

Public M&A Report 02/2026

Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen im ersten Halbjahr 2026

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

Editorial

Wenige Transaktionen, viele Diskussionen

Liebe Leserinnen und Leser,

blickt man nur auf die im ersten Halbjahr 2026 veröffentlichten Angebotsunterlagen, mag man den Eindruck haben, am deutschen Markt für öffentliche Übernahmen habe sich nicht viel getan. Es gab lediglich vier Angebote, ein weiterer Negativrekord. Immerhin deuten die bei Redaktionsschluss verzeichneten sieben weiteren Angebotsvorankündigungen (sog. 10er-Mitteilungen) im Juni und Juli 2026 auf eine Belebung des Marktes im zweiten Halbjahr hin.

Gleichzeitig spielten aber übernahmerechtliche Fragen in der Wirtschaftspresse in diesem Zeitraum eine größere Rolle als normalerweise. Das lag vor allem daran, dass die Unicredit S.p.A. im Mai 2026 ihr Übernahmeangebot an die Aktionäre der Commerzbank AG veröffentlichte – nicht weniger als eine der wichtigsten Transaktionen der vergangenen Jahre in der deutschen Bankenlandschaft. Anhand dieses Ausnahmefalls fanden in der Fach- und Wirtschaftspresse intensive Diskussionen über Fragen wie Mindestpreise, Creeping-in, unzulässige Werbung und den Einsatz komplexer Derivatestrukturen bei öffentlichen Übernahmen statt.

Diesen Entwicklungen möchten wir auch im Noerr Public M&A Report Rechnung tragen. Daher haben wir unseren Marktbericht mit Blick auf die niedrige Transaktionszahl gekürzt und anders strukturiert als gewohnt. Wir betrachten in dieser Ausgabe weniger den Markt in seiner Breite, sondern fokussieren uns mehr auf die einzelnen Transaktionen. Anhand dieses Ausnahmefalls fanden in der Fach- und Wirtschaftspresse intensive Diskussionen über Fragen wie Mindestpreise, Creeping-in, unzulässige Werbung und den Einsatz komplexer Derivatestrukturen bei öffentlichen Übernahmen statt.

Dieses Übernahmeverfahren war auch der Anlass für den Fokus-Beitrag von Stephan Schulz und Bastian Stromann zum Thema „Werbung bei öffentlichen Angeboten“, das durch das Einschreiten der Bafin gegen Äußerungen der Unicredit auf Social-Media-Kanälen neue Aktualität erlangt hat.

Ungeachtet des ruhigeren Marktgeschehens entwickelt sich der regulatorische Rahmen dynamisch weiter. Am 12. Februar 2026 wurde das EuGH-Urteil C-864/24 in Sachen Valora Effekten Handel veröffentlicht, durch das die bisherige h.M. zur Auslegung der Regelung über das Acting in Concert in § 34 Abs. 2 WpHG für europarechtswidrig erklärt wurde. Das Urteil wirft eine Vielzahl von Fragen auf, welche die Vorbereitung und Durchführung von öffentlichen Übernahmen betreffen, und könnte dem Gesetzgeber Anlass für Nachjustierungen bei der Beteiligungspublizität börsennotierter Unternehmen geben. In seinem Fokus-Beitrag „Grenzen der Stimmrechtszurechnung nach der EuGH-Entscheidung Valora Effekten Handel“ stellt Michael Brellochs die Rechtslage nach dem Urteil und den aktuellen Diskussionsstand dar.

Wir danken den vielen Kolleginnen und Kollegen bei Noerr, die uns bei der Erstellung des Public M&A Report 02/2026 unterstützt haben. Zu nennen ist insbesondere Bastian Stromann für die redaktionelle Begleitung des Projekts.

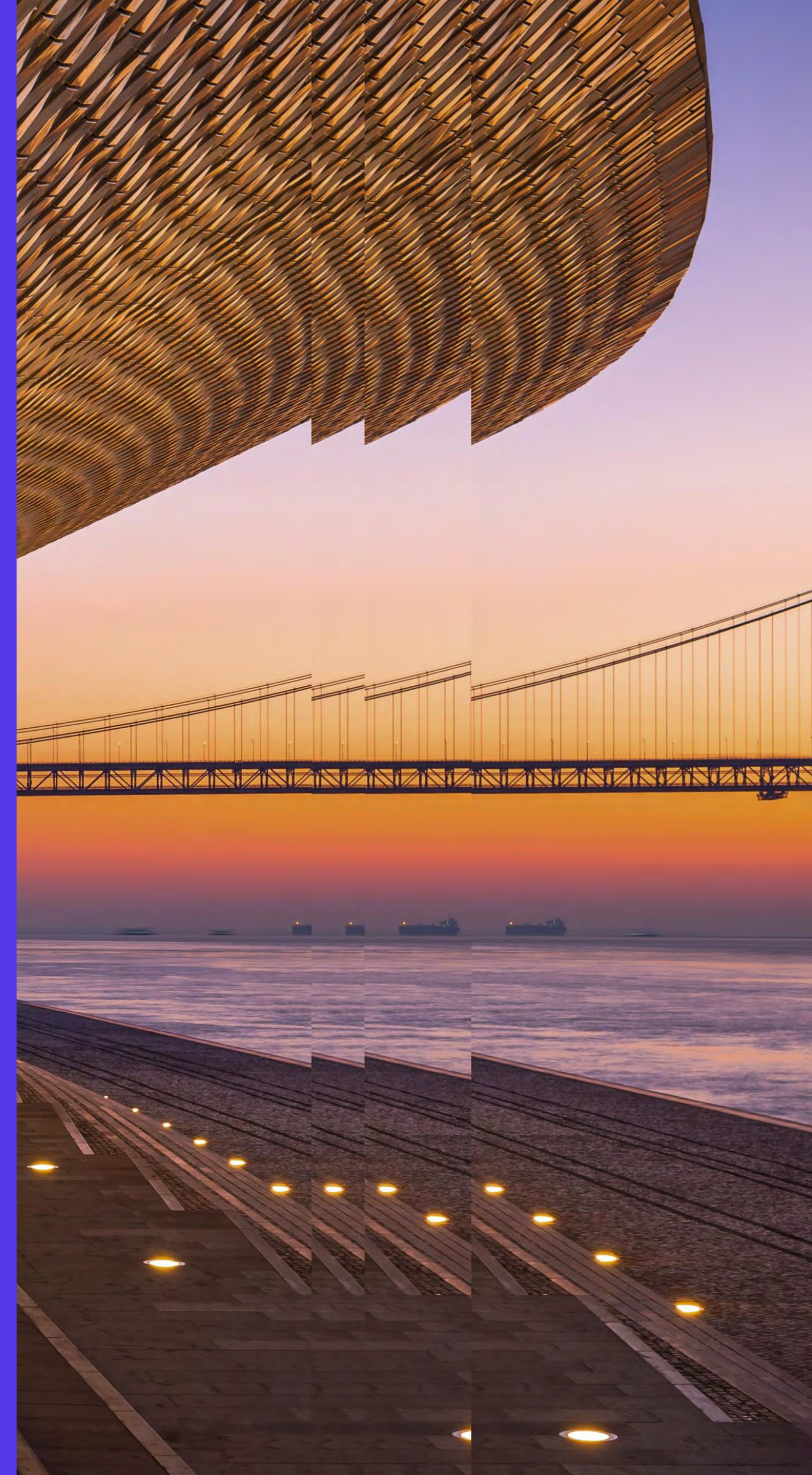
Wir würden uns freuen, wenn Ihnen die Lektüre dieser Ausgabe des Noerr Public M&A Report hilfreiche Einsichten in das Geschehen am deutschen Markt für öffentliche Übernahmen und die aktuellen Rechtsentwicklung im Übernahmerecht bietet.



