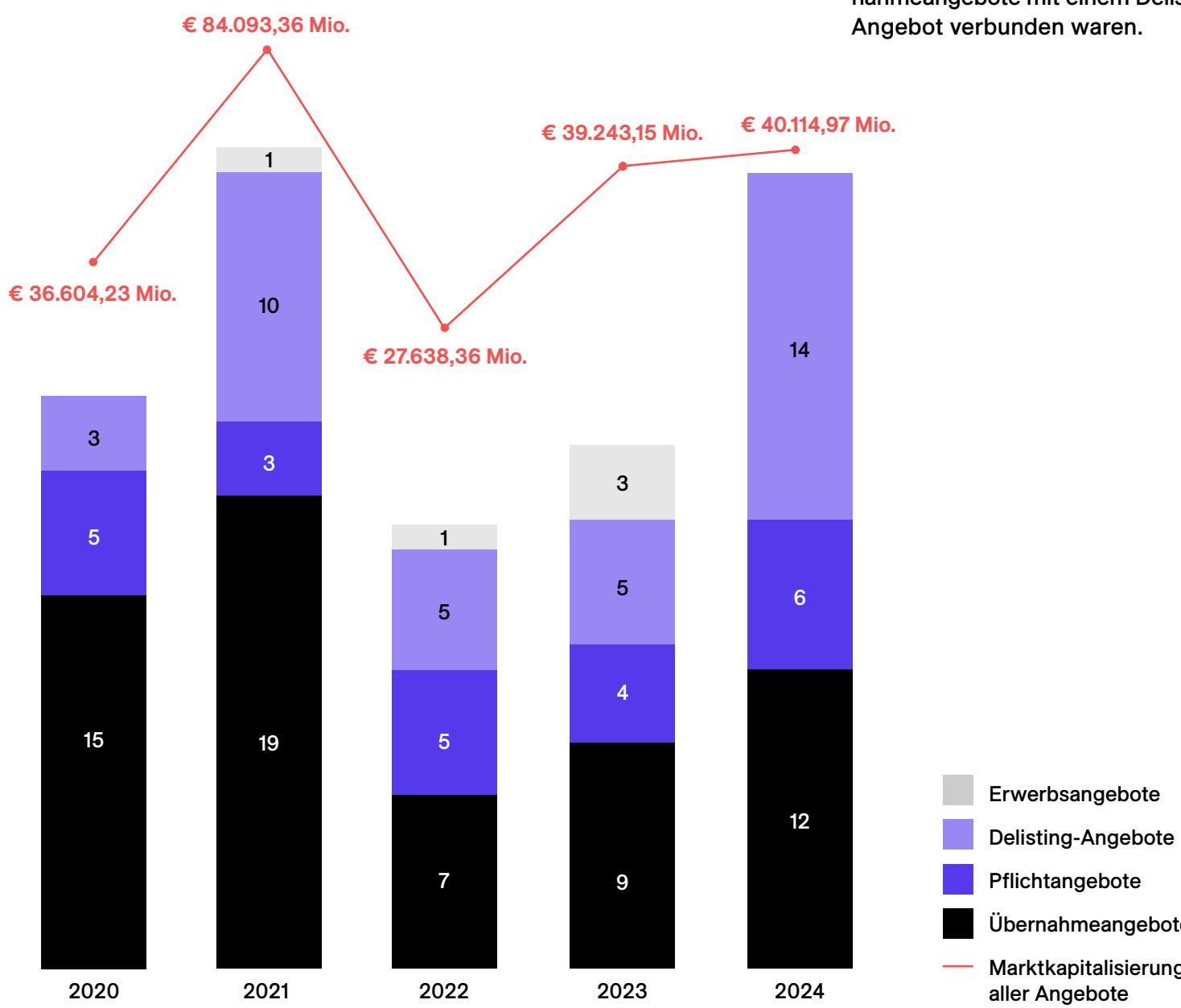
Quelle: Noerr Research

# Marktüberblick

## Anzahl und Volumen von Angeboten

Die Zahlen der Transaktionen und der Übernahmeangebote steigen das zweite Jahr in Folge an. Die bereits seit dem Jahr 2022 beobachtete Markterholung setzte sich damit fort. Die Vielzahl von Delisting-Angeboten zeigt, dass an der Börse weiterhin eine Marktbereinigung stattfindet.

Im Jahr 2024 billigte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) insgesamt 32 öffentliche Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“). Diese Angebote betrafen Zielgesellschaften mit



einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („MKA“) von insgesamt EUR 40.114,97 Mio. Die 32 Transaktionen setzten sich aus 14 Delisting-Erwerbsangeboten, sechs Pflichtangeboten und zwölf Übernahmeangeboten zusammen, wobei zwei Pflichtangebote und vier Übernahmeangebote mit einem Delisting-Angebot verbunden waren.

Die Zahl der Transaktionen im deutschen Markt für öffentliche Übernahmen stieg im Jahr 2024 mit 32 gebilligten und veröffentlichten Angeboten im Vergleich zum Jahr 2023, in dem 21 Offerten veröffentlicht worden waren, deutlich um ca. 52,38 %. Im seit 2014 beobachteten Zeitraum waren nur im Rekordjahr 2021 (33 Angebote) mehr Angebote zu verzeichnen. Trotz der signifikant höheren Zahl von Angeboten im Vergleich zum Vorjahr stieg das Gesamtangebotsvolumen (ausgedrückt in der MKA) nur minimal von EUR 39,24 Mrd. im Jahr 2023 auf EUR 40,11 Mrd. im Jahr 2024. Dies entspricht einem prozentualen Zuwachs von 2,22 %. Das Gesamtangebotsvolumen im Jahr 2024 markiert den dritthöchsten Wert der seit 2014 verzeichneten Gesamtangebotsvolumina. Nur die Ausnahmejahre 2017 und 2021 verzeichneten höhere Werte (EUR 58,65 Mrd. bzw. EUR 84,09 Mrd.). Allerdings entsprach das Gesamtangebotsvolumen im Jahr 2024 in etwa dem Durchschnitt aller Jahresvolumina (seit 2014) von EUR 38,18 Mrd.

Diese deutliche Steigerung der Gesamtangebotsanzahl im Vergleich zum Vorjahr beruht vor allem auf dem starken Anstieg der Anzahl an Delisting-Angeboten von acht (fünf reinen und drei kombinierte) im Jahr 2023 auf 20 (14 reine und sechs kombinierte) im Jahr 2024. Dies bedeutete einen Anstieg der Delisting-Angebote im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 150 %. Damit setzt sich der bereits seit 2020 be-

obachtete Trend zum Delisting als Ziel öffentlicher Angebote fort. Bis 2020 lag der Anteil von Angeboten, die ausschließlich oder auch auf ein Delisting abzielten, an der Gesamtzahl der gebilligten und veröffentlichten Offerten stets unter 20 %. Im Jahr 2024 lag demgegenüber bei 62,50 % der Angebote eine Delisting-Konstellation zugrunde. Dies markiert einen neuen Höchstwert, der zuvor bei 45,45 % (2021) lag und auch in den Jahren 2022 (38,89 %) und 2023 (38,10 %) nicht erreicht worden war.

Erstmals seit 2020 war im Jahr 2024 kein einfaches Erwerbsangebot, das nicht auch ein Delisting-Angebot darstellte, zu verzeichnen. Die Anzahl an Pflichtangeboten stieg im Jahr 2024 im Vergleich zum Vorjahr von vier auf sechs an, doch bewegte sich deren Anteil an allen Angebotsarten mit 18,75 % im Jahr 2024 auf dem Niveau von 2023 (19,05 %).

Die Anzahl von reinen, nicht mit einem Delisting kombinierten Übernahmeangeboten stieg abermals im Vergleich zum Vorjahr an. Während im Jahr 2023 noch sieben Übernahmeangebote (Anteil an der Angebotsgesamtzahl: 33,33 %) zu verzeichnen waren, wurden im Jahr 2024 acht abgeben, was einem Anteil an der Angebotsgesamtzahl von 25,00 % entspricht. Historisch betrachtet befand sich die Anzahl der Übernahmeangebote im Jahr 2024 nach wie vor auf einem vergleichsweise niedrigen Stand. Seit 2014 waren nur im Jahr 2023 mit sieben und

in den Jahren 2018 und 2022 mit je fünf Übernahmeangeboten weniger derartige Offerten zu beobachten. Ansonsten waren stets Übernahmeangebote im höheren zweistelligen Bereich zu verzeichnen (mindestens 14 Übernahmeangebote).

Dass trotz der deutlich gestiegenen Gesamtangebotszahl das Gesamtangebotsvolumen beinahe stagnierte, ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass im Jahr 2024 mit 43,75 % fast jedes zweite Angebot dem Small-Cap-Segment zuzuordnen war (Vorjahr: 19,05 %). Vor dem Hintergrund, dass das Small-Cap-Segment im Jahr 2024 nur einen marginalen Teil in Höhe von 1,09 % des Gesamtangebotsvolumens ausmachte, wirkte sich der Anstieg der Anzahl von Angeboten in diesem Segment kaum auf das Gesamtangebotsvolumen aus. Durchschnittlich wurden die Zielgesellschaften daher im Jahr 2024 mit EUR 1,25 Mrd. bewertet, während dieser Wert 2023 noch bei EUR 1,86 Mrd. gelegen hatte.

Abb. 2: Anzahl, Art und Volumen von Angeboten

## Entwicklung in den Segmenten (Large Cap, Mid Cap und Small Cap)

Viele Large-Cap-Transaktionen mit einem vergleichsweise niedrigen durchschnittlichen Angebotsvolumen prägten den Markt im Jahr 2024. Im Mid-Cap-Bereich herrschte sehr wenig Aktivität, während im Small-Cap-Segment zahlreiche Transaktionen bei durchschnittlichen Angebotsvolumina beobachtet werden konnten.

