



Hogan  
Lovells

# Öffentliche Übernahmen in Deutschland

Newsletter 2024

# Inhaltsübersicht

<b>1. Einleitung</b>	4		
<b>2. Statistiken</b>	6		
2.1 Überblick – Markttrends	6		
2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten	7		
2.3 Angebotsvolumen	8		
2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten	9		
2.5 Angebotsprämien	10		
2.6 Übernahmen nach Sektoren	11		
2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat	12		
2.8 Fairness Opinions	13		
2.9 Herkunft der Investoren	13		
<b>3. Steckbriefe</b>	14		
3.1 Erwerbsangebot der Schaeffler AG an die Aktionäre der Vitesco Technologies Group AG	14		
3.2 Übernahmeangebot und Delisting-Erwerbsangebot der Fahrenheit AcquiCo GmbH an die Aktionäre der va-Q-tec AG	18		
<b>4. Übersicht über aktuelle Entwicklungen</b>	22		
4.1 Stimmrechtzurechnung bei Interessenschutzklauseln – Postbank Übernahme, Urteil des BGH vom 13. Dezember 2022 – II ZR 14/21; II ZR 9/21 („Postbank II“)	22		
(a) Einleitung	22		
(b) Sachverhalt	22		
(c) Entscheidungsgründe	24		
(d) Auswirkungen auf die Praxis	24		
		4.2 Abfindungsvereinbarung als preisrelevanter Nacherwerb i.S.v. § 31 Abs. 5, 6 WpÜG bei öffentlichen Übernahmen, Urteil des BGH vom 23. Mai 2023 – II ZR 219/21	26
		(a) Einleitung	26
		(b) Sachverhalt	26
		(c) Entscheidungsgründe	26
		(d) Auswirkungen auf die Praxis	27
		4.3 Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin: Nichtberücksichtigungsentscheidungen vor Kontrollerwerb	28
		4.4 Übernahmerechtliche Auswirkungen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes	28
		(a) Einführung von Mehrstimmrechten und damit verbundene Zurechnungsfragen	28
		(b) Vereinfachung des BaFin-Verfahrens	28



# 1. Einleitung

Herzlich willkommen zur siebten Ausgabe unseres Newsletters “Öffentliche Übernahmen in Deutschland”. Er gibt einen Marktüberblick über die im zurückliegenden Jahr 2023 in Deutschland nach dem Wertpapier- und Übernahmegesetz (**WpÜG**) durchgeführten öffentlichen Übernahmen und die aktuelle Rechtsentwicklungen im deutschen Übernahmerecht.

Als eine global agierende Rechtsanwaltskanzlei beobachten wir fortlaufend den M&A-Markt im In- und Ausland. Die hierbei gewonnen Erkenntnisse möchten wir mit Ihnen mit diesem Newsletter teilen.

In seinem Hauptteil enthält dieser Newsletter eine statistische Auswertung der im vergangenen Kalenderjahr in Deutschland nach dem WpÜG erfolgten öffentlichen Übernahmen. Diese Zusammenstellung basiert auf der Datenbank für deutsche Übernahmeangebote, welche durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (**BaFin**) veröffentlicht wird. Zusätzlich haben wir hierfür die veröffentlichten Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaften ausgewertet. Sofern ein öffentliches Angebot geändert wurde, bezieht sich unsere Analyse – soweit nicht anders angegeben – immer auf die Daten der letzten geänderten Fassung des jeweiligen Angebots.

Im dritten Abschnitt des Newsletters stellen wir die nach unserer Einschätzung für den deutschen Übernahmemarkt wichtigsten Übernahmeangebote des vergangenen Kalenderjahres vor. Im Jahr 2023 waren dies (i) das Übernahmeangebot und das im späteren Verlauf des Jahres publizierte Delisting-Erwerbsangebot bezüglich der va-Q-tec AG durch die Fahrenheit AcquiCo GmbH sowie (ii) die vom Angebotsvolumen her größte Übernahme in 2023, nämlich die Übernahme der Vitesco Technologies Group AG durch die Schaeffler AG.

Abschließend greift dieser Newsletter aktuelle, rechtliche Entwicklungen des deutschen Übernahmerechts heraus. Hierzu besprechen wir die Entscheidungen des BGH vom 13. Dezember 2022 (Az. II ZR 9/21; II ZR 14/21 – “Postbank II”) zur Stimmrechtszurechnung bei Interessenschutzklauseln im Rahmen der Übernahme der Deutschen Postbank AG durch die Deutsche Bank AG. Ferner wird das Urteil des BGH vom 23. Mai 2023 (Az. II ZR 219/21) beleuchtet, in welchem der BGH eine im Zusammenhang mit der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft Übernahme im Jahre 2017 abgeschlossene Abfindungsvereinbarung des Bieters mit einem Aktionär der STADA als preisrelevanten Nacherwerb i.S.v. § 31 Abs. 5, 6 WpÜG eingestuft hat. Zudem gehen wir darauf ein, dass die BaFin ihre Verwaltungspraxis geändert hat und nunmehr auch Nichtberücksichtigungsentscheidungen nach § 36 WpÜG vor Kontrollerwerb veröffentlicht. Schließlich fassen wir die wichtigsten übernahmerechtlichen Implikationen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes (seit dem 11. Dezember 2023 in Kraft, BGBl. 2023 I Nr. 354) zusammen.



## 2. Statistiken

### 2.1 Überblick – Markttrends

Im Jahr 2023 sind auf dem deutschen Übernahmemarkt folgende Trends zu erkennen:

- Im vergangenen Jahr ist innerhalb des Vergleichszeitraums der letzten acht Jahre mit 20 öffentlichen Übernahmeangeboten – wie auch in den Jahren 2017 und 2022 – die zweitgeringste Aktivität im deutschen Übernahmemarkt zu verzeichnen gewesen.
- Das Angebotsvolumen in Höhe von EUR 15,41 Mrd. ist auf den niedrigsten Wert im Rahmen des Vergleichszeitraums der letzten acht Jahre geschrumpft.
- Auch die durchschnittliche Angebotsprämie von 16,95% in Bezug auf den gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs vor der Angebotsankündigung ist im Vergleich zum Vorjahr auf fast die Hälfte geschrumpft. Dabei haben die meisten Bieter eine Angebotsprämie zwischen 0,1% und 10% veranschlagt.
- Der Industrie-Sektor hat in diesem Jahr sein höchstes Aktivitätsniveau im Vergleichszeitraum der letzten acht Jahre erreicht und verzeichnet gemeinsam mit dem Technologie-Sektor die meisten Übernahmeangebote im Jahr 2023.
- Bei zwei Dritteln aller Übernahmeangebote haben Vorstand und Aufsichtsrat die Annahme des Angebotes empfohlen, was dem durchschnittlichen Trend in den letzten Jahren entspricht. Demgegenüber ist der Anteil an neutralen Stellungnahmen wieder auf den vergleichsweise hohen Wert von rund ein Viertel gestiegen.
- Fast zwei Drittel der öffentlichen Übernahmen erfolgten durch ausländische Investoren, die direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel öffentliche Angebote unterbreitet haben.