Dr. Volker Land



Dr. Stephan Schulz



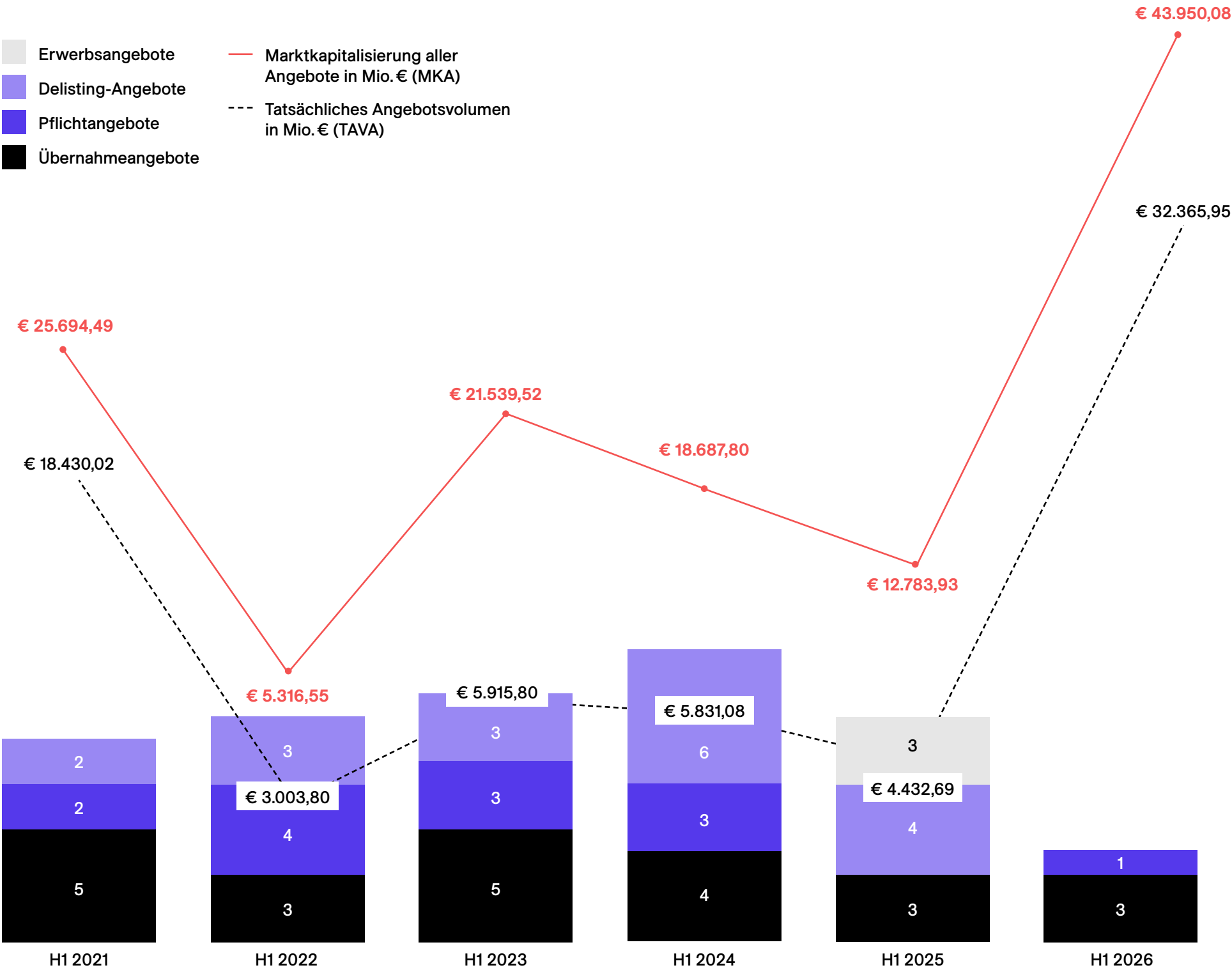
Marktüberblick

Anzahl, Art und Volumen von Angeboten

Am deutschen Markt für öffentliche Übernahmen war im ersten Halbjahr des Jahres 2026 mit nur vier veröffentlichten Angebotsunterlagen ein neuer Negativrekord zu beobachten. Bedingt durch das großvolumige UniCredit/Commerzbank-Übernahmeangebot markierten dennoch sowohl die Marktkapitalisierung zum Angebotspreis als auch das tatsächliche Angebotsvolumen Rekord-Halbjahreswerte.

