

Update Public Takeovers 2025

Der nachfolgende Report gibt einen Überblick über die Entwicklung des Marktes für die Übernahme börsennotierter Unternehmen im Jahr 2025 sowie aktuelle rechtliche Entwicklungen.

Lesen Sie:

Die bedeutendsten Public Takeovers 2025	2
Nachwehen der Public Takeover Aktivitäten 2024 im Jahr 2025	3
Blick auf die wesentlichen Delisting-Verfahren sowie sonstige Erwerbsangebote 2025	4
Kennzahlen des Übernahmemarkts 2025.....	5
Untersagungen und Befreiungen.....	8
Eckpfeiler der Übernahmetransaktionen	9
Anpassungen der rechtlichen Rahmenbedingungen im Übernahmerecht	11
Börsenkurs und Bewertung – neue Entwicklungen.....	14
Übernahmerechtliche Rechtsprechung	15
Ausblick	16

2025 war im Vergleich zum Vorjahr mit nur 20 Verfahren ein eher ruhiges Jahr im Markt für öffentliche Übernahmen; 2024 hatte der Markt noch 32 Verfahren gesehen. Die trotz schwacher Konjunkturdaten sehr gute Entwicklung des deutschen Aktienmarktes führte zur Zurückhaltung potenzieller Bieter. Die im September 2024 angekündigte öffentlich viel beachtete Übernahme der Commerzbank durch UniCredit ist nach der am 16. März 2026 erfolgten Ankündigung eines Tauschangebots wieder in den Fokus der Öffentlichkeit gelangt.

Trotz des eher schwachen Marktes lohnt sich ein Blick auf die Besonderheiten der Public Takeovers im Jahr 2025 und die jüngsten rechtlichen Entwicklungen.

Die bedeutendsten Public Takeovers 2025

Zalando übernimmt About You

Das Public M&A-Jahr startete mit der Veröffentlichung des Übernahmeangebots von Zalando für About You; vorbereitet wurde die Transaktion mit dem Abschluss eines Business Combination Agreement im Dezember 2024. Zalando will durch die Übernahme signifikantes Wertsteigerungspotenzial realisieren und ist dabei insbesondere an den Firmenkunden von About You interessiert sowie an deren etwas jüngerer Zielgruppe, mit der die Kundenbasis von Zalando weiter ausgebaut werden soll. Am 6. November 2025 wurde veröffentlicht, dass der verschmelzungsrechtliche Squeeze-out von About You wirksam und gleichzeitig die Börsennotierung der About You-Aktien im regulierten Markt (Prime Standard) beendet wurde. Sowohl beim öffentlichen Übernahmeangebot als auch beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out wurde About You durch White & Case beraten.

Bieterwettkampf um ProSiebenSat.1

Das 2025 wohl am meisten in der Öffentlichkeit beachtete Übernahmeverfahren war der Bieterwettkampf um ProSiebenSat.1. Die italienische MediaForEurope-Holding

(MFE), die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage bereits rund 30 % am Grundkapital von ProSiebenSat.1 hielt, hatte sich mit dem tschechischen Wettbewerber PPF, der wiederum rund 15,7 % an ProSiebenSat.1 hielt, einen Bieterwettkampf geliefert. PPF bot den ProSiebenSat.1-Aktionären per Teilerwerbsangebot EUR 7,00 je Aktie an, was MFE dazu zwang, ihr gemischtes Bar-/Umtauschangebot von EUR 4,48 zuzüglich 0,4 MFE-Aktien auf die ursprüngliche Bargegenleistung zuzüglich 1,3 MFE-Aktien zu erhöhen. Das Angebot von PPF war auf den Erwerb eines Aktienpakets von 29,99 % und damit nicht auf den Erwerb der Kontrolle ausgerichtet. PPF gab letztlich den Plan auf, seine Beteiligung wesentlich aufzustocken, und veräußerte seinen Anteil von 15,7 % an ProSiebenSat.1 an MFE. MFE konnte daraufhin seine Beteiligung an ProSiebenSat.1 noch während der weiteren Annahmefrist bis Anfang September 2025 auf 75,6 % aufstocken.

Plan der Holding von MFE ist es, ein europaweites Mediennetz aufzubauen, um so gegen die internationale Konkurrenz wie zum Beispiel Netflix bestehen zu können.

JD.com übernimmt Ceconomy

Die Übernahme der Ceconomy, Muttergesellschaft u.a. von MediaMarkt/Saturn, durch den chinesischen Konzern JD.com war die Übernahmetransaktion mit dem höchsten Transaktionsvolumen im Jahr 2025 (EUR 2,253 Mrd.). Die Transaktion war in der Öffentlichkeit umstritten und beschäftigte noch im Januar 2026 den Bundestag. Gegenstand einer Kleinen Anfrage war unter anderem die Frage, ob das Bundeskartellamt auch weltweite Kartelle mit deutschem Bezug bekämpfe und ob bei der Übernahmepflicht durch JD.com die mögliche Verdrängung deutscher Elektro- und Elektronikhersteller wie Miele, Bosch, Liebherr, Siemens, Rowenta und Loewe geprüft wurde. Zudem wollten die Abgeordneten wissen, ob die Generaldirektion Wettbewerb der EU-Kommission bei dieser Übernahme mitzuentcheiden hatte. White & Case hat JP Morgan als Finanzberater von Ceconomy bei der Übernahme beraten.

Ceconomy hatte bereits Anfang Dezember 2025 bekanntgegeben, dass sich JD.com im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots eine Gesamtbeteiligung von 82,5 % an Ceconomy gesichert habe. Der Vollzug stand Anfang April weiterhin unter der Bedingung der außenwirtschaftsrechtlichen Freigaben sowie der Freigabe nach der EU-Verordnung über den Binnenmarkt verzerrende drittstaatliche Subventionen (Foreign Subsidies Regulation, „FSR“). Die kartellrechtlichen Freigaben waren zu diesem Zeitpunkt bereits erteilt worden. Nach eigenen Angaben beabsichtigt JD.com durch die Übernahme von Ceconomy, ihren Omnichannel-Serviceplattform-Ansatz und das damit verbundene Einzelhandels-Know-how auszubauen und zur Unterstützung der Ceconomy-Gruppe einzusetzen. Ein Delisting von Ceconomy soll noch im 2. Quartal 2026 erfolgen.

BioNTech übernimmt CureVac im Wege eines Umtauschangebots

Ein bedeutendes Übernahmeverfahren unter Beteiligung von zwei deutschen Unternehmen fand außerhalb des deutschen Public Takeover Marktes statt. BioNTech gab im Dezember 2025 die Übernahme des Tübinger Unternehmens CureVac nach erfolgreicher Durchführung eines Umtauschangebots bekannt. Insgesamt wurden 86,75 % der CureVac-Anteile in BioNTech-Aktien getauscht. Da die beiden deutschen Unternehmen ausschließlich an der US-Börse Nasdaq gelistet waren, fanden die Regeln für die Übernahme börsennotierter Unternehmen in Deutschland auf dieses Verfahren keine Anwendung. White & Case hat Berenberg als Umtauschtreuhänder bei der Transaktion beraten.

Nachwehen der Public Takeover Aktivitäten 2024 im Jahr 2025

Einige Übernahmeverfahren aus dem Jahr 2024 konnten im Jahr 2025 erfolgreich abgeschlossen werden.

ADNOC / Covestro

Viel Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit fand auch 2025 die Übernahme der Covestro durch die Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC) mit Sitz in den Vereinigten Arabischen Emiraten. Im Rahmen der Übernahme im Oktober 2024 hatte ADNOC fast 70 % der Stimmrechte erworben. Ende Juli 2025 leitete die EU-Kommission eine eingehende Prüfung der geplanten Übernahme nach der FSR ein, die im November 2025 unter Auflagen genehmigt wurde. Anfang Januar 2026 wurde bekannt, dass ADNOC bereits 95,1 % der Covestro-Anteile kontrolliert. Auf der nächsten Covestro-Hauptversammlung im April 2026 soll der Ausschluss der Minderheitsaktionäre im Wege eines Squeeze-out beschlossen werden.

Übernimmt Unicredit die Commerzbank?