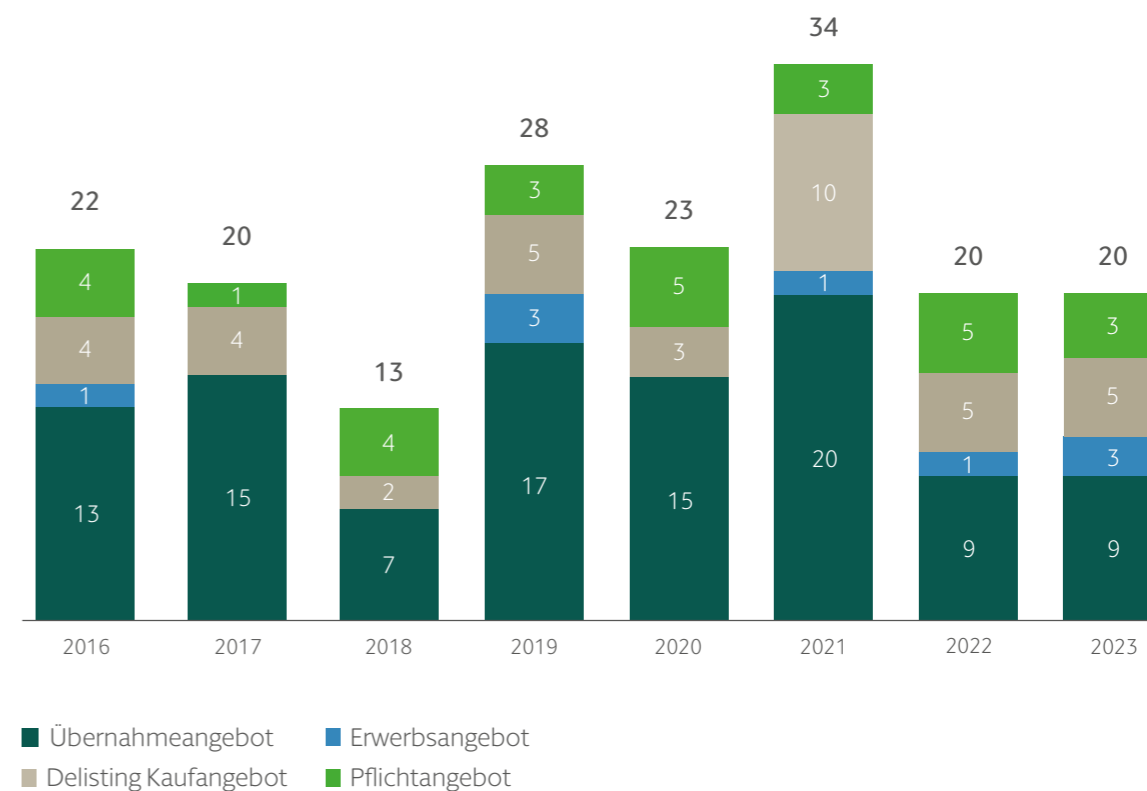
### 2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten

Bis zum Ende des Jahres 2023 wurden in Deutschland insgesamt 20 öffentliche Angebote ausgelegt. Innerhalb des Vergleichszeitraums der letzten acht Jahre ist somit im vergangenen Jahr die zweitgeringste Aktivität (gemeinsam mit 2017 und 2022) im deutschen Übernahmemarkt zu verzeichnen gewesen.

Die meisten Angebote waren auch im Jahr 2023 Übernahmeangebote. Die Zahl der Pflichtangebote nahm mit drei Angeboten im Vergleich zum Vorjahr leicht ab, während die Zahl der Erwerbsangebote leicht zunahm. Ein Viertel der Angebote (Anzahl 5) waren – wie auch im Vorjahr – Delisting-

Erwerbsangebote. Dabei sind im Jahr 2023 nicht nur fünf eigenständige Delisting-Erwerbsangebote veröffentlicht worden, sondern von den neun Übernahmeangeboten und den drei Pflichtangeboten war jeweils eins mit einem Delisting-Erwerbsangebot kombiniert (für die Statistik wurden die Kombinationen mit Delisting-Erwerbsangebote jeweils als Übernahmeangebote oder Pflichtangebote qualifiziert).

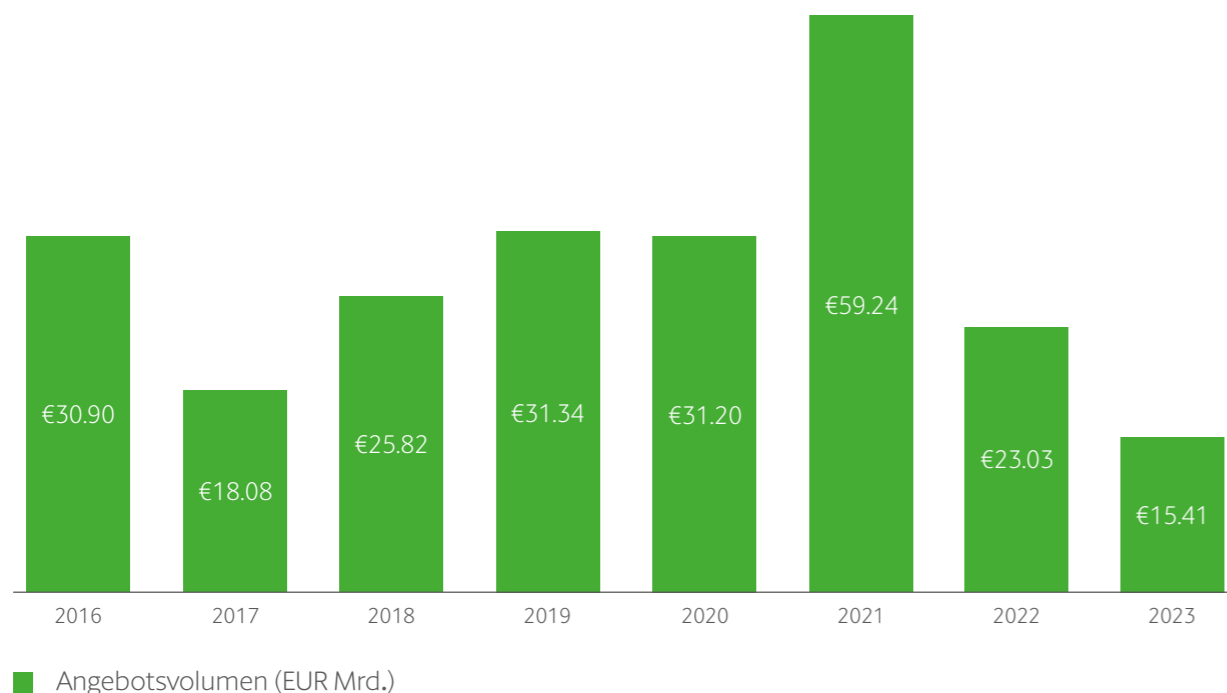
Sämtliche öffentlichen Angebote im Jahr 2023 erfolgten im Wege des Barangebotes.