Das öffentliche Übernahmeangebot der UniCredit S.p.A. an die Aktionäre der Commerzbank Aktiengesellschaft dominierte das Marktgeschehen im ersten Halbjahr 2026. Auf Basis dieses Angebots hatte die Commerzbank eine Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („MKA“) von EUR 38,73 Mrd. Das tatsächliche Angebotsvolumen bezogen auf die noch nicht vom Bieter gehaltenen Aktien zum Angebotspreis („TAVA“) lag bei EUR 28,36 Mrd.

Daneben billigte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („Bafin“) im ersten Halbjahr 2026 nur drei weitere öffentliche Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“), zwei davon erst Ende Juni. Zusammen kamen die vier Angebote auf eine MKA von EUR 43,95 Mrd. Es handelt sich um drei freiwillige öffentliche Übernahmeangebote und ein Pflichtangebot, die alle dem Large-Cap-Segment mit einer MKA von über EUR 1 Mrd. zuzuordnen sind. Damit setzt sich ein Trend aus den ersten Jahreshälften 2024 und 2025 fort, in denen ebenfalls die meisten Angebote (H1 2024: sechs von 13; H1 2025: sieben von zehn Angeboten) in das Large-Cap-Segment fielen.



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.

Abb. 1: Anzahl, Art und Volumen von Angeboten

Quelle: Noerr Research

Die Transaktionen im Fokus

Bei einer vergleichenden Betrachtung der vier veröffentlichten Angebote mit einem durchschnittlichen Angebot sticht das Übernahmeangebot der Unicredit S.p.A. an die Aktionäre der Commerzbank Aktiengesellschaft heraus.



Abb. 2: MKA der Angebote im H1 2026 Die Durchschnittswerte beziehen sich auf den Zeitraum seit 2014.
Quelle: Noerr Research

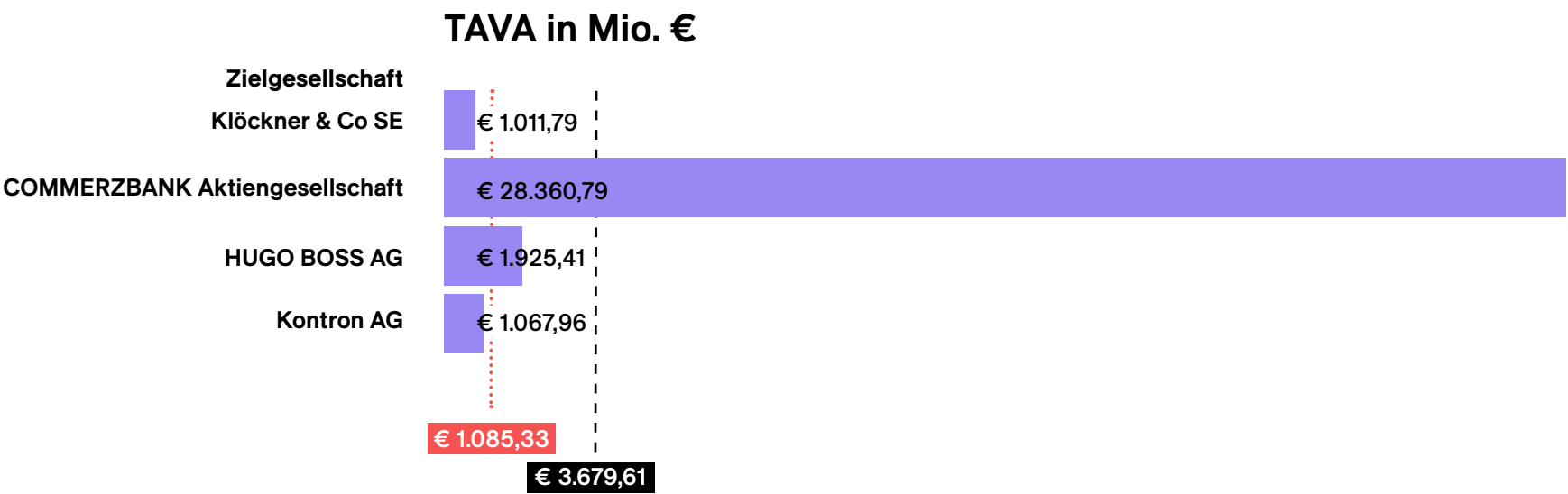


Abb. 3: TAVA der Angebote im H1 2026 Die Durchschnittswerte beziehen sich auf den Zeitraum seit 2014.
Quelle: Noerr Research

