

Public M&A Report 01/2026

Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen im Jahr 2025

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



Inhalt

Inhalt	4
Editorial	5
Highlights	7
Marktüberblick	
Anzahl von Volumen und Angeboten	9
Entwicklung in den Segmenten	11
Verteilung des Angebotsvolumens, ausgewählte Transaktionen	13
Prämienhöhe	15
Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG	19
Vermutung der Angemessenheit der Gegenleistung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out: Ist die Praxis zu § 39a WpÜG europarechtswidrig?	21
Neuerungen bei Delisting und Downlisting nach dem Standortfördergesetz (StoFöG)	27
Ansprechpartner	35
Über Noerr	37

Editorial

Im Schatten früherer Rekordjahre ...

Liebe Leserinnen und Leser,

das Jahr 2025 endete als ein weiteres schwaches Jahr für öffentliche Übernahmen in Deutschland. Sowohl die Zahl der Transaktionen als auch das Angebotsvolumen gingen spürbar zurück. Die 20 Angebote des Jahres 2025 betrafen Zielgesellschaften mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis von rund EUR 16,9 Mrd., wodurch der niedrigste Stand seit 2015 erreicht wurde. Highlight-Transaktionen, wie sie die Rekordjahre 2017 und 2021 geprägt haben, blieben aus.

In unserem Marktbericht können wir Ihnen in dieser Ausgabe ein Novum präsentieren. Bislang hatten wir das Volumen von öffentlichen Angeboten ausschließlich anhand der Marktkapitalisierung zum Angebotspreis untersucht. Wie viele Aktien dem Bieter überhaupt angedient werden konnten, blieb dabei unberücksichtigt.

Diese Lücke möchte wir schließen, indem wir neben der MKA das tatsächliche Angebotsvolumen zum Angebotspreis betrachten. Diese zusätzliche Perspektive wird für einen umfassenderen Einblick in das Marktgeschehen sorgen.

Das vergangene Jahr brachte mit dem Inkrafttreten des EU Listing Act und dem Gesetzgebungsverfahren für das Standortfördergesetz, das am 10. Februar 2026 in Kraft getreten ist, durchaus wichtige Impulse für den Kapitalmarktstandort Deutschland. Für den Übernahmemarkt werden diese Maßnahmen allerdings nur bei sehr langfristiger Betrachtung positive Auswirkungen haben. Wir konnten Julian Schulze De la Cruz und Philip M. Schmoll gewinnen, die die übernahmerechtlichen Neuerungen, vor allem bei Delisting-Angeboten, in ihrem Fokus-Bei-

trag „Neuerungen bei Delisting und Downlisting nach dem Standortfördergesetz (StoFöG)“ diskutieren.

Schließlich veröffentlichte der Europäische Gerichtshof im Dezember 2025 das Urteil in der Rechtssache Svema Trade. Der Gerichtshof befasst sich darin mit der Frage, ob die durch die europäische Übernahmerrichtlinie vorgegebene Vermutung, dass die bei einem Pflichtangebot gezahlte Gegenleistung auch bei einem anschließenden übernahmerechtlichen Squeeze-out angemessen ist, widerleglich oder unwiderleglich ist. Er nimmt die Widerlegbarkeit an. Stephan Schulz und Bastian Stromann untersuchen in ihrem Beitrag „Vermutung der Angemessenheit der Gegenleistung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out: Ist die Praxis zu § 39a WpÜG europarechtswidrig?“ die

Auswirkungen auf das deutsche Übernahmerecht.

Wir haben auch bei dieser Ausgabe vielen Kolleginnen und Kollegen für die Unterstützung bei der Erstellung des Public M&A Report 01/2026 zu danken. Dies gilt insbesondere erneut für Philip M. Schmoll für die Erstellung des Abschnitts zu den begründeten Stellungnahmen und für Bastian Stromann für die Unterstützung bei der redaktionellen Vorbereitung.

Wir hoffen, dass Ihnen unser Report vertiefte und fundierte Einblicke in die jüngsten Entwicklungen am Public M&A-Markt bietet, und wünschen Ihnen viel Spaß bei der Lektüre.



Dr. Volker Land



Dr. Stephan Schulz

Highlights

Deutlich weniger Transaktionen bei sehr geringem Angebotsvolumen

Im Jahr 2025 wurden 20 öffentliche Übernahmeangebote abgegeben. Nachdem die Vorjahre von Markterholung und steigender Aktivität bei öffentlichen Übernahmen geprägt waren, reduzierte sich die Zahl der Angebote im Vergleich zum Vorjahr um 37,5 %. Deutlich stärker fällt jedoch der Rückgang bei dem Gesamtangebotsvolumen (ausgedrückt in der Marktkapitalisierung zum Angebotspreis – „MKA“) des Jahres 2025 im Vergleich zum Vorjahr aus. Dieses sank von ca. EUR 40,11 Mrd. im Jahr 2024 um 57,81% auf nur rund EUR 16,92 Mrd., was den niedrigsten Wert seit 2015 markiert. Das in diesem Jahr erstmals betrachtete tatsächliche Angebotsvolumen bezogen auf noch nicht dem Bieter gehörende Aktien zum Angebotspreis („TAVA“) betrug 2025 rund EUR 8,86 Mrd. Dies entspricht lediglich 39,30 % des Durchschnittswertes im Vergleichszeitraum seit 2014.

Anhaltender Delisting-Trend und mehr Erwerbsangebote

Die bereits in den Vorjahreszeiträumen beobachtete hohe Anzahl von reinen und kombinierten Delisting-Angeboten lag im Jahr 2025 weiterhin auf einem hohen Niveau. Insgesamt waren 35 % der Angebote auf einen Rückzug von der Börse gerichtet, was den Durchschnittswert von unter 20 % der Jahre bis 2020 wie in den Vorjahren deutlich übersteigt. Insofern schreibt sich der in den 2020er-Jahren beobachtete Trend zu Delisting-Angeboten weiter fort. Zudem waren im vergangenen Jahr vier reine Erwerbsangebote, d.h. solche, die weder auf ein Delisting noch einen Kontrollerwerb abzielten, zu beobachten. Dies entspricht dem höchsten Wert im Beobachtungszeitraum seit dem Jahr 2014.

Hoher Anteil von Large-Cap-Transaktionen bei geringem Transaktionsvolumen

Im Jahr 2025 wurden acht Angebote im Large-Cap-Segment (Angebotsvolumen oberhalb von EUR 1 Mrd.) abgegeben. Large-Cap-Transaktionen machten im vergangenen Jahr daher 40 % aller Angebote aus, sodass zum ersten Mal die meisten Angebote eines Jahres diesem Segment zuzuordnen waren. Dem standen jedoch mehrere sehr kleine Angebote aus dem Small-Cap-Segment gegenüber. Da besonders große Transaktionen im Jahr 2025 nicht zu verzeichnen waren, sank der Anteil des Large-Cap-Bereiches an der Gesamt-Marktkapitalisierung auf unterdurchschnittliche 88,16 %. Die Small- und Mid-Cap-Segmente konnten ihren Anteil an der Gesamtmarktkapitalisierung trotz geringerer Angebotszahlen auf ein überdurchschnittliches Niveau anheben. Diese Steigerung korrespondiert mit der unterdurchschnittlichen Marktkapitalisierung im Large-Cap-Bereich.

Hohe durchschnittlich gezahlte Prämien

Die im Jahr 2025 gezahlten Prämien sind nach zwei schwachen Jahren wieder auf durchschnittlich 27,64 % gestiegen. Dabei sind die Angebote mit keiner oder geringer Prämie unter 10 % um mehr als die Hälfte zurückgegangen, während mehr als die Hälfte (61,11%) aller Angebote, bei denen ein 3-Monats-VWAP ermittelt werden konnte, eine Prämie von 20 % oder mehr vorsahen.

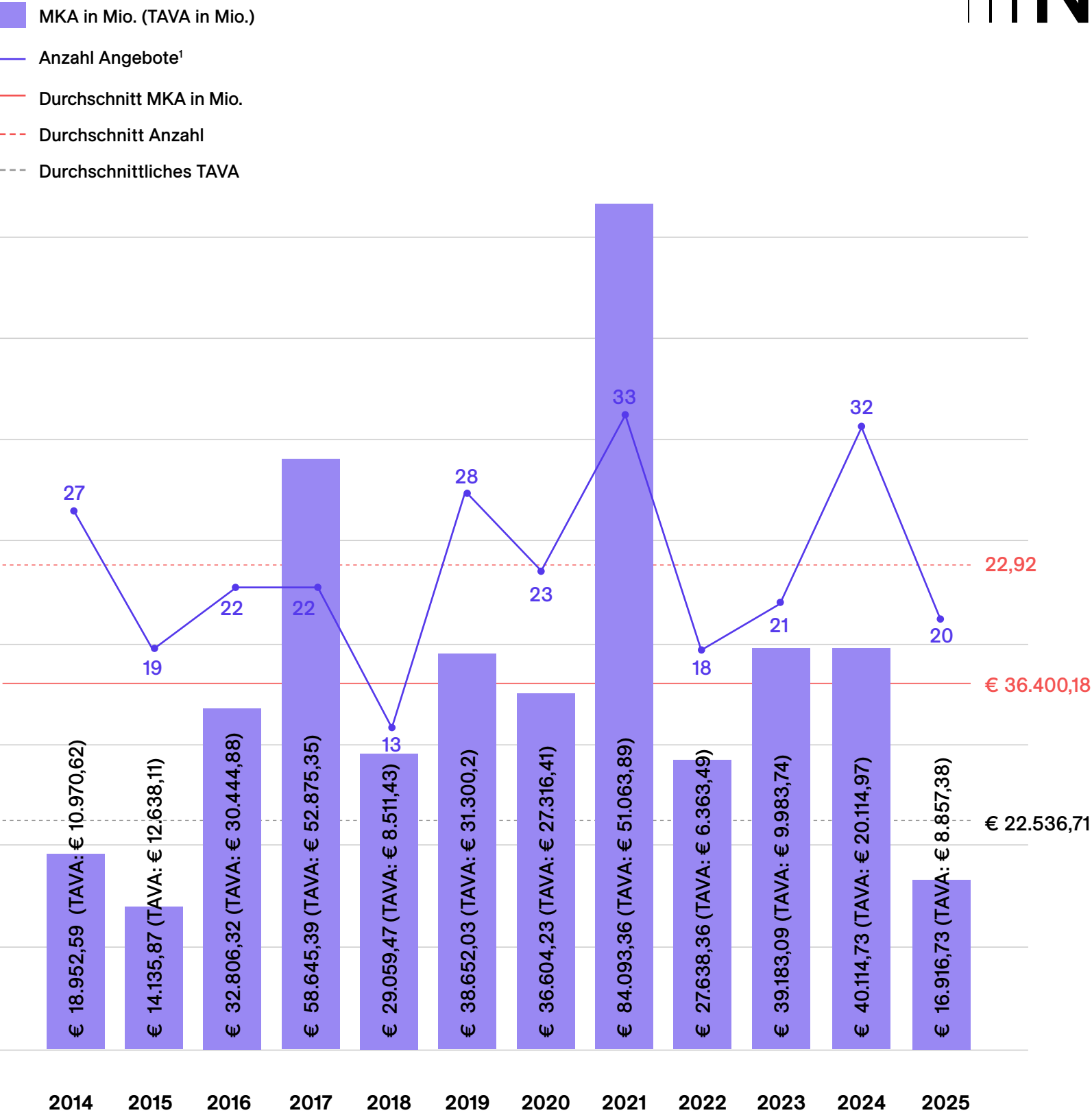


Abb. 1: Anzahl und Volumen von Angeboten seit 2014

Quelle: Noerr Research

¹ Hierbei sind die von der BaFin nicht gestatteten Angebote nicht berücksichtigt. Von der BaFin nicht gestattet wurden Angebote in den Jahren 2014 (zwei Angebote), 2015 (ein Angebot), 2017 (ein Angebot), 2018 (zwei Angebote), 2019 (ein Angebot), 2020 (drei Angebote), 2021 (ein Angebot) und 2022 (ein Angebot). Die Auswertung der Durchschnittswerte im Betrachtungszeitraum seit 2014 berücksichtigt nur die von der BaFin gebilligten Angebote.