## 2.3 Angebotsvolumen

Insgesamt belief sich das Angebotsvolumen im Jahr 2023 auf EUR 15,41 Mrd. Damit ist das Angebotsvolumen im Vergleichszeitraum der letzten 8 Jahre auf den niedrigsten Wert geschrumpft.

Mit EUR 3,76 Mrd. hat das Erwerbsangebot der Schaeffler AG an die Aktionäre der Vitesco Technologies Group AG den mit Abstand größten Anteil am Angebotsvolumen. Zweimal flossen die beiden Angebote der Fahrenheit AcquiCo GmbH an die Aktionäre der va-Q-tec AG in die Statistik für das Jahr 2023 ein (zunächst ein erfolgreiches Übernahmeangebot mit einem Volumen von EUR 0,35 Mrd. sowie anschließend ein ebenso erfolgreiches Delisting-Erwerbsangebot mit einem Volumen von EUR 0,1 Mrd.). Die Oak Holdings GmbH hat nach ihrem Übernahmeangebot an die Aktionäre der Vantage Towers AG in 2022 anschließend im Jahr 2023 ein weiteres Angebot unterbreitet und zwar in Form eines Delisting-Erwerbsangebotes, welches ein Angebotsvolumen von EUR 1,74 Mrd. aufwies.



Hervorzuheben sind im Jahr 2023 sechs weitere öffentliche Angebote im large cap Bereich (bestimmt anhand der Marktkapitalisierung, siehe Ziffer 2.4) mit den folgenden Angebotsvolumina:

- das Übernahmeangebot der Mosel BidCo GmbH an die Aktionäre der Software AG (EUR 2,6 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft AG an die Aktionäre der Hamburger Hafen Logistik AG (EUR 1,32 Mrd.);
- das Erwerbsangebot in Form eines Teilangebots der Telefónica Local Services GmbH an die Aktionäre der Telefónica Deutschland Holding AG (EUR 1,29 Mrd.);
- das Erwerbsangebot der Ephios Luxembourg S.à r.l. an die Aktionäre der SYNLAB AG (EUR 1,27 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der SWOCTEM GmbH an die Aktionäre der Klöckner & Co. SE (EUR 0,68 Mrd.); sowie
- das Delisting-Erwerbsangebot der Atlantic BidCo GmbH an die Aktionäre der Aareal Bank AG (EUR 0,2 Mrd.).

## 2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten

Die Marktsegmente sind nach der jeweiligen Marktkapitalisierung der Zielgesellschaft wie folgt definiert:

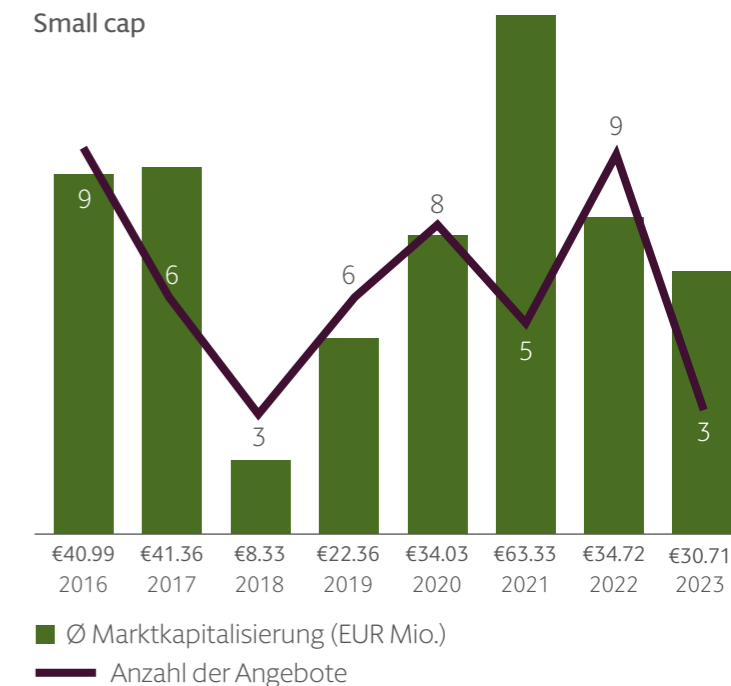
- small cap unter EUR 100 Mio.
- mid cap EUR 100 Mio. bis unter EUR 1 Mrd.
- large cap größer/gleich EUR 1 Mrd.

Mit acht Übernahmen im large cap Sektor ist die Anzahl der Angebote im Vergleich zum Vorjahr leicht gestiegen. Dagegen ist der Durchschnittswert der Marktkapitalisierung im large cap Sektor im Jahr 2023 mit EUR 4,56 Mrd. ungefähr auf Vorjahresniveau (EUR 4,72 Mrd.) geblieben.

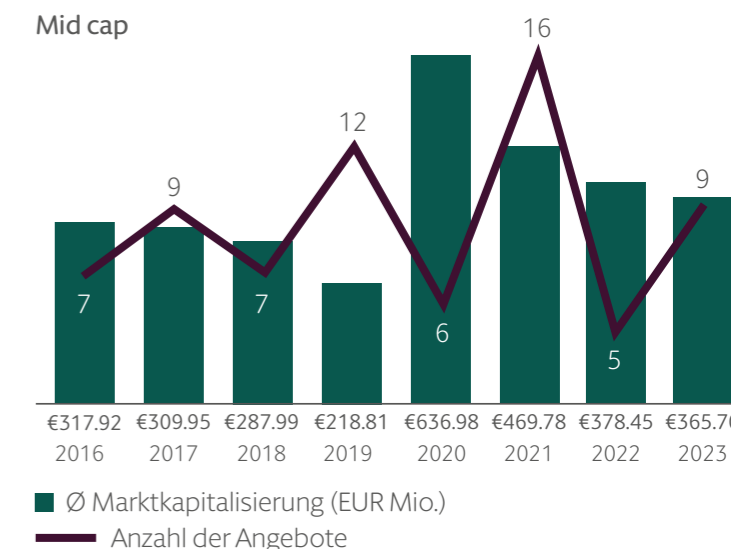
Mit neun Übernahmeangeboten im mid cap Bereich hat sich die Anzahl im Vergleich zum Vorjahr fast verdoppelt, ohne sich jedoch den Höchstwerten aus 2020 und 2021 anzunähern. Vielmehr hat sich die durchschnittliche Marktkapitalisierung seit dem Jahr 2020 konstant auf nun EUR 365,7 Mio. verringert. Dieses Niveau liegt jedoch über dem Niveau der Jahre 2016 bis 2019.