Im Einzelnen stellt sich die Entwicklung der durchschnittlichen MKA in den einzelnen Segmenten wie folgt dar:

Durchschnittliche Marktkapitalisierung  
zum Angebotspreis

- 2020
- 2021
- 2022
- 2023
- 2024
- Zahl der Angebote

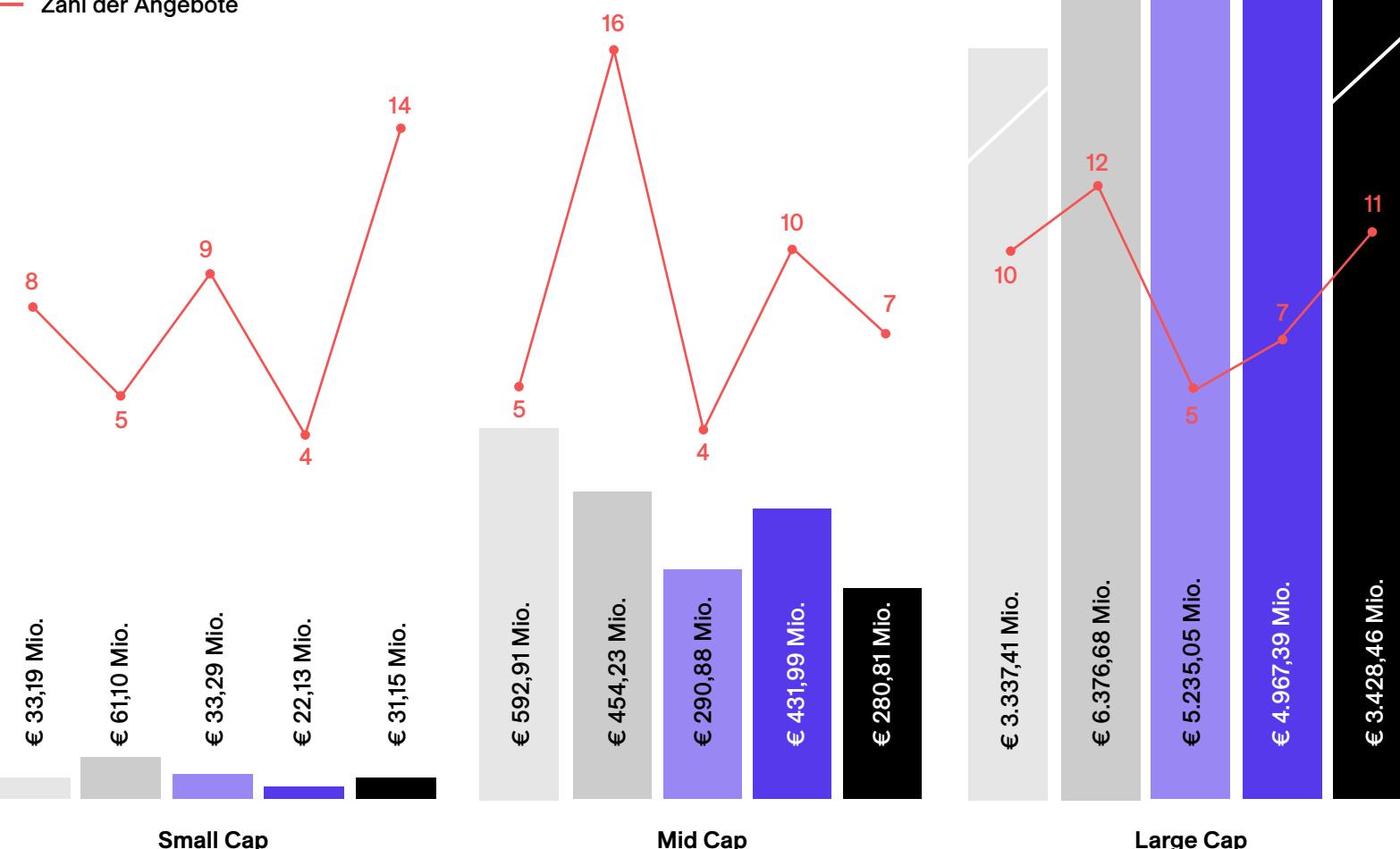


Abb. 3: Entwicklung in den Segmenten

Quelle: Noerr Research

Small Cap (MKA der Zielgesellschaft < EUR 100 Mio.)

Mid Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 100 Mio. und < EUR 1.000 Mio.)

Large Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 1.000 Mio.)

Elf öffentliche Angebote waren dem Large-Cap-Segment zuzuordnen. Dies entspricht einer Steigerung von 57,14% im Vergleich zum Vorjahr (2023: sieben Large-Cap-Angebote). Der Anteil der Large-Cap-Transaktionen im Jahr 2024 an der Gesamttransaktionszahl lag mit 34,38% über den entsprechenden Durchschnittswerten für das Jahr 2023 (33,33%) und den Zeitraum von 2014 bis 2023 (27,05%).

Das durchschnittliche Angebotsvolumen im Large-Cap-Segment betrug im Jahr 2024 EUR 3.428,46 Mio. Es sank im Vergleich zu 2023 (EUR 4.967,39 Mio.) deutlich um 30,98% und damit das dritte Jahr in Folge. Zudem weist der Durchschnittswert des Jahres 2024 einen beträchtlichen Abstand zum jährlichen Durchschnittswert seit 2014 (Beginn unserer Datenerhebung) in Höhe von EUR 5.851,48 Mio. auf. Das niedrige durchschnittliche Large-Cap-Angebotsvolumen im Jahr 2024 ist auch darauf zurückzuführen, dass die Anzahl der Transaktionen in diesem Segment (2024: elf) im Vergleich zu den Vorjahren (2023: sieben; 2022: fünf) gestiegen ist, sodass die volumenmäßig größte Transaktion im Jahr 2024, das öffentliche Übernahmeverbot ADNOC International Germany Holding AG an die Aktionäre der Covestro AG (EUR 11.718,00 Mio.), den Durchschnitt nicht in dem gleichen Maße anheben konnte wie die volumenmäßig größten Transaktionen der Vorjahre, namentlich die Angebote der Oak Holdings GmbH an die Aktionäre der Vantage Towers AG (Delisting-Angebot 2023 und Übernahmeverbot 2022).

Nachdem das Mid-Cap-Segment im Jahr 2023 vergleichsweise stark gewesen war ([Noerr Public M&A-Report 01/2024](#)), fielen sowohl die Transaktionszahl als auch das Transaktionsvolumen im Vergleich zum Vorjahr ab. Die Zahl der öffentlichen Angebote in diesem Segment sank von zehn im Vorjahr um 30% auf sieben im Jahr 2024, während sich das durchschnittliche Angebotsvolumen deutlich von EUR 431,99 Mio. um 35,00% auf EUR 280,81 Mio. reduzierte. Dadurch kam es auch zu einer erheblichen Verringerung des Gesamtangebotsvolumens im Mid-Cap-Markt: Während es sich von 2022 auf 2023 noch von EUR 1.163,51 Mio. auf EUR 4.319,93 Mio. knapp vervierfacht hatte, sank es von 2023 auf 2024 um 54,00% auf EUR 1.965,67 Mio. Damit lag das Gesamtangebotsvolumen im Mid-Cap-Segment im Jahr 2024 deutlich unter dem Wert des Rekordjahres 2021 (EUR 7.267,68 Mio.), in dem jedoch auch noch 16 Angebote in diesem Segment veröffentlicht worden waren.

Im Gegensatz zum Mid-Cap-Segment hat sich die Transaktionszahl im Small-Cap-Segment im Jahr 2024 mit 14 Angeboten im Vergleich zum Jahr 2023 (vier) mehr als verdreifacht, dies markiert den mit Abstand höchsten Wert der letzten Jahre. Auch das durchschnittliche Angebotsvolumen in diesem Segment stieg von EUR 22,13 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 31,15 Mio. im Jahr 2024 an (plus 40,76%) und befand sich damit in etwa auf dem Niveau der Jahre 2020 und 2022. Mit der stark gesteigerten Transaktionszahl bei zugleich erhöhten durchschnittlichen Angebotsvolumina im Vergleich zu 2023 ging ein besonders starker Anstieg des Gesamtangebotsvolumens im Small-Cap-Segment von EUR 88,52 Mio. im Jahr 2023 auf beinahe das Fünffache mit EUR 436,04 Mio. im Jahr 2024 einher.

Fünf der sieben Angebote im Mid-Cap-Segment waren Delisting-Angebote, was einem Anteil von 71,43% entspricht. Dies geht deutlich über die Anteile von Delisting-Angeboten im Small-Cap- (64,29%) und im Large-Cap-Segment (54,55%) hinaus.



## Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Die elf Angebote im Large-Cap-Segment machten mit einem gemeinsamen Angebotsvolumen von EUR 37.713,02 Mio. 94,01% des Gesamtangebotsvolumens im Markt der öffentlichen Übernahmen des Jahres 2024 (EUR 40.114,73 Mio.) aus.

Bei den Offerten im Large-Cap-Segment stach das öffentliche Übernahmeangebot der ADNOC International Germany Holding AG an die Aktionäre der Covestro AG (EUR 11.718,00 Mio.) heraus. Diese Offerte machte 31,07% des Gesamtangebotsvolumens im Large-Cap-Segment und 29,21% des Gesamtangebotsvolumens aller Angebote des Jahres 2024 aus. Damit wirkte es sich im Aggregat weniger stark aus als die volumenmäßig größten Angebote der Vorjahre: Im Jahr 2023 machte das wichtigste Angebot noch 46,48% (Anteil am Large-Cap-Segment) bzw. 41,26% (Gesamtangebotsvolumen) aus. 2022 hatten diese Werte sogar noch bei 61,83% bzw. 58,56% gelegen. Im Vergleich zum Vorjahr, in dem die drei größten Transaktionen auf ein gemeinsames Angebotsvolumen von EUR 26,94 Mrd. kamen, ergibt sich für dieselbe Vergleichsgruppe im Jahr 2024 ein gemeinsames Angebotsvolumen von nur EUR 21,54 Mrd. Im Vergleich zu den Vorjahren fällt jedoch auf, dass das Jahr 2024 deutlich mehr Large-Cap-Angebote mit einem Angebotsvolumen von über EUR 2 Mrd. aufwies (acht statt fünf 2023 und zwei 2022).

Hervorzuheben ist, dass im Large-Cap-Segment innerhalb des Jahres 2024 zwei Angebote mit jeweils denselben Bietern und Zielgesellschaften erfolgten. So veröffentlichte die Elbe BidCo AG am 24.4.2024 zunächst ein Übernahme- und sodann am 23.12.2024 ein Delisting-Erwerbsangebot an die Aktionäre der ENCAVIS AG.



Die Novartis BidCo AG wandte sich ebenfalls erst mit einem Übernahmeangebot und anschließend mit einem Delisting-Erwerbsangebot an die Aktionäre der MorphoSys AG. Bereinigte man die Statistik um jeweils eines der erfolgten Angebote, würde sich der Anteil des Large-Cap-Segments am Gesamtangebotsvolumen im Übernahmemarkt des Jahres 2024 von 94,75% auf ca. 81,23% reduzieren.

Im Jahr 2024 waren darüber hinaus weitere Delisting-Folgeangebote von Transaktionen aus dem Vorjahr zu verzeichnen, allen voran das Delisting-Erwerbsangebot der Telefónica Local Services GmbH an die Aktionäre der Telefónica Deutschland Holding AG im Nachgang zum 2023 erfolgten einfachen Erwerbsangebot. Im Mid-Cap-Segment folgte innerhalb des Jahres 2024 ein Delisting-Angebot der Ventrifossa BidCo AG auf das vorgesetzte Übernahmeangebot an die Aktionäre der STEMMER IMAGING AG.