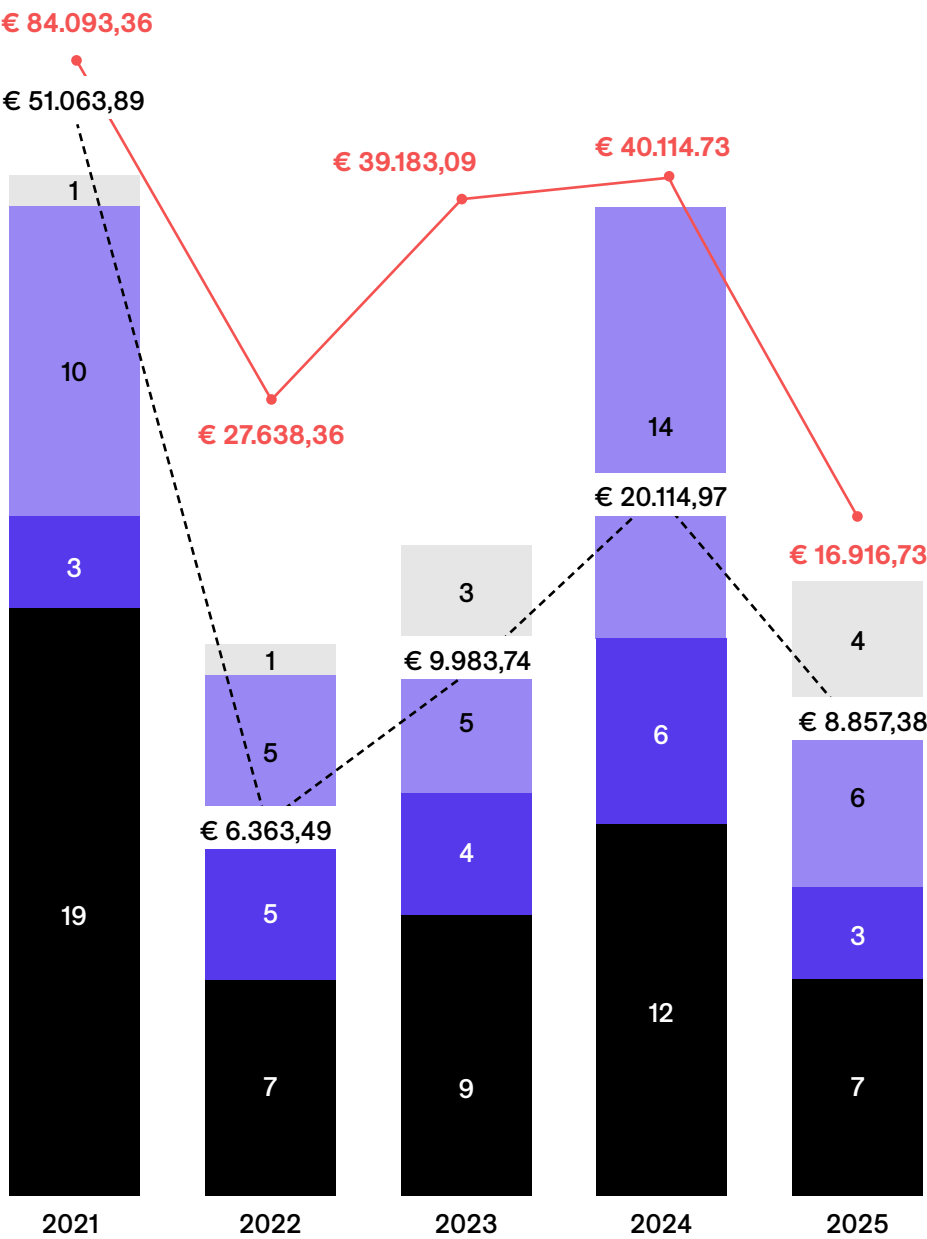
Marktüberblick

Anzahl und Volumen von Angeboten

Die Markterholung der vergangenen beiden Jahre hat sich im Jahr 2025 nicht weiter fortgesetzt. Die Anzahl der Transaktionen ist wieder rückläufig und die Marktkapitalisierung zum Angebotspreis auf dem niedrigsten Stand der letzten zehn Jahre. Die weiterhin große Zahl an Delisting-Angeboten setzt die Entwicklung der Marktbereinigung an der Börse fort.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) billigte im Jahr 2025 insgesamt 20 öffentliche Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und

Übernahmegesetz („WpÜG“). Diese Angebote betrafen Zielgesellschaften mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („MKA“) von insgesamt EUR 16.916,73 Mio. Das tatsächliche Angebotsvolumen bezogen auf noch nicht dem Bieter gehörende Aktien zum Angebotspreis („TAVA“) lag 2025 bei EUR 8.857,38 Mio. Die 20 Transaktionen setzten sich aus vier reinen Erwerbsangeboten, sechs Delisting-Erwerbsangeboten, drei Pflichtangeboten und sieben Übernahmeangeboten zusammen, wobei ein Übernahmeangebot mit einem Delisting-Angebot verbunden war.



- Erwerbsangebote
- Delisting-Angebote
- Pflichtangebote
- Übernahmeangebote

— Marktkapitalisierung aller Angebote in Mio.
--- Tatsächliches Angebotsvolumen in Mio. (TAVA)

Verwendete Vergleichskennzahlen:

Marktkapitalisierung zum Angebotspreis (MKA):
Die MKA ermittelt sich durch Multiplikation der Anzahl der Aktien der Zielgesellschaft bei Veröffentlichung des Angebotes mit dem Angebotspreis je Aktie.

Tatsächliches Angebotsvolumen bezogen auf noch nicht dem Bieter gehörende Aktien zum Angebotspreis (TAVA):
Das TAVA ermittelt sich durch Multiplikation der Anzahl der vom Bieter vor Abgabe des Angebots nicht gehaltenen, aber vom Angebot umfassten Aktien der Zielgesellschaft mit dem Angebotspreis je Aktie.

Im Jahr 2025 war die Anzahl der öffentlichen Übernahmen im Vergleich zu den Vorjahren rückläufig. Nach 32 gebilligten und veröffentlichten Angeboten 2024 sanken die Transaktionen 2025 um 37,5 % auf 20. Im hier dargestellten Vergleichszeitraum seit dem Jahr 2014 lässt sich 2025 als durchschnittliches Jahr einordnen. Die Anzahl der Transaktionen (20) liegt nur geringfügig unter dem Durchschnittswert von 22,92 öffentlichen Übernahmeangeboten pro Jahr. Dieser Befund verdeutlicht vielmehr den Ausnahmecharakter der Rekordjahre 2021 und 2024. Auffälliger war im vergangenen Jahr der starke Rückgang der Marktkapitalisierung der Zielgesellschaften (MKA). Im Vergleich zum Vorjahr (EUR 40,11 Mrd.) ist dieser Wert um 57,79 % auf nur rund EUR 16,92 Mrd. gesunken. Das ist der niedrigste Wert seit 2015 und absolut rund EUR 19,5 Mrd. unter dem Durchschnitt des hier betrachteten Zeitraumes. Ein Rückgang ist auch im hier erstmals genauer untersuchten tatsächlichen Angebotsvolumen (TAVA) zu beobachten. Dieses betrug im Jahr 2024 ca. EUR 20,11 Mrd. und im Zeitraum seit einschließlich 2014 durchschnittlich ca. EUR 22,54 Mrd. Der Wert des Jahres 2025 von EUR 8,86 Mrd. ist damit im Vergleich zum Vorjahr (minus 55,97 %) und zum langjährigen Durchschnittswert (minus 60,70 %) zurückgegangen.

Das Ziel diverser öffentlicher Angebote war auch im Jahr 2025 ein Delisting. Es wurden sieben (sechs reine und ein kombiniertes) Delisting-Angebot abgegeben. Im Vergleich zum Vorjahr (20 Angebote, die auf ein Delisting abzielten) hat sich die Anzahl der Delisting-Angebote damit mehr als halbiert. Dies korrespondiert allerdings mit

dem allgemeinen Rückgang der Zahl der abgegebenen Angebote. Die Quote der auf ein Delisting zielenden Angebote von 35 % an allen abgegebenen entspricht in etwa dem in den Vorjahren zu beobachtenden Trend. Vor 2020 lag der Anteil der Angebote, die auf ein Delisting abzielten, stets bei unter 20 %. In den Jahren 2021 bis 2024 steigerte sich dieser Anteil auf durchschnittlich 46,24 %. Der Trend hin zum Delisting als Ziel öffentlicher Angebote hat sich daher auch im vergangenen Jahr, wenngleich etwas abgeschwächt, fortgesetzt.

2025 wurden vier reine Erwerbsangebote abgegeben. Dies markiert den höchsten Wert im gesamten Beobachtungszeitraum seit 2014. Im vergangenen Jahr ging es zwei Bietern nur darum, ihre Beteiligung auszubauen, nicht aber die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu übernehmen. Ziel der anderen beiden Erwerbsangebote war es, die bereits vorhandene Kontrolle der Zielgesellschaft weiter auszubauen. Die Anzahl der Übernahmeangebote ist im Vergleich zum Jahr 2024 von zwölf auf sieben gesunken. Die Anzahl der Übernahmeangebote ohne Bezug zum Delisting sank von acht auf sechs. Der relative Anteil der Übernahmeangebote an der Gesamtangebotszahl sank von 37,5 % im Jahr 2024 auf 35 %. So setzt sich die seit dem Jahr 2022 zu beobachtende Entwicklung hin zu weniger Übernahmeangeboten fort. Zwischen 2014 und 2021 wurden mit Ausnahme des Jahres 2018 immer mindestens 14 Übernahmeangebote pro Jahr abgegeben.

Die Zahl der Pflichtangebote sank im Vergleich zum Jahr 2024 um 50 % auf drei. Deren Anteil an den gesamten öffentlichen Angeboten war

damit das dritte Jahr in Folge leicht rückläufig und betrug nur noch 15 %.

Die Marktkapitalisierung zum Angebotspreis sank im Jahr 2025 um 57,81 % auf EUR 16,91 Mrd. und ging damit im Vergleich zum Vorjahr deutlich stärker zurück als die Anzahl der Angebote. Seit Beginn unserer Datenerfassung im Jahr 2014 lag die Marktkapitalisierung zum Angebotspreis nur im Jahr 2015 (EUR 14,14 Mrd.) unter dem Wert aus 2025. Der außergewöhnlich niedrige Wert des abgelaufenen Jahres wird auch durch den Vergleich mit der Durchschnitts-MKA im hier betrachteten Zeitraum seit 2014 (EUR 36,4 Mrd.) verdeutlicht, welcher 117,33 % über dem Wert von 2025 liegt. Der starke Rückgang im Jahr 2025 ist insbesondere auf ein weit unterdurchschnittliches Angebotsvolumen im Large-Cap-Segment zurückzuführen.

Das tatsächliche Angebotsvolumen zum Angebotspreis betrug im vergangenen Jahr lediglich EUR 8,86 Mrd. Dies entspricht nur 39,30 % des Durchschnittswertes im Beobachtungszeitraum seit 2014 (EUR 22,54 Mrd.). Weit entfernt ist das TAVA 2025 auch von den Spitzenwerten der Jahre 2017 (EUR 52,88 Mrd.) und 2021 (EUR 51,06 Mrd.). In den vergangenen zwölf Jahren gab es nur in den Jahren 2018 und 2022 tatsächliche Angebotsvolumina, die unter dem Wert des Jahres 2025 lagen. Betrachtet man das Verhältnis der TAVA zur Marktkapitalisierung zum Angebotspreis, entsprach das tatsächliche Angebotsvolumen im vergangenen Jahr 52,36 % der Marktkapitalisierung zum Angebotspreis. Dies lag damit in etwa auf dem Vorjahresniveau (2024: 50,14 %), jedoch unter dem Durchschnitt des Beobachtungszeitraumes seit 2014 (60,57 %).

Abb. 2: Anzahl, Art und Volumen von Angeboten
Quelle: Noerr Research

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

Der Markt im Jahr 2025 war geprägt von vielen Large-Cap-Transaktionen, deren durchschnittliches Volumen das vierte Jahr in Folge rückläufig war. Das Mid-Cap-Segment hatte trotz weniger Angebote einen überdurchschnittlich großen Anteil an der Gesamtmarktkapitalisierung, während im Small-Cap-Bereich nach einem starken Jahr 2024 ein Rückgang der abgegebenen Angebote auf einen Durchschnittswert von sieben zu beobachten war.