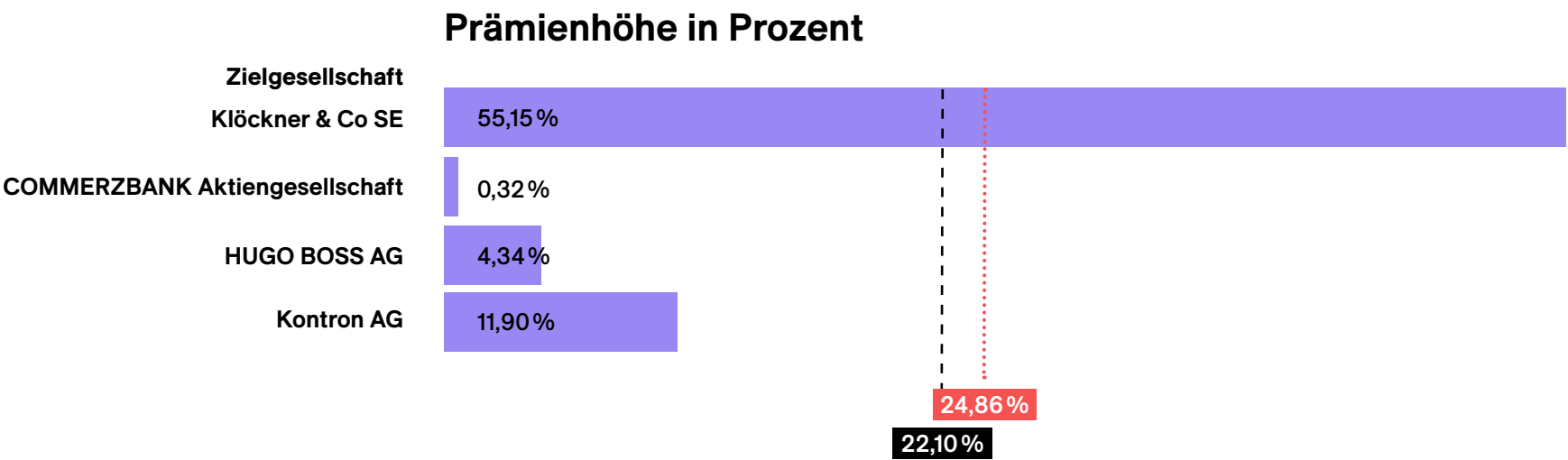


Abb. 4: Prämienhöhe der Angebote im H1 2026 Die Durchschnittswerte beziehen sich auf den Zeitraum seit 2014.
Quelle: Noerr Research

Übernahmeangebot UniCredit/Commerzbank

Das Umtauschangebot der UniCredit an die Aktionäre der Commerzbank vom 5. Mai 2026 übertraf in Bezug auf die Marktkapitalisierung und das tatsächliche Angebotsvolumen den Durchschnitt um ein Vielfaches. Kein Angebot im Beobachtungszeitraum seit 2014 kam auf eine höhere Marktkapitalisierung zum Angebotspreis. Die UniCredit ist bereits seit Juli 2025 vor der Bundesrepublik Deutschland (Beteiligung von 12,72 %) die größte Einzelaktionärin an der Commerzbank, sodass das tatsächliche Transaktionsvolumen des öffentlichen Übernahmeangebotes 73,23 % der MKA entsprach.

Bereits im Jahr 2024 kamen im Markt Gerüchte über eine Reduzierung der staatlichen Beteiligung an der Commerzbank auf. Im September 2024 veräußerte die Bundesrepublik Deutschland schließlich 4,49 % ihrer über den Finanzmarktstabilisierungsfonds gehaltenen Anteile an die Unicredit, die ihre Beteiligung an der Commerzbank in der Folge schrittweise ausbaute. Als Reaktion darauf stoppte die Bundesrepublik Deutschland die Veräußerung weiterer Aktienpakete. Die Bundesregierung äußerte sich mehrfach zur Bedeutung einer eigenständigen Commerzbank als Finanzinstitut für den deutschen Mittelstand und lehnte im öffentlichen Übernahmeverfahren eine Andienung der vom Staat gehaltenen Anteile ab. Zuletzt äußerten sich Regierungsvertreter Presseberichten zufolge offener für einen Aktienverkauf an die UniCredit.

Der Vorstand der Commerzbank betonte bereits vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots die Unabhängigkeit und positive Geschäftsentwicklung der Bank in den letzten Jahren. Im Mai 2026 gab die Commerzbank Anpassungen an der seit Februar 2025 umgesetzten Wachstumsstrategie bekannt. Dabei vereinbarte sie mit dem Gesamtbetriebsrat und der Gewerkschaft ver.di auch einen Abbau von Arbeitsplätzen. Die Wirtschaftspresse interpretierte dies bereits als Maßnahmen zur Verteidigung gegen eine Übernahme durch die UniCredit. Gleichzeitig signalisierte die Commerzbank die Bereitschaft zu Übernahmegesprächen, sofern Vorteile für die Aktionäre bestünden. Die UniCredit hob öffentlich die Bedeutung einer konkurrenzfähigen, europäischen Großbank hervor. Dabei kritisierte sie die

Leistung und Strategie der Commerzbank in der Vergangenheit. Die Art und Weise der Kommunikation seitens der UniCredit rief die Bafin auf den Plan, welche eine Untersagungsverfügung erließ.²

Die UniCredit veröffentlichte ihre Mitteilung über die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots am 16. März 2026. Mit einer Angebotsunterlage vom 5. Mai 2026 bot sie den Aktionären der Commerzbank je eingereichter Aktie 0,485 ihrer eigenen Aktien an (Umtauschangebot). Auf Grundlage eines volumengewichteten Durchschnittskurses der Aktien der Zielgesellschaft in den drei Monaten vor Bekanntgabe der Entscheidung zur Veröffentlichung des Angebots („3-Monats-VWAP“) kam der Gegenleistung ein Wert von EUR 34,35 zu. Das entsprach einer Prämie auf den 3-Monats-VWAP der Commerzbank zum gleichen Stichtag von nur 0,32 %. Am letzten Tag der Annahmefrist notierten 0,485 UniCredit-Aktien aber bei EUR 37,61 (Schlusskurs), was einem Aufschlag von ca. 9,84 % entsprach. Die von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft beauftragten Fairness Opinions für die begründete Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG beurteilten die angebotene Gegenleistung jeweils als unangemessen. Bis zum Ablauf der erweiterten Annahmefrist am 3. Juli 2026 wurden der UniCredit 17,6 % der Commerzbank-Aktien von den Aktionären angedient.

Unabhängig von der Annahmequote steht der Vollzug des Übernahmeangebotes unter Angebotsbedingungen, die für Transaktionen im Bankensektor typisch sind. Dazu gehören unter anderem die fusionskontrollrechtliche Freigabe durch die EU-Kommission sowie finanzaufsichtsrechtliche Freigaben durch die EZB sowie verschiedene nationale Bankaufsichtsbehörden. Die finanzaufsichtsrechtlichen Freigaben müssen spätestens bis zum 19. Juni 2027 vorliegen.



¹ Die Angabe des Beteiligungsverhältnisses der Bundesrepublik Deutschland an der Commerzbank entstammt der Angebotsunterlage vom 5. Mai 2026 und bezieht sich auf die Beteiligung vor dem Übernahmeverfahren.

² Mehr dazu im Beitrag „Werbung bei öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG“ in diesem Report.