Die folgende Grafik zeigt die Anteile der Large-Cap-Transaktionen der Jahre 2023 und 2024 am jeweiligen Gesamtangebotsvolumen des Jahres (ausgedrückt in der MKA):

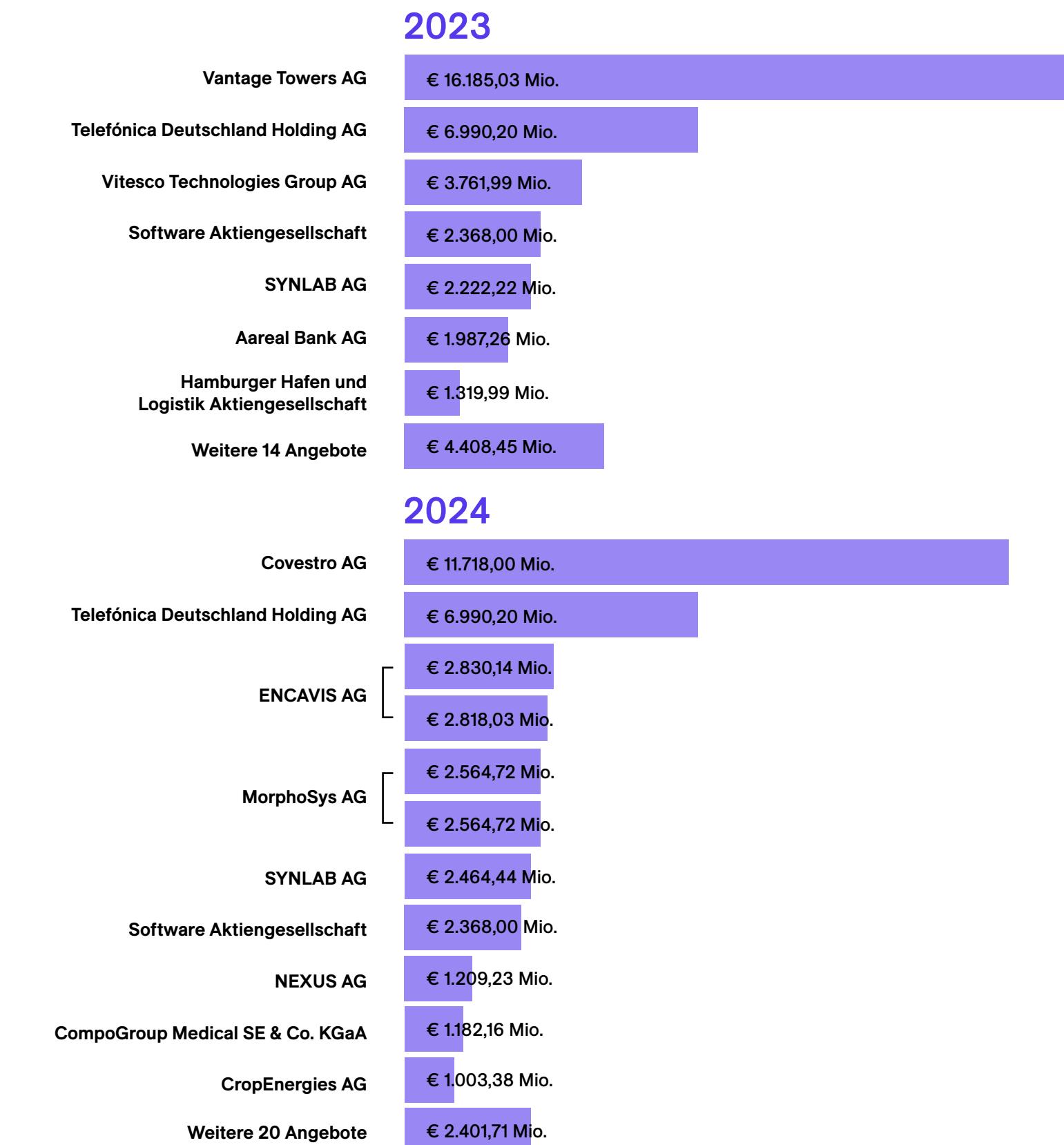


Abb. 4: Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Quelle: Noerr Research

## Prämienhöhe

**Im Jahr 2024 zeigten sich weder im Gesamtmarkt (alle Angebotsarten) noch bezogen auf Übernahmeangebote wesentliche Veränderungen der durchschnittlich gezahlten Prämien im Vergleich zum Vorjahr. Vermehrt waren jedoch, insbesondere bei Delisting-Angeboten, prämienlose Angebote zu beobachten.**

2024 betrug die Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten (bzw. sechs Monaten bei Delisting-Angeboten) vor Bekanntgabe des Angebots durch den Bieter („3-Monats-VWAP“ bzw. „6-Monats-VWAP“) durchschnittlich 19,54%.

Dabei sind fünf Angebote unberücksichtigt geblieben, weil die BaFin bei diesen den 3-Monats-VWAP bzw. 6-Monats-VWAP nicht ermitteln konnte. Dies ist dann der Fall, wenn die BaFin für die vom Angebot betroffenen Aktien im maßgeblichen 3- bzw. 6-Monats-Zeitraum an weniger als einem Drittel der Börsentage den Börsenkurs feststellen kann und hintereinander mindestens zwei Kurssprünge oberhalb von 5% verzeichnet. Im Jahr 2024 betraf dies das Pflichtangebot der Technology Center Holding GmbH und der Enapter AG an die Aktionäre der MARNA Beteiligungen AG, das Pflichtangebot der Rostra Holding Pte. Ltd. an die Aktionäre der Decheng Technology AG, das Übernahmeangebot der Ipsos DACH Holding AG an die Aktionäre der infas Holding AG, das Pflicht- und Delisting-Angebot der Linus Holding GmbH an die Aktionäre der Linus Digital Finance AG sowie das Delisting-Angebot der Bietergemeinschaft um die CHAPTERS Group AG an die Aktionäre der MedNation AG. Zudem wurden hinsichtlich des Übernahme- bzw. des nachfolgenden Delisting-Angebots der Novartis BidCo GmbH an die Aktionäre der MorphoSys AG nur die Prämien auf den 3-Monats-VWAP bzw. 6-Monats-VWAP der börsennotierten MorphoSys-Aktien und nicht auch die American Depository Shares, die MorphoSys-Aktien repräsentieren, berücksichtigt.

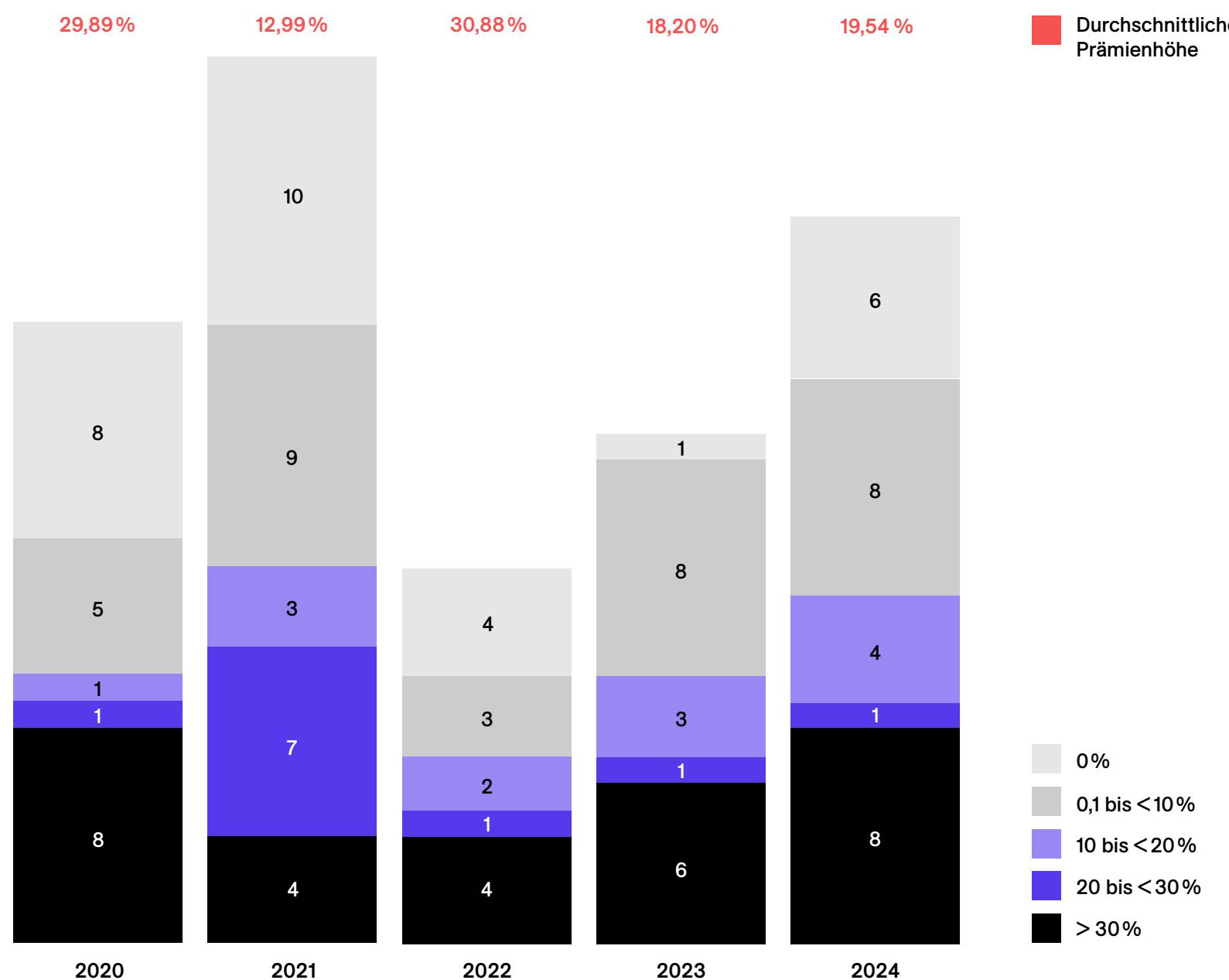
Die höchste Prämie bot die Novartis BidCo AG den Aktionären der MorphoSys AG im Rahmen des Übernahmeangebots an, bei dem sie einen Aufschlag in Höhe von 136,11% auf den 3-Monats-VWAP vornahm. Bei der Ermittlung des Angebotspreises berücksichtigte die Novartis BidCo AG insbesondere die historischen Börsenkurse der MorphoSys-Aktie sowie Empfehlungen von Finanzanalysten hinsichtlich des Kursziels. Der Angebotspreis war ferner das Ergebnis von Verhandlungen mit der MorphoSys AG. Auf diesen Ausreißer nach oben folgte mit 51,20% der Aufschlag, den die SCUR-Alpha 269 GmbH (nunmehr: Caesar BidCo GmbH) – eine Gesellschaft, hinter der der Private-Equity-Investor CVC steht – den Aktionären der CompuGroup Medical SE & Co. KGaA anbot.

Sechs Angebote, bei denen es sich allesamt um (kombinierte) Delisting-Angebote handelte, sahen überhaupt keine Prämien auf den volumengewichteten Durchschnittskurs vor. Dies betraf die Angebote der Acme42 GmbH an die Aktionäre der InVision Aktiengesellschaft, der HY Beteiligungs GmbH an die Aktionäre der HanseYachts AG, der Ephios BidCo GmbH an die Aktionäre der SYNLAB AG, der Haron Holdings S.A. an die Aktionäre der DFV Deutsche Familienversicherung AG, der TLG IMMOBILIEN AG an die Aktionäre der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft und der UK Media Invest GmbH an die Aktionäre der Klassik Radio AG. 2023 war lediglich in einem Fall gar keine Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs gezahlt worden.