Im Einzelnen stellt sich die Entwicklung der durchschnittlichen Marktkapitalisierung zum Angebotspreis in den drei Segmenten wie folgt dar:

Durchschnittliche Marktkapitalisierung zum Angebotspreis

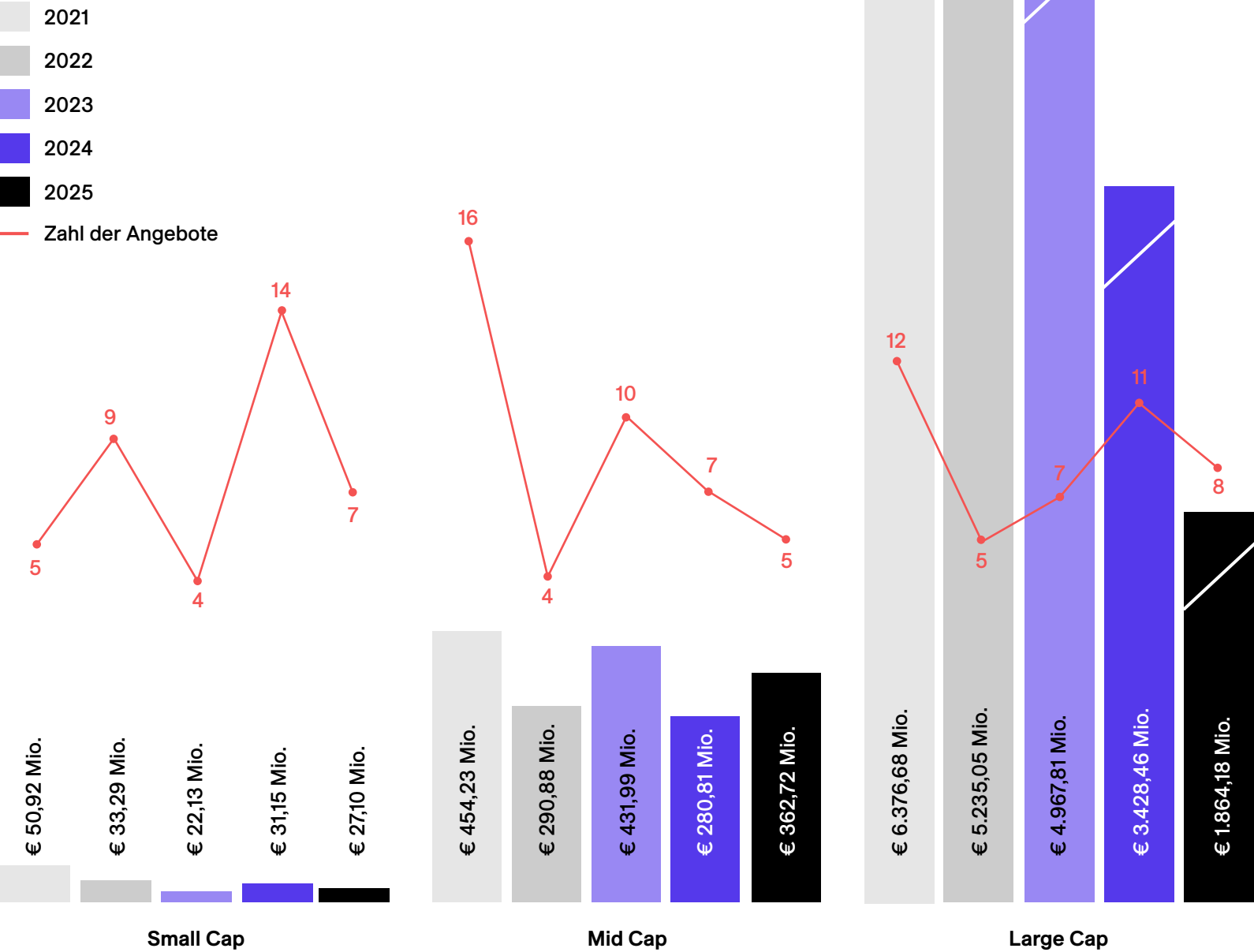


Abb. 3: Entwicklung in den Segmenten

Quelle: Noerr Research

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

Acht öffentliche Angebote wurden im Jahr 2025 im Large-Cap-Segment abgegeben. Das entspricht einem Anteil von 40 % der Gesamttransaktionszahl. Trotz des Rückgangs der Large-Cap-Angebote von elf auf acht ist der Anteil an den Gesamttransaktionen erneut gestiegen (2024: 34,38 %). Damit sind zum ersten Mal seit Beginn unserer Datenerfassung im Jahr 2014 die meisten Angebote eines Jahres dem Large-Cap-Segment zuzuordnen.

Weiter rückläufig ist hingegen im Large-Cap-Segment die durchschnittliche Marktkapitalisierung zum Angebotspreis. Diese lag im Jahr 2025 bei nur EUR 1,86 Mrd. und damit 45,66 % unter dem Wert des Vorjahres (EUR 3,43 Mrd.). Die durchschnittliche Marktkapitalisierung ist damit zum vierten Mal in Folge gesunken und markierte 2025 den niedrigsten Wert im Beobachtungszeitraum. Das verdeutlicht auch der Vergleich mit dem Durchschnittswert im Vergleichszeitraum seit 2014 (EUR 5,32 Mrd.), der 185,19 % über dem Wert von 2025 liegt. Damit sank auch der Anteil des Large-Cap-Segmentes an der Gesamtmarktkapitalisierung auf den niedrigsten Wert seit 2015 (2025: 88,16 %). Der starke Rückgang der durchschnittlichen Marktkapitalisierung im Large-Cap-Bereich ist darauf zurückzuführen, dass im vergangenen Jahr keine Transaktion an die volumenmäßig größten Transaktionen der Vorjahre anknüpfen konnte. 2024 hatte das öffentliche Übernahmeangebot der ADNOC International Germany Holding AG an die Aktionäre der Covestro AG eine Bewertung (gemessen in MKA) von EUR 11,72 Mrd. und 2023 hatte die Vantage Towers AG mit einer MKA von EUR 16,19 Mrd. auf Basis des Delisting-Angebots der Oak Holdings GmbH die größte Marktkapitalisierung zum Angebotspreis. Im vergangenen Jahr 2025 lag demgegenüber dem Angebot der United Internet AG an die Aktionäre der 1&1 AG lediglich eine MKA von EUR 3,27 Mrd. zugrunde.

Die Zahl der öffentlichen Angebote im Mid-Cap-Segment war das zweite Jahr in Folge ebenfalls rückläufig. 2025 wurden nur fünf Angebote veröffentlicht (2024: sieben Angebote), was deutlich unter dem Durchschnitt im Vergleichszeitraum (8,17 Angebote) liegt. Die durchschnittliche Bewertung der Zielgesellschaften in diesem Segment (gemessen in MKA) hat sich jedoch im Vergleich zum Vorjahr wieder erholt und ist um 29,17 % auf EUR 362,72 Mio. gestiegen. Das entspricht in etwa dem Durchschnittswert im Mid-Cap-Bereich seit 2014, der bei EUR 368,90 Mio. liegt. Aufgrund der schwachen Marktkapitalisierung der Angebote im Large-Cap-Segment hatte das Mid-Cap-Segment im Jahr 2025 einen vergleichsweise großen Anteil von 10,72 % an der Gesamt-Marktkapitalisierung (2024: 4,90 %). Damit hatte das Mid-Cap-Segment im vergangenen Jahr den viertgrößten Anteil an der Gesamt-Marktkapitalisierung seit dem Jahr 2014, was auch über dem Durchschnittswert dieses Zeitraumes (9,28 %) liegt.

Während das Small-Cap-Segment im Vorjahr recht aktiv war (14 Angebote), war 2025 eine durchschnittliche Marktaktivität zu beobachten. Die Zahl der abgegebenen Angebote sank im Vergleich zum Vorjahr von 14 um 50 % auf sieben, was jedoch dem Durchschnittswert des Vergleichszeitraumes (7,92 Angebote) nahekommt. Auch das durchschnittliche Transaktionsvolumen in diesem Segment war im Vergleich zum starken Vorjahr leicht rückläufig. Es lag mit EUR 27,10 Mio. aber nur EUR 0,7 Mio. (minus 2,55 %) unter dem Durchschnittswert seit dem Jahr 2014 (EUR 27,82 Mio.). Der Anteil des Small-Cap-Segmentes am Gesamtangebotsvolumen verblieb hingegen auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Der hohe Wert von 1,09 % aus dem Vorjahr konnte mit 1,12 % im Jahr 2025 übertroffen werden. Der Anteil lag damit deutlich über dem Durchschnittsanteil von 0,74 % im Zeitraum seit 2014.

Alle im vergangenen Jahr abgegebenen Pflichtangebote (drei) sind dem Small-Cap-Segment zuzuordnen. Die Delisting- und Übernahmeangebote haben im Mid-Cap-Bereich mit je 40 % den größten Anteil an den dortigen Angeboten. Im Large-Cap-Segment ist diese Verteilung ähnlich. Übernahme- und Delisting-Angebote haben einen Anteil von je 37,5 % der Angebote in diesem Segment.

Verteilung des Angebotsvolumens, ausgewählte Transaktionen

Bei den veröffentlichten Angeboten im Large-Cap-Segment entfiel im vergangenen Jahr die höchste Marktkapitalisierung zum Angebotspreis (MKA) auf die United Internet AG (freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot). Diese Zielgesellschaft hatte eine Marktkapitalisierung zum Angebotspreis von EUR 3.270,15 Mio. Mit einem Anteil an der Marktkapitalisierung des Large-Cap-Segmentes von 21,93 % hatte es einen weniger ausgeprägten Anteil an der Gesamtmarktkapitalisierung zum Angebotspreis als die jeweils höchsten Bewertungen der Vorjahre. Im Jahr 2024 lag der Anteil der zum Angebotspreis am besten bewerteten Zielgesellschaft noch bei 31,07 %, im Jahr 2023 gar bei 46,48 % aller Angebote im Large-Cap-Segment. 2025 stach daher nicht ein Angebot heraus. Vielmehr lag die MKA der Zielgesellschaften in diesem Segment im Bereich zwischen EUR 1,18 und 3,27 Mrd.

Bei Betrachtung des tatsächlichen Angebotsvolumens zum Angebotspreis (TAVA) rückt ein anderes öffentliches Übernahmeangebot in den Blickpunkt. Das Angebot der chinesischen Jingdong Holding Germany GmbH an die Aktionäre der Ceconomy AG hat ein tatsächliches Angebotsvolumen von 100 % der Marktkapitalisierung zum Angebotspreis. Denn die Bieterin hielt vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage noch keine Aktien der Zielgesellschaft und strebte eine vollständige Übernahme an. Im Übrigen war im Large-Cap-Segment Jahr 2025 kein Angebot von bisher nicht an den jeweiligen Zielgesellschaften beteiligten Bietern zu beobachten. Dies ist indes keine Besonderheit: Im ver-



gangenen Jahr 2024 gab es bei elf Angeboten im Large-Cap-Segment nur zwei, bei denen die Bieter zuvor keine Aktien der Zielgesellschaft hielten und daher das tatsächliche Angebotsvolumen die Marktkapitalisierung erreichte. Bei dem zuvor betrachteten Angebot an die Aktionäre der 1&1 AG betrug das tatsächliche Angebotsvolumen lediglich EUR 300,64 Mio. (9,19 % des MKA), da es sich um ein Teilangebot handelte.