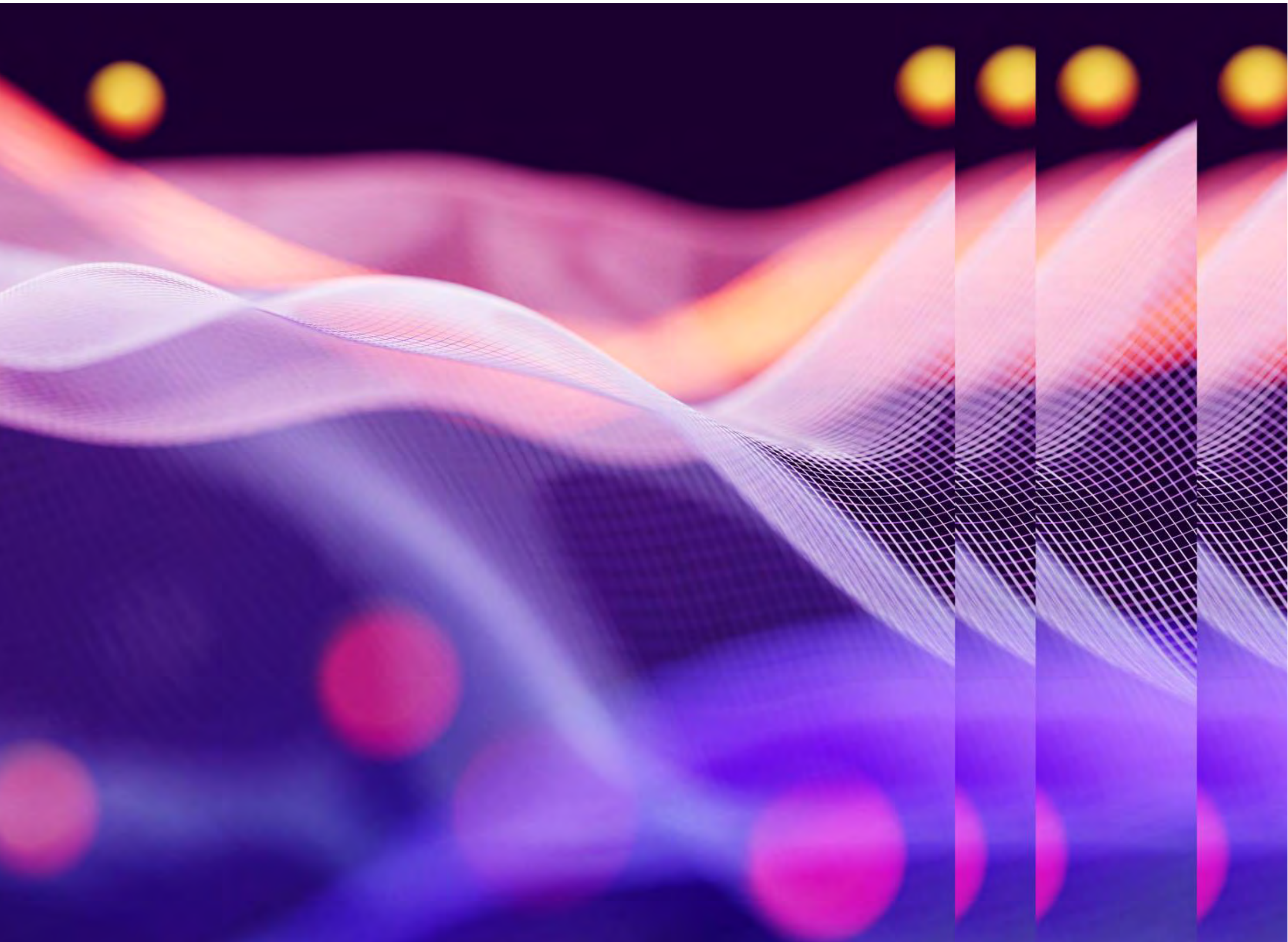
Die weiteren Angebote

Neben dem Commerzbank-Übernahmeangebot gaben die Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co SE (5. Februar 2026) und die Frasers Group plc an die Aktionäre der HUGO BOSS AG (25. Juni 2026) Übernahmeangebote ab. Die Aktionäre der Kontron AG erhielten am 29. Juni 2026 ein Pflichtangebot der taiwanesischen Ennoconn Corporation. All diese Angebote lagen in Bezug auf MKA und TAVA unter dem Durchschnitt für Large-Cap-Angebote (vgl. oben, Abb. 2 und 3 in diesem Report).

Die Worthington Steel GmbH hielt vor Veröffentlichung des Angebotes unmittelbar lediglich 7,79 % der Anteile an der **Klöckner & Co SE**, weshalb das TAVA nahezu der Marktkapitalisierung entsprach. Sie bot den Aktionären eine Prämie auf den 3-Monats-VWAP von 55,15 %, die damit mehr als doppelt so hoch wie bei einem durchschnittlichen Large-Cap-Angebot ausfällt. Die Worthington Steel GmbH strebte eine vollständige Übernahme der Klöckner & Co SE an und stellte den Vollzug unter die Bedingung einer Mindestannahmeschwelle von 65 %. Aufgrund einer geringen Annahmequote zu Beginn senkte die Bieterin die Mindestannahmeschwelle im Rahmen einer Angebotsänderung am 10. März 2026 auf 57,5 %. Unter Berücksichtigung von zuvor gehaltenen Aktien sowie abgewickelten Vorabkäufen hielt die Bieterin nach Ablauf der Annahmefrist 64,87 % der Anteile an der Zielgesellschaft. Wie bereits in der Angebotsunterlage angekündigt, teilte die Bieterin am 3. Juni 2026 mit, ein Delisting-Erwerbsangebot für die verbleibenden Anteile an der Klöckner & Co SE zu veröffentlichen.³

Das Übernahmeangebot der Frasers Group plc war mit dem Management der **HUGO BOSS AG** nicht abgestimmt. Dennoch unterstützt die Bieterin die nachhaltige Wachstumsstrategie von Hugo Boss und kam mit dem freiwilligen Übernahmeangebot einem Pflichtangebot zuvor. In ihrer begründeten Stellungnahme empfahlen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft den Aktionären, das Übernahmeangebot nicht anzunehmen. Hauptgrund dafür ist die geringe Prämie auf den 3-Monats-VWAP von nur 4,34 %. Mit Veröffentlichung des Angebotes am 25. Juni 2026 notierte die Hugo-Boss-Aktie sogar bei EUR 37,50 (Schlusskurs) und damit EUR 0,50 unter dem Angebotspreis. Die Frasers Group plc gab zuletzt bekannt, dass sie nach Vollzug des Angebots unmittelbar rund 47,89 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an der HUGO BOSS AG halten würde.