Die durchschnittliche Prämienhöhe lag im Jahr 2024 mit 19,54% etwas über der des Vorjahres (2023: 18,20%). Acht Angebote waren in der höchsten Prämienklasse von mehr als 30% zu verzeichnen. 2023 waren es noch sechs und in den Jahren 2022 sowie 2021 noch jeweils vier gewesen. Betrachtet man die Gesamtzahl aller Angebote mit Prämien über 20%, ist für 2024 mit neun Angeboten in dieser Kategorie ebenfalls ein leichter Anstieg im Vergleich zum Vorjahr (2023: sieben Angebote mit Prämien über 20%) zu verzeichnen. Diese Anstiege relativieren sich jedoch bei Berücksichtigung der im Vergleich zu den Vorjahren erhöhten Gesamtangebotszahl. So betrug der Anteil aller Angebote mit Prämien über 20% im Jahr 2024 28,13% und lag damit deutlich unter dem Wert des Jahres 2023 (36,84%). Die Anzahl von acht prämienlosen oder nahezu prämienlosen Angeboten, d.h. solchen mit einem Aufschlag von weniger als 1% auf den 3-Monats-VWAP bzw. 6-Monats-VWAP, hat sich im Vergleich zum Vorjahr, in dem vier solche Angebote zu beobachten waren, verdoppelt. Bezogen auf sämtliche Angebote des Jahres wurden demnach im Jahr 2024 in einem Viertel der Fälle (nahezu) keine Prämien gezahlt (2023: 19,05%).

Die folgende Grafik veranschaulicht die bei den Angeboten im Jahr 2024 vorgesehenen Prämien, aufgeteilt in verschiedene Kategorien, sowie den dazugehörigen Prämiendurchschnitt und stellt diese den Prämien und Durchschnittswerten der Vorjahre gegenüber:



Die durchschnittliche Prämie bei den elf ausgewerteten<sup>1</sup> Übernahmeangeboten des Jahres 2024 lag bei 31,18 % und damit um 5,37 % über dem entsprechenden Durchschnittswert der acht berücksichtigten Übernahmeangebote im Jahr 2023 (29,59 %). Im Jahr 2022 war die durchschnittliche Prämie bei Übernahmeangeboten mit 30,71% nur geringfügig niedriger ausgefallen. Im Durchschnitt war damit ein Bieter im Rahmen eines Übernahmeangebots im Jahr 2024 bereit, für die erstmalige Kontrollerlangung über die Zielgesellschaft einen ungefähr gleich hohen Aufschlag zu zahlen wie in den beiden Vorjahren.

**Abb. 5: Prämienhöhe**

Quelle: Noerr Research

<sup>1</sup> Das Übernahmeangebot der Ipsos DACH Holding AG an die Aktionäre der infas Holding AG wird dabei nicht berücksichtigt, weil die BaFin dafür den 3-Monats-VWAP nicht ermitteln konnte.

Von Dr. Philip M. Schmoll, Frankfurt am Main

## Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Im Jahr 2024 veröffentlichten die Organe von Zielgesellschaften zu den 32 öffentlichen Angeboten insgesamt 32 begründete Stellungnahmen nach § 27WpÜG.<sup>2</sup> Hierbei handelte es sich jeweils um gemeinsame begründete Stellungnahmen der Verwaltungsorgane der jeweiligen Zielgesellschaften.

### Gesamtbewertung des Angebots

Die abschließende Bewertung der Organe der Zielgesellschaften zu den 32 Angeboten des Jahres 2024 fiel wie in folgender Grafik dargestellt aus.

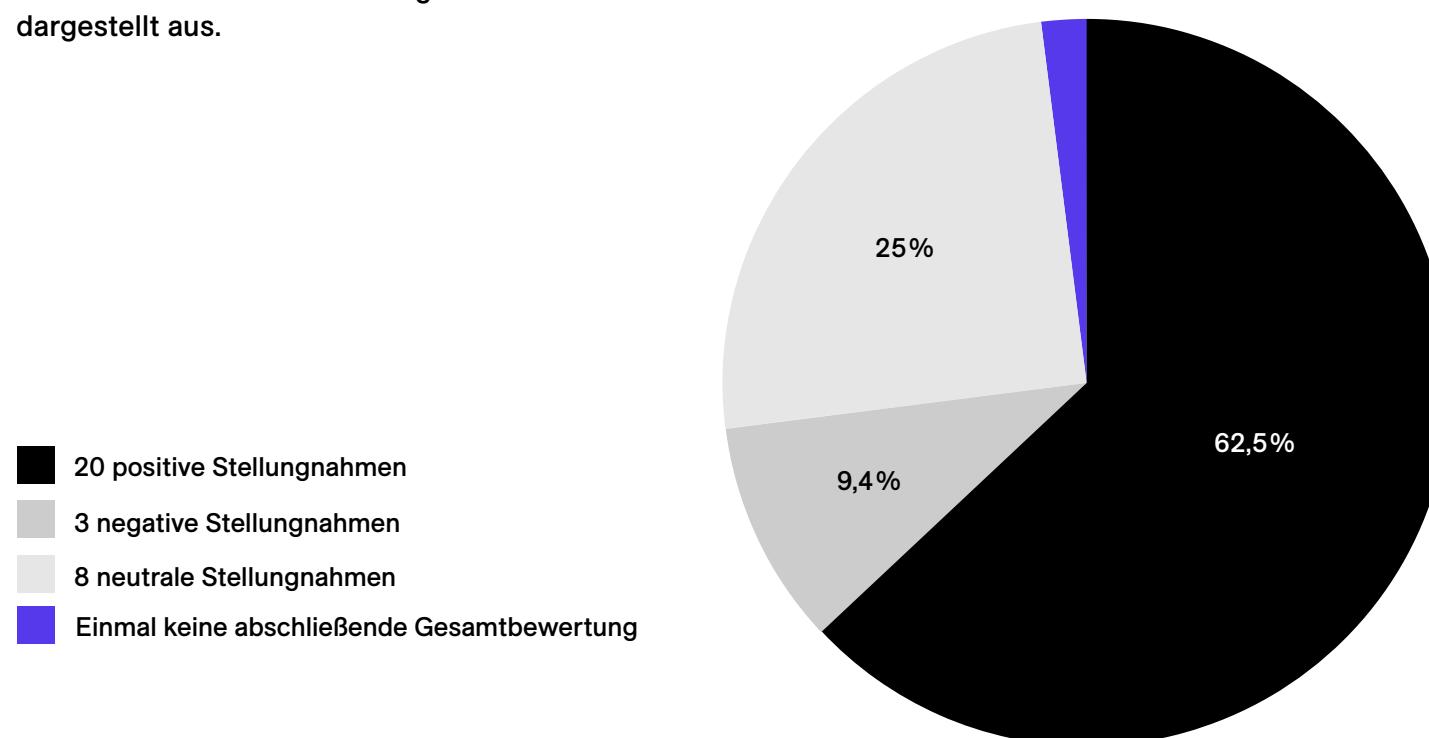
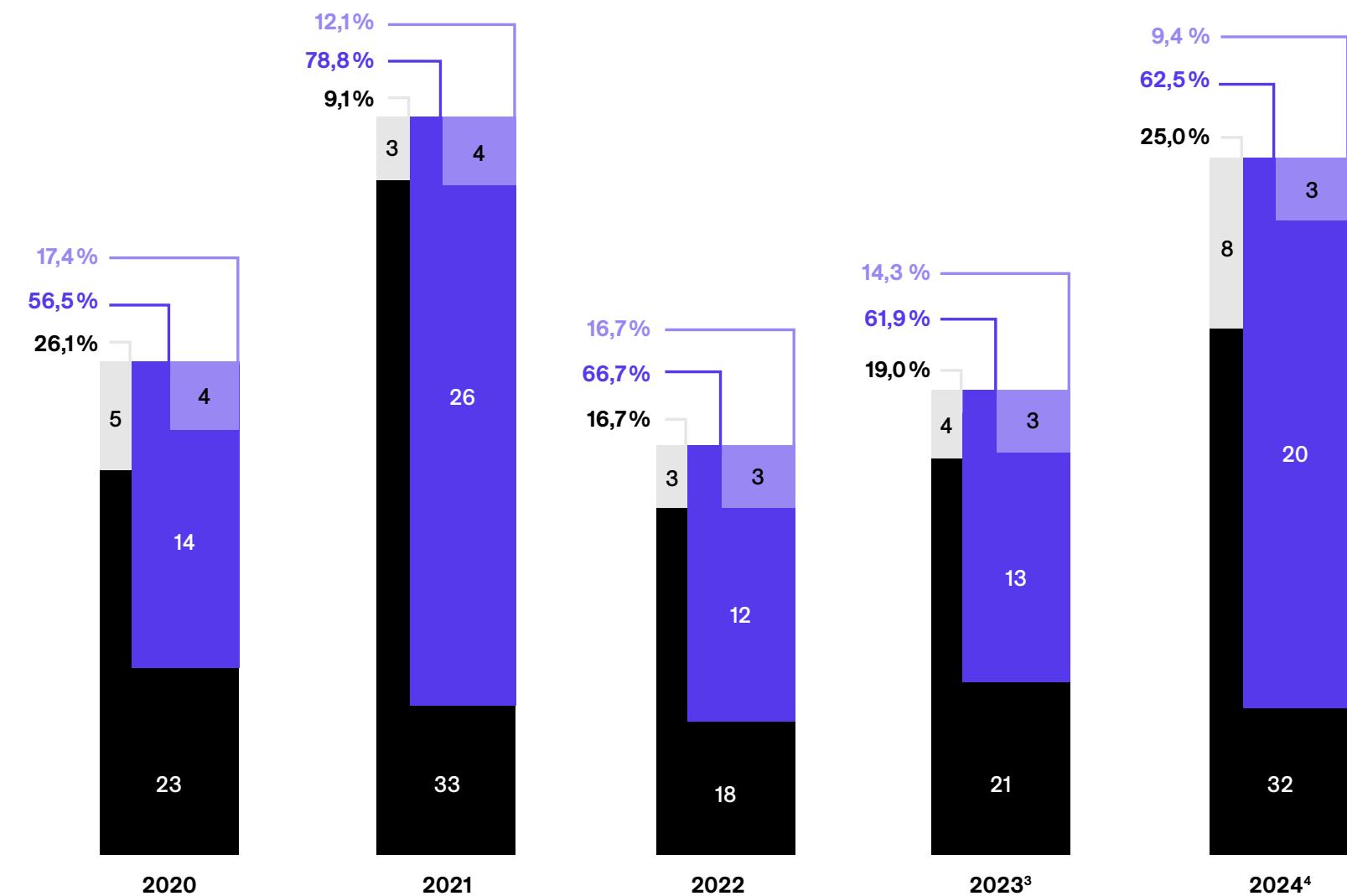
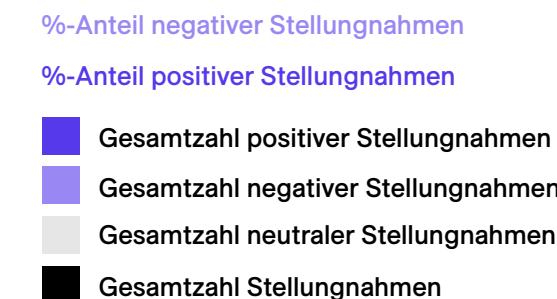


Abb. 6: Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Quelle: Noerr Research

### Mehrjahresvergleich 2020 bis 2024

Im Mehrjahresvergleich zeigt sich, dass die Zahl der 2024 abgegebenen neutralen Stellungnahmen außergewöhnlich hoch war. Positive Äußerungen machen mit etwa zwei Dritteln der Gesamtzahl – ähnlich wie in den vergangenen Jahren – den Großteil der begründeten Stellungnahmen aus.