Im Durchschnitt entsprach das gesamte tatsächliche Angebotsvolumen im Jahr 2025 52,36 % der Marktkapitalisierung zum Angebotspreis, was unter dem Mittelwert im Betrachtungszeitraum seit 2014 (60,57 %) liegt. Hervorzuheben ist zudem, dass innerhalb des Jahres 2025 zwei verschiedene Bieter öffentliche Angebote an die Aktionäre der ProSiebenSat.1 Media SE als Zielgesellschaft abgaben. Das erste Angebot veröffentlichte die MFE-MEDIAFOREUROPE N.V. als freiwilliges Übernahmeangebot am 8. Mai 2025 (Änderung am 28. Juli 2025). Zu diesem Angebot haben Vorstand und Aufsichtsrat der

ProSiebenSat.1 Media SE positiv Stellung bezogen. Zum Ende der erweiterten Annahmefrist konnte sich die Bieterin eine Mehrheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft sichern. Das zweite Angebot veröffentlichte die PPF IM Ltd als Erwerbsangebot in Form eines Teilangebotes am 4. Juni 2025. Damit beabsichtigte die Bieterin, ihre Beteiligung an der ProSiebenSat.1 Media SE auf bis zu 29,99 % auszubauen. Bereinigt man die Statistik um das spätere Erwerbsangebot an die Aktionäre der ProSiebenSat.1 Media SE, würde sich der Anteil des Large-Cap-Segmentes am Gesamtvolumen des Übernahmemarktes im Jahres 2025 (gemessen in MKA) aufgrund der insgesamt niedrigen Marktkapitalisierung nur unwesentlich von 88,16 % auf 86,89 % verringern.

Konkurrierende Angebote gab es zudem im Small-Cap-Segment für die Aktionäre der Francotyp-Postalia Holding AG. Zunächst veröffentlichte die Zielgesellschaft selbst ein Delisting-Rückerberwerbsangebot (sog. „self tender offer“). Wenig später veröffentlichte die SALTRAX GmbH gemeinsam mit Hans-Herbert Döber als Bieter ein Erwerbsangebot zum Erwerb von bis zu 14,85 % der Anteile an der Zielgesellschaft. Im Large-Cap-Segment gab es im Jahr 2025 zudem das Folgeangebot der Caesar BidCo GmbH an die Aktionäre der CompuGroup Medical SE & Co. KGaA: Die Bieterin hatte im Jahr 2024 bereits ein Übernahmeangebot abgegeben und setzte im vergangenen Jahr mit dem Folgeangebot nun das geplante Delisting um.

Die folgende Grafik zeigt die Anteile der Large-Cap-Transaktionen der Jahre 2024 und 2025 am jeweiligen Gesamtangebotsvolumen des Jahres (ausgedrückt in der MKA) sowie das jeweilige tatsächliche Angebotsvolumen (TAVA):

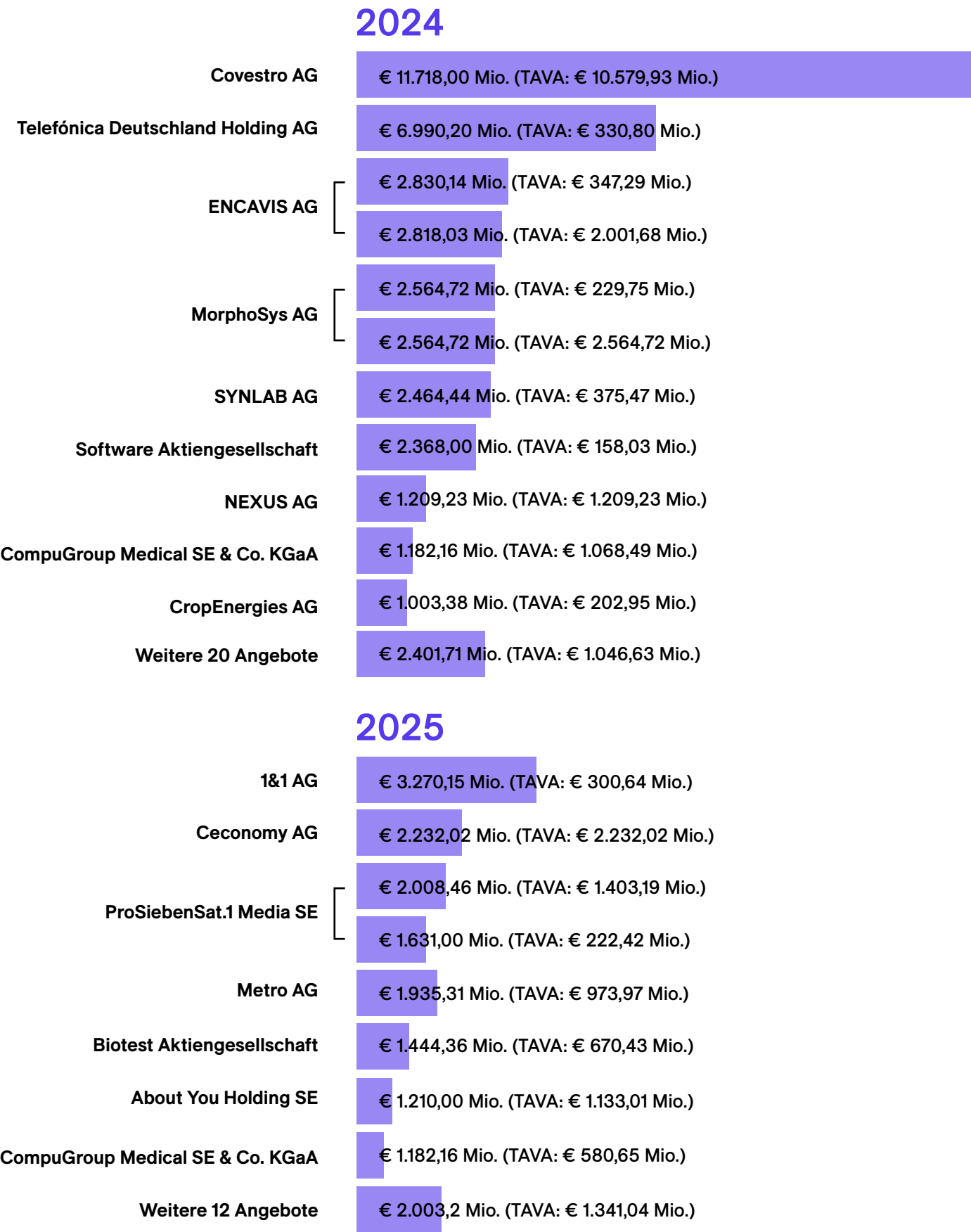


Abb. 4: Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Quelle: Noerr Research

Prämienhöhe

2025 sind die gezahlten Prämien im Gesamtmarkt verglichen mit den beiden Jahren zuvor wieder deutlich angestiegen. Prämienlose Angebote sind zurückgegangen, gleichzeitig haben über die Hälfte der veröffentlichten Angebote eine Prämie von 20 % und mehr.

Im Jahr 2025 betrug die Prämie² 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 27,64 %. Dabei blieben zwei Angebote unberücksichtigt, 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 einen Börsenkurs feststellen kann und hintereinander mindestens zwei Kurs-sprünge oberhalb von 5 % verzeichnet. Im Jahr 2025 betraf dies das Pflichtangebot der SGCI Corporate Finance GmbH und Hsiao-Hsuan „Leo“ Wang an die Aktionäre der Leo International Precision Health Aktiengesellschaft sowie das Pflichtangebot der S77 Holdings GmbH an die Aktionäre der Turbon AG.

Die höchste Prämie im Jahr 2025 bot die Zalando SE bei ihrem Übernahmeangebot an die Aktionäre der About You Holding SE mit einem Aufschlag von 107,01%. Der Angebotspreis überstieg den relevanten Durchschnittskurs deutlich, weil der Angebotspreis gesetzlich mindestens der höchsten Gegenleistung zu entsprechen hatte, die in vorangegangenen Vereinbarungen für Erwerbe an der Zielgesellschaft vereinbart wurde. Diese Prämienhöhe ist für 2025 einmalig. Einen beachtlichen Aufschlag auf den Durchschnittskurs bot mit 55,76 % zudem die Zest Bidco GmbH den Aktionären der PSI Software AG im Rahmen ihres Übernahmeangebotes an. Auch bot die MFE-MEDIAFOREUROPE N.V. den Aktionären der ProSiebenSat.1 Media SE einen Aufschlag von 50,17 % im Rahmen ihres geänderten öffentlichen Übernahmeangebotes an.

Drei Angebote aus dem vergangenen Jahr sahen keine Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs vor (sog. „low balling offers“), was einem Anteil von 16,67 % aller berücksichtigten³ Angebote entspricht. Dies betraf das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot der Obotritia Capital KGaA an die Aktionäre der Readcrest Capital AG, das Pflichtangebot der Apeiron Investment Group Ltd. an die Aktionäre der Heidelberger Beteiligungsholding AG sowie das Delisting-Rückwerbsangebot der Francotyp-Postalia Holding AG an ihre eigenen Aktionäre. Damit blieb nur ein Delisting-Angebot prämienlos. 2024 waren noch 30 % aller (kombinierten) Delisting-Angebote ohne Prämie geblieben. Die weiteren sechs (kombinierten) Delisting-Angebote aus dem vergangenen Jahr sahen breit gestreute Prämien zwischen 5,21% und 43,49 % vor.

Die folgende Grafik veranschaulicht die angebotenen Prämien solcher Angebote im Jahr 2025, für die ein 3- bzw. 6-Monats-VWAP ermittelt werden konnte. Die Darstellung teilt diese Angebote in verschiedene Kategorien auf und stellt diese den Prämien und Durchschnittswerten der Vorjahre gegenüber:

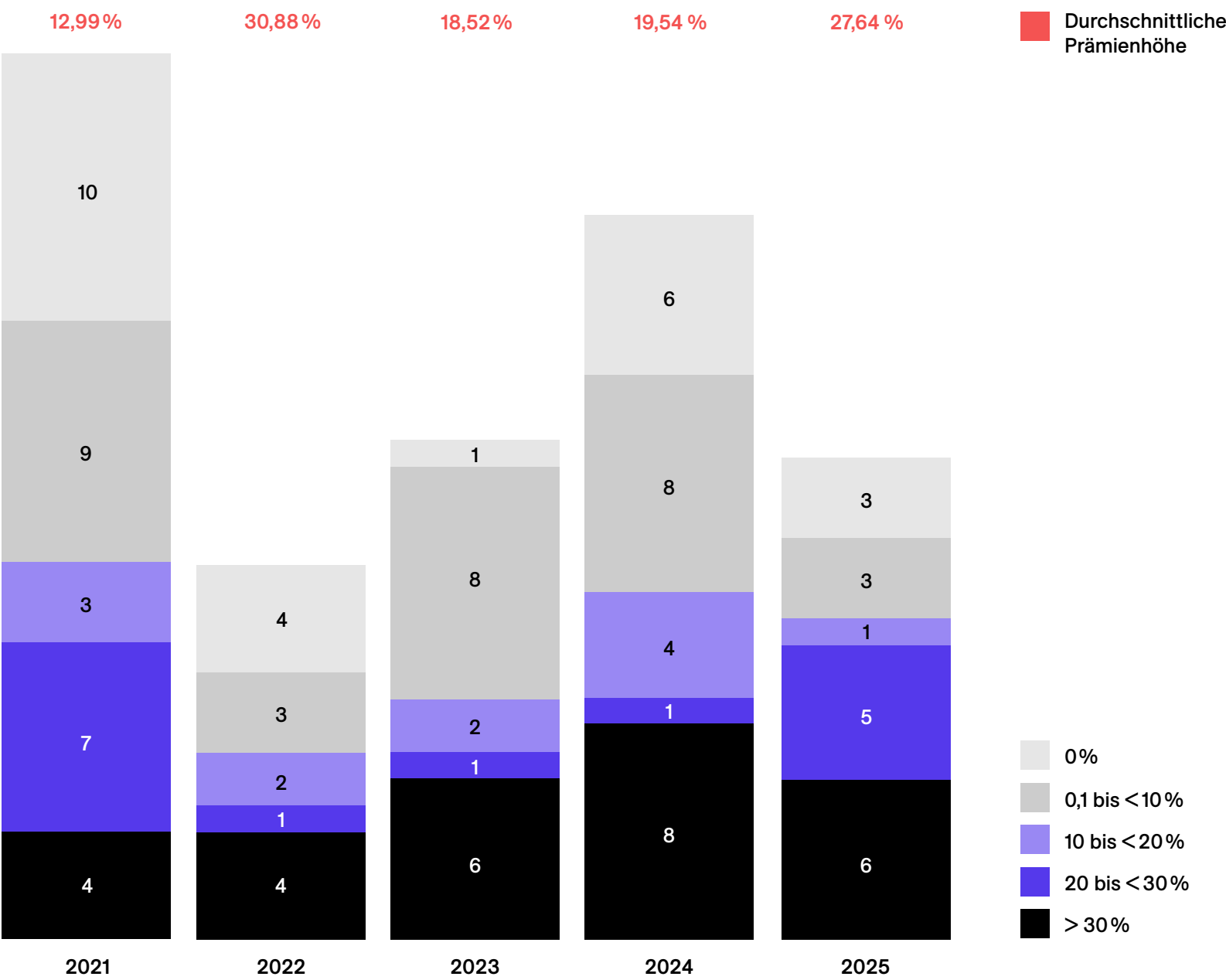


Abb. 5: Prämienhöhe

Quelle: Noerr Research

² Bei der Berechnung aller Prämien wurde der Angebotspreis zugrunde gelegt. Bei dem Übernahmeangebot der MFE-MEDIAFOREUROPE N.V. an die Aktionäre der ProSiebenSat.1 Media SE wurde der am 28.07.2025 geänderte, erhöhte Angebotspreis berücksichtigt.