Mit den erhöhten Übernahmeaktivitäten im large und mid cap Bereich, jeweils im Vergleich zum Vorjahr, kann der small cap-Bereich nicht mithalten. Nur drei Übernahmeangebote fanden in diesem Marktsegment statt, was im Vergleichszeitraum gemeinsam mit dem Jahr 2018 den tiefsten Wert darstellt. Trotz der geringen Anzahl ist eine vergleichsweise hohe durchschnittliche Marktkapitalisierung mit EUR 30,71 Mio. zu verzeichnen.

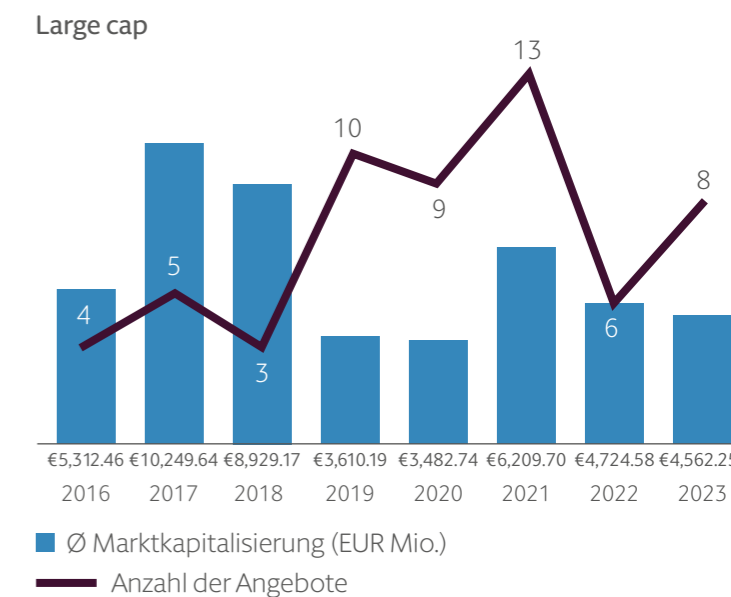
Small cap



Mid cap



Large cap



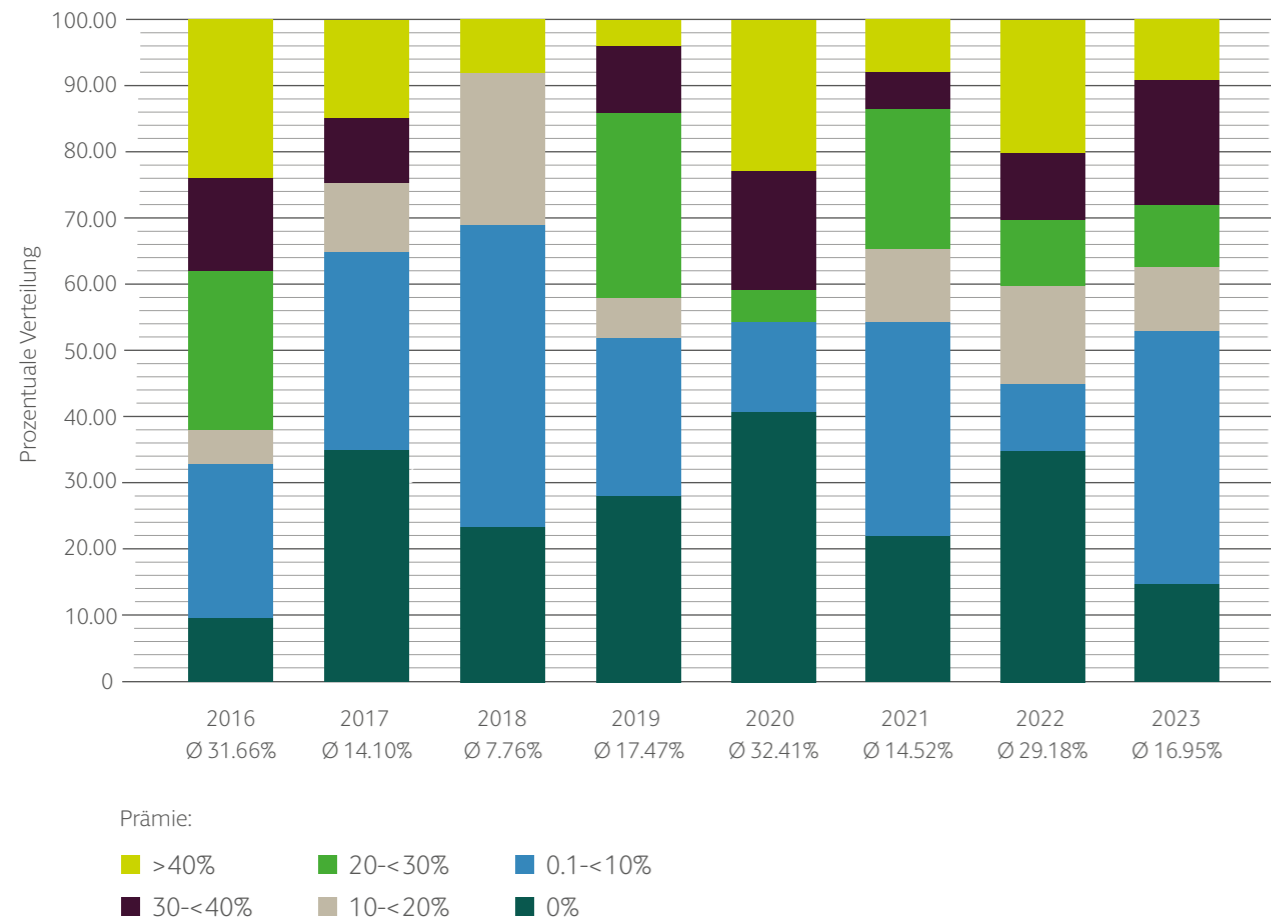
## 2.5 Angebotsprämien

Die unten abgedruckte Grafik zeigt die Angebotsprämie im Verhältnis zum gesetzlich zwingenden inländischen durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate vor Angebotsankündigung (für Delisting Angebote wurde der gesetzlich maßgebliche Sechs-Monats-Durchschnittskurs berücksichtigt).

Die durchschnittliche (ungewichtete) Angebotsprämie erreichte im Jahr 2023 einen Wert in Höhe von 16,95%. Dies stellt im Vergleich zum Vorjahr (29,18%) einen deutlichen Rückgang dar. Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang auch, dass der Anteil der Angebotsprämien in der Höhe zwischen 0,1% und 10% stark im Vergleich zum Vorjahr stark gestiegen ist. Bis auf

den weiteren deutlichen Anstieg der gezahlten Prämien im Bereich zwischen 30% und 40%, sind sämtliche anderen Prämienbereiche im Vergleich zum Vorjahr zurückgegangen.