<sup>2</sup> Eine ausführliche Auswertung der begründeten Stellungnahmen finden Sie im Aufsatz von Schmoll/Dreinhöfer in der WM 2025, S. [285] ff., oder auf Nachfrage bei unseren Ansprechpartnern.

<sup>3</sup> Zudem wurde eine differenzierende Stellungnahme abgegeben (4,8 %).

<sup>4</sup> Zudem wurde in einem Fall keine Stellungnahme abgegeben (3,1 %).

## Sondervoten

Im Zuge der gemeinsamen begründeten Stellungnahme der persönlich haftenden Gesellschafterin und des Aufsichtsrats der CompuGroup Medical SE & Co. KGaA zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Caesar BidCo GmbH veröffentlichten der Vorsitzende des Verwaltungsrats und ein geschäftsführender Direktor ein gemeinsames Sondervotum, da sie aufgrund potenzieller Interessenkonflikte nicht an der Beschlussfassung über die Stellungnahme teilnahmen. Im Ergebnis teilten sie jedoch die Einschätzungen und die Annahmeempfehlung, die in der Stellungnahme veröffentlicht wurden.

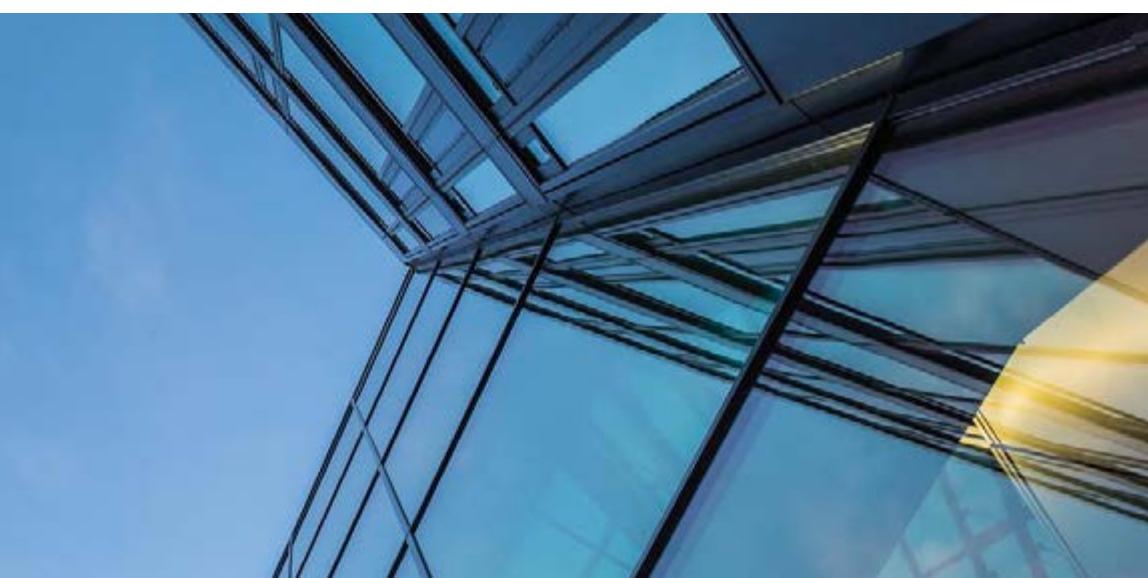
## Fairness Opinions

Zur Unterlegung von zwölf der 32 begründeten Stellungnahmen (37,5%; Vorjahr: 57,1%) wurden sog. Fairness Opinions von externen Beratern zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung eingeholt. Hierzu zählen unter anderem sämtliche Stellungnahmen zu den acht Übernahmeangeboten im Jahr 2024. In acht der zwölf Fälle beauftragten die Verwaltungsorgane gemeinsam eine Fairness Opinion. Die Verwaltungsorgane der CompuGroup Medical SE & Co. KGaA und der Nexus AG beauftragten jeweils gemeinsam zwei Fairness Opinions von unterschiedlichen Beratern. Vorstand und Aufsichtsrat der ENCAVIS AG holten jeweils eine eigene Fairness Opinion von unterschiedlichen Beratern ein. Vorstand und Aufsichtsrat der Covestro AG holten jeweils zwei eigene Fairness Opinions von unterschiedlichen Beratern ein. Auf Grundlage des Angebotspreises wurden alle Zielgesellschaften, deren Verwaltungsorgane gemeinsam oder jeweils mehr als eine Fairness Opinion einholten, mit über EUR 1 Milliarde bewertet.

Bei den begründeten Stellungnahmen, die nicht mit Fairness Opinions unterlegt wurden, handelte es sich um Stellungnahmen zu Pflicht- und/oder Delistingangeboten, in deren Zuge im Wesentlichen aus Kostengründen vermehrt von der Einholung einer Fairness Opinion abgesehen wird.

## Abgabezeitpunkt der begründeten Stellungnahmen

Die begründeten Stellungnahmen im Jahr 2024 wurden im Durchschnitt 8,8 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage abgegeben (Vorjahr: 9,4 Tage). Bei 26 der 32 begründeten Stellungnahmen (81,3%) war den Organen der Zielgesellschaften wegen des Abschlusses einer Transaktionsvereinbarung mit der Bieterin vor der Angebotsbekanntmachung nach § 10 WpÜG (sog. 10er-Meldung) bekannt, dass die jeweilige Bieterin ein öffentliches Angebot abgeben wird. Diese begründeten Stellungnahmen wurden im Durchschnitt 8,5 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage veröffentlicht (Vorjahr: 9,0 Tage).



Von Dr. Philip M. Schmoll, Frankfurt am Main

# Übernahmen von Emittenten im Freiverkehr

Eine Vielzahl börsennotierter Unternehmen, die dem Small- und Mid-Cap-Segment zuzuordnen sind, gelten an der Börse derzeit als unterbewertet und rücken daher sowohl in das Blickfeld von Private-Equity-Investoren als auch von strategischen Käufern. Sind die Aktien solcher Unternehmen ausschließlich im Freiverkehr (§ 48 BörsG) notiert, findet das im WpÜG geregelte Übernahmeverfahren bei einer Übernahme keine Anwendung. Für Erwerber geht hiermit eine höhere Flexibilität bei der Transaktionsstrukturierung einher. Auf Seiten der Zielgesellschaft rücken hingegen die aktienrechtlichen Regelungen in den Vordergrund, die – anders als bei Emittenten im regulierten Markt – nicht durch das WpÜG überlagert werden. Der nachfolgende Beitrag gibt einen Überblick über rechtliche Aspekte, die auf Seiten des Erwerbers und der Zielgesellschaft bei einer Übernahme beachtenswert sind.

## Erwerber

### Transaktionsvorbereitung:

- **Keine Beteiligungspublizität:** Der Erfolg einer Übernahme hängt in aller Regel davon ab, dass es dem Erwerber gelingt, die Aktienpakete der wesentlichen Aktionäre der Zielgesellschaft zu erwerben. Dazu muss dem Erwerbsinteressenten zunächst die Zusammensetzung des Aktionariats bekannt sein. Da wesentliche Aktionäre von Emittenten im Freiverkehr keine Stimmrechtsmitteilungen nach den §§ 33 ff. WpHG abzugeben haben und eine aktienrechtliche Mitteilungspflicht erst ab einer Beteiligung von mehr als 25% bzw. 50% besteht, haben Erwerbsinteressenten nur begrenzte öffentliche Visibilität über das Aktionariat der Zielgesellschaft (sog. Beteiligungspublizität). Einige Emittenten im Freiverkehr veröffentlichen ihre Aktionärsstruktur freiwillig auf ihrer Investor-Relations-Website, soweit ihnen diese im Falle von Inhaberaktien aus dem Austausch mit Investoren oder im Falle von Namensaktien aufgrund ihres Aktienregisters bekannt ist. Erwerbsinteressenten können daher im Einzelfall auf die Mithilfe der Zielgesellschaft angewiesen sein, um Informationen über die Aktionärsstruktur zu erhalten. Hierbei ist wiederum zu beachten, dass Emittenten im Freiverkehr keinen Anspruch gegen Intermediäre auf Informationen über die Identität ihrer Aktionäre („Know your shareholder“) nach § 67d Abs. 1 AktG (sog. Shareholder/Share ID) haben.
- **Höhere Flexibilität bei einem Stakebuilding:** Im Einzelfall kann es für Erwerbsinteressenten sinnvoll sein, bereits im Vorfeld einer Übernahme eine Beteiligung an der Zielgesellschaft zu erwerben (sog. Stakebuilding). Bei Zielgesellschaften im regulierten Markt ist es lediglich möglich, (i) Aktien im Umfang von 2,99% der Stimmrechte und Instrumente nach § 38 WpHG im Umfang von 1,99% der Stimmrechte oder (ii) Instrumente im Umfang von bis zu 4,99% der Stimmrechte zu erwerben, ohne dass eine Mitteilungspflicht ausgelöst wird. Mangels Anwendbarkeit des WpHG besteht eine solche Beschränkung für das Stakebuilding bei Zielgesellschaften im Freiverkehr nicht. Eine aktienrechtliche Meldepflicht entsteht erst, wenn dem Erwerber mehr als 25% der Aktien einer Gesellschaft gehören.

- **Transaktionskommunikation:** Mit Blick auf die Transaktionskommunikation haben Erwerber zu beachten, dass die Zielgesellschaft Insiderinformationen im Zusammenhang mit der Übernahme grundsätzlich unverzüglich veröffentlichen muss. Ein Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen ist nur dann möglich, wenn u.a. die unverzügliche Offenlegung geeignet wäre, die berechtigten Interessen der Zielgesellschaft zu beeinträchtigen. Um das vorzeitige Bekanntwerden der Übernahme zu vermeiden, muss daher entweder (1) eine Einbindung der Zielgesellschaft erfolgen, damit die Zielgesellschaft einen entsprechenden Aufschubbeschluss fassen kann, oder (2) die Zielgesellschaft gänzlich vom Informationsfluss über die Übernahme abgeschirmt werden. Besondere Vorsicht ist in Konstellationen geboten, in denen Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder gleichzeitig auch auf der Erwerber- oder Verkäuferseite involviert sind.