³ Bei der Berechnung der relativen Anteile an der Prämienverteilung wurden nur die 18 Angebote berücksichtigt, bei denen ein relevanter VWAP ermittelt werden konnte.

Die durchschnittliche Prämienhöhe von 27,64 % markiert den höchsten Wert seit drei Jahren und liegt deutlich über der Prämienhöhe des Vorjahres (2024: 19,54 %) sowie leicht über dem Durchschnittswert im Beobachtungszeitraum seit 2014 (25,44 %). Sechs Angebote fielen in die höchste Prämienklasse von mehr als 30 %. Zudem stieg die Zahl der Angebote mit Prämien zwischen 20 % und 30 % von einem Angebot 2024 auf fünf im Jahr 2025. In Summe entfielen somit auf 61,11 % aller berücksichtigten Angebote des Jahres 2025 Prämien von 20 % oder mehr. Damit lag der Anteil hoher Prämien im vergangenen Jahr deutlich über den Anteilen in den Jahren 2024 (33,33 %) und 2023 (38,89 %). Im Vergleich zum Vorjahr hat sich 2025 auch der Anteil der prämienlosen Angebote (drei im Jahr 2025 nach sechs im Jahr 2024) um 50 % reduziert.

Im Bereich sehr niedriger Prämien bis 10 % Aufschlag auf den 3-Monats-VWAP bzw. 6-Monats-VWAP war ein Rückgang von acht solcher Angebote im Jahr 2024 auf drei im Jahr 2025 zu beobachten, was freilich teilweise mit dem Rückgang der Gesamtangebotszahl zu begründen ist. Dennoch sank der relative Anteil solch niedrig bepreister Angebote an der Gesamtangebotszahl im Jahr 2025 auf 16,67 % (2024: 29,63 %).

Bei sechs der sieben Übernahmeangebote des Jahres 2025 wurde eine Prämie angeboten; wie im Vorjahr blieb ein Übernahmeangebot prämienlos. Die durchschnittliche Prämie aller Übernahmeangebote 2025 betrug 45,17 %. Im Vorjahr 2024 hatte die durchschnittlich angebotene Prämie bei den abgegebenen Übernahmeangeboten noch 31,18 % betragen, was sich in etwa auf dem Niveau der Jahre 2023 (29,59 %) und 2022 (30,71 %) bewegte. Im vergangenen Jahr zeigten sich die Bieter daher bereit, einen deutlich höheren Aufschlag auf den Durchschnittskurs zu zahlen als in den Vorjahren, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen.



Von Dr. Philip M. Schmoll, Frankfurt am Main

Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Im Jahr 2025 veröffentlichten die Organe von Zielgesellschaften zu den 20 öffentlichen Angeboten insgesamt 20 begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG.⁴ Nach Angebotsänderungen gaben die Verwaltungsorgane der H&R GmbH & Co. KGaA und der ProSiebenSat.1 Media SE (zum Übernahmeangebot der MFE-MEDIAFOREUROPE N.V.) zudem jeweils gemeinsame ergänzende begründete Stellungnahmen ab. Bei sämtlichen Stellungnahmen 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 20 Angeboten des Jahres 2025 fiel wie in nebenstehender Grafik dargestellt aus.

Vorstand und Aufsichtsrat der ProSiebenSat.1 Media SE gaben zu dem Übernahmeangebot der MFE-MEDIAFOREUROPE N.V. zunächst eine negative Stellungnahme ab, da sie die Gegenleistung als nicht angemessen bewerteten. Nach Erhöhung der Gegenleistung durch Erhöhung der Aktienkomponente bewerteten sie die Gegenleistung jedoch als angemessen und empfahlen die Annahme des Übernahmeangebots.

- 13 positive Stellungnahmen (65 %; Vorjahr: 62,5 %)
- Eine negative Stellungnahme (5 %; Vorjahr: 9,4 %)
- Sechs neutrale Stellungnahmen (30 %; Vorjahr: 25 %)

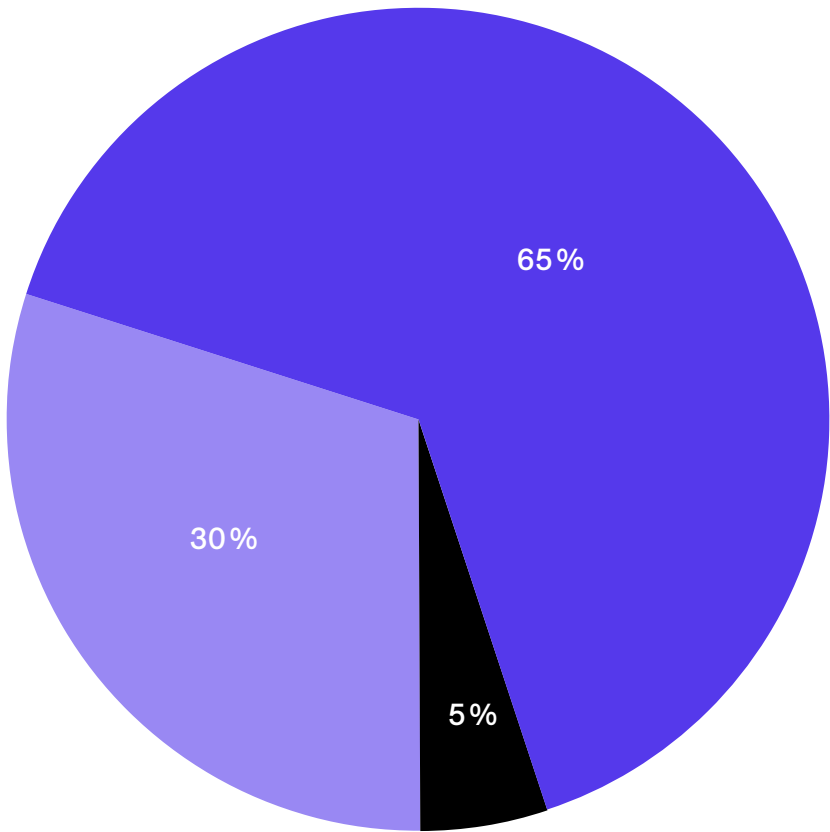


Abb. 6: Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Quelle: Noerr Research

Im Zuge der gemeinsamen begründeten Stellungnahme der persönlich haftenden Gesellschafterin und des Aufsichtsrats der CompuGroup Medical SE & Co. KGaA zum Delisting-Angebot 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 Annahmeermpfehlung, die in der Stellungnahme veröffentlicht wurden.

Fairness Opinions

Zur Unterlegung von zehn der 20 begründeten Stellungnahmen (50 %; Vorjahr: 37,5 %) wurden sog. Fairness Opinions von externen Beratern zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung eingeholt. Hierzu zählen unter anderem sämtliche Stellungnahmen zu den sechs der sieben (reinen und kombinierten) Übernahmeangebote im Jahr 2025. In acht der zehn Fälle beauftragten die Verwaltungsorgane gemeinsam eine Fairness Opinion. In zwei der zehn Fälle (CECONOMY AG und ProSiebenSat.1 Media SE) beauftragten Vorstand und Aufsichtsrat jeweils eine Fairness Opinion von unterschiedlichen Finanzberatern. In diesen Fällen wurden die Zielgesellschaften auf Basis des Angebotspreises mit über EUR 2 Mrd. bewertet. Im Rahmen der ergänzenden gemeinsamen begründeten Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der ProSiebenSat.1 Media SE zum geänderten Übernahmeangebot der MFE-MEDIAFOREUROPE N.V. holten die Verwaltungsorgane jeweils erneut eine Fairness Opinion von unterschiedlichen Beratern ein.

Bei den zehn Stellungnahmen, die nicht mit einer Fairness Opinion unterlegt wurden, handelt es sich um Stellungnahmen zu Pflicht-, Erwerbs- und Delisting-Angeboten sowie das Übernahmeangebot an die Aktionäre der Readcrest Capital AG, in dessen Zuge bereits eine Unternehmensbewertung der Zielgesellschaft im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung erfolgte. Bei Pflicht-, Erwerbs- und Delisting-Angeboten im Small- und Mid-Cap-Segment wird regelmäßig aus Kostengründen auf die Einholung einer Fairness Opinion verzichtet. Gleiches gilt für Stellungnahmen zu Delisting-Angeboten, denen ein Übernahmeangebot vorausging, in dessen Zuge bereits eine oder mehrere Fairness Opinions eingeholt wurden.

Abgabezeitpunkt der begründeten Stellungnahmen

Die begründeten Stellungnahmen im Jahr 2025 wurden im Durchschnitt 12,1 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage und damit vergleichsweise spät abgegeben (Vorjahr: 8,8 Tage). Bei zehn der 20 begründeten Stellungnahmen (50 %) 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 12,2 Tage nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage veröffentlicht (Vorjahr: 8,5 Tage).

⁴ Eine ausführliche Auswertung der begründeten Stellungnahmen finden Sie im Aufsatz von Schmoll/Dreinhöfer in der WM 2026, S. 365 ff. oder auf Nachfrage bei unseren Ansprechpartnern.

Vermutung der Angemessenheit der Gegenleistung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out: Ist die Praxis zu § 39a WpÜG europarechtswidrig?

Anmerkungen zum Urteil des EuGH vom 27. November 2025, Rs. C-567/24 (Svema Trade) zu Art. 15 Abs. 5 RL 2004/25/EG (Übernehmerichtlinie)

Nach dem EuGH ist die Angemessenheitsvermutung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out nach Art. 15 Abs. 5 UAbs. 3 Übernahme-RL widerlegbar.

Diese Rechtsprechung gilt auch für die Auslegung von § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG, der von der herrschenden Meinung bislang als unwiderlegbare Vermutung angesehen wurde.

Aktionäre, welche die im Übernahmeverfahren gewährte Gegenleistung für unangemessen halten, erlangen durch die Rechtsprechung des EuGH einen Ansatzpunkt, ihre Einwände gerichtlich geltend zu machen. Das gilt ungeachtet des Umstandes, dass der EuGH eine Widerlegung der Vermutung nur in bestimmten, restriktiv zu handhabenden Fällen annimmt.

Für Bieter und Zielgesellschaft entstehen durch diese Rechtsprechung Verzögerungsrisiken, durch die die Attraktivität des übernahmerechtlichen Squeeze-out gemindert wird.

Einleitung

Nach einer öffentlichen Übernahme oder einem Kontrollwechsel bietet ein Squeeze-out die Möglichkeit, die verbliebenen Aktionäre abzufinden und die Zielgesellschaft vollständig zu übernehmen.

Der übernahmerechtliche Squeeze-out ist in den §§ 39a, 39b WpÜG geregelt. Er erfordert einen zeitlichen Zusammenhang zu einem Übernahme- oder Pflichtangebot. Hält der Bieter nach dem Angebot mindestens 95 % des stimmberechtigten Grundkapitals der Zielgesellschaft und beantragt er den Ausschluss der übrigen Aktionäre, hat ihm das zuständige Gericht die übrigen Aktien gegen Zahlung einer angemessenen Gegenleistung zu übertragen. Wenn der Bieter aufgrund des Angebots Aktien in Höhe von mindestens 90 % des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat, wird die Angemessenheit der Gegenleistung aus dem Angebot auch für den Squeeze-out vermutet (§ 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG). Die Regelung hat einen europarechtlichen Hintergrund. Sie dient der Umsetzung von Art. 15 Abs. 5 der Übernahme-RL.⁶

Das Urteil des EuGH

Gegenstand dieses Beitrags ist das Urteil des Europäischen Gerichtshofs („EuGH“) vom 27. November 2025 im Verfahren Svema Trade (Rs. C-567/24). Dem Urteil lag eine Vorlage zur europarechtlichen Grundlage der Angemessenheitsvermutung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out zugrunde. Gemäß Art. 15 Abs. 5 UAbs. 1 Satz 1 der Übernahme-RL ist bei einem Squeeze-out eine angemessene Gegenleistung zu gewährleisten. Bei einem vorangegangenen Pflichtangebot wird gemäß Art. 15 Abs. 5 UAbs. 3 Satz 1 der Übernahme-RL vermutet, dass die Gegenleistung des Pflichtangebots auch im Squeeze-out als angemessen gilt.