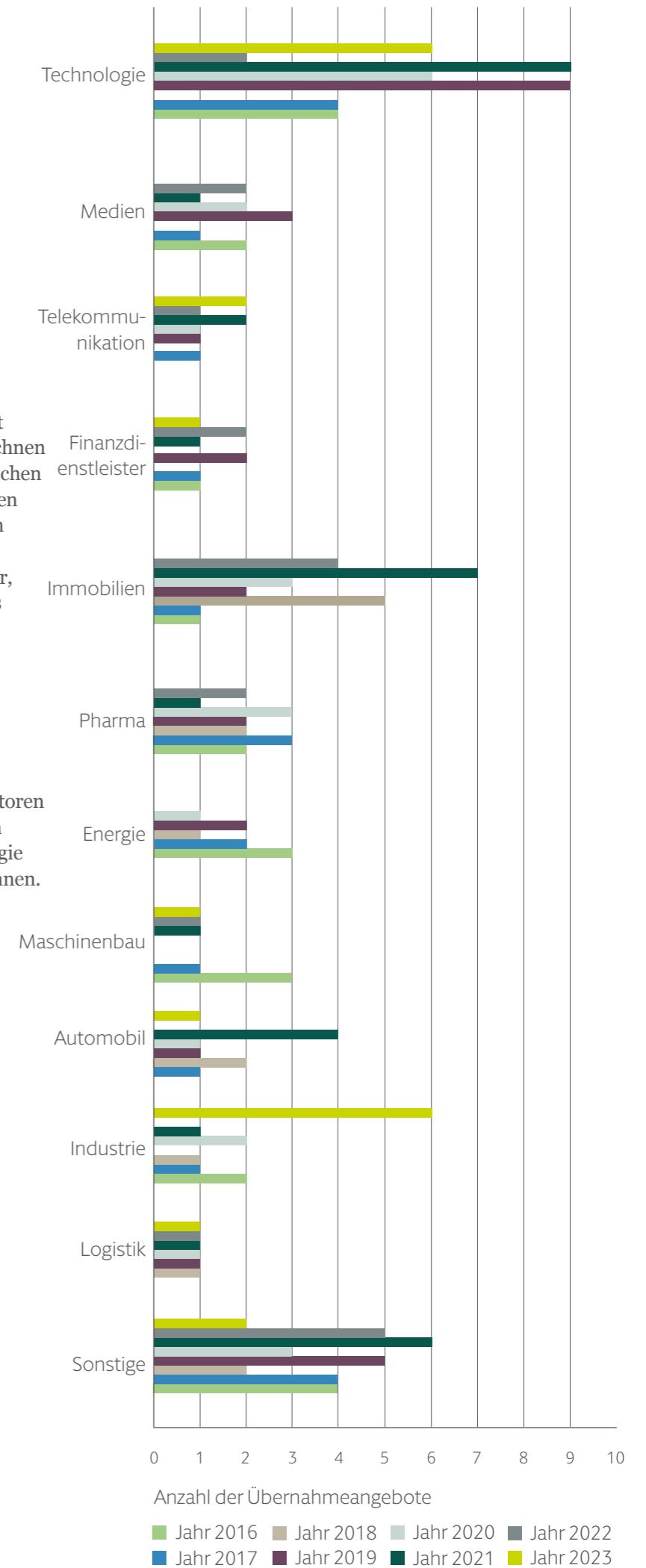
Im vergangenen Jahr wurde bei rund 52% der Angebote eine Prämie von maximal 10% geboten, was in etwa dem Niveau der vergangenen vier Jahre entspricht. Weitere rund 19% der Angebote enthielten eine Prämie zwischen 10% und 30%. Die Verteilung der Prämien von mehr als rund 30% ist im Vergleich zum Vorjahr nahezu gleich geblieben, wobei sich jedoch der Anteil von Prämien von über 40% deutlich verringert hat.



## 2.6 Übernahmen nach Sektoren

Die geringe Aktivität im Übernahmemarkt im Jahr 2023 traf am stärksten den Immobilien-Sektor. Während in diesem im Vorjahr 2022 noch die höchste Aktivität im gesamten Vergleichszeitraum zu verzeichnen war, erfolgten in diesem Jahr keine öffentlichen Übernahmen im Immobiliensektor. Dagegen erreichte der Industrie-Sektor im gesamten Vergleichszeitraum mit sechs Angeboten seinen Höchstwert. Der Technologie-Sektor, der im Vorjahr deutlich von den Krisen des Jahres 2022 getroffen war, erholte sich nun und verzeichnete gemeinsam mit dem Industrie-Sektor die meisten Übernahmeangebote im Jahr 2023.

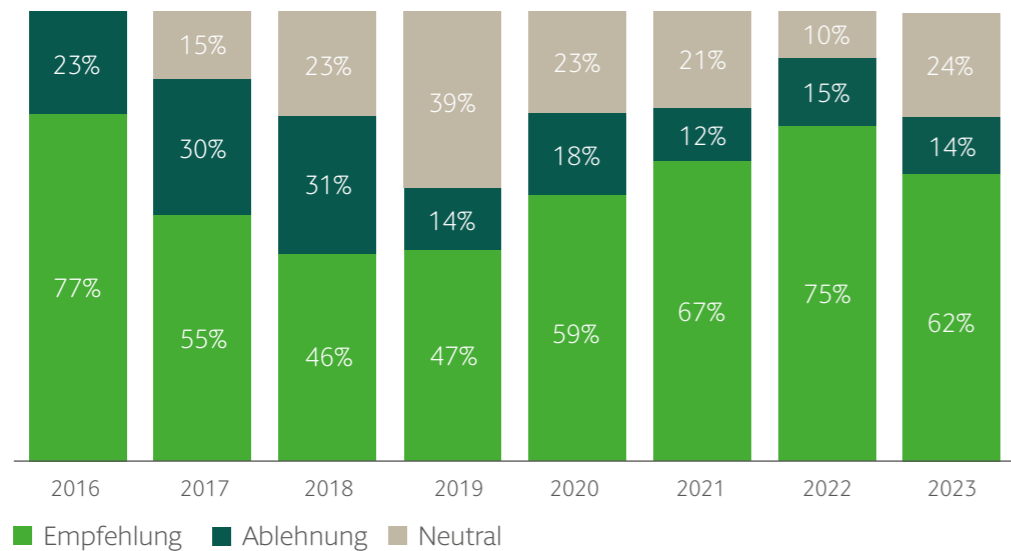
Mit deutlichem Abstand folgt darauf der Telekommunikations-Sektor mit nur zwei öffentlichen Übernahmen. Die übrigen Sektoren sind kaum bis gar nicht vertreten. So waren in den Sektoren Medien, Pharma und Energie keine öffentlichen Übernahmen zu verzeichnen.