Das Pflichtangebot an die Aktionäre der österreichischen **Kontron AG** veröffentlichte die Ennoconn Corporation mit Sitz in Taiwan am 29. Juni 2026. Die Bieterin hatte zuvor durch Aktienkaufvertrag vom 10. Juni 2026 30,01 % der Anteile an der Zielgesellschaft erworben, was nach § 35 WpÜG eine Angebotspflicht auslöste. Die Ennoconn Corporation plant ausweislich der Angebotsunterlage keine Einflussnahme auf die operative Geschäftstätigkeit oder Umstrukturierungen. Aufgrund der internationalen Übernahme steht das Pflichtangebot unter anderem unter der Bedingung einer investitionskontrollrechtlichen Genehmigung durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie und ferner einer Freigabe des Bundeskartellamtes.



³ Die Angebotsunterlage für das Delisting-Erwerbsangebot der Worthington Steel GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co SE wurde am 15. Juli 2026 veröffentlicht. Dieses Delisting-Angebot wird im Noerr Public M&A Report 01/2027 im Rahmen der Gesamtjahresbetrachtung 2026 näher analysiert werden. Der Noerr Public M&A Report zum Gesamtjahr erscheint regelmäßig im ersten Quartal des Folgejahres.

Werbung bei öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG

von Dr. Stephan Schulz und Bastian Stromann, beide Hamburg⁴

Zulässigkeit von Werbung bei öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG und Handlungsoptionen der Bafin gemäß § 28 WpÜG

Highlights:

- Um Missständen zu begegnen, kann die Bafin gemäß § 28 WpÜG bestimmte Arten von Werbung untersagen.
- Die Eingriffsbefugnis dient der ordnungsgemäßen Durchführung des Angebotsverfahrens und der Abwendung von erheblichen Nachteilen für den Wertpapiermarkt.
- Bei der Beurteilung, ob Missstände bei angebotsbezogener Werbung vorliegen, kommt es nach Ansicht der Bafin vor allem auf die Sachlichkeit der Kommunikation und die wirtschaftliche Fundierung von Aussagen an. Berücksichtigt wird aber auch die Verbreitung und Zugänglichkeit der Werbung.

Entscheidung der Bafin im Rahmen der UniCredit/Commerzbank-Übernahme

Bisher war die Ermächtigung der Bafin zur Werbungsuntersagung gemäß § 28 WpÜG eher theoretischer Natur. Soweit ersichtlich hatte die Bafin bis zur Untersagungsverfügung vom 24. April 2026⁵ in der Sache UniCredit/Commerzbank noch keinen Gebrauch von dieser Regelung gemacht.

Mit ihrer Untersagungsverfügung reagierte die Bafin auf Social-Media-Werbeanzeigen mit der Überschrift „Eine bessere Bank für Deutschland, eine bessere Bank für Europa“. Diese hatte die UniCredit europaweit veröffentlicht. In der Grafik des Beitrags war auf der linken Seite ein Bild der Commerzbank-Zentrale in Graustufen dargestellt, auf dem in roter Schrift die Schlagworte „Derzeit: Vernachlässigt, unsicher, kurzfristig orientiert“ geschrieben standen. Dem wurde auf der rechten Seite die Zentrale vor blauem Himmel

mit den Schlagworten „Unsere Vision: Stark, wettbewerbsfähig, führender Anbieter“ gegenübergestellt.

Mit ihrer Verfügung vom 24. April 2026 untersagte die Bafin der UniCredit die Verbreitung von unsachlicher Werbung während des laufenden Übernahmeverfahrens. Sie verbot es der Bieterin, die Commerzbank in jeglichen werbenden Aussagen wie beschrieben zu bezeichnen. Darüber hinaus erstreckt sich die Untersagungsverfügung auf „Aussagen über die Zielgesellschaft oder ihre Tochterunternehmen [...], die die gegenwärtige wirtschaftliche Lage der Zielgesellschaft oder ihre Tochterunternehmen und deren Zukunftschancen in plakativer, reißerischer oder unsachlicher Weise negativ darstellen“. Die Bafin ordnete die Aussagen im Beitrag als bloße Mutmaßungen zur wirtschaftlichen Lage der Zielgesellschaft ein. Sie verwies darauf, dass unsachliche Äußerungen, die Verbreitung irreführender Analysen und Prognosen sowie Werbung, die mehr auf die Suggestivkraft der Aussagen als auf deren wirtschaftlichen Kern abstellt, in Übernahmeverfahren nicht erlaubt seien.

Voraussetzungen und Rechtsfolgen der Untersagung von Werbung bei öffentlichen Angeboten

§ 28 WpÜG ermöglicht es der Bafin, bestimmte Arten der Werbung zu untersagen, um Missständen bei der Werbung im Zusammenhang mit Angeboten zu begegnen. Die Eingriffsbefugnis der Bafin erstreckt sich auf alle Parteien des Übernahmeverfahrens. Voraussetzung ist zunächst eine Werbemaßnahme. Der Begriff wird weit verstanden und erfasst jede Kommunikation zur Beeinflussung der Angebotsadressaten mit dem Ziel, diese zur Annahme oder Ablehnung des Angebots zu bewegen.