Sachverhalt

Dem Streit um die angemessene Gegenleistung im Squeeze-out ging ein öffentliches Pflichtangebot der slowenischen Gesellschaft Svema Trade d.o.o. an die Aktionäre der slowenischen Zielgesellschaft HRAM Holding d.d. voraus. Im Zuge des Angebots erwarb die Svema Trade über 90 % der Aktien an der Zielgesellschaft. Damit wurde die im slowenischen Recht relevante Schwelle für einen übernahmerechtlichen Squeeze-out überschritten. Die Bieterin leitete das entsprechende Squeeze-out-Verfahren ein. Sodann kam es zum Streit der Prozessparteien über die Angemessenheit der Gegenleistung. Das damit befasste Regionalgericht Ljubljana legte dem EuGH die Frage nach der Widerlegbarkeit der Vermutung des Art. 15 Abs. 5 UAbs. 3 der ÜbernahmeRL vor.

⁵ Die Autoren danken Herrn Florian Nölle, wissenschaftlicher Mitarbeiter, für die Unterstützung bei der Ausarbeitung des Beitrags.
⁶ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. 2004 L 142, 12.

	Übernahmerecht	Aktienrecht	Umwandlungsrecht
Norm	§§ 39a, 39b WpÜG	§§ 327a ff. AktG	§ 62 Abs. 5 UmwG
Erforderliche Beteiligungsquote	95 %	95 %	90 %
Kontext	Vorhergehendes freiwilliges Übernahme- oder Pflichtangebot	Jederzeit	Vorhergehende Verschmelzung einer Tochtergesellschaft auf die Muttergesellschaft
Entscheidung	Antrag des Bieters und Übertragungsbeschluss des Landgerichtes Frankfurt am Main	Beschluss der Hauptversammlung und Eintragung in das Handelsregister	Regelung im Verschmelzungsvertrag sowie Beschluss der Hauptversammlung und Eintragung in das Handelsregister
Gegenleistung	Angemessene Gegenleistung; Angemessenheitsvermutung der Gegenleistung des Übernahme- oder Pflichtangebotes bei 90 % Zustimmung	Angemessene Gegenleistung	Angemessene Gegenleistung; Verweis auf §§ 327a ff. AktG
Gerichtliche Überprüfung der Gegenleistung	Sofortige Beschwerde	Spruchverfahren	Spruchverfahren

Abb. 7: Übersicht zu den verschiedenen Squeeze-out-Möglichkeiten

Quelle: Noerr Research

Entscheidungsgründe

Der EuGH führt zunächst aus, dass die unterschiedlichen Sprachfassungen der Richtlinie uneinheitlich seien und daher keine Rückschlüsse zuließen. Einige Fassungen deuteten auf eine widerlegbare Vermutung hin (so die englische und die französische Fassung), andere auf eine unwiderlegbare Vermutung (so die deutsche Fassung).

Ausschlaggebend ist für den EuGH eine systematische Betrachtung der Übernahme-RL. Die Mitgliedstaaten könnten ihre Aufsichtsstellen ermächtigen, die nach den vorgegebenen Kriterien ermittelte Gegenleistung eines Pflichtangebotes abzuändern. Hierfür nennt Art. 5 Abs. 4 UAbs. 2 Übernahme-RL Umstände, unter denen in Ausnahmefällen eine Anpassung zur Gewährleistung einer angemessenen Gegenleistung möglich ist, beispielsweise:

- Die Marktpreise der betreffenden Wertpapiere sind manipuliert worden;
- die Marktpreise sind allgemein oder im Besonderen durch außergewöhnliche Umstände beeinflusst worden;
- oder die Rettung eines Unternehmens in Schwierigkeiten soll ermöglicht werden.

Der EuGH argumentiert, dass der Gedanke, dass ein nach den Vorgaben der ÜbernahmeRL ermittelter Preis unter Umständen anpassungsbedürftig sein kann, auch bei der Gegenleistung für den Squeeze-out gelten müsse. Wenn die Gegenleistung bereits bei einer freiwilligen Veräußerung der Aktien durch den Aktionär aufgrund eines Pflichtangebotes modifiziert werden könne, müsse dies erst recht bei einem zwangsweisen Verkauf im Rahmen des Squeeze-out der Fall sein.

Der Zweck der Übernahme-RL erfordere nach Ansicht des EuGH ebenfalls eine widerlegbare Angemessenheitsvermutung. Die Richtlinie zielt auf den Schutz von Wertpapierinhabern in Gesellschaften ab, die unter der Kontrolle eines anderen Aktionärs stehen. Nach Ansicht des Gerichtshofs widerspräche es diesem Schutzaspekt, wenn die Aktionäre ihre Anteile im Falle einer unwiderlegbaren Angemessenheitsvermutung stets zu dem Preis des Pflichtangebots veräußern müssten.

Der Gerichtshof kommt daher zu dem Ergebnis, dass die Vermutung in Art. 15 Abs. 5 UAbs. 3 Übernahme-RL in bestimmten Ausnahmefällen widerlegbar sein muss. Der EuGH nimmt hierzu auf die in Art. 5 Abs. 4 UAbs. 2 der Übernahme-RL genannten Fälle Bezug (s.o.). In solchen Ausnahmefällen könne die Vermutung widerlegt sein, sofern die Aufsichtsstelle diese zum Zeitpunkt des Pflichtangebotes nicht kannte oder sie erst später auftraten.

Bisherige Rechtslage in Deutschland nach § 39a WpÜG

Die Frage, ob die Angemessenheitsvermutung widerlegbar ist, wurde in Deutschland seit Einführung der Vorschrift diskutiert. Die Gesetzesbegründung zu § 39a Abs. 3 WpÜG spricht von einer „unwiderleglichen Vermutung für die Angemessenheit der Abfindung“. Diese Gestaltung hat schon der Bundesrat im Gesetzgebungsverfahren kritisiert und den dadurch geringeren Rechtsschutz der Aktionäre herausgestellt. Kritiker argumentieren darüber hinaus mit den unterschiedlichen Sprachfassungen der Übernahme-RL. Zudem wurden Entstehungsgeschichte und Systematik der Übernahme-RL für eine widerlegbare Vermutung ins Feld geführt.

Aus der Rechtsprechung argumentierte das OLG Stuttgart (Beschluss vom 5. Mai 2009, 20 W 13/08) für eine unwiderlegbare Vermutung und stützte sich dabei auf die Gesetzesbegründung sowie den Wortlaut der deutschen Vorschrift. Der überwiegende Teil des juristischen Schrifttums sieht die Vermutung ebenfalls als unwiderlegbar an. Hierfür wurde etwa angeführt, dass eine unwiderlegbare Angemessenheitsvermutung auch dem Zweck der Vorschrift diene, langwierige Verfahren zu verhindern. Einige Stimmen in der Literatur wollten die Widerlegbarkeit der Angemessenheitsvermutung zumindest in Ausnahmefällen wie Missbrauch und Marktmanipulation einschränken.

Zielgesellschaft	Bieter	Datum Übertragungsbeschluss des LG Frankfurt a.M.	Angebotsart	Gegenleistung im Squeeze-out	Gegenleistung entspricht vorherigem Angebotspreis	MKA
Infas Holding Aktiengesellschaft	Ipsos DACH Holding AG	Ausstehend (Antrag am 8. Januar 2025)	Barabfindung	EUR 6,80	Ja	EUR 61 Mio.
Biotest AG	Grifols S. A.	30. November 2022	Barabfindung	EUR 43,00	Ja	EUR 1.583 Mio
Vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste Aktiengesellschaft	Vienna GmbH	3. April 2013	Barabfindung	EUR 2,80	Ja	EUR 72 Mio.
Tognum AG	Engine Holding AG	8. Dezember 2011	Barabfindung	EUR 26,00	Ja	EUR 3.416 Mio.
Kühlhaus Zentrum Aktiengesellschaft	Nordfrost GmbH & Co. KG	22. Dezember 2010	Barabfindung	EUR 750,00	Ja	EUR 780 Mio.

Abb. 8: Übertragungsbeschlüsse des LG Frankfurt am Main zu übernahmerechtlichen Squeeze-outs seit 2010

Quelle: Noerr Research

Auswirkungen des EuGH-Urteils auf das deutsche Recht

Die Entscheidung des EuGH hat weitreichende Auswirkungen auf die Attraktivität des übernahmerechtlichen Squeeze-out nach deutschem Recht. § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG ist zukünftig richtlinienkonform auszulegen, da die bisherige herrschende Meinung nicht im Einklang mit der EuGH-Rechtsprechung steht. Die aufgestellte Vermutung, dass die Gegenleistung des vorhergehenden Übernahme- oder Pflichtangebotes bei einer Annahmequote von über 90 % auch für den Squeeze-out angemessen ist, ist auch im deutschen Recht widerlegbar.

Bei der Analyse der praktischen Folgen ist zu beachten, dass die Angemessenheitsvermutung auch bei richtlinienkonformer Auslegung nach wie vor gilt. Die betroffenen Aktionäre müssen daher Umstände vortragen und darlegen, dass die Gegenleistung aus dem Pflichtangebot nicht (mehr) angemessen ist. An die Ausnahmetatbestände und den Zeitpunkt des Vorliegens stellt der EuGH in seinem Urteil strenge Maßstäbe. Die Hürden, um die Angemessenheitsvermutung zu widerlegen, sind für die Aktionäre daher hoch.

Allerdings führt die Rechtsprechung des EuGH für die potenziellen Bieter zu weniger Rechtssicherheit. So steht den vom Squeeze-out betroffenen Aktionären nun stets ein Ansatzpunkt offen, die Angemessenheit der Gegenleistung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out gerichtlich überprüfen zu lassen. Anders als beim aktienrechtlichen Squeeze-out ist dafür nicht das für den Bieter vorteilhafte Spruchverfahren vorgesehen, dessen Einleitung der Durchführung der Maßnahme nicht entgegensteht. Aktionäre können im Fall des übernahmerechtlichen Squeeze-out vielmehr eine sofortige Beschwerde gegen die Entscheidung des Gerichts über die Übertragung ihrer Aktien erheben. Die in § 39b Abs. 3 Satz 3 WpÜG angeordnete aufschiebende Wirkung der Beschwerde hat das Potenzial, das übernahmerechtliche Squeeze-out-Verfahren zu verzögern. Der übernahmerechtliche Squeeze-out verliert damit seinen wesentlichen Vorteil gegenüber anderen Formen des Squeeze-out.

Fazit

Nach dem Urteil des EuGH in der Rechtssache Svema Trade ist die Vermutung für die Angemessenheit der Gegenleistung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out gemäß § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG als widerlegbar anzusehen. Zur Frage, unter welchen Voraussetzungen die Angemessenheitsvermutung widerlegt werden kann, beschreibt der Gerichtshof Fallgruppen und lässt erkennen, dass strenge Maßstäbe gelten sollen. Allerdings sind die angesprochenen Fallgruppen nur schlagwortartig skizziert und bedürfen weiterer Konkretisierung. Hierzu wird der Gesetzgeber tätig werden müssen. Bis dies geschieht, bleibt zu hoffen, dass die Verwaltungs- und Gerichtspraxis bei der Widerlegung der Vermutung zurückhaltend verfährt. So oder so leidet die Attraktivität des übernahmerechtlichen Squeeze-out.