Auch im Jahr 2025 haben die Bestrebungen der italienischen UniCredit zur Übernahme der Commerzbank den Markt weiter beschäftigt. Am 16. März 2026 veröffentlichte UniCredit die Eckdaten des geplanten Übernahmeangebots an die Commerzbank-Aktionäre. Seit September 2024, als UniCredit rund 20 % der Aktien der Commerzbank erworben hatte, positionierten sich zunächst sowohl die Bundesregierung als auch die Commerzbank und die Arbeitnehmervertreter klar gegen eine mögliche Übernahme durch UniCredit. UniCredit hatte vorsorglich ein Inhaberkontrollverfahren eingeleitet, über das die EZB im März 2025 positiv entschied. Auch das Bundeskartellamt stimmte im April 2025 der Aufstockung der Beteiligung von UniCredit an der Commerzbank auf 29,99 % zu und wies darauf hin, dass das Vorhaben nicht bei der EU-Kommission anzumelden war, da der Erwerb von bis zu 29,99 % der Anteile noch keine „Kontrolle“ im Sinne der EU-Fusionskontrollverordnung begründet. Ende Juli 2025 gab UniCredit bekannt, die Beteiligung über Aktien und Finanzinstrumente auf 29,26 % ausgebaut zu haben.

Die Commerzbank reagierte in der zweiten Jahreshälfte 2025 mit weiteren Maßnahmen, die eine Übernahme erschweren könnten. So

startete die Bank das größte Rückkaufprogramm in der Geschichte des Instituts und erwarb 2025 insgesamt über 4 % eigene Aktien; ein weiteres Rückkaufprogramm soll 2026 folgen. Des Weiteren wurden interne Effizienzmaßnahmen umgesetzt. Diese Maßnahmen und ein starkes Jahresergebnis trugen zu einem signifikanten Anstieg des Börsenkurses um mehr als 100 % seit Januar 2025 bei, so dass sich eine potenzielle Übernahme erheblich verteuert hat.

Die Bundesrepublik Deutschland hält weiterhin ein Aktienpaket von mehr als 10 %; BlackRock hält mehr als 5 % und weitere institutionelle Investoren halten ca. 33 %.

Am 16. März 2026 hat UniCredit ein freiwilliges Übernahmeangebot angekündigt, das als Tauschangebot ausgestaltet werden soll. Demnach sollen die Commerzbank-Aktionäre je Aktie 0,485 neue UniCredit-Aktien im Tausch erhalten; das entspricht einem Übernahmepreis von ca. 30,80 Euro pro Aktie und damit dem Mindestpreis. Mit diesem Low-ball-Offer will UniCredit die übernahmerechtliche Kontrollschwelle von 30 % überschreiten und hofft auf einen Dialog mit dem Commerzbank-Management. Die Commerzbank teilte nach Veröffentlichung der Eckdaten des Übernahmeangebots lediglich mit, dass dieses nicht mit der Commerzbank abgestimmt sei. Die Bundesregierung ebenso wie Gewerkschaftsvertreter haben sich erneut gegen eine Übernahme der Commerzbank ausgesprochen.

Blick auf die wesentlichen Delisting-Verfahren sowie sonstige Erwerbsangebote 2025

2025 waren sieben der insgesamt 20 veröffentlichten nach WpÜG regulierten Angebote auf ein Delisting der Zielgesellschaft ausgerichtet. Dabei wurde bis Mai des Jahres mit der Metro, der Biotest und der CompuGroup Medical bei drei großen Unternehmen die Börsennotierung am regulierten Markt beendet.

Metro

Die Hauptaktionärin der Metro, die EP Global Commerce, die mehrheitlich vom tschechischen Investor Daniel Křetínský gehalten wird und Anfang 2025 einen Anteil von 49,99 % am Metro-Grundkapital hielt, unterbreitete den Metro-Aktionären ein Delisting-Angebot, um den notwendigen Transformationsprozess bei der Metro umzusetzen. Ein solcher Prozess ist nach Auffassung von EP Global Commerce unter dem Druck der Erwartungen des Kapitalmarkts nicht umsetzbar. Das Delisting-Angebot hatte ein Transaktionsvolumen in Höhe von EUR 974 Mio.

Biotest

Ähnlich argumentierte auch Grifols, ein spanisches Gesundheitsunternehmen, beim Delisting-Angebot an die Biotest-Aktionäre. Nach Angaben von Grifols bestehe zwischen der Bieterin und der Zielgesellschaft Einigkeit, dass der öffentliche Kapitalmarkt kein geeignetes Umfeld mehr für die künftige Strategie von Biotest darstelle. Grifols war 2021 bei Biotest eingestiegen; die Börsennotierung an der Frankfurter Wertpapierbörse wurde Anfang Juli 2025 eingestellt. Der Marktwert beim Delisting-Angebot betrug insgesamt EUR 677 Mio.

CompuGroup Medical

Der Private Equity Investor CVC hatte dagegen das Übernahmeangebot für die CompuGroup Medical erst im Dezember 2024 abgeschlossen; die Börsennotierung wurde nach erfolgreich durchgeführtem Delisting-Angebot im Volumen von EUR 895 Mio. (ohne Berücksichtigung von Nichtannahmevereinbarungen) im Juni 2025 eingestellt. CVC verwies im Delisting-Angebot auf die erwarteten Kosteneinsparungen durch die Beendigung der Börsennotierung sowie auf ausreichend verfügbare alternative Finanzierungsquellen.

Francotyp-Postalia

Erwähnenswert ist schließlich ein hinsichtlich des Transaktionsvolumens unbedeutendes Delisting-Angebot, bei dem die Francotyp-

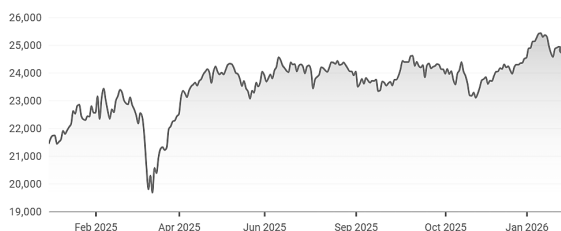
Postalia Holding sowohl als Bieterin als auch als Zielgesellschaft auftrat. Einzelne Aktionäre veröffentlichten daraufhin ein Teilerwerbsangebot, da sie das Delisting-Angebot aus mehreren Gründen für unangemessen erachteten. Ungeachtet des Widerstands einzelner Aktionäre wurde die Börsennotierung der Francotyp-Postalia-Aktie am 28. August 2025 eingestellt.

United Internet / 1&1

Im Gegensatz dazu beabsichtigt United Internet, die Börsennotierung der 1&1-Aktien bis auf Weiteres beizubehalten, hat jedoch im Wege eines Teilerwerbsangebots seine Beteiligung an der 1&1 weiter aufgestockt. Bereits im April 2025 hatte United Internet durch die Annahme außerbörslicher Angebote die Beteiligungsschwelle von 80 % an der 1&1 überschritten. Mit dem Ziel des Ausbaus der Beteiligung veröffentlichte United Internet ein öffentliches Teilangebot im Volumen von EUR 306 Mio. Nach Angaben von United Internet bot das Angebot sämtlichen Aktionären der 1&1 eine attraktive Gelegenheit, Liquidität mit einem erheblichen Aufschlag zu realisieren. Das Teilerwerbsangebot führte zu einer Aufstockung der Beteiligung auf insgesamt 85,1 % des Grundkapitals. Bemerkenswert ist, dass mit Ralph Dommermuth dieselbe Person Vorstandsvorsitzender sowohl bei der Bieterin als auch bei der Zielgesellschaft ist.

Kennzahlen des Übernahmemarkts 2025

Marktumfeld – der DAX 40 im Jahr 2025



Entwicklung des DAX 40 im Jahr 2025 (Quelle: Google Finance)

Im Jahr 2025 stieg der DAX 40 um gut 4.500 Punkte (Eröffnungskurs 2. Januar 2025: 19.923,07; Schlusskurs 30. Dezember 2025:

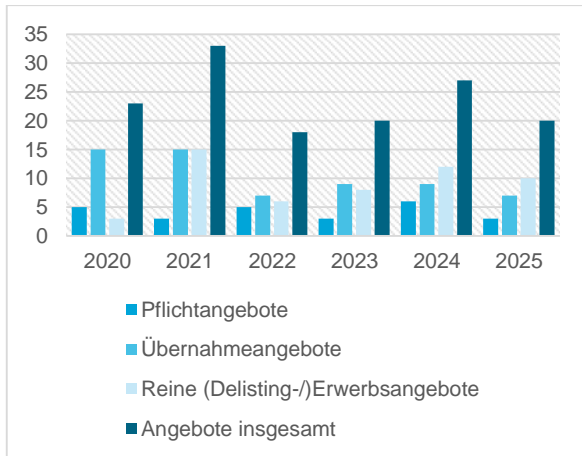
24.490,41) und damit wie bereits im Vorjahr um mehr als 20 %. Die Nerven vieler Anleger wurden allerdings auf die Probe gestellt: Zwischen Hoch- und Tiefpunkt lagen 6.281 Punkte.