Erforderlich für ein Tätigwerden der Bafin sind nach dem Gesetzeswortlaut ferner „Missstände bei der Werbung“. Der in § 28 WpÜG nicht näher definierte Begriff des „Missstands“ wird unter Berücksichtigung der in § 3 WpÜG niedergelegten übernahmeherechtlichen Grundsätze sowie des Verständnisses eines „Missstands“ im Sinne von § 4 Absatz 1 Satz 2 WpÜG ausgelegt. In der juristischen Literatur wird ein Missstand angenommen, wenn die betreffende Werbemaßnahme geeignet ist, erhebliche Nachteile für den Wertpapiermarkt zu bewirken oder die ordnungsgemäße Durchführung des Verfahrens zu beeinträchtigen. Darunter fällt insbesondere Werbung, die die freie Entscheidung der Angebotsadressaten durch unsachliche Äußerungen, irreführende Prognosen oder aufgrund suggestiver Aussagen erschwert oder vereitelt. Die Beurteilung,

ob ein Missstand vorliegt, unterliegt der vollständigen gerichtlichen Kontrolle; ein Beurteilungsspielraum wird der Bafin nicht zuerkannt.

Bei ihrer Prüfung, ob ein Missstand anzunehmen ist, berücksichtigt die Bafin neben dem Inhalt der betreffenden Kommunikation auch die Art der Darstellung, das eingesetzte Medium und den Umfang. Relevant ist ebenfalls der Adressatenkreis der Werbemaßnahme, da etwa institutionelle Anleger weniger schutzbedürftig sein dürften als die breite Öffentlichkeit. Zuletzt muss die Kommunikation eine gewisse Intensität erreichen, weil nur dann der Eingriff in die verfassungsrechtlich geschützte Kommunikations- sowie Werbefreiheit gerechtfertigt ist.

Die Entscheidung, ob und in welchem Umfang die Bafin bei Missständen tätig wird, steht in ihrem Ermessen. Sie kann die Werbung etwa nur in Bezug auf bestimmte Inhalte, den Umfang oder die Art der Übermittlung untersagen. Bei vorsätzlicher oder fahrlässiger Zuwiderhandlung gegen die Untersagung droht dem Betroffenen ein Bußgeld.

Schlussfolgerungen für die Praxis

Aus Sicht der Bafin ist die Reichweite der Veröffentlichung von besonderer Bedeutung. Außerdem rückt die Bafin-Entscheidung den hohen Stellenwert einer sachlichen Ansprache in den Fokus. Der Entscheidung ist zu entnehmen, dass die Bafin Aussagen für bedenklich erachtet, die mehr auf ihre Suggestivkraft abstellen als ihren wirtschaftlichen Kern darzulegen.

Die Bafin stellt mit ihrer Untersagungsverfügung keine neuen, nicht bereits in der juristischen Literatur diskutierten Anforderungen an Werbung während eines Übernahmeverfahrens auf.

Im Kontext der untersagten Social-Media-Werbeanzeigen bekräftigt die Bafin-Entscheidung aber, dass auch die in sozialen Medien verbreitete verknäppte Darstellungsform den Anforderungen an eine sachliche, zutreffende und nicht irreführende Werbung genügen muss. Bei der angebotsbezogenen Kommunikation über Social Media-Plattformen ist im Rahmen der Prüfung, ob ein Missstand vorliegt, deren enorme Reichweite zu berücksichtigen.

⁴ Die Autoren danken Herrn Florian Nölle, Referendar, für die Unterstützung bei der Ausarbeitung des Beitrags.

⁵ Die Untersagungsverfügung der Bafin ist abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Massnahmen/Massnahmen_WpUEG/meldung_260424_unicredit_s_p_a.html.

Grenzen der Stimmrechtszurechnung nach der EuGH-Entscheidung „Valora Effekten Handel“

von Dr. Michael Brellochs, München

Hintergrund

Der kapitalmarktrechtliche Tatbestand des Acting in Concert (abgestimmtes Verhalten) ist einer der zentralen Zurechnungstatbestände bei Kapitalmarkttransaktionen und beim Engagement von Aktionären bei börsennotierten Unternehmen. In Deutschland ist der Tatbestand wortlautgleich in § 34 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG geregelt und erfasst neben der Abstimmung über die Ausübung von Stimmrechten auch ein Zusammenwirken „in sonstiger Weise“, das mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten erfolgt. Im Laufe der Jahre hatten Gesetzgeber und Rechtsprechung in Deutschland den Tatbestand immer weiter ausgedehnt, was zu erheblichen Grauzonen und Unsicherheit in der Praxis geführt hat.

Die EuGH-Entscheidung vom 12. Februar 2026 (Rs. C-864/24)

Im Rahmen eines Vorabentscheidungsverfahrens auf Vorlage des BGH⁶ hatte der EuGH zu entscheiden, ob die in § 34 Abs. 2 WpHG enthaltene Tatbestandsvariante des Zusammenwirkens „in sonstiger Weise“ mit den Vorgaben der Transparenzrichtlinie (RL 2004/109/EG) vereinbar ist. Der EuGH verneinte dies.

Art. 10 lit. a) der Transparenz-RL knüpft die Stimmrechtszurechnung beim Acting in Concert an das Vorliegen einer Vereinbarung, die die Parteien verpflichtet, langfristig eine gemeinsame Politik bezüglich der Geschäftsführung des Emittenten zu verfolgen. Die deutsche Regelung geht darüber hinaus, indem sie auch bloße Abstimmungen „in sonstiger Weise“ ohne verbindliche Vereinbarung erfasst. Da die Transparenz-RL in ihrem Anwendungsbereich vollharmonisierend ist, sind nach dem EuGH strengere nationale Zurechnungsvorschriften nur zulässig, wenn sie in direktem Zusammenhang mit Übernahmeangeboten, Zusammenschlüssen und anderen Transaktionen stehen, die die Eigentumsverhältnisse oder die Kontrolle von Unternehmen betreffen (Art. 3 Abs. 1a UAbs. 4 Ziff. iii Transparenz-RL). § 34 Abs. 2 WpHG findet in allen Fällen einer Mitteilungspflicht nach § 33 WpHG Anwendung, also auch weit unterhalb der übernahmerechtlichen Kontrollschwelle und unabhängig von einem Übernahmeangebot. Daher fehlt es nach dem EuGH an dem erforderlichen direkten Zusammenhang mit einer Kontrolltransaktion, und der Wortlaut von § 34 Abs. 2 WpHG ist europarechtswidrig, soweit er über den Wortlaut der Transparenzrichtlinie hinausgeht.