Neuerungen bei Delisting und Downlisting nach dem Standortfördergesetz (StoFöG)

Ausgangspunkt und Zielsetzung der Reform

Mit dem am 10. Februar 2026 in Kraft getretenen Gesetz zur Förderung privater Investitionen und des Finanzstandorts (Standortfördergesetz – „**StoFöG**“) verfolgt der deutsche Gesetzgeber das Ziel, den Kapitalmarkt zu stärken, den Zugang zu Börsenfinanzierungen zu erleichtern und gleichzeitig spezifische Anlegerschutzvorschriften zu modernisieren. Inhaltlich orientiert sich das StoFöG weitestgehend an den bereits im – letztlich gescheiterten – Entwurf des Zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetzes („**ZuFinG II**“) vorgesehenen kapitalmarkt- und aktienrechtlichen Änderungen.

Besonders für das Aktien- und Kapitalmarktrecht sieht das StoFöG weitreichende Änderungen bei den Vorschriften zum sog. „**Delisting**“, also dem Rückzug von der Börse, vor. Ziel der Reform ist es, auf die Erfahrungen seit Einführung des § 39 Abs. 2–6 des Börsengesetzes („**BörsG**“) im Jahr 2015, insbesondere nach dem Markteinbruch infolge der COVID-19-Pandemie, sowie auf die rechtspolitische Debatte über die Ausgestaltung von Wachstumsmärkten für kleine und mittlere Unternehmen („**KMU**“) zu reagieren.

Neben einer Reform des Delisting (s.u. „**Änderungen beim Delisting**“) sind dabei auch Änderungen für den Segmentwechsel vom regulierten Markt in einen KMU-Wachstumsmarkt (sog. Downlisting) (s.u. „**Änderungen beim Downlisting**“) vorgesehen.

Änderungen beim Delisting

Bisherige Rechtslage

Seit 2015 schreibt § 39 BörsG vor, dass der Widerruf der Zulassung von Aktien zum Handel im regulierten Markt grundsätzlich nur zulässig ist, wenn außenstehenden Aktionären ein Erwerbsangebot nach dem WpÜG unterbreitet wird (§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG). Dieses sog. „**Delisting-Angebot**“ dient dazu, die durch den Wegfall der Börsennotierung eingeschränkte Handelbarkeit der Aktien zu kompensieren.

Als Mindestgegenleistung ist im Rahmen eines Delisting-Angebots grundsätzlich der volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten sechs Monate vor Bekanntgabe der Entscheidung zur Abgabe des Delisting-Angebots („**6-Monats-Durchschnittskurs**“) anzubieten. Das Delisting-Recht ist damit stark kapitalmarktrechtlich geprägt: Es setzt auf Markttransparenz und Preiseffizienz und verzichtet – im Gegensatz zur früheren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs – auf das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses.

§ 39 Abs. 3 BörsG enthielt in seiner bisherigen Fassung zudem Ausnahmeregelungen, die unter bestimmten Voraussetzungen eine Abkehr von der Orientierung am Börsenkurs zugunsten einer Unternehmensbewertung ermöglichten, konkret bei einem Verstoß gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten, Marktmanipulation und Marktengpässe.

Hintergrund der Reform

Bei dieser Regelung des Delisting-Rechts hat der Gesetzgeber sowohl aus tatsächlichen als auch rechtspolitischen Gründen Reformbedarf identifiziert:

Anstieg an Delisting-Angeboten

So war zum einen der Anteil der Delisting-Angebote an Angeboten nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („**WpÜG**“) zuletzt deutlich gestiegen. Delisting-Angebote machten in den letzten fünf Jahren stets mindestens ein Drittel aller in Deutschland veröffentlichten Angebote aus. Die Fragen nach der Ausgestaltung von Angebotspflichten, Mindestgegenleistung und Rechtsschutz bei Delisting-Angeboten gewannen daher zunehmend an praktischer Bedeutung.

Prozentanteil an Angeboten

Delisting-Angebote⁷ in absoluten Zahlen

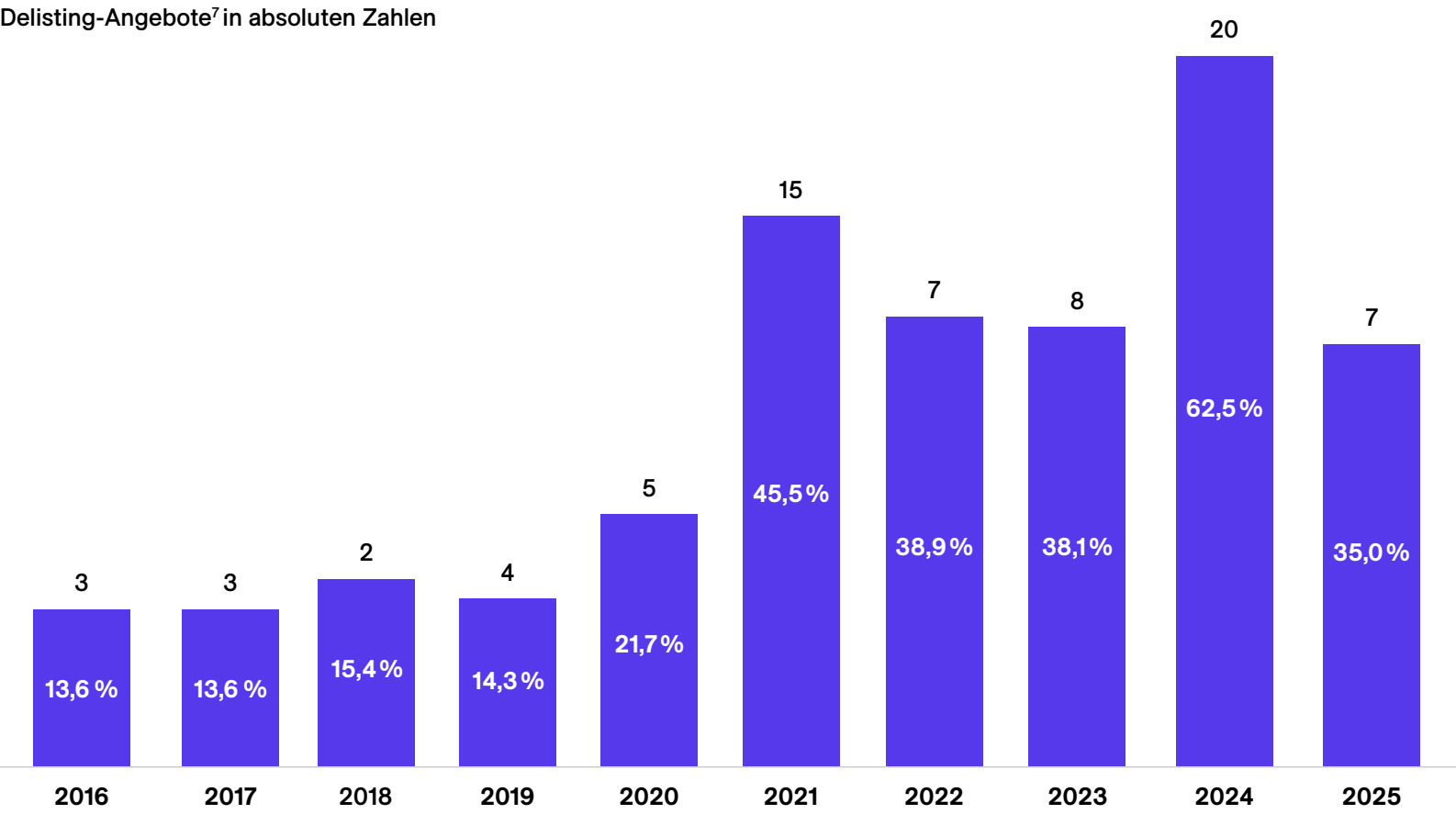


Abb. 9: Entwicklung der Zahl der Delisting-Angebote

Quelle: Noerr Research

⁷ Die hier abgebildete Zahl der Delisting-Angebote enthält sowohl reine Delisting-Angebote als auch solche, die mit einem Pflicht- oder Übernahmeangebot kombiniert waren. Aus diesem Grund können die Zahlen von denen in Abbildung 2 des Marktüberblicks, die nur reine Delisting-Angebote ausweist, abweichen.

Übernahmeangebote von Rocket Internet und CENTROTEC

Weitere Brisanz erhielten diese Fragen durch die Delisting-Angebote für die Rocket Internet SE und die CENTROTEC SE: So führte die Rocket Internet SE im Jahr 2020 erfolgreich ein Delisting-Rückerwerbsangebot durch und beendete damit ihre Börsennotierung. Der als Mindestgegenleistung angebotene 6-Monats-Durchschnittskurs hatte jedoch – nicht zuletzt aufgrund der COVID-19-Pandemie – nur bei EUR 18,57 je Aktie gelegen, was einen erheblichen Abschlag zum ursprünglichen IPO-Preis im Jahr 2014 von EUR 42,50 je Aktie darstellte. Die deutliche Differenz befeuerte eine rechtspolitische Debatte darüber, ob die gesetzlich vorgesehenen Ausnahmefälle des § 39 Abs. 3 BörsG noch ausreichend und nicht möglicherweise Sondersituationen denkbar seien, wo eine Unternehmensbewertung anstelle der Orientierung am Börsenkurs vorzugswürdig wäre. Das LG Berlin verneinte, dass in dem konkreten Fall eine Unternehmensbewertung erforderlich gewesen wäre, und verwies dafür auf das Fehlen einer gesetzlichen Grundlage. Die Ausnahmetatbestände des § 39 BörsG seien insoweit abschließend. Aber auch das Delisting-Angebot für die CENTROTEC SE im Jahr 2021 erregte die Gemüter, da von Aktionärsschützern auch hier ein erheblicher Abstand zwischen dem (vermuteten) inneren Wert und der angebotenen Mindestgegenleistung vorgebracht wurde.

Studie von Grant Thornton

Um den Reformbedarf beim Delisting-Recht empirisch zu untermauern, beauftragte das Bundesministerium der Finanzen die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Grant Thornton damit, zu untersuchen, ob die grundsätzliche Orientierung der Mindestgegenleistung am 6-Monats-Durchschnittskurs bei Delisting-Angeboten für einen angemessenen Schutz der Anleger Sorge. Die Studie kam zu dem Ergebnis, dass bei Delistings aus einem regulierten Markt seit Einführung des § 39 Abs. 2 BörsG die durchschnittlichen „**abnormalen Renditen**“ (d.h. die Differenzen zwischen den durch Ankündigung des Delisting beeinflussten, realisierten Renditen und den ohne den Einfluss der Ankündigung erwarteten Renditen) weniger negativ und zum Teil sogar positiv waren, während bei „unregulierten“ Delistings aus einem KMU-Wachstumsmarkt weiterhin negative durchschnittliche abnormale Renditen auftraten und damit ein Vermögensverlust der Aktionäre einherging. Für das sog. „**Downlisting**“, also den Wechsel vom regulierten Markt in einen KMU-Wachstumsmarkt, zeigten sich dagegen keine signifikant negativen abnormalen Renditen. Die Erkenntnisse aus der Studie sind in die Novellierung des Delisting-Rechts durch das StoFöG eingeflossen.

Änderungen des Delisting-Rechts:

Die nun umgesetzte Reform des Delisting-Rechts durch das StoFöG umfasst

- eine Neuordnung des Anwendungsbereichs des § 39 BörsG;
- die Ausgestaltung der Mindestpreisregelung als Generalklausel;
- die mögliche Überprüfung des Angebotspreises durch ein Spruchverfahren und
- die Ausgestaltung der Entscheidung über den Widerruf als gebundene Entscheidung.

Der neue Anwendungsbereich des § 39 BörsG

Delisting-Angebot bei Delisting aus einem KMU-Wachstumsmarkt

Beim Delisting aus einem KMU-Wachstumsmarkt (wie dem Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse) war bislang kein Delisting-Angebot erforderlich; eine Kündigung der Gesellschaft gegenüber der Frankfurter Wertpapierbörse reichte aus. Es bestand eine dreimonatige Kündigungsfrist.

Nach der Neuregelung durch das StoFöG sind die Delisting-Regeln nun ausdrücklich auch auf KMU-Wachstumsmärkte anzuwenden. So stellt § 48a Abs. 1b BörsG klar, dass § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG auf eine Kündigung der Einbeziehung zum Handel durch einen Emittenten entsprechende Anwendung finden, sofern dieser nicht zugleich die Zulassung dieser Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt beantragt.