Art des Angebots

Nachdem sich die Gesamtzahl der Public Takeover-Transaktionen im Jahr 2024 gegenüber dem Vorjahr um mehr als ein Drittel gesteigert hatte (2024: 32 Transaktionen, 2023: 20 Transaktionen), war 2025 wieder ein Rückgang auf das 2023er-Niveau mit insgesamt 20 Transaktionen zu verzeichnen. Übernahmeverfahren mit hohen Transaktionsvolumina blieben im Jahr 2025 die Ausnahme. Im Einzelnen wurden veröffentlicht:

- sieben freiwillige Übernahmeangebote, davon eines kombiniert mit einem Delisting-Angebot;
- drei Pflichtangebote;
- drei Teilerwerbsangebote i.S.d. § 19 WpÜG, die jeweils auf den Erwerb einer definierten maximalen Stückzahl von Aktien ausgerichtet waren; sowie
- sieben Delisting-Angebote (einschließlich des kombinierten Übernahme- und Delisting-Angebots der Leonardo Art Holdings an die Aktionäre der artnet).

Neben der Gesamtzahl der Transaktionen war insbesondere der Anteil der Delisting-Angebote an der Gesamtzahl der nach WpÜG regulierten Angebote mit einem Anteil von 35 % im Gesamtjahr 2025 rückläufig (2024: 16 Delisting-Angebote, also 50 % aller WpÜG regulierten Angebote). Ob hiermit eine nachhaltige Abkehr vom „Delisting-Trend“ der vergangenen Jahre eingeläutet wurde, bleibt abzuwarten.



Anzahl der Angebote nach Angebotsart 2020-2025

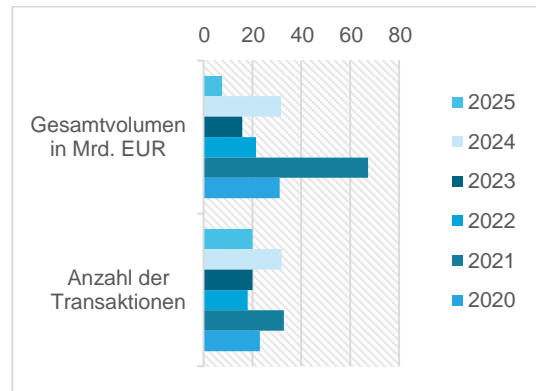
Bieterstruktur

Betrachtet man die Bieterstruktur in 2025, so fällt die abnehmende Bedeutung von Private Equity Investoren auf. Dagegen nahm die Bedeutung der strategischen Investoren gegenüber den Vorjahren spürbar zu: Alle Public Takeovers mit Transaktionsvolumina > EUR 500 Mio. wurden von strategischen Investoren durchgeführt (Übernahmeangebote Zalando/About You, JD.com/Ceconomy, die konkurrierende Angebote für ProSiebenSat.1 sowie die Delisting-Angebote Grifols/Biotest und EP Global Commerce/Metro); Ausnahmen waren lediglich das Übernahmeangebot von Warburg Pincus für die PSI Software und das Delisting der CompuGroup durch CVC Capital Partners.

Transaktionsvolumina

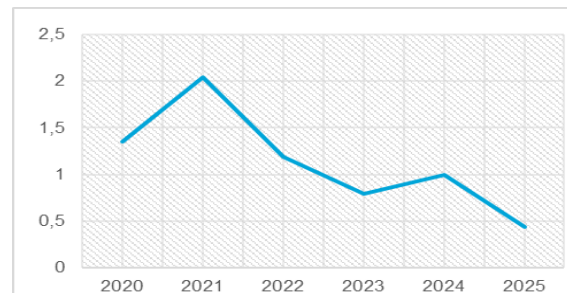
Das Gesamtvolumen der Public Takeover-Transaktionen in Deutschland – berechnet nach dem Wert der maximalen Gegenleistung einschließlich Transaktionskosten ohne Berücksichtigung von Nichtannahmevereinbarungen – ging 2025 mit gerade einmal EUR 8,79 Mrd. gegenüber dem Vorjahr deutlich zurück (2024: EUR 31,78 Mrd. – dies entspricht einem Rückgang um ca. 76%). Berücksichtigt man die durch Depotsperrevereinbarungen abgesicherten Non-Tender-Agreements und die damit verbundene Reduzierung des Transaktionsvolumens, halbiert sich dieses Transaktionsvolumen sogar auf EUR 4,3 Mrd. Damit weist das Jahr 2025 das mit Abstand

niedrigste Gesamttransaktionsvolumen der letzten Jahre auf.



Gesamtvolumen und Anzahl der Transaktionen 2020-2025

Mit den Übernahmeangeboten für die Ceconomy (rd. 2,25 Mrd. EUR) sowie die About You Holding (rd. 1,16 Mrd. EUR) überschritten nur zwei Transaktionen die Schwelle von 1 Mrd. EUR. Allein diese beiden Angebote zeichnen sich mit einem kumulierten Volumen von rd. 3,41 Mrd. EUR für knapp 45 % des Gesamtvolumens im Jahr 2025 verantwortlich. Das durchschnittliche Transaktionsvolumen lag im vergangenen Jahr bei rd. 380 Mio. EUR und damit deutlich niedriger als in den letzten fünf Jahren.



Durchschnittliche Angebotsvolumina in Mrd. EUR 2020-2025

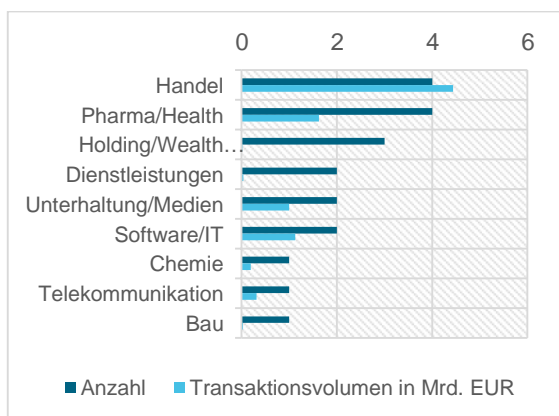
Branchenschwerpunkte bei den Zielgesellschaften

Ein klarer Branchenschwerpunkt bei den Übernahmeverfahren im Jahr 2025 ist auf den ersten Blick nicht erkennbar; vertreten waren Zielunternehmen aus den Bereichen Software/IT, Beteiligungen, Handel, Dienstleistungen, Pharma, Kunst, Spezialchemie, Bauwerkstoffe, Telekommunikation und Medien. Schaut man bei

der Branchenanalyse auf die Transaktionsvolumina, ist ein deutlicher Schwerpunkt bei Zielgesellschaften in den Bereichen Pharma/Gesundheitswesen und Handel festzustellen.

Der Bereich Pharma/Health einschließlich Beteiligungsunternehmen mit einem Fokus auf die Gesundheitsbranche war bei Investoren besonders gefragt: Zwei Angebote bezogen sich auf operativ im Gesundheitsbereich tätige Unternehmen (Biotest und Pharma SGP Holding), zwei weitere auf Beteiligungsgesellschaften mit einem Schwerpunkt in diesem Sektor (Leo International Precision Health und CompuGroup Medical). Damit entfielen 20 % der Transaktionen im Jahr 2025 auf Zielgesellschaften im Pharma/Healthcare-Sektor mit einem aggregierten Transaktionsvolumen von ca. EUR 1,63 Mrd.

Ein weiterer Schwerpunkt war im Bereich Handel erkennbar. Dies gilt zunächst für die Zahl der Angebote, die ebenfalls bei insgesamt vier lag (20 %). Noch deutlicher zeigt sich dieser Schwerpunkt beim Transaktionsvolumen: Auf die Transaktionen im Bereich Commercial, darunter die zwei Milliardenangebote für die Ceconomy sowie die About You Holding, entfiel mit ca. EUR 4,44 Mrd. gut die Hälfte des Gesamttransaktionsvolumens im Jahr 2025.