## Öffentliche Erwerbsangebote

Wie eingangs erwähnt, findet das WpÜG keine Anwendung auf Übernahmen von Emittenten im Freiverkehr. Dennoch kann es für den Erwerber sinnvoll sein, den Aktionären der Zielgesellschaft ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot zu unterbreiten. Bei der Strukturierung solcher Angebote ist der Erwerber grundsätzlich frei. Bei Übernahmen, die vorab zwischen Erwerber und Zielgesellschaft abgestimmt werden, orientieren sich die Transaktionsbeteiligten regelmäßig an dem Ablauf eines Übernahmeverfahrens nach dem WpÜG, indem der Bieter eine Angebotsunterlage und weitere Bekanntmachungen zu dem Angebot (wie z. B. sog. Wasserstands- und Ergebnisbekanntmachungen) veröffentlicht und die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot abgeben. Die Orientierung an dem Übernahmeverfahren nach dem WpÜG verschafft dem Angebot eine geordnete Struktur, die den Marktteilnehmern bekannt ist und sich von unprofessionellen Übernahmeversuchen abhebt. Die jüngsten Beispiele solcher öffentlichen Erwerbsangebote sind das Erwerbsangebot der Pineapple German Bidco GmbH (Thoma Bravo) an die Aktionäre der EQS Group AG aus dem Jahr 2023 und das Erwerbsangebot der Zentiva AG an die Aktionäre der Apontis Pharma AG aus dem Jahr 2024. Im Vergleich zu dem regulierten Übernahmeverfahren nach dem WpÜG bestehen insbesondere die folgende Flexibilitäten bei der Angebotsausgestaltung:

### Steckbrief zum öffentlichen Angebot an die Aktionäre der EQS Group AG

Bieter:	Pineapple German Bidco GmbH (Thoma Bravo)
Listing der Zielgesellschaft:	Scale-Segment an der Frankfurter Wertpapierbörse
Angebotsvolumen:	EUR 401 Millionen
Prämie:	61% auf den 3M-VWAP
Angebotsbekanntmachung:	16.11.2023
Angebotsfrist:	4.12.2023–12.1.2024 (ca. 6 Wochen)
Abgabe der begründeten Stellungnahme:	13.12.2023
Vollzug des Angebots:	2.2.2024
Delisting:	6.5.2024
Beteiligung des Bieters zum Angebotsbeginn:	9%
Transaktionsabsicherung:	ca. 60 % durch unwiderrufliche Andienungsvereinbarungen vor Angebotsankündigung
Annahmequote:	74,55 %
Beteiligung des Bieters nach Vollzug des Angebots:	97,51 %
Besonderheiten:	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Angebotsunterlage in englischer Sprache/unverbindliche deutsche Übersetzung der Angebotsunterlage</li> <li>– Rückbeteiligung des Gründers Achim Weick in Bieter-Gruppe</li> </ul>

### Steckbrief zum öffentlichen Angebot an die Aktionäre der APONTIS

Bieter:	Zentiva AG
Listing der Zielgesellschaft:	Scale-Segment an der Frankfurter Wertpapierbörse
Angebotsvolumen:	EUR 85 Millionen
Prämie:	38,3 % auf den 3M-VWAP
Angebotsbekanntmachung:	16.10.2024
Angebotsfrist:	24.10.2024–21.11.2024 (4 Wochen)
Abgabe der begründeten Stellungnahme:	30.10.2024
Vollzug des Angebots:	6.12.2024
Delisting:	Angekündigt
Beteiligung des Bieters zum Angebotsbeginn:	0 %
Transaktionsabsicherung:	ca. 38,26 % durch Aktienkauf- und -übertragungsvertrag vor Angebotsankündigung
Annahmequote:	46,08 %
Beteiligung des Bieters nach Vollzug des Angebots:	85,27 %
Besonderheiten:	Verzicht auf Mindestannahmeschwelle am 19.11.2024

## Keine Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots

- Keine weitere Annahmefrist:** Es besteht keine Pflicht des Erwerbers, den Aktionären die Möglichkeit ein zu räumen, das öffentliche Angebot innerhalb einer weiteren Annahmefrist nach Ablauf der regulären Annahmefrist anzunehmen zu können (sog. Zaunkönigregelung). In der Praxis wird den Angebotsadressaten regelmäßig auch nicht auf freiwilliger Basis eine weitere Annahmefrist eingeräumt. Die Aktionäre müssen sich daher zwangsläufig innerhalb der gesetzten Annahmefrist für die Annahme oder Ablehnung des Angebots entscheiden und können nicht abwarten, ob eine etwaige Mindestannahmeschwelle bis zum Ablauf der regulären Annahmefrist erreicht wurde.

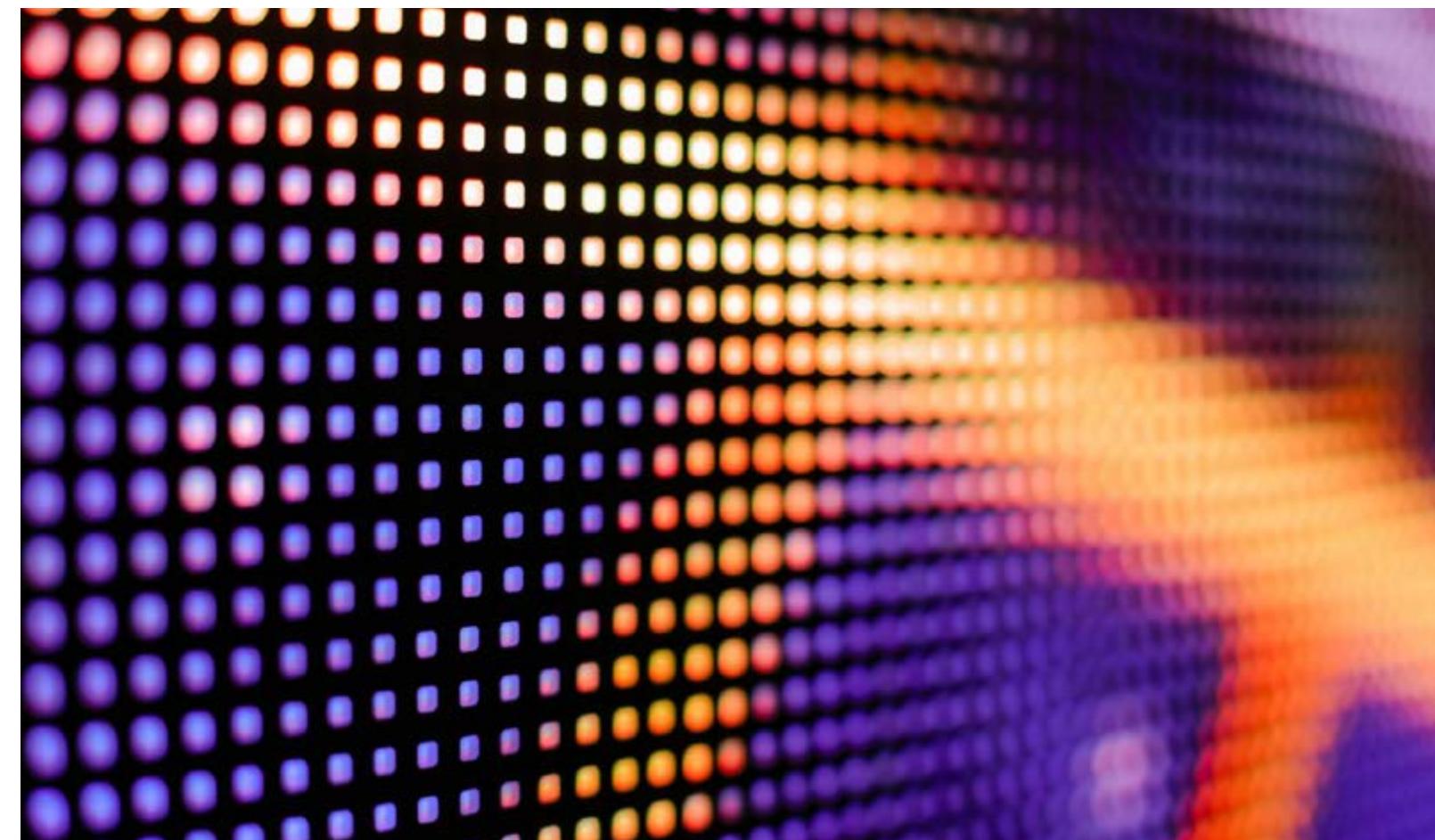
### Flexibilität bei Art und Höhe der Gegenleistung:

- Keine Beschränkungen bei der Art der Gegenleistung:** Der Erwerber kann frei über die Art der angebotenen Gegenleistung entscheiden. Es ist daher unter anderem möglich, nur bestimmten Aktionären Aktien oder Geschäftsanteile als Gegenleistung anzubieten, ohne dass hiermit weitere Rechtsfolgen ausgelöst werden. Dies erleichtert unter anderem einen sog. Roll-over der Beteiligung eines Aktionärs der Zielgesellschaft in eine Beteiligung am Erwerber(-Konzern). Zudem bestehen keine Anforderungen bezüglich der Liquidität und der Börsenzulassung von angebotenen Aktien.
- Unterschiedliche Höhe der Gegenleistung:** Dem Erwerber ist es möglich, den Verkäufern größerer Aktienpakete einen höheren Preis als den Adressaten eines öffentlichen Angebots anzubieten. Anders als nach dem WpÜG schlagen sog. Paketzuschläge, die üblicherweise von Verkäufern größerer Aktienpakete verlangt werden, somit nicht auf den Angebotspreis eines möglichen öffentlichen Angebots an die übrigen Aktionäre durch.
- Keine Pflicht zur Unternehmensbewertung bei Illiquidität der Aktien der Zielgesellschaft:** Aktien von Emittenten im Freiverkehr können häufig illiquide sein. In diesem Fall hat der Erwerber zur Festlegung der Höhe des Angebotspreises jedoch keine Unternehmensbewertung durchzuführen, wie dies bei Emittenten im regulierten Markt nach § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung erforderlich wäre.
- Flexibilität bei Angebotsänderungen:** Bei Übernahmeverträgen nach dem WpÜG kann der Bieter das Angebot nur bis zu einem Arbeitstag vor Ablauf der Annahmefrist ändern. Zu diesem Zeitpunkt lässt sich jedoch noch nicht hinreichend abschätzen, wie viele Aktionäre das Angebot annehmen, da insbesondere institutionelle Investoren regelmäßig erst am letzten Tag der Annahmefrist über die Angebotsannahme entscheiden und das Annahmeverhalten in der Regel nur schwer vorhersehbar ist. Dies führt bei Übernahmeverträgen mit einer Mindestannahmeschwelle dazu, dass der Bieter eine Entscheidung über die Senkung bzw. den Verzicht auf die Mindestannahmeschwelle zu einem Zeitpunkt treffen muss, in dem er noch keine hinreichende Transparenz über den finalen Stand der Angebotsannahmen hat (vgl. Verse/Brellochs, ZHR 2022, 339). Bei Übernahmeverträgen an Aktionäre von Emittenten im Freiverkehr kann der Erwerber Angebotsänderungen hingegen bis zum Ablauf der Annahmefrist vornehmen. Anders als bei Übernahmeverfahren nach dem WpÜG folgen aus einer Angebotsänderung auch keine Verlängerung der Annahmefrist und kein Rücktrittsrecht der Aktionäre, die das Angebots bereits angenommen haben.
- Sprachliche Flexibilität:** Angebotsunterlagen nach dem WpÜG sind zwingend in deutscher Sprache zu veröffentlichen, wobei in der Praxis im Mid- und Large-Cap-Segment regelmäßig zusätzlich eine unverbindliche Übersetzung in englischer Sprache erstellt wird. Angebotsunterlagen für öffentliche Erwerbsangebote im Freiverkehr können hingegen lediglich in englischer Sprache veröffentlicht bzw. als verbindliche Sprachfassung festgelegt werden (so etwa die Angebotsunterlage für das Erwerbangebot der Pineapple German Bidco GmbH (Thoma Bravo) an die Aktionäre der EQS Group AG).