## 2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat

Gemäß § 27 WpÜG haben der Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem öffentlichen Angebot abzugeben.

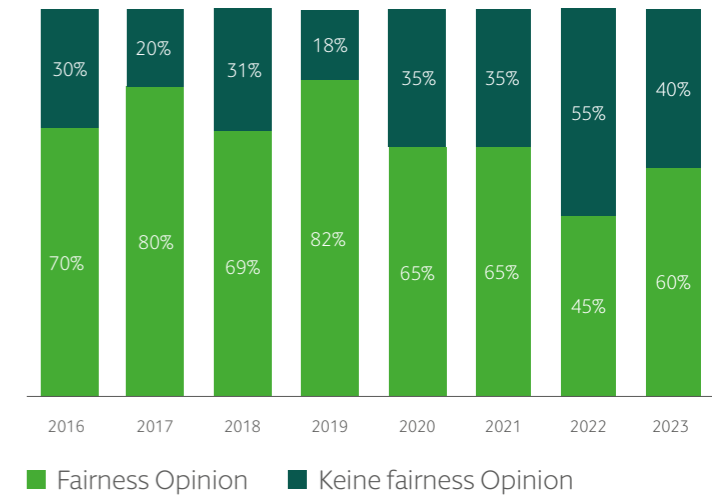
Im Jahr 2023 haben 62% der Stellungnahmen die Annahme des Angebots empfohlen, während 14% der Stellungnahmen sich gegen eine Annahme des Angebots aussprachen. Damit hat sich der seit dem Jahr 2018 zu beobachtende Trend, dass der Anteil der Annahmempfehlungen stetig zunimmt, nicht bestätigt, sondern war erstmalig eine Abnahme zu verzeichnen. Währenddessen hat der Anteil der neutralen Stellungnahmen mit 24% seinen zweithöchsten Wert im gesamten Vergleichszeitraum erreicht. Besonders erwähnenswert ist dabei jedoch, dass es in drei Fällen trotz der festgestellten Angemessenheit des Angebotspreises bei einer neutralen Stellungnahme geblieben ist. Vorstand und Aufsichtsrat hatten dabei im Wesentlichen langfristig orientierte Anleger im Blick und konnten weder eine Annahme empfehlen noch davon abraten.



## 2.8 Fairness Opinions

Fairness Opinions sind gutachterliche Stellungnahmen von externen Experten, welche die Angemessenheit des Angebotspreises beurteilen. Diese werden häufig vom Vorstand und/oder Aufsichtsrat als Grundlage für ihre Stellungnahme eingeholt.

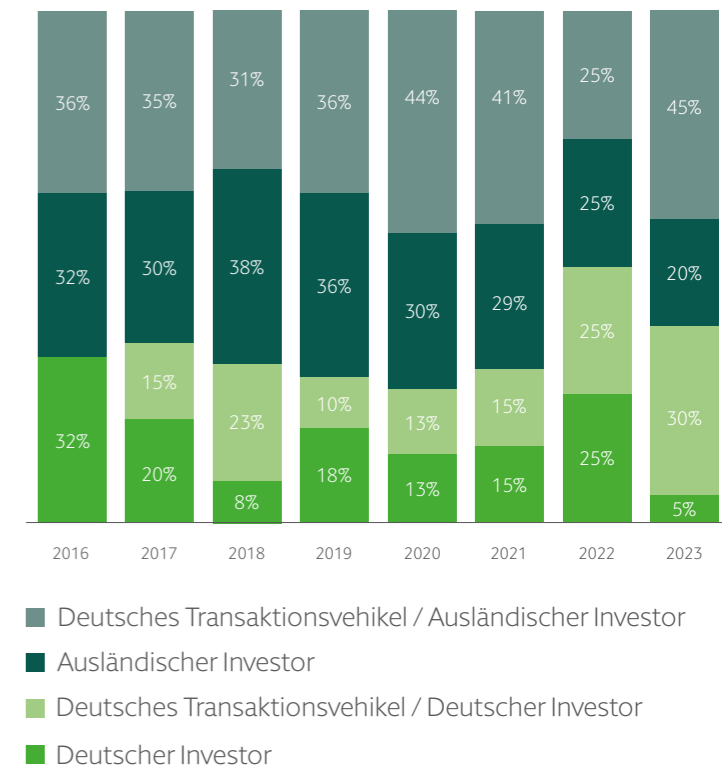
Im Jahr 2023 haben Vorstand und Aufsichtsrat bei 60% der Angebote Fairness Opinions eingeholt. Dies ist im Vergleich zum Vorjahr ein deutlicher Anstieg, im hier betrachteten 8-Jahreszeitraum jedoch der zweithöchste Wert. In die Statistik sind auch zwei Fälle eingeflossen, in denen Vorstand und Aufsichtsrat von der Einholung einer (aktuellen) Fairness Opinion mangels wesentlicher finanzieller Änderungen abgesehen haben, da zuvor jeweils ein Angebot vom gleichen Bieter unterbreitet wurde, für welches bereits eine Fairness Opinion eingeholt wurde. Dies war der Fall bei den Delisting-Erwerbsangeboten (i) der Fujitsu ND Solutions AG an die Aktionäre der GK Software SE aus Mai 2023 sowie (ii) der Atlantic Bidco GmbH an die Aktionäre der Aareal Bank AG aus Oktober 2023.



## 2.9 Herkunft der Investoren

Im Jahr 2023 zeigt sich eine deutliche Zunahme von ausländischen Investoren: So stammten 65% der Angebote von ausländischen Investoren, die entweder direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel ein Angebot veröffentlicht haben. Inländische Investoren haben sich hingegen überwiegend eines deutschen Transaktionsvehikels bedient. Mit nur einem Angebot von einem operativ tätigen Bieter, vorliegend das Erwerbsangebot der Schaeffler AG an die Aktionäre der Vitesco Technologies Group AG, stellt der Anteil der deutschen Investoren, die sich keines Transaktionsvehikels bedienten, den niedrigsten Wert im gesamten Vergleichszeitraumes dar.

Im Vergleichszeitraum der letzten acht Jahre ist damit im Gegensatz zum Vorjahr wieder der Trend erkennbar, dass die Mehrheit der veröffentlichten Angebote von ausländischen Investoren stammt. Die Tendenz des vergangenen Jahres, in welchem der Anteil inländischer Investoren seinen Maximalwert erreichte, hat sich im Jahr 2023 somit nicht bestätigt.