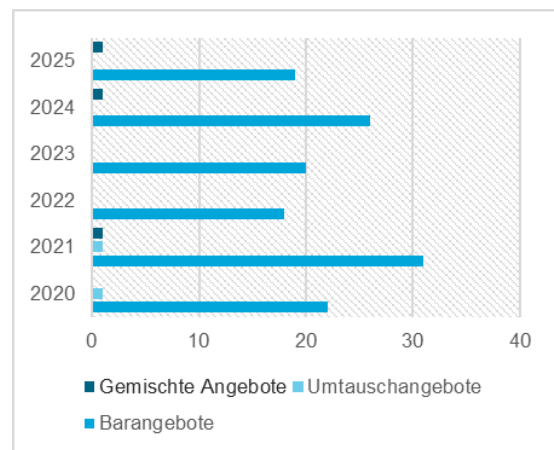


¹ Gemäß § 5 WpÜG-Angebotsverordnung muss der Angebotspreis mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Zielgesellschafts-Aktien während der letzten drei Monate (bzw. sechs Monate bei Delisting-Angeboten) vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots entsprechen. Nach § 4 WpÜG-

Angebote nach Geschäftsbereich der Targets 2025

Gegenleistung

Auch im Jahr 2025 stellten Barangebote mit einem Anteil von 95 % (19 der 20 Transaktionen) den Regelfall dar. Unverändert zu den drei Vorjahren erfolgte abermals kein einziges reines Umtauschangebot. Das einzige Angebot mit gemischter Gegenleistung war das Übernahmeangebot der italienischen MEDIAFOREUROPE (MFE) für ProSiebenSat.1.



Art der Gegenleistung 2020-2025

Zahlen Bieter im aktuellen Umfeld noch Prämien?

Wie in den Vorjahren bieten nur wenige Bieter attraktive Prämien auf die für die Bemessung des Angebotspreises relevanten Börsenkurse¹ mit dem Ziel, das Angebot für die Aktionäre der Zielgesellschaft attraktiv zu gestalten. Die höchsten Prämien auf den von der BaFin ermittelten durchschnittlichen Börsenkurs werden weiterhin bei freiwilligen Übernahmen gezahlt, bei Pflicht- und Erwerbsangeboten stellen Prämien den Ausnahmefall dar.

Bei den freiwilligen Übernahmeangeboten

- zahlte Zalando mit einer Prämie von 107% auf den 3-Monats-Durchschnittskurs an die About You-Aktionäre die höchste Prämie; diese Prämie entsprach allerdings dem

Angebotsverordnung muss der Angebotspreis mindestens dem Wert der höchsten von der Bieterin, mit ihr gemeinsam handelnden Personen im Sinn von § 2 Abs. 5 WpÜG oder deren Tochterunternehmen innerhalb der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage für den Erwerb der Zielgesellschaftsaktien gewährten Gegenleistung entsprechen.

höchsten gezahlten oder vereinbarten Vorerwerbspreis im Sinne des § 4 WpÜG-Angebotsverordnung.

- Ähnlich gelagert waren die gezahlten Prämien im Übernahmeangebot von JD.com, die den Ceconomy-Aktionären eine Prämie von 33,7 % auf den Drei-Monats-Durchschnittskurs zahlte.
- Warburg Pincus zahlte eine Prämie von 62,2% auf den relevanten Durchschnittskurs an die PSI-Software-Aktionäre.
- Im konkurrierenden Angebot für ProSiebenSat.1 bot PPF eine Prämie von 21,11 % im Vergleich zum Ausgangsangebot der italienischen Bieter MFE, die zunächst auch versucht hatten, die ProSiebenSat.1-Aktien ohne eine relevante Prämie einzukaufen. Schlussendlich erhöhte MFE die Angebotsgegenleistung und zahlte eine Prämie von 49,9 % auf den volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate.

Bei **Delisting-Angeboten** wurden schon in der Vergangenheit regelmäßig keine Prämien gezahlt. Ausnahmen stellen insoweit die Delistings

- der Metro AG durch die EP Global Commerce (die Stammaktionäre erhielten immerhin eine Prämie von 23,38 % auf den 6-Monats-Durchschnittskurs),
- von CompuGroup Medical durch CVC Capital Partners (Prämie nach § 5 WpÜG-Angebotsverordnung 5,6 %) sowie
- der Biotest AG durch Grifols dar – bei letzterem erhielten die Stammaktionäre immerhin noch eine Prämie von 5,2 %.

Der Preisfindung bei den drei im Jahr 2025 veröffentlichten **Pflichtangeboten** lagen jeweils besondere Konstellationen zugrunde:

- Das Pflichtangebot der Obotritia Capital für Readcrest Capital basierte auf der Kontrollerlangung nach einer auf eine Kapitalherabsetzung erfolgte Sach-

kapitalerhöhung, die maßgeblich den Angebotspreis bestimmte.

- Das Pflichtangebot der Apeiron Investment Group für die Heidelberger Beteiligungsholding wurde ohne Prämie auf den ermittelten Durchschnittskurs veröffentlicht; dementsprechend wurden nur 1,63 % des Grundkapitals getendert.
- Beim Angebot der taiwanesischen Bieter für Leo International Precision Health musste mangels Börsenumsätzen eine Unternehmensbewertung durchgeführt werden; die Prämie von 12,7% auf den festgestellten Unternehmenswert entsprach dem höchsten Vorerwerbspreis.

Untersagungen und Befreiungen

Angebotsuntersagung

Im Jahr 2025 kam es zu einer Angebotsuntersagung durch die BaFin. Allerdings wurde nicht die Veröffentlichung einer Angebotsunterlage untersagt, sondern mit Untersagungsbescheid vom 11. Juni 2025 das am 23. Mai 2025 im Bundesanzeiger veröffentlichte Kaufangebot der CAUSA Verwaltungs GmbH an die Aktionäre der Mutares. Eine die erforderlichen Angaben enthaltende Angebotsunterlage war von der Bieterin nicht bei der BaFin zur Genehmigung eingereicht worden, so dass die Untersagung der BaFin auf § 15 Abs. 1 Nr. 1, 3 WpÜG gestützt wurde. Der Fall mutet etwas skurril an – intendiert war seitens der Bieterin wohl eine bloße Aufforderung zur Abgabe von Angeboten. Auch eine solche sog. invitatio ad offerendum untersagt § 17 WpÜG indes ausdrücklich.

Befreiungen von der Angebotspflicht

Die BaFin befreite 2025 in sieben Fällen Antragsteller von der Pflicht zur Veröffentlichung und Abgabe eines Angebots gemäß § 37 WpÜG:

Zwei Befreiungsbescheide standen im Zusammenhang mit dem Aktienrückkaufprogramm der Westwing Group und der anschließenden Einziehung von Aktien

durch die Zielgesellschaft. Die Befreiung wurde auf § 9 S. 1 Nr. 5 der WpÜG-AngebVO gestützt, mit dem sichergestellt werden soll, dass Angebote nicht bloß deshalb unterbreitet werden müssen, weil es ohne Zutun des Aktionärs zu dessen Kontrollerlangung im Sinne des § 35 WpÜG kam. Die Kontrollerlangung der Antragstellerin Rocket Internet im ersten Fall hätte sich durch die Reduzierung des Grundkapitals der Westwing Group nach Einziehung von eigenen Aktien ergeben; Rocket Internet hielt zum Zeitpunkt der Antragstellung 29,95 % der Grundkapitals und der Stimmrechte der Zielgesellschaft. Der zweite Bescheid in dieser Sache erging zugunsten der Global Founders und zwei weiterer Antragsteller, denen als direktes oder indirektes Mutterunternehmen der Rocket Internet deren Stimmrechte an der Westwing Group nach § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 1, S.3 i.V.m. § 2 Abs. 6 WpÜG i.V.m. § 290 HGB zugerechnet werden.

Zwei weitere Befreiungen in Sachen der Zielgesellschaften About You und OHB ergingen auf Grundlage von § 36 Nr. 3 WpÜG, weil die Kontrollerlangung zumindest auch im Wege einer konzerninternen Umstrukturierung erfolgte.

Im Fall der Kontrollerlangung der Helvetia Holding an der OVB Holding Köln erfolgte die Befreiung gemäß § 37 Abs. 1 Var. 2, Abs. 2 WpÜG i.V.m. § 9 Satz 2 Nr. 3 WpÜG-AngebVO, also weil die Bieterin durch anderweitigen Kontrollerwerb mittelbar die Kontrolle an einer Zielgesellschaft erlangt hatte und der Buchwert der Beteiligung der Gesellschaft an der Zielgesellschaft weniger als 20 % des buchmäßigen Aktivvermögens der Gesellschaft beträgt.