Im Einzelfall kann der Kontrollerwerb an einem Emittenten im Freiverkehr auch ohne öffentliches Angebot an die Aktionäre möglich sein, z. B. wenn ein Großteil des Aktionariats aus wenigen Aktionären besteht. Anders als bei Emittenten im regulierten Markt ist in diesem Fall die Abgabe eines Pflichtangebots nicht erforderlich. Eine solche Aktionärsstruktur kann dem Erwerber ermöglichen, das Aktienpaket bzw. -pakete ohne öffentliches Angebot durch Abschluss eines Aktienkaufvertrages zu erwerben und in unmittelbarem Anschluss Strukturmaßnahmen durchzuführen, wie z. B. den Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags oder der Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out).

## Kein Delisting-Angebot für Delisting erforderlich

In der Regel bedarf ein Delisting aus dem Freiverkehr lediglich einer Kündigung durch den Emittenten gegenüber der Börse. Die vorherige Abgabe eines Delisting-Angebots nach § 39 BörsG ist nicht erforderlich. Die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Börsen sehen jedoch regelmäßig ein bestimmtes Zeitfenster ab Zugang der Kündigung bis zum Delisting vor, um den Aktionären die Möglichkeit zur Veräußerung ihrer Aktien über die Börse zu ermöglichen. Im Falle einer Einbeziehung von Aktien in den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörsen beträgt diese Frist drei Monate.<sup>5</sup>



<sup>5</sup> Der Regierungsentwurf des Zukunftsförderungsgesetzes II sieht allerdings vor, dass ein Delisting aus einem KMU-Wachstumsmarkt (in Deutschland lediglich das Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörsen) als sog. Qualifizierter Freiverkehr ein vorheriges Delisting-Angebot erfordert. Ob die neue Bundesregierung diesen Punkt weiterverfolgt, bleibt abzuwarten.

## Zielgesellschaft

Da das Aktienrecht im Falle von Emittenten im Freiverkehr nicht durch die Regelungen des WpÜG überlagert wird, spielen aufseiten der Zielgesellschaft die aktienrechtlichen Regelungen eine hervorgehobene Rolle. Den rechtlichen Maßstab für die Rechte und Pflichten des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft bilden unter anderem die allgemeinen Sorgfaltspflichten nach den §§ 76 Abs. 1, 93 AktG sowie das Gleichbehandlungsgebot nach § 53a AktG.

- **Bindung an das Unternehmensinteresse:** Vorstand und Aufsichtsrat sind bei sämtlichen Maßnahmen im Rahmen des Übernahmeprozesses an das Unternehmensinteresse gebunden. Dies gilt insbesondere für die Entscheidung zur Gewährung einer Due-Diligence-Prüfung durch einen oder mehrere Erwerbsinteressenten, die Unterstützung eines öffentlichen Erwerbsangebots sowie die Unterstützung möglicher nachfolgender Strukturmaßnahmen, wie z. B. eines Delisting. Unterliegen Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder (potenziellen) Interessenskonflikten (z. B. aufgrund von Doppelmandante bei dem Erwerber bzw. Verkäufer und der Zielgesellschaft), ist zu prüfen, ob und inwieweit die betroffenen Organmitglieder an den entsprechenden Entscheidungen mitwirken dürfen bzw. sollten.
- **Neutralitätspflicht des Vorstands?:** Rechtlich umstritten ist die Frage, ob aus den allgemeinen aktienrechtlichen Bestimmungen ein Verbot des Vorstands auf Einflussnahme auf die Zusammensetzung des Aktionariats bzw. eine allgemeine aktienrechtliche Neutralitätspflicht herzuleiten ist. Zwar sprechen besseren Argumente gegen eine solche Neutralitätspflicht. Mangels höchstrichterlicher Rechtsprechung ist bei der Vornahme von Verteidigungsmaßnahmen aber besondere Vorsicht geboten. In jedem Fall hat der Vorstand das Unternehmensinteresse sowie die allgemeinen aktienrechtlichen Schranken zu beachten (z. B. bei einer Kapitalerhöhung die Regelungen zum Bezugsrecht nach § 186 AktG, bei einem Erwerb oder einer Veräußerung eigener Aktien aus § 71 AktG sowie das Gleichbehandlungsgebot gemäß § 53a AktG).
- **Stellungnahme zu einem öffentlichen Erwerbsangebot:** Rechtlich umstritten ist ferner die Frage, ob Vorstand und Aufsichtsrat im Falle eines öffentlichen Erwerbsangebots an die Aktionäre der Zielgesellschaft verpflichtet sind, eine Stellungnahme zu dem Angebot abzugeben. Die besseren Argumente sprechen jedenfalls für eine entsprechende Pflicht des Vorstands, die aus den allgemeinen aktienrechtlichen Vorstandspflichten herzuleiten ist. Im Falle öffentlicher Erwerbsangebote, die vorab zwischen Erwerber und Zielgesellschaft abgestimmt werden, dürfte die Abgabe einer Stellungnahme durch die Verwaltung der Zielgesellschaft zudem regelmäßig auch im Rahmen der Zusammenschluss-/Investitionsvereinbarung vereinbart werden. In jedem Fall besteht ein Recht der Verwaltung der Zielgesellschaft, zu dem Angebot Stellung zu beziehen.



Von Dr. Jörg-Peter Kraack, Hamburg

# Ist die Stimmrechtszurechnung des Acting in Concert europarechtswidrig?

Aktuelle Vorabentscheidungsvorlage des BGH an den EuGH vom 22.10.2024 – II ZR 193/22 mit erheblicher Tragweite

## Einleitung

Die Frage der Europarechtswidrigkeit der Stimmrechtszurechnung des Acting in Concert ist eines der virulentesten Themen der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität. Der BGH hatte jüngst die seltene Gelegenheit, sich mit dem Zurechnungstatbestand des Acting in Concert nach § 34 Abs. 2 WpHG und dabei mit der zentralen Frage zu befassen, ob die Zurechnung wegen Verhaltensabstimmung „in sonstiger Weise“ nach S. 1 Var. 2 (also ohne eine Vereinbarung) europarechtskonform ist. Aufgrund diesbezüglicher Zweifel legte er dem EuGH eine Auslegungsfrage zur Transparenzrichtlinie zur Vorabentscheidung vor (BGH, Vorlagebeschluss vom 22.10.2024 – II ZR 193/22).

Dieser Beschluss hat erhebliche Tragweite für die Praxis der Beteiligungspublizität und damit – aufgrund ihrer Funktion als übernahmerechtlicher Vorfeldtatbestand – auch im Kontext von Übernahmen.

## Sachverhalt

Der Rechtsstreit betrifft Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von drei Aktionären gegen Beschlüsse der Hauptversammlung der beklagten börsennotierten AG im Jahr 2018 über Entlastungen sowie gegen Aufsichtsratswahlen.

In erster Instanz wurden die Klagen abgewiesen und auch die Berufung blieb erfolglos. Nach Ansicht des Berufungsgerichts waren die Kläger wegen des Verstoßes gegen Mitteilungspflichten gemäß den §§ 33, 34 WpHG seit 2017 und des daraus resultierenden Rechtsverlusts nach § 44 Abs. 1 WpHG nicht anfechtungsbefugt. Die Stimmrechte der Kläger und eines weiteren Aktionärs seien nach § 34 Abs. 2 WpHG infolge eines Acting in Concert in den Jahren 2017 bis 2019 wechselseitig zuzurechnen, denn jedenfalls hätten sie ihr Verhalten in sonstiger Weise aufeinander abgestimmt.

Die Kläger seien daher zunächst verpflichtet gewesen, vor der Hauptversammlung 2017 die Überschreitung der 10 %-Schwelle mitzuteilen, weil sie und ein weiterer Aktionär zusammen betrachtet mit mehr als 10 % der Stimmrechte beteiligt waren, und sodann vor der Hauptversammlung 2018 ein Unterschreiten der 10 %-Schwelle mitzuteilen, da sie zu diesem Zeitpunkt zusammen betrachtet weniger als 10 % der Stimmrechte an der AG hielten. Die Rechtsfolge des Rechtsverlusts umfasst daher neben dem Stimmrecht für die Hauptversammlung 2018 auch die Anfechtungsbefugnis.

## Entscheidung und Gründe

Der BGH setzte das Verfahren aus und legte dem EuGH eine Frage zur Auslegung der Transparenzrichtlinie zur Vorabentscheidung gemäß Art. 267 AEUV vor. Denn der Rechtsstreit werfe die Frage nach der Vereinbarkeit des Acting in Concert auf Basis einer Abstimmung in sonstiger Weise nach § 34 Abs. 2 Satz 1 Fall 2 WpHG mit den Vorgaben in Art. 10 lit. a) der Transparenzrichtlinie (RL 2004/109/EG) auf.

Die Richtlinienkonformität dieses Zurechnungstatbestands ist im Schrifttum umstritten und betrifft im Kern die Frage, ob die überschließende nationale Regelung zum Acting in Concert trotz der grundsätzlichen Vollharmonisierung der Transparenzrichtlinie gemäß der Ausnahmeregelung in Art. 3 Abs. 1a Unterabs. 4 Ziffer iii der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie (RL 2013/50/EU) zulässig ist. Hiernach sind strengere nationale Vorschriften zulässig, sofern sie im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten, Zusammenschlüssen und anderen Transaktionen stehen, die die Eigentumsverhältnisse oder die Kontrolle von Unternehmen betreffen und die von den Behörden gemäß Artikel 4 der Übernahmerichtlinie (RL 2004/25/EG) beaufsichtigt werden. Der BGH legt dem EuGH daher die Frage vor, ob diese Ausnahmeverordnung dahin auszulegen ist, dass sie der Zurechnung aufgrund einer Abstimmung in sonstiger Weise nach § 34 Abs. 2 S. 1 Fall 2 WpHG entgegensteht.