## 3. Steckbriefe

### 3.1 Erwerbsangebot der Schaeffler AG an die Aktionäre der Vitesco Technologies Group AG

Am 15. November 2023 veröffentlichte die Schaeffler AG (nachfolgend **„Schaeffler“**) ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot im Wege eines Barangebotes an die Aktionäre der Vitesco Technologies Group AG (nachfolgend **„Vitesco“**) zu einem Preis von EUR 91,00 je Vitesco-Aktie.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt Schaeffler keine Vitesco-Aktien. Zugerechnet wurden Schaeffler jedoch insgesamt 49,94% des Grundkapitals und der Stimmrechte der Vitesco über gemeinsam handelnde Personen. Auf weitere ca. 9% hatte Schaeffler als Inhaberin von bestimmten Instrumenten Zugriff. Ferner ist im Rahmen dieser Übernahme hervorzuheben, dass die BaFin mit Bescheid vom 4. Oktober 2023 die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten von Schaeffler aus einer *Acting in Concert*-Vereinbarung gem. § 36 Nr. 3 WpÜG zugelassen hat. Solche Entscheidungen der BaFin werden seit vergangenem Jahr nun erstmalig auch veröffentlicht (näheres zu dieser Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin unter Ziffer 4.3).

Hintergrund des Erwerbsangebotes ist die geplante Integration der Vitesco-Gruppe in die Schaeffler-Gruppe. Dazu soll im Anschluss an die erfolgreiche Durchführung des Angebots in einem zweiten Schritt eine Verschmelzung von Vitesco als übertragenden Rechtsträger auf Schaeffler als übernehmende Rechtsträgerin erfolgen und insgesamt unter der Firma „Schaeffler AG“ fortgeführt werden. Schaeffler beabsichtigt zudem, ihre Schaeffler-Vorzugsaktien in Stammaktien von Schaeffler im Verhältnis 1:1 umwandeln zu lassen und diese zum Handel im regulierten Markt (*Prime Standard*) der Frankfurter Wertpapierbörse zuzulassen. Die Wirksamkeit der Änderung der Aktiengattung steht jedoch unter der aufschiebenden Bedingung, dass die Verschmelzung vollzogen wird. Mit der Verschmelzung werden in erster Linie strategische

Vorteile verfolgt, um eine führende „Motion Technology Company“ mit verschiedenen Sparten zu schaffen, im Bereich der Elektrifizierung eine lückenlose Produktpalette anzubieten und so das beschleunigte Wachstumspotenzial der Elektromobilität zu nutzen.

Am 27. November 2023 – und damit noch vor Ablauf der Annahmefrist – kam es sodann zur Unterzeichnung einer Vereinbarung zum Unternehmenszusammenschluss (sog. *Business Combination Agreement* – „BCA“). Am selben Tag änderte Schaeffler ihr Angebot, in welchem Rahmen die Gegenleistung von EUR 91,00 auf EUR 94,00 je Vitesco-Aktie erhöht wurde. Die Annahmefrist verlängerte sich dadurch jedoch nicht gemäß § 21 Abs. 5 WpÜG, da die Angebotsänderung vor Beginn der letzten zwei Wochen vor Ablauf der Annahmefrist erfolgte.

Bis zum Ablauf der Annahmefrist wurde das Erwerbsangebot für insgesamt 11.957.629 Vitesco-Aktien angenommen, was einem Anteil von 29,88% des Grundkapitals und der Stimmrechte von Vitesco entspricht. Unter Hinzurechnung der von der IHO Holding GmbH, einer strategischen Investmentholding der Familie Schaeffler, gehaltenen Vitesco-Aktien, die Schaeffler zugerechnet werden, kommt Schaeffler auf über 79,82% der Aktien und Stimmrechte an Vitesco.

Schaeffler kündigte zuletzt eine außerordentliche Hauptversammlung für Februar 2024 an. Dabei sollen die stimmrechtslosen Vorzugsaktien in Stammaktien mit vollem Stimmrecht umgewandelt werden. Im April 2024 sollen weitere Hauptversammlungen von Schaeffler und Vitesco mit dem Ziel stattfinden, die Verschmelzung beider Unternehmen herbeizuführen. Insgesamt soll der Prozess bis Ende 2024 weitgehend abgeschlossen sein.





Überblick	
Bieterin	Schaeffler AG
Zielgesellschaft	Vitesco Technologies Group AG
Sektor	Automobil
Annahmefristen	<p><i>Angebot vom 15. November 2023</i> 15. November 2023 bis 15. Dezember 2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York).</p> <p><i>Angebotsänderung vom 27. November 2023</i> Die Annahmefrist verlängert sich nicht gemäß § 21 Abs. 5 WpÜG, da die Angebotsänderung vor Beginn der letzten zwei Wochen vor Ablauf der Annahmefrist erfolgte.</p>
Annahmequoten	<i>Erwerbsangebot vom 15. November 2023 und Angebotsänderung vom 27. November 2023:</i> ca. 29,88% (zum Ablauf des 15. Dezember 2023, 24:00 Uhr(Ortszeit Frankfurt am Main)).
Mindestannahmeschwelle	Keine
Status	Erfolgreich
Angebotsvolumen (max.)	EUR 3,761 Mrd.
Angebotstyp	Freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot (Barangebot)
Angebotsgegenleistung	<p><i>Angebot vom 15. November 2023:</i> EUR 91,00 je Aktie der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft.</p> <p><i>Angebotsänderung vom 27. November 2023:</i> Erhöhung des Angebotspreises von EUR 91,00 um EUR 3,00 auf EUR 94,00.</p>
Beteiligungsaufbau	<p>Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt Schaeffler keine Vitesco-Aktien. Die IHO Beteiligungs GmbH (4.002.506 Vitesco-Aktien (entspricht ca. 10,00% des Grundkapitals und der Stimmrechte der Zielgesellschaft)) und die IHO Verwaltungs GmbH (15.984.093 Vitesco-Aktien (entspricht ca. 39,94% des Grundkapitals und der Stimmrechte der Zielgesellschaft)) hielten als mit Schaeffler gemeinsam handelnde Personen direkt insgesamt 19.986.599 Vitesco-Aktien (entspricht ca. 49,94% des Grundkapitals und der Stimmrechte der Zielgesellschaft).</p> <p>Schaeffler hat mit der IHO Beteiligungs GmbH und der IHO Verwaltungs GmbH am 9. Oktober 2023 eine sog. <i>Acting in Concert</i>- Vereinbarung abgeschlossen, die eine Abstimmung hinsichtlich aller wesentlichen Entscheidungen die Zielgesellschaft betreffend, insbesondere in Bezug auf die Ausübung der Stimmrechte aus den gegenwärtig und zukünftig von den Parteien der Vereinbarung gehaltenen Vitesco-Aktien, zum Gegenstand hat. Im Rahmen des Abschlusses der <i>Acting in Concert</i>-Vereinbarung hat die BaFin am 4. Oktober 2023 auf Antrag von Schaeffler die Nichtberücksichtigung der von der <i>Acting in Concert</i>-Vereinbarung umfassten Stimmrechte gemäß § 36 Nr. 3 WpÜG zugelassen.</p> <p>Darüber hinaus ist Schaeffler Inhaberin von Instrumenten, aus denen sie gemäß § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG 3.600.000 Stimmrechte (entspricht ca. 9,00% des Grundkapitals und der Stimmrechte der Zielgesellschaft) mitzuteilen hatte. Schaeffler hat am 9. Oktober 2023 einen Total Return Swap mit der BofA Securities Europe S.A. in Bezug auf Vitesco-Aktien in Form einer Bar-Abwicklung abgeschlossen. Auf Basis des Total Return Swaps kann Schaeffler keine Vitesco-Aktien erwerben und ihr steht auch kein Recht oder Anspruch auf Vitesco-Aktien oder deren Übertragung gegenüber BofA SE zu.</p> <p>Darüber hinaus hielten weder Schaeffler noch mit ihr gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen Vitesco-Aktien noch wurden ihnen Stimmrechte an Vitesco gemäß § 30 WpÜG zugerechnet. Außerdem hielten darüber hinaus weder Schaeffler noch mit der ihr gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen unmittelbar oder mittelbar Instrumente oder Stimmrechte, welche gemäß §§ 38, 39 WpHG meldepflichtig gewesen wären.</p>