Zwei weitere Bescheide betrafen Sanierungsfälle im Sinne des § 9 S. 1 Nr. 3 WpÜG-AngebVO.

Eckpfeiler der Übernahmetransaktionen

Gestaltung der Bedingungen

Grundsätzlich sind Bieter und Zielgesellschaft am Erfolg des Übernahmeangebots interessiert und wollen diesen nicht von rechtlich nicht zwingend erforderlichen Bedingungen abhängig zu machen. Rechtlich erforderlich sind in der Regel nur die regulatorischen Zustimmungen nach den kartell- und außenwirtschaftsrechtlichen Vorschriften sowie nach der Foreign Subsidies Regulation. In der Praxis einigen sich bei freiwilligen Übernahmeangeboten Bieter und Zielgesellschaft im Rahmen eines Business Combination Agreement oder Investment Agreement über die Eckpunkte der Übernahme und damit über etwaige Bedingungen, die sich in der Angebotsunterlage widerspiegeln.

Eine Mindestannahmeschwelle sehen inzwischen nur noch die wenigsten Bieter vor; stattdessen versuchen sie in der Regel, sich im Vorfeld durch Aktionärsvereinbarungen eine Mindestbeteiligung zu sichern. Eine Ausnahme bildete das Übernahmeangebot von Warburg Pincus für die PSI Software, das eine Mindestannahmeschwelle von 50 % vorsah, die erfolgreich überschritten wurde. Beim Erwerbsangebot der H&R Holding an die Aktionäre der H&R – bei dem es sich im Ergebnis um die Veräußerung von Aktien an den beherrschenden Gesellschafter der Zielgesellschaft handelte – verzichtete die Bieterin während der Annahmefrist auf die ursprünglich vorgesehene Mindestannahmeschwelle von 85 %.

Lediglich zwei der Teilerwerbsangebote enthielten sog. Material Adverse Change-Bedingungen: Sowohl das Teilangebot von PPF für ProSiebenSat.1 als auch das Teilangebot von United Internet für 1&1 sahen die Festlegung eines DAX- bzw. SDAX-Wertes als Angebotsbedingung vor; im Falle von United Internet wurde zusätzlich ein Mindest-EBITDA des 1&1-Konzerns als weitere Bedingung aufgenommen.

Stellungnahmen der Zielgesellschaft

Sowohl bei Übernahme- als auch bei Delisting-Angeboten stimmen Bieter und Zielgesellschaft die wesentlichen Eckpunkte der Transaktion regelmäßig im Vorfeld ab. Nahezu sämtliche Delistings und Übernahmeangebote wurden 2025 mit einer sog. Investoren- oder Delisting-Vereinbarung vorbereitet. Lediglich der Sonderfall des Delisting-Angebots in Sachen Francotyp-Postalia (Identität zwischen Bieter und Zielgesellschaft) wurde nicht durch eine entsprechende Vorfeldvereinbarung begleitet.

Dementsprechend ist die Unterstützung des Angebots durch das Management in der Regel bereits vor Veröffentlichung abgestimmt, und die Stellungnahmen nach § 27 WpÜG enthalten regelmäßig eine positive Empfehlung an die Aktionäre zur Annahme des Angebots. Die einzige Ausnahme war die Übernahme von ProSiebenSat.1, in der das Management bereits bei Abgabe der Stellungnahme zum ersten Angebot der italienischen MFE wusste, dass das konkurrierende Teilangebot des tschechischen Wettbewerbers PPF von einer höheren Bewertung ausging; dementsprechend wurde die Gegenleistung im Ausgangsangebot von MFE als nicht angemessen bewertet. Nach Erhöhung der Gegenleistung empfahlen Vorstand und Aufsichtsrat dann die Annahme des MFE-Angebots in einer ergänzenden Stellungnahme.

In drei Fällen wurden 2025 mit der Stellungnahme der Zielgesellschaft auch Stellungnahmen des Betriebsrats veröffentlicht, nämlich von den Betriebsräten von About You, Biotest und Metro, in denen jeweils Erwartungen und Bedenken zum Ausdruck gebracht wurden.

Wie in den Vorjahren werden insbesondere bei den freiwilligen Übernahmeangeboten vom Management der Zielgesellschaft Fairness Opinions eingeholt. Lediglich das freiwillige Übernahmeangebot der Obotritia Capital für Readcrest Capital stellte eine Ausnahme dar, da es sich um einen Sanierungsfall handelte, bei dem eine Kapitalherabsetzung mit anschließender Sachkapitalerhöhung

durchgeführt wurde. Bei den sonstigen Stellungnahmen, die nicht mit einer Fairness Opinion unterlegt wurden, handelt es sich um Stellungnahmen zu Pflicht-, Erwerbs- und Delisting-Angeboten.

Transaktionsfinanzierung

Hinsichtlich der bieterseitigen Finanzierung der Transaktionen zeichneten sich im Jahr 2025 im Wesentlichen zwei Instrumente als marktprägend ab.

Bankkredite: 13 der 20 Transaktionen waren über einen oder mehrere Bankkredite zumindest teilweise fremdfinanziert (2024: 13 von 32 Transaktionen), wobei es sich in der Regel um Konsortialkredite unter Beteiligung mehrerer Geldhäuser handelte. Demgegenüber ging der Anteil der durch Gesellschafter der Bieter zumindest teilweise finanzierten Transaktionen im Jahr 2025 mit sieben von 20 Transaktionen gegenüber dem Vorjahr deutlich zurück (2024: 16 von 32 Transaktionen).

Non-Tender Agreements: Umfassende Nichtandienungsvereinbarungen (sog. Non-Tender Agreements) entwickeln sich zunehmend zum Marktstandard. Diese werden in der Regel durch korrespondierende Depotsperrvereinbarungen bzw. Sperranweisungen an die depotführenden Banken der betroffenen Aktionäre sowie durch Vertragsstrafen für den Fall der Zuwiderhandlung flankiert. Auf diese Weise wurde im Jahr 2025 bei elf der 20 Transaktionen der faktische Finanzierungsbedarf gesenkt (2024: elf von 32 Transaktionen). Die BaFin akzeptiert inzwischen, dass für die Aktien, für die das Angebot aufgrund einer Nichtannahmevereinbarung und abgesichert durch ein Sperrdepot nicht angenommen werden kann, keine Finanzierungsmaßnahmen nachgewiesen werden müssen.

Finanzierungen aus eigenen Mitteln: Auch im Jahr 2025 wurden insbesondere Angebote von Private-Equity-Investoren regelmäßig durch gruppeninterne Eigenkapital-Finanzierungszusagen abgesichert. Bei neun der 20 Transaktionen stützten sich die Bieter zudem

teilweise auf eigene liquide Mittel (2024: elf von 32 Transaktionen).

Anpassungen der rechtlichen Rahmenbedingungen im Übernahmerecht

Standortförderungsgesetz: Neustrukturierung des Delisting-Regimes und prospektrechtliche Erleichterungen

Das von der ehemaligen „Ampel“-Regierung in den Bundestag eingebrachte Zukunftsfinanzierungsgesetz II (ZuFinG II) war nach den Neuwahlen im Februar 2025 mangels abgeschlossenem Gesetzgebungsverfahren dem Diskontinuitätsprinzip zum Opfer gefallen. Wesentliche Vorschläge des ZuFinG II wurden jedoch von der nachfolgenden Bundesregierung in das Standortförderungsgesetz (StoFöG) übernommen, welches am 9. Februar 2026 im Bundesgesetzblatt verkündet wurde. Aus übernahmerechtlicher Sicht sind insbesondere die Änderungen im Delisting- sowie im Prospektrecht relevant.

Delisting von Emittenten im KMU-Wachstumsmarkt

Das Delisting-Regime ist insbesondere mit Blick auf KMU-Wachstumsmärkte angepasst worden.

Hintergrund ist eine bereits 2022 im Auftrag des Bundesfinanzministeriums erstellte empirische Untersuchung zu den Ankündigungseffekten von Delisting-Entscheidungen auf Aktienkurse vor und nach Einführung der Delisting-Regelung im Jahr 2015. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass die Ankündigung eines Delistings vor der Gesetzesnovelle noch einen statistisch signifikanten Kursrückgang zur Folge hatte. Für den Anleger bedeutete dies einen Vermögensverlust, da er seine Aktien vor der Ankündigung potenziell zu einem höheren Börsenkurs hätte veräußern können. Seit der Gesetzesänderung lassen sich bei einem Delisting im regulierten Markt hingegen keine statistisch signifikanten negativen Auswirkungen auf den Anleger mehr

feststellen. Bei Downlistings vom regulierten Markt in den Freiverkehr konnten, unabhängig vom regulatorischen Umfeld, keine signifikant negativen abnormalen Renditen festgestellt werden. Bei Delistings im Freiverkehr, in dem § 39 BörsG keine Anwendung findet, sind dagegen weiterhin erhebliche statistisch signifikante negative Auswirkungen festzustellen: Die Ankündigung eines Delistings führt hier zu einem messbaren Vermögensverlust der Anleger in Form negativer abnormaler Renditen.