## Auswirkungen im Überblick

- Der Vorlagebeschluss des BGH zum Acting in Concert „in sonstiger Weise“ hat erhebliche Tragweite für die Praxis der Beteiligungspublizität und damit auch im Kontext von Übernahmen.
- Kurzfristig müssen Investoren und Emittenten mit dieser nun höchstrichterlich anerkannten Rechtsunsicherheit umgehen. Dies betrifft aktuell vor allem den Trend tatsächlicher Verhaltenskoordinierung von Investoren im Rahmen des Collaborative Engagement bzw. des ESG-Aktivismus sowie Fragen der Zulassung zur Hauptversammlung in der anstehenden Saison (Stichwort Rechtsverlust).
- Langfristig dürfte die veranlasste Vorabentscheidung des EuGH richtungsweisend dafür sein, inwieweit sich die nicht nur beim Acting in Concert, sondern an vielen Stellen über die Vorgaben der Transparenzrichtlinie hinausgehende Beteiligungspublizität legitimieren lässt, weil sie „im Zusammenhang mit Übernahmen steht“.
- Damit steht im Ergebnis der gewollte Auslegungsgleichlauf zwischen dem wertpapierhandelsrechtlichen (§ 34 WpHG) und dem übernahmerechtlichen, die Kontrollschwelle betreffenden Zurechnungsregime (§ 30 WpÜG) und damit die Funktion der Beteiligungspublizität als übernahmerechtlicher Vorfeldtatbestand auf dem Spiel.

Die Vorlagefrage ist nach Ansicht des BGH auch für die Entscheidung des Rechtsstreits erheblich. Denn stünde das Unionsrecht einem Acting in Concert aufgrund einer Verständigung in sonstiger Weise entgegen, müsste der BGH das Berufungsurteil aufheben und die Sache zu weiteren Feststellungen zum Vorliegen einer Vereinbarung zurückverweisen. Stünde das Unionsrecht einem Acting in Concert aufgrund einer Verständigung in sonstiger Weise nicht entgegen, wäre die Revision zurückzuweisen, weil die Kläger infolge eines Verstoßes gegen ihre Mitteilungspflichten nach § 44 Abs. 1 Satz 1 WpHG einem Rechtsverlust unterlagen und daher nicht zur Klage gegen die Hauptversammlungsbeschlüsse befugt gewesen wären.

Der BGH stellt klar, dass – anders als vereinzelt vertreten – ein solcher Rechtsverlust (und damit die Entscheidungserheblichkeit der Vorlagefrage für die Stimmrechtszurechnung) nicht automatisch entfällt, wenn die erforderliche Stimmrechtsmitteilung für das Überschreiten oder Unterschreiten eines Schwellenwerts unterblieben ist und das Überschreiten oder Unterschreiten nachfolgend tatsächlich wieder rückgängig gemacht wird, sondern nur durch Erfüllung jedenfalls der letzten Mitteilungspflicht.

## Tragweite

Der Beschluss des BGH zur Vorlage zur Vorabentscheidung für eine zentrale Frage der Stimmrechtszurechnung des Acting in Concert nach § 34 Abs. 2 WpHG hat kurzfristige und langfristige Tragweite:

### Kurzfristige Rechtsunsicherheit

Kurzfristig müssen Investoren und Emittenten mit der nun höchstrichterlich anerkannten Rechtsunsicherheit über einer Stimmrechtszurechnung bei einem Acting in Concert „in sonstiger Weise“ umgehen. Dies betrifft aktuell vor allem den Trend tatsächlicher Verhaltenskoordinierung von Investoren im Rahmen des Collaborative Engagement bzw. des ESG-Aktivismus sowie Fragen der Zulassung zur Hauptversammlung in der anstehenden Saison. Mit einer Klärung der Auslegung durch den EuGH dürfte erfahrungsgemäß erst in etwa einem Jahr zu rechnen sein.

Für Investoren besteht Rechtsunsicherheit über eine Zurechnung nur im Ramen des Acting in Concert der Beteiligungspublizität. Das übernahmerechtliche Acting in Concert „in sonstiger Weise“ nach § 30 Abs. 2 WpÜG wirkt unzweifelhaft weiterhin zurechnungsbegründend.

Investoren, die in diesen Fällen erwägen, von einer Stimmrechtsmitteilung abzusehen, sehen sich weiterhin dem Risiko einer Ahndung durch die BaFin und eines Rechtsverlusts für den Fall ausgesetzt, dass sich die Zurechnungsvorschrift nachträglich als europarechtskonform erweist. Die Hürden, sich gegenüber Emittenten und BaFin angesichts der Rechtsunsicherheit auf einen unvermeidbaren Rechtsirrtum zu berufen, sind überaus streng.

Investoren, die vorsorglich weiterhin von einem zurechnungsbegründenden Acting in Concert in sonstiger Weise ausgehen, gehen mit einer Stimmrechtsmitteilung kein Risiko ein.

Emittenten gehen ein hohes Risiko ein, wenn sie Investoren selbst bei einem in tatsächlicher Hinsicht nachweisbaren Acting in Concert „in sonstiger Weise“ und fehlenden Stimmrechtsmitteilungen die Teilnahme an der Hauptversammlung verweigern. Die rechtlich erforderliche „hinreichender Gewissheit“ eines Rechtsverlustes dürfte angesichts der höchstrichterlich bestätigten Rechtsunsicherheit nicht hinreichend (rechts)sicher anzunehmen sein.

Rechtsunsicherheit besteht weiterhin bei der (vom BGH) nicht geklärten Frage, ob es bei einem wiederholten Verstoß gegen Mitteilungspflichten für einen Wegfall der Rechtsverlusts die Erfüllung nicht nur der letzten, sondern sämtlicher Mitteilungspflichten bedarf.

### Langfristige Rechtssicherheit nach Vorabentscheidung des EuGH

Der Vorlagebeschluss des BGH betrifft nur das Acting in Concert „in sonstiger Weise“, veranlasst aber eine Entscheidung des EuGH über die Reichweite einer ausnahmsweisen Zulässigkeit strengerer Beteiligungspublizitätsregeln nach der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, soweit diese „im Zusammenhang mit Übernahmen stehen“. Damit dürfte die Vorabentscheidung des EuGH relevant für das Verständnis sämtlicher Tatbestände der Beteiligungspublizität sein, die über die Vorgaben der Transparenzrichtlinie hinausgehen und deren Zulässigkeit mitunter auf diese übernahmebezogene Ausnahme von der Vollharmonisierung gestützt wird.

Steht nach Vorabentscheidung des EuGH fest, dass eine Zurechnung für ein Acting in Concert „in sonstiger Weise“ nicht europarechtskonform ist, gilt Folgendes:

- Der Tatbestand der Stimmrechtszurechnung bei einem Acting in Concert „in sonstiger Weise“ nach § 34 Abs. 2 S. 1 Var. 2 WpHG ist von deutschen Gerichten nicht mehr anzuwenden. Die BaFin hat ihre Aufsichtspraxis zu ändern.
- Lässt sich die Zurechnung beim Acting in Concert „in sonstiger Weise“ nicht legitimieren, weil sie nicht „im Zusammenhang mit Übernahmen steht“, so dürfte an vielen weiteren Stellen von einer Europarechtswidrigkeit der Zurechnungstatbestände des § 34 WpHG auszugehen sein. Dies betrifft zum einen die weiteren überschließenden Regelungen des Acting in Concert nach § 34 Abs. 2 WpHG (z.B. betreffend das Objekt der Abstimmung sowie die wechselseitige Zurechnung auch bei einflusslosen Poolmitgliedern) sowie erst recht die überschließenden Zurechnungstatbestände des § 34 Abs. 1 WpHG.
- Dem vom Gesetzgeber und von der BaFin angenommenen Auslegungsgleichlauf zwischen dem Zurechnungsregime des § 34 WpHG und dem übernahmerechtlichen Regime des § 30 WpÜG ist die Grundlage entzogen.
- Der Gesetzgeber ist aufgerufen, die Zurechnungstatbestände des § 34 WpHG auf ein europarechtskonformes Maß rückzubauen. Dies führt zur rechtspolitisch und dogmatisch misslichen Lage, dass dieselben Sachverhalte nach dem weiteren Zurechnungsregime für den Kontrolltatbestand des § 30 WpÜG bereits zu einer Angebotspflicht führen können, obgleich sie nach § 34 WpHG nicht einmal mitteilungspflichtig sind.

Steht nach Vorabentscheidung des EuGH fest, dass eine Zurechnung für ein Acting in Concert „in sonstiger Weise“ europarechtskonform ist, gilt Folgendes:

- Die überschließende Stimmrechtszurechnung des Acting in Concert ist generell legitim, d.h. nicht nur hinsichtlich des Abstimmungsmodus „in sonstiger Weise“, sondern auch hinsichtlich weiterer überschließender Regelungen (siehe vorstehend).
- Insoweit ist auch der vom Gesetzgeber und von der BaFin angenommene Auslegungsgleichlauf zwischen dem wertpapierhandelsrechtlichen Acting in Concert des § 34 WpHG und dem übernahmerechtlichen Acting in Concert des § 30 WpÜG legitimiert.
- Die über die Vorgaben der Transparenzrichtlinie hinausgehenden Zurechnungstatbestände des § 34 Abs. 1 WpHG sind allerdings nicht automatisch legitimiert. Sie stehen nicht zwingend auch „im Zusammenhang mit Übernahmen“, da andernfalls die Vollharmonisierung der Beteiligungspublizität vollends ausgehöhlt würde („Gold Plating“).



# Ansprechpartner

## Hamburg



Dr. Volker Land  
Partner, Noerr  
volker.land@noerr.com  
T +49 40 300397102



Dr. Stephan Schulz  
Partner, Noerr  
stephan.schulz@noerr.com  
T +49 40 300397108

## Düsseldorf



Dr. Natalie K. Daghles  
Partnerin, Noerr  
natalie.daghles@noerr.com  
T +49 211 49986157

## München



Dr. Michael Breollochs, LL.M.  
Partner, Noerr  
michael.brellochs@noerr.com  
T +49 89 28628468



Dr. Gerald Reger  
Partner, Noerr  
gerald.reger@noerr.com  
T +49 89 28628155



Dr. Ralph Schilha  
Partner, Noerr  
ralph.schilha@noerr.com  
T +49 89 28628167

## Frankfurt am Main



Dr. Holger Alves, LL.M.  
Partner, Noerr  
holger.alfes@noerr.com  
T +49 69 971477231



Dr. Julian Schulze De la Cruz  
Partner, Noerr  
julian.schulzedelacruz@noerr.com  
T +49 69 971477231



Dr. Laurenz Wienke, LL.M.  
Partner, Noerr  
laurenz.wieneke@noerr.com  
T +49 69 971477231



# Über Noerr



In einer sich rasant wandelnden Welt antizipiert Noerr Entwicklungen, verwandelt Veränderung in Vorteil und öffnet Pfade in die Zukunft. Zu Hause in der ganzen Breite und Tiefe des Wirtschaftsrechts entwickelt die Kanzlei mit 500 Beraterinnen und Beratern Lösungen mit strategischem Weitblick.

Gemeinsam verhelfen sie internationalen Konzernen, mittelständischen Unternehmen, Finanzinvestoren und dem öffentlichen Sektor zu größter Wirkung, Zukunftsfähigkeit und Resilienz.

Noerr ist Partner weltweiter Top-Kanzleien und exklusives deutsches Mitglied von Lex Mundi, dem global führenden Netzwerk unabhängiger Kanzleien mit umfangreicher Erfahrung in mehr als 125 Ländern.