Die Reaktion der Bafin (Aufsichtsmitteilung vom 20. März 2026)

Das Urteil des EuGH betrifft nicht nur den Zurechnungstatbestand des Acting in Concert, sondern sämtliche Zurechnungstatbestände des § 34 WpHG, die über die Regelungen der Transparenz-RL hinausgehen. Die Bafin hat auf die EuGH-Entscheidung daher mit einer Aufsichtsmitteilung (Nr. 02/2026 (WA))⁷ reagiert und ihre Verwaltungspraxis angepasst:

- **§ 34 WpHG:** Die Bafin wendet § 34 Abs. 2 WpHG ab sofort dahingehend an, dass eine Zurechnung – in Übereinstimmung mit dem Wortlaut von Art. 10 lit. a) der Transparenz-RL – nur bei einer Vereinbarung erfolgt, die beide Parteien verpflichtet, langfristig eine gemeinsame Politik bezüglich der Geschäftsführung des Emittenten zu verfolgen. Zudem wendet die Bafin die Zurechnungstatbestände des § 34 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 und Nr. 5 WpHG nicht mehr an, da auch hierfür ein entsprechender Zurechnungstatbestand in der Transparenz-RL fehlt. Die bisherige Verwaltungspraxis aus dem Emittentenleitfaden und den FAQ gilt insoweit nicht mehr.
- **§ 30 WpÜG:** Die übernahmerechtliche Stimmrechtszurechnung bleibt dagegen unverändert. Die Bafin geht davon aus, dass die WpÜG-Vorschriften europarechtskonform sind, da die Transparenz-RL die Mitgliedsstaaten in Art. 3 Abs. 1a UAbs. 4 Ziff. iii Transparenz-RL ausdrücklich ermächtigt, im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten strengere Zurechnungsvorschriften zu normieren.

Das BGH-Urteil vom 16. Juni 2026

Nachdem der EuGH in seiner Entscheidung vom 12. Februar 2026 die Vorlagefrage des BGH beantwortet hat, griff der BGH den Fall erneut auf und verwies die Sache mit Urteil vom 16. Juni 2026 an das Berufungsgericht zurück, weil sie auf der Grundlage der EuGH-Entscheidung noch nicht entscheidungsreif war. Der BGH wiederholt die Aussagen des EuGH, dass von § 34 Abs. 2 S. 1 WpHG nur Verhaltensabstimmungen erfasst werden, die unter den Vereinbarungsbegriff in Art. 10 lit. a) der Transparenz-RL fallen. Danach ist eine Vereinbarung (die auch konkludent geschlossen werden kann, aber eine Willensübereinstimmung voraussetzt) erforderlich, die die Parteien verpflichtet, langfristig eine gemeinsame Politik bezüglich der Geschäftsführung des Emittenten zu verfolgen. Ein gleichgerichtetes Verhalten aufgrund irgendeines kommunikativen

Akts reicht – entgegen der Auffassung der Vorinstanz – nicht aus. Erforderlich ist ein hohes Maß an Engagement über einen gewissen Zeitraum, das einheitlich sein und auf die Geschäftsführung des Emittenten abzielen muss. Da das Berufungsgericht eine solche Vereinbarung nicht festgestellt hatte, weil es aus den Indizien geschlossen hatte, dass jedenfalls eine Abstimmung in sonstiger Weise vorgelegen habe, verwies der BGH die Sache zurück. Das Berufungsgericht muss nun prüfen, ob eine den unionsrechtlichen Anforderungen genügende Vereinbarung vorlag.

Auswirkungen auf die Praxis

Die Auswirkungen der EuGH-Entscheidung sind erheblich:

1. **Engerer Zurechnungstatbestand im WpHG:** Die Zurechnungstatbestände des § 34 WpHG müssen auf den Wortlaut der zugrunde liegenden Vorschriften der Transparenz-RL reduziert werden. Insbesondere ist die Tatbestandsvariante der Abstimmung „in sonstiger Weise“ im Rahmen von § 34 Abs. 2 WpHG nicht mehr anwendbar. Erforderlich ist eine Vereinbarung, die den Anforderungen der Transparenz-RL genügt.
2. **Keine Auswirkungen auf § 30 WpÜG:** Da der Zurechnungstatbestand des § 30 WpÜG von der EuGH-Entscheidung nicht unmittelbar berührt wird, kann es zu der systematisch fragwürdigen Situation kommen, dass ein Acting in Concert für übernahmerechtliche Zwecke vorliegt und ein Pflichtangebot auslöst, obwohl der Erwerber der Kontrolle noch keine Stimmrechtsmitteilung nach dem WpHG abgeben musste.
3. **Erleichterung für Investorenkooperationen:** Für Investoren, die sich unterhalb der Kontrollschwelle bei börsennotierten Unternehmen z.B. zu Governance- oder ESG-Themen abstimmen, führt das EuGH-Urteil zu mehr Rechtssicherheit, weil der Tatbestand des Acting in Concert präzisiert und eingeschränkt wurde.
4. **Legislativer Handlungsbedarf:** Der Gesetzgeber wird den Wortlaut von § 34 WpHG europarechtskonform an die Transparenz-RL anpassen müssen. Dabei ist auch zu entscheiden, ob der bisherige Gleichlauf der Zurechnungsvorschriften des WpHG und WpÜG aufgegeben wird, oder – was systematisch näherliegend ist – § 30 WpÜG entsprechend § 34 WpHG reduziert wird, um den Gleichlauf aufrechtzuerhalten.

⁶ Siehe hierzu bereits [Noerr Public M&A Report 01/2025](#).

⁷ Die Aufsichtsmitteilung der BaFin ist abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsmitteilung/2026/aufsichtsmitteilung_02_2026_auswirkungen_eugh_auf_34wphg_30wpueg.html.

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 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

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.