Für ein Delisting aus dem Scale-Segment ist daher künftig ein Delisting-Angebot erforderlich. Dies gilt auch für Scale-Emittenten, deren Aktien zuvor nicht zum Handel im regulierten Markt zugelassen waren. Diese Änderung stellt daher für Emittenten, die einen Börsengang im Scale-Segment vollzogen hatten, eine erhebliche Verschärfung der Rechtslage dar. Daher war vor Inkrafttreten der Änderung eine Zunahme von Wechseln in andere Freiverkehrssegmente zu beobachten.



Kein Delisting-Angebot bei einem Downlisting in einen KMU-Wachstumsmarkt

Für ein Downlisting, also den Wechsel vom regulierten Markt in das Scale-Segment, ist nach § 39 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 BörsG dagegen künftig kein Delisting-Angebot nach § 39 BörsG mehr erforderlich. Der Gesetzgeber knüpft damit an die Ergebnisse der Grant-Thornton-Studie an, die für ein Downlisting in einen KMU-Wachstumsmarkt keine signifikant negativen abnormalen Renditen zeigte, wohingegen der endgültige Rückzug aus einem KMU-Wachstumsmarkt mit signifikanten Kursrückgängen einherging.

Kein Delisting-Erwerbsangebot bei Insolvenz des Emittenten

Neu ist zudem, dass nach § 39 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 BörsG kein Delisting-Angebot erforderlich ist, wenn über das Vermögen eines Emittenten ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde. Dadurch soll verhindert werden, dass Aktionäre gegenüber den Gläubigern unangemessen bevorzugt werden, da ein Delisting-Angebot die Insolvenzmasse belasten und die Gläubigerbefriedigung beeinträchtigen würde.

Der Gesetzgeber folgt damit einem vielfach in der insolvenz- und gesellschaftsrechtlichen Literatur vertretenen Vorschlag, Delistings während der Insolvenz ohne Abfindungspflicht zuzulassen. In der Gesetzesbegründung wird zudem betont, dass Aktionäre im Insolvenzverfahren regelmäßig nur mit einer sehr geringen Quote rechnen können und zusätzliche Kosten eines Delisting-Angebots – einschließlich eines möglichen Spruchverfahrens – letztlich die Insolvenzmasse weiter schmälern würden.

Generalklausel als Ausnahme vom 6-Monats-Durchschnittskurs

Bei der Bestimmung der Mindestgegenleistung führt der Gesetzgeber mit dem StoFöG in § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG eine Generalklausel als Ausnahme von dem grundsätzlich maßgeblichen 6-Monats-Durchschnittskurs ein. Danach ist der Bieter, wenn besondere Umstände den Börsenkurs des Emittenten im Sechsmonatszeitraum vor der Veröffentlichung zur Entscheidung des Delisting-Angebots derart beeinflussen, dass dieser zur Bestimmung der Gegenleistung unangemessen niedrig ist, zur Zahlung einer höheren Gegenleistung verpflichtet, die anhand einer Unternehmensbewertung des Emittenten zu ermitteln ist.



Die bisherigen Ausnahmetatbestände nach § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG a.F. für die Fälle einer nicht rechtzeitig veröffentlichten oder unwahren Ad-hoc-Mitteilung oder eines Verstoßes gegen das Verbot einer Marktmanipulation durch den Emittenten oder Bieter werden in § 39 Abs. 3 Satz 5 BörsG nun zu Regelbeispielen für die „besonderen Umstände“, in denen eine Unternehmensbewertung erforderlich ist.

Die Auslegung der Generalklausel bleibt dem juristischen Diskurs überlassen. Künftig wird daher zu klären sein, ob als besondere Umstände ausschließlich unternehmensbezogene Sachverhalte zu verstehen sind oder ob ggf. nun auch solche Konstellationen darunterfallen könnten, in denen mehrere Emittenten gleichermaßen betroffen sind, wie etwa bei schockartigen Marktverzerrungen wie im Fall der COVID-19-Pandemie. Diese Öffnung ist auch insoweit interessant, da der Gesetzgeber damit in § 39 BörsG einen gegenläufigen Kontrapunkt zu der zuvor tendenziellen Stärkung des Börsenkurses als maßgeblichem Referenzpunkt für den Unternehmenswert gesetzt hat, wie sie beispielsweise in § 255 Abs. 5 AktG n.F. oder durch die neuere Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Festlegung der Abfindung bei Strukturmaßnahmen (wie z.B. Squeeze-outs) erfolgte. Es bleibt daher mit Spannung abzuwarten, ob die durch die Neuregelung erfolgte Öffnung zu einer Zunahme von Rechtsstreitigkeiten über die Höhe der Gegenleistung führen wird oder im Grunde alles beim Alten bleibt.

Einführung des Spruchverfahrens zur Überprüfung der Angemessenheit des Angebotspreises

Aktionäre, die ein Delisting-Angebot angenommen haben, konnten bislang nur im Wege einer Zivilklage versuchen, eine Nachzahlung zu erlangen (sog. „Top-up-Klage“). Dies hat verschiedene Nachteile: Zum einen liegt das Kostenrisiko allein beim klagenden Aktionär. Zum anderen entfaltet eine gerichtliche Entscheidung zugunsten eines Aktionärs grundsätzlich nur Wirkung für den obsiegenden Kläger, nicht aber für die anderen Aktionäre. Es besteht zwar die Möglichkeit, zur Klärung bestimmter Anspruchsvoraussetzungen (wie z.B. der Feststellung eines Verstoßes gegen die Pflicht zur Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen) ein Musterverfahren nach dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) einzuleiten. In der Praxis wurde diese jedoch so gut wie nie genutzt.

Durch das StoFöG wird der Anwendungsbereich des Spruchverfahrensgesetzes (SpruchG) daher erweitert. Künftig können Aktionäre, die ein Delisting-Angebot annehmen, daher nach § 1 Nr. 8 SpruchG die Höhe der Gegenleistung in einem Spruchverfahren überprüfen lassen. Damit soll der Rechtsschutz der Aktionäre verbessert werden, ohne dass dadurch die Durchführung des Delisting verhindert wird. Zudem entfaltet eine gerichtliche Entscheidung im Spruchverfahren Wirkung für alle Aktionäre, die das Angebot angenommen haben („erga omnes“), und das Kostenrisiko liegt grundsätzlich beim Antragsgegner, d.h. typischerweise beim Bieter.

Die Regelung traf in der bisherigen Bewertung auf ein geteiltes Echo: Eine Zivilklage entfaltete schon bisher keine Registersperre. Die Ermöglichung eines Spruchverfahrens, insbesondere zur Überprüfung etwaiger Unternehmensbewertungen, war daher zwar naheliegend, aber nicht zwingend. Der gescheiterte Regierungsentwurf zum ZuFinG II hatte auch eine Möglichkeit zur nachträglichen Annahme des Delisting-Angebots nach Abschluss eines Spruchverfahrens vorgesehen. Dieser Vorschlag fand im StoFöG jedoch zu Recht keine Umsetzung, da eine solche Möglichkeit ein erhebliches Missbrauchspotenzial eröffnet hätte.

Delisting als gebundene Entscheidung der Börsengeschäftsführung

Die Neufassung von § 39 Abs. 2 Satz 1 BörsG stellt im Übrigen – in Anknüpfung an Rechtsprechung und Literatur – klar, dass der Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten eine gebundene Entscheidung der Geschäftsführung der Börse darstellt. Sofern die tatbestandlichen Voraussetzungen vorliegen, besteht somit künftig ein Anspruch des Emittenten auf Widerruf der Zulassung. Ein eigenes Ermessen der Börsengeschäftsführung besteht insoweit nicht.

Änderungen beim Downlisting

Grundsätzliches

Wie vorstehend beschrieben, verzichtet der Gesetzgeber bei einem Segmentwechsel (Downlisting) vom regulierten Markt in das Scale-Segment künftig auf die Pflicht eines vorherigen Delisting-Angebots. Die Neuregelung ermöglicht damit insbesondere Emittenten, für die die mit dem Segmentwechsel verbundene Kosteneinsparung attraktiv ist, bei denen aber bislang kein Aktionär bereit oder in der Lage war, die Kosten eines Delisting-Angebots aufzubringen, den regulierten Markt zu verlassen. So entfallen mit dem Wechsel in das Scale-Segment eine Reihe kapitalmarkt- und aktienrechtlicher Pflichten, die an die Notierung im regulierten Markt anknüpfen, u.a.

- die Pflicht zur Rechnungslegung nach IFRS;
- die Pflichten der Aktionäre zur Abgabe und der Gesellschaft zur Veröffentlichung von empfangenen Stimmrechtsmitteilungen gem. den §§ 33 ff. WpHG;
- die besonderen Publizitätspflichten nach den §§ 289a ff. HGB;
- die Regelungen zu Geschäften mit nahestehenden Personen nach den §§ 111a ff. AktG;
- die Pflichten zur Beschlussfassung über das Vergütungssystem des Vorstands und Vergütungsbericht (§§ 120a, 113, 162 AktG) und
- die Entsprechenserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex nach § 161 AktG.

Zugleich gelten reduzierte Anforderungen für die Einberufung und Durchführung der Hauptversammlung und es entfällt auch die Anwendbarkeit des WpÜG.

Voraussetzungen für Downlisting

Ein Downlisting vom regulierten Markt in das Scale-Segment besteht aus (i) einem Widerruf der Zulassung der Aktien zum Handel am regulierten Markt nach § 39 BörsG und (ii) der Einbeziehung der Aktien in den Handel im Scale-Segment. Die Einbeziehung in das Scale-Segment setzt die Erfüllung der Einbeziehungsvoraussetzungen nach den AGB-Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse voraus, was u.a. auch die Erstellung eines Einbeziehungsdokuments und eine Marktkapitalisierung von mindestens EUR 30 Mio. miteinschließt.

Ein Hauptversammlungsbeschluss ist für ein Downlisting nicht erforderlich. Ausreichend ist ein Beschluss des Vorstands mit Zustimmung des Aufsichtsrats. Mit Blick auf institutionelle Investoren wird jedoch empfohlen, vor einer solchen Entscheidung die Zusammensetzung des Aktionariats zu prüfen. Sollten etwa Fonds in der Gesellschaft investiert sein, deren Anlagerichtlinien eine Notierung im regulierten Markt vorsehen, könnten diese durch ein Downlisting zum Verkauf ihrer Aktien gezwungen werden.

Fazit

Die Neuregelung des Delisting versucht, die rechtspolitische Debatte um die Angemessenheit der Gegenleistung bei Delisting-Fällen durch die Einführung einer Generalklausel mit Regelbeispielen aufzunehmen und damit eine Abweichung vom Börsenkurs in Sondersituationen zu ermöglichen. Inwieweit dies zu einer Ausweitung der Fälle führt, in denen eine Unternehmensbewertung anstelle des Börsenkurses verbindlich ist, wird die künftige Auslegung der Regelung durch Rechtsprechung und Literatur zeigen.

Die Neuregelung des Downlisting ist ebenfalls zu begrüßen, da sie Emittenten ermöglicht, die hohen Anforderungen des regulierten Marktes zu verlassen, ohne ein kostspieliges Delisting-Angebot machen zu müssen.



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. Daghes
Partnerin, Noerr
natalie.daghes@noerr.com
T +49 211 49986157

München



Dr. Michael Brellochs, 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 Alfes, 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 Wieneke, LL.M.
Partner, Noerr
laurenz.wieneke@noerr.com
T +49 69 971477231



Über Noerr

Wir leben Partnerschaft – und das seit 75 Jahren. Wir brennen für die Interessen unserer Mandanten und zeigen vollen Einsatz, um ihre Ziele mit höchster Qualität und innovativem Geist zu verwirklichen. In Deutschland beheimatet und weltweit hochgeschätzt beraten wir unsere Mandanten nicht nur bei ihren wichtigsten strategischen Angelegenheiten, sondern entwickeln mit ihnen innovative und tragfähige Lösungen, wenn sie Neuland betreten.

Unsere Teams kombinieren juristische Exzellenz mit einem tiefen Verständnis für branchenspezifische Bedürfnisse und unternehmerische Konzepte. Wir begleiten sowohl Konzerne, Investoren und Regierungen als auch Start-ups bei den komplexesten und anspruchsvollsten nationalen und internationalen Projekten. Unser leidenschaftliches Engagement und unsere partnerschaftliche Haltung bilden die Basis für eine Zusammenarbeit, in der der Mehrwert für unsere Mandanten stets im Mittelpunkt steht.

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.