Auf Grundlage dieser Ergebnisse hat der Gesetzgeber Downlistings vom regulierten Markt in den KMU-Wachstumsmarkt, der besonderen regulatorischen Anforderungen unterliegt, von der Delisting-Regelung ausgenommen. Zugleich werden Delistings vom KMU-Wachstumsmarkt nunmehr in den Schutzbereich der Delisting-Regelung in § 39 BörsG einbezogen.

Nach der Neufassung der § 39 Abs. 2, 3 BörsG ist der Wechsel vom regulierten Markt in ein KMU-Wachstumssegment (d.h. insbesondere das Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse) ohne Durchführung eines Delisting-Erwerbsangebots möglich, sofern die Wertpapiere an einem KMU-Wachstumsmarkt notiert bleiben (§ 39 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 BörsG). Der Gesetzgeber rechtfertigt diese Neuregelung mit dem vergleichbaren Regelungsniveau von KMU-Wachstumsmärkten und dem regulierten Markt. Konsequenterweise werden (isolierte) Delistings aus einem KMU-Wachstumsmarkt den Delistings aus regulierten Märkten gleichgestellt: In entsprechender Anwendung von § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG erfordern auch diese nunmehr grundsätzlich ein von der BaFin geprüftes Erwerbsangebot, das den Anlegern ein Ausscheiden gegen Abfindung ermöglicht (§ 48a Abs. 1b BörsG). Ausgenommen hiervon sind Fälle eines sog. Uplisting, in denen zugleich die Zulassung der Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt beantragt wird.

Vorgaben zur Gegenleistung von Delisting-Angeboten und gerichtliche Überprüfung

Gemäß der Neufassung des § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG ist der Börsenkurs nicht maßgeblich,

wenn „besondere Umstände“ diesen im relevanten Sechsmonatszeitraum derart beeinflusst haben, dass er zur Bestimmung der Gegenleistung unangemessen niedrig ist. In solchen Fällen ist der Bieter zur Zahlung einer höheren Gegenleistung verpflichtet, die dem anhand einer Unternehmensbewertung des Emittenten ermittelten Wert entspricht.

Darüber hinaus sieht § 39 Abs. 3 Satz 7 BörsG in seiner Neufassung die Überprüfung der Höhe der Gegenleistung im Rahmen des Delisting-Angebots nach den Vorschriften des SpruchG vor. § 1 SpruchG wurde um eine entsprechende Nr. 8 ergänzt; der bisherige Rechtsschutz nach dem KapMuG ist im Gegenzug entfallen. Damit soll nach dem Willen des Gesetzgebers sichergestellt werden, dass das Delisting unabhängig von etwaigen Streitigkeiten über die Angemessenheit der Gegenleistung vollzogen werden kann.

Mit Blick auf die in der Praxis seltenen Umtauschangebote, bei denen anstelle einer Bargegenleistung Aktien angeboten werden, sind des Weiteren die Neuregelungen der Prospektpflicht im Prospektrecht von Interesse. Ab dem 5. Juni 2026 sind innerhalb von 12 Monaten prospektfreie Angebote von Wertpapieren (insbesondere Aktien und Anleihen) im Volumen von bis zu 12 Mio. EUR (bisher 8 Mio. EUR) möglich.

Listing Act – Neuregelung der Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten bei M&A-Transaktionen

Die Anpassungen bei den Pflichten zur Ad-hoc-Publizität in der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) durch den EU Listing Act und den im Dezember 2025 von der EU-Kommission veröffentlichten Delegierten Rechtsakt einschließlich Annex enthalten wesentliche Klarstellungen zu den Ad-hoc-Pflichten bei gestreckten Sachverhalten; die Delegierte Verordnung wird voraussichtlich in der ersten Jahreshälfte 2026 in Kraft treten. Die Vorbereitung der Übernahme eines börsennotierten Unternehmens – bestehend aus diversen Zwischenschritten – ist häufig ein sog. gestreckter Sachverhalt im Sinne des durch die Marktmissbrauchsverordnung

geregelten Insiderrechts und Rechts der Ad-hoc-Publizität, sodass die Neuerungen auch übernahmerechtliche Relevanz entfalten. Derartige Zwischenschritte stellen nach bisheriger Rechtslage – unabhängig davon, ob der Eintritt des Endereignisses bereits überwiegend wahrscheinlich war – eine Insiderinformation dar und lösten daher grundsätzlich eine Veröffentlichungspflicht sowohl der Bieterin als auch der Zielgesellschaft aus. Die Einhaltung der Vorgaben der MAR betrifft in erster Linie die Zielgesellschaft. Für börsennotierte Bieter stellt sich darüber hinaus regelmäßig die Frage, wann die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 WpÜG zu veröffentlichen ist und wie sich dies zu den Veröffentlichungspflichten nach der MAR (einschl. etwaiger vorgelagerter Zwischenschritte) verhält.

Für gestreckte Sachverhalte sieht die MAR in der durch den Listing Act geänderten Fassung vor, dass die Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung einer Insiderinformation künftig nicht mehr für Zwischenschritte gilt (und dementsprechend auch die Notwendigkeit einer Selbstbefreiung zwecks Aufschubs entfällt), sondern nur noch das jeweilige Endereignis veröffentlicht werden muss (Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 Satz 2, 3 MAR n.F.). Die Neuregelung greift zum 5. Juni 2026. Die Delegierte Verordnung zur Umsetzung des Listing Act enthält hierzu nunmehr eine nicht erschöpfende Liste typischer gestreckter Sachverhalte, für die sie den jeweils maßgeblichen Veröffentlichungszeitpunkt bestimmt. Zu öffentlichen Übernahmen verhält sich die Liste typischer Sachverhalte – anders als von der ESMA zu Beginn des Konsultationsverfahrens noch angeregt – allerdings nicht. Da die Liste der Endereignisse in der Delegierten Verordnung ausdrücklich nicht abschließend ist, obliegt es dem Emittenten weiterhin, das maßgebliche Endereignis eines Vorgangs eigenständig zu bestimmen und zu dokumentieren, um die Einhaltung der Ad-hoc-Pflicht gegenüber der BaFin im Einzelfall nachweisen zu können.

Entwicklung der regulatorischen Rahmenbedingungen

Foreign Subsidies Regulation – EU-Kommission veröffentlicht Leitlinien

Seit dem Inkrafttreten der Foreign Subsidies Regulation am 12. Juli 2023 müssen Unternehmen Zusammenschlüsse bei der EU-Kommission notifizieren, wenn das erworbene Unternehmen, einer der fusionierenden Parteien oder das Gemeinschaftsunternehmen einen EU-Umsatz von mindestens EUR 500 Mio. erwirtschaftet und den Parteien in den letzten drei Jahren ausländische finanzielle Zuwendungen von mehr als EUR 50 Mio. gewährt wurden. Die EU-Kommission hat am 13. Januar 2026 ergänzend Leitlinien zur FSR veröffentlicht. Die Leitlinien stellen die Kommissionspraxis dar und bieten Unternehmen eine Orientierungshilfe, ohne Gesetzescharakter zu haben. Sie konkretisieren insbesondere die folgenden Eckpunkte der FSR:

- (1) die Feststellung einer Wettbewerbsverzerrung auf dem Binnenmarkt;
- (2) die Abwägung, ob eine Wettbewerbsverzerrung durch die positiven Auswirkungen der drittstaatlichen Subventionen gerechtfertigt werden kann;
- (3) die Voraussetzungen, unter denen die Kommission die Anmeldung eines nicht anmeldepflichtigen Zusammenschlusses bzw. die Meldung einer nicht meldepflichtigen drittstaatlichen finanziellen Subvention im Rahmen eines öffentlichen Vergabeverfahrens verlangen kann (sog. Call-in Recht).

Dabei enthalten die Leitlinien sog. Veranschaulichungen der wichtigsten Kategorien von Verzerrungen, z.B. zur Verfälschung des Wettbewerbs bei der Übernahme anderer Unternehmen.

Im Jahr 2025 wurde lediglich beim Übernahmeverfahren JD.com/Ceconomy die subventionskontrollrechtliche Freigabe eingeholt. Erfolgreich abgeschlossen wurde 2025 das in Sachen ADNOC/Covestro durchgeführte FSR-Verfahren.

EU Screening-Verordnung – EU überarbeitet den Rechtsrahmen für die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen

Die Verordnung (EU) 2019/452 („EU-Screening Verordnung“) ist seit Oktober 2020 als Kooperationsmechanismus in Kraft und ermöglicht den Mitgliedstaaten und der EU-Kommission, grenzüberschreitende Risiken für die Sicherheit und öffentliche Ordnung durch ausländische Investitionen zu identifizieren und Informationen zu solchen Transaktionen auszutauschen. Im Rahmen dieses EU-Kooperationsmechanismus leitet der überprüfende Mitgliedstaat Informationen über den jeweiligen Fall an andere Mitgliedstaaten und die Kommission weiter, die innerhalb bestimmter Fristen Kommentare oder eine unverbindliche Stellungnahme abgeben können. Bereits 2024 wurde ein erster Reformvorschlag zur EU-Screening-Verordnung veröffentlicht; im Juli 2025 begannen die sog. Trilog-Verhandlungen.

Am 11. Dezember 2025 erzielten der Rat der Europäischen Union und das Europäische Parlament eine vorläufige politische Einigung. In Sinne einer stärkeren Einheitlichkeit in der EU sollen alle Mitgliedstaaten die gezielte Prüfung klar definierter Bereiche abdecken. Der Mindestumfang umfasst:

- Güter mit doppeltem Verwendungszweck und Militärgüter;
- besonders kritische Technologien wie künstliche Intelligenz (im Einklang mit den Begriffsbestimmungen der Verordnung über künstliche Intelligenz und mit Schwerpunkt auf KI mit allgemeinem Verwendungszweck mit Bedeutung für Raumfahrt oder Verteidigung), Quantentechnologien und Halbleiter;
- kritische Rohstoffe;
- kritische Einrichtungen in den Bereichen Energie, Verkehr und digitale Infrastruktur auf der Grundlage einer risikobasierten Bewertung durch den Mitgliedstaat, in dem das EU-Ziel ansässig ist;

- Wahlinfrastrukturen (z. B. Wählerdatenbanken, Wahlsysteme, Wahlmanagementsysteme) und
- eine begrenzte Liste von Einrichtungen des Finanzsystems, beschränkt auf zentrale Gegenparteien, Zentralverwahrer, Marktbetreiber, Betreiber von Zahlungssystemen (mit Ausnahme von Zentralbanken) und systemrelevante Institute.

Mit der Einigung behält jeder Mitgliedstaat die ausschließliche Zuständigkeit für Investitionskontrollverfahren. Gleichzeitig werden die Transparenz und Koordinierung zwischen den nationalen Behörden und der Kommission verbessert. In Fällen, in denen andere Mitgliedstaaten oder die EU-Kommission Kommentare oder Stellungnahmen abgegeben haben, muss der überprüfende Mitgliedstaat erklären, inwieweit diese berücksichtigt wurden. Die vorläufige Einigung muss nun vom Rat und vom Parlament gebilligt werden, bevor sie förmlich angenommen wird. Die neuen Vorschriften werden 18 Monate nach Inkrafttreten der Verordnung zur Anwendung kommen.

Investitionskontrollrechtliche Freigabeverfahren wurden 2025 in den Verfahren Warburg/Pincus / PSI Software, JD.com/ Ceconomy sowie Carlyle/SNP Schneider-Neureither & Partner durchgeführt.

Börsenkurs und Bewertung – neue Entwicklungen

Bisweilen besteht bereits vor Abschluss eines übernahmerechtlichen Verfahrens die Absicht, weitere Integrationsmaßnahmen durchzuführen, etwa durch den Abschluss eines Beherrschungs- (und Gewinnabführungs-)Vertrages (BGAV) oder einen Squeeze-out der verbliebenen Minderheitsaktionäre. Bei diesen Strukturmaßnahmen ist den Aktionären eine angemessene Abfindung zu gewähren.

Aktionäre können die Überprüfung der Höhe der Abfindung im Spruchverfahren beantragen. Dabei stellt sich die Frage, ob und inwieweit der Börsenkurs über die Höhe der Abfindung entscheidet oder eine sog.

Fundamentalbewertung durchzuführen ist. Bisher wurde der Unternehmenswert nach den bisherigen Vorgaben der Rechtsprechung anhand einer Unternehmensbewertung nach dem IDW S1 Standard ermittelt, wobei der Börsenkurs lediglich als Untergrenze diente. Der BGH hatte im Februar 2023 erstmals die Eignung des Börsenkurses als vollwertige Bewertungsmethode, die den Ertragswert ersetzen kann, für die Bestimmung der Angemessenheit sowohl der Abfindung als auch der Ausgleichszahlung beim BGAV anerkannt. Der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft ist danach eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmens- und Beteiligungswerts eines außenstehenden Aktionärs im Rahmen des § 305 AktG. Der Börsenwert einer Gesellschaft ist zudem grundsätzlich geeignet, sowohl deren bisherige Ertragslage als auch deren künftige Ertragsaussichten im Einzelfall hinreichend abzubilden und kann daher auch Grundlage für die gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG zu bestimmende Ausgleichszahlung sein (BGH, Beschl. v. 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, sowie Beschl. v. 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22).

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

Vor dem Hintergrund dieser Rechtsprechung und der sich hieraus ergebenden Praxis hat das Institut der Wirtschaftsprüfer am 8. Januar 2026 den neuen „IDW Standard S 17 – Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen“ veröffentlicht. Dieser Standard legt die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer im Rahmen aktien- oder umwandlungsrechtlicher Angemessenheitsprüfungen – unbeschadet ihrer Eigenverantwortlichkeit – die Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen im Hinblick auf den vollen wirtschaftlichen (sog. „wahren“) Wert der Aktien beurteilen. Er ist erstmals anzuwenden auf Bewertungsstichtage nach seiner Veröffentlichung. IDW S 17 definiert dabei ökonomische Beurteilungskriterien und Beurteilungs-

handlungen; der Wirtschaftsprüfer nimmt darauf aufbauend eine Gesamtbeurteilung zur Angemessenheit im Hinblick auf den „wahren“ Wert vor. Maßgebliche Beurteilungskriterien nach dem neuen Standard sind die Anteilseignerstruktur, die Liquidität, die Marktabdeckung, der Umfang der Berichterstattung, die Verhältnisse des Unternehmens zum Bewertungsstichtag (Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung) sowie offensichtliche Anhaltspunkte für eine externe Kursbeeinflussung. Der Wirtschaftsprüfer soll anhand dieser Kriterien eine Bewertung nach einem Ampelschema vornehmen; wenn mindestens eines der Kriterien eine gelbe Ausprägung aufweist, soll ergänzend die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach dem IDW Standard S 1 erforderlich sein.

Die Bedeutung des Börsenkurses bei der Bemessung einer Abfindung ist mithin nicht nur durch die Rechtsprechung, sondern auch durch das Standortförderungsgesetz und den neuen IDW Standard S 17 verfestigt worden. Dabei ist der IDW Standard S 17 freilich der (berechtigten) Kritik ausgesetzt, die grundsätzliche Anerkennung des Börsenkurses als eigenständiger Bewertungsmethode, wie sie die höchstrichterliche Rechtsprechung nunmehr vorgibt, eher „engherzig“ in die Praxis zu übersetzen.

Übernahmerechtliche Rechtsprechung

EuGH entscheidet über Zurechnung von Stimmrechten bei abgestimmtem Verhalten ohne Vereinbarung (*acting in concert*)

Der BGH hatte mit Beschluss vom 22. Oktober 2024 (Az. II ZR 193/22) dem EuGH folgende Frage zur Mitteilungspflicht zu Stimmrechten bei abgestimmtem Verhalten ohne vorherige „Vereinbarung“ vorgelegt: Ist Art. 3 Abs. 1a Unterabs. 4 Ziffer iii der Richtlinie 2004/109/EG [Transparenzrichtlinie] dahin auszulegen, dass er § 34 Abs. 2 Satz 1 Fall 2 WpHG entgegensteht, wonach für eine Stimmrechtszurechnung keine Vereinbarung

zwischen dem Meldepflichtigen und dem Dritten hinsichtlich der Stimmrechtsausübung erforderlich ist, sondern vielmehr ein in sonstiger Weise abgestimmtes Verhalten aufgrund faktischer Gegebenheiten ausreicht?

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

Im Übernahmerecht reicht unstrittig eine Abstimmung „in sonstiger Weise“ für eine Zurechnung der Stimmrechte aus. Zur hier streitgegenständlichen Vorschrift des § 34 Abs. 2 WpHG bestand bisher ein Meinungsstreit zu dessen Richtlinienkonformität, vor allem, soweit er eine Stimmrechtszurechnung auch ohne „Vereinbarung“ nach § 34 Abs. 2 S. 1 Fall 2 WpHG aufgrund einer „Abstimmung in sonstiger Weise“ über die Vorgaben in Art. 10 Buchst. a der Transparenzrichtlinie hinaus vorsieht. Im Kern betrifft der Streit die Frage, ob die überschießende nationale Regelung unter den in Art. 3 Abs. 1a Unterabs. 4 Ziffer iii der Transparenzrichtlinie vorgesehenen Vorbehalt fällt; danach sind strengere nationale Vorschriften nur dann zulässig, sofern sie im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten, Zusammenschlüssen und anderen Transaktionen stehen, die die Eigentumsverhältnisse oder die Kontrolle von Unternehmen betreffen und von Behörden auf Grundlage der sog. Übernahmerrichtlinie beaufsichtigt werden.

Der EuGH hat nunmehr mit Urteil vom 12. Februar 2026 (Rs. C-864/24) die Vorlagefrage dahingehend beantwortet, dass eine Stimmrechtszurechnung ohne Bestehen einer expliziten Vereinbarung unzulässig ist. Die Ausnahmenvorschrift zur Stimmrechtszurechnung im WpHG aufgrund einer „Abstimmung in sonstiger Weise“ ist

mithin eng auszulegen. Der bisher angenommene Gleichlauf der Rechtsfolgen bei Vereinbarungen „in sonstiger Weise“ in WpHG und im Übernahmerecht ist damit durch den EuGH auf der wertpapierhandelsrechtlichen Ebene eingeschränkt worden. Mithin hat sich die Auffassung durchgesetzt, dass die WpHG-Mitteilungspflicht übernahmeunabhängig besteht und deren Anwendungsbereich nur explizite Vereinbarungen zwischen stimmrechtsberechtigten Aktionären erfasst, faktische Gegebenheit also nicht ausreichen, um ein Acting in Concert mit der Folge der Stimmrechtszurechnung anzunehmen.

Verjährung von Nachzahlungsansprüchen nach § 31 Abs. 6 WpÜG – Stada-Komplex

Entscheidung des OLG Frankfurt vom November 2025

Im November 2025 hat das OLG Frankfurt seine Berufungsentscheidung in Sachen Stada veröffentlicht. Gegenstand des Verfahrens war die mögliche Verjährung der Ansprüche klagender Aktionäre im Zusammenhang mit einer nach der Stada-Übernahme durch die Private-Equity-Investoren Bain und Cinven im Jahr 2017 mit Elliott getroffenen Vereinbarung. Über die vorangegangene Entscheidung des Landgerichts hatten wir in unserem Update Public Takeovers 2024 berichtet.

Ausgangspunkt des Rechtsstreits ist ein Irrevocable Commitment, das die Bieter nach Erreichen der – zuvor reduzierten – Annahmeschwelle von 63 % innerhalb der gesetzlichen weiteren Annahmefrist mit dem Hedgefonds Elliott vereinbart hatten. Darin verpflichtete sich Elliott, in der Stada-Hauptversammlung einem Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag zuzustimmen, sofern die Abfindung für die außenstehenden Aktionäre auf mindestens 74,40 EUR je Aktie festgelegt wird. Die Aktionäre, die das öffentliche Übernahmeangebot angenommen hatten, hatten demgegenüber lediglich eine Gegenleistung von 66,25 EUR je Aktie erhalten.

Für die Aktionäre, die im Rahmen des Übernahmeangebots die deutlich niedrigere

Gegenleistung erhalten hatten, stellte sich die Frage, ob ihnen aufgrund des im WpÜG verankerten Gleichbehandlungsgrundsatzes ein Nachzahlungsanspruch zusteht. Der BGH hatte hierzu im Mai 2023 entschieden, dass ein Irrevocable Commitment als Vereinbarung i.S.d. § 31 Abs. 5 WpÜG zu qualifizieren ist, und einen Nachzahlungsanspruch der klagenden Aktionäre bejaht.

Mit Urteil vom 10. April 2024 (Az. 3-05 O 532/23 sowie 3-05 O 572/23) entschied das Landgericht Frankfurt a.M., dass die Verjährungsfrist für Nachzahlungsansprüche weiterer Aktionäre mangels vorheriger Kenntnis maßgeblicher Details erst im Jahr 2023 zu laufen begonnen habe und die Ansprüche gegen die Bieter daher nicht verjährt seien. Nach Auffassung des Landgerichts begann die maßgebliche Verjährungsfrist nicht mit Veröffentlichung der Pressemitteilungen durch die Bieter und Elliott, sondern erst im Mai 2023 mit Bekanntwerden der BGH-Entscheidung. Aus den beiden von den Bietern und Elliott veröffentlichten Pressemitteilungen habe sich nicht ergeben, dass ein rechtlich bindender Vertrag geschlossen worden sei. Den übrigen Aktionären habe es im entschiedenen Fall daher an der erforderlichen Kenntnis oder dem hinreichenden Kennenmüssen einer Vereinbarung i.S.d. § 31 Abs. 6 WpÜG gefehlt. Auch die Veröffentlichung des erstinstanzlichen Urteils in einer juristischen Fachzeitschrift begründe nach Auffassung des Landgerichts kein Kennenmüssen der anspruchsbegründenden Tatsachen.

Mit Urteil vom 28. Dezember 2025 (Az. 26 U 14/25) hat das OLG Frankfurt die Entscheidung des Landgerichts bestätigt. Die Berufung hatte lediglich hinsichtlich des Zinslaufs in geringem Umfang Erfolg: Die Zinspflicht beginnt danach erst ab dem Folgetag der Rechtshängigkeit. Die Revision ist nicht zugelassen worden. Eine Nichtzulassungsbeschwerde, über die noch nicht befunden ist, wurde eingelegt.

Ausblick

Mit der Übernahme von Klöckner & Co durch Worthington Steel (Transaktionsvolumen

mehr als € 2 Mrd.) startet der Public Takeover Markt 2026 mit einem Megadeal. Ob damit ein Trend eingeläutet wird, erscheint bei dem aktuellen Börsenumfeld derzeit unwahrscheinlich. Der neue Nahostkonflikt hat die Kapitalmärkte weiter verunsichert, so dass abzuwarten bleibt, wie sich der Markt für die Übernahme börsennotierter Unternehmen 2026 entwickeln wird. Andererseits haben sich die Börsenkurse einiger Unternehmen unterdurchschnittlich entwickelt, so dass diese aus Sicht wachstumsorientierter Bieter

interessante Ziele einer Übernahme sein könnten.

Reichlich Diskussionsstoff bietet das im März 2026 veröffentlichte Übernahmeangebot der UniCredit für Commerzbank, das als feindlich eingestuft wurde. Ob es zu dem von UniCredit angestrebten Zusammenschluss der zwei großen Player im Bankenmarkt kommt, bleibt abzuwarten.

Ihre Ansprechpartner: [Dr. Stefan Bressler](#), [Thilo Diehl](#), [Dr. Jan Ole Eichstädt](#), [Carola Glasauer](#), [Dr. Thyl Haßler](#), [Dr. Tobias Heinrich](#), [Dr. Stefan Koch](#), [Dr. Alexander Kiefner](#), [Prof. Dr. Roger Kiem](#), [Dr. Timo Lockemann](#), [Dr. Thomas Sacher](#), [Dr. Julia Sitter](#), [Dr. Hans-Georg Schulze](#), [Tomislav Vrabec](#), [Ingrid Wijmalen](#), [Johannes Ahlswede](#), [Sabine Küper](#), [Dr. Timo Lockemann](#), [Frederic Wünsche](#)

whitecase.com

White & Case means the international legal practice comprising White & Case LLP, a New York State registered limited liability partnership, White & Case LLP, a limited liability partnership incorporated under English law and all other affiliated partnerships, companies and entities.

This article is prepared for the general information of interested persons. It is not, and does not attempt to be, comprehensive in nature. Due to the general nature of its content, it should not be regarded as legal advice.

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

© 2026 White & Case LLP