Überblick	
Vereinbarungen mit Großaktionären	In dem Zeitraum, der sechs Monate vor Entscheidung der Bieterin zur Abgabe des Angebots gemäß § 10 Abs. 1 S. 1 und Abs. 3 WpÜG vom 9. Oktober 2023 begann und mit der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage endet, haben weder die Bieterin noch die mit ihr Gemeinsam Handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen Vitesco-Aktien erworben oder schuldrechtliche Vereinbarungen in Bezug auf den Erwerb von Vitesco-Aktien getroffen.
Business combination agreement	<p>Am 27. November 2023 haben Schaeffler und Vitesco einen Vertrag zum Unternehmenszusammenschluss (Business Combination Agreement – "BCA") abgeschlossen. In dem BCA hat Schaeffler seine Absicht niedergelegt, den Unternehmenszusammenschluss zwischen Schaeffler und Vitesco durch die Verschmelzung von Vitesco als übertragenden Rechtsträger auf Schaeffler als übernehmenden Rechtsträger zu vollziehen. Vitesco hat seine Absicht erklärt, den Unternehmenszusammenschluss nach Maßgabe des BCA konstruktiv zu begleiten. Die Parteien haben ferner vereinbart, alle notwendigen und zweckdienlichen Schritte zu unternehmen, die zur Vorbereitung, Einberufung und Durchführung von Hauptversammlungen von Schaeffler und von Vitesco erforderlich sind, um die Verschmelzung im Falle der Zustimmung beider Hauptversammlungen so bald wie möglich nach dem Vollzug des geänderten Angebots auf der Grundlage des Jahresabschlusses von Vitesco zum 31. Dezember 2023 zu beschließen.</p> <p>Schaeffler hat Vitesco zudem im BCA zugesagt, über ausreichende Fremdfinanzungsfazilitäten zu verfügen, um die Finanzverbindlichkeiten von Vitesco unter den bestehenden Schuldscheindarlehen, einer bestehenden Kreditlinie der Europäischen Investitionsbank und einer bestehenden revolving Kreditfazilität zu refinanzieren, sofern dies aufgrund oder in Zusammenhang mit dem Vollzug des geänderten Angebots erforderlich sein sollte.</p>
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	<p>Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft halten den Angebotspreis aus finanzieller Sicht zwar für nicht angemessen. Da es von der individuellen Situation und den Präferenzen jedes einzelnen Aktionärs abhängt, ob das Angebot angenommen werden sollte oder nicht, können Vorstand und Aufsichtsrat den Aktionären weder empfehlen, das Angebot anzunehmen, noch es abzulehnen. Im Ergebnis haben Vorstand und Aufsichtsrat mithin eine neutrale Stellungnahme abgegeben.</p> <p>Die Bieterin schloss mit diversen Banken einen Kreditvertrag mit zwei Fazilitäten über einen Betrag von insgesamt EUR 3 Mrd.</p>
Finanzierung	Unter der Fazilität A des Schaeffler-Kreditvertrags stehen der Bieterin Barmittel in Höhe von bis zu EUR 2,20 Mrd. für die Zahlung des erwarteten Finanzierungsbedarfs zur Verfügung. Des Weiteren hat die Bieterin mit den oben genannten Banken eine Revolving Credit Facility in Höhe von EUR 800 Mio. für den Fall abgeschlossen, dass die bei Vitesco bestehende Revolving Credit Facility aufgrund eines Kontrollwechsels gekündigt werden könnte.
Freundlich/Feindlich	Freundlich
Vollzugsbedingung	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fusionskontrollrechtliche Freigabe der Transaktion: In Japan ist in dem Zeitraum ab Veröffentlichung der Angebotsunterlage bis zum 25. Juli 2024 (einschließlich) die fusionskontrollrechtliche Freigabe der Transaktion erfolgt;</li> <li>Außenwirtschaftsrechtliche Freigabe der Transaktion: In Deutschland ist in dem Zeitraum ab Veröffentlichung der Angebotsunterlage bis zum 25. Juli 2024 (einschließlich) die außenwirtschaftsrechtliche Freigabe der Transaktion erfolgt;</li> <li>Keine wesentliche Verschlechterung des Marktumfelds zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und dem Ablauf der Annahmefrist;</li> <li>Keine wesentliche Verschlechterung bei Vitesco zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und dem Ablauf der Annahmefrist;</li> <li>Keine Verpflichtung zur Vornahme oder Vornahme einer wesentlichen Transaktion bei Vitesco oder einem Tochterunternehmen von Vitesco zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und dem Ablauf der Annahmefrist;</li> <li>Kein Wesentlicher Compliance-Verstoß bei Vitesco oder einem Tochterunternehmen von Vitesco zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und dem Ablauf der Annahmefrist;</li> <li>Kein Verlust bei Vitesco in Höhe von wenigstens der Hälfte des Grundkapitals und keine Beantragung oder Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen von Vitesco zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und dem Ablauf der Annahmefrist.</li> </ul> <p>Alle genannten Vollzugsbedingungen sind eingetreten.</p>
Links	<p><a href="#">Erwerbsangebot vom 15. November 2023</a></p> <p><a href="#">Angebotsänderung vom 27. November 2023</a></p> <p><a href="#">Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats vom 27. November 2023</a></p>

## 3.2 Übernahmeangebot und Delisting-Erwerbsangebot der Fahrenheit AcquiCo GmbH an die Aktionäre der va-Q-tec AG

### (a) Übernahmeangebot vom 16. Januar 2023

Am 16. Januar 2023 veröffentlichte die Fahrenheit AcquiCo GmbH (nachfolgend "**Fahrenheit**") ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot im Wege des Barangebotes an die Aktionäre der va-Q-tec AG (nachfolgend "**va-Q-tec**") zu einem Preis von EUR 26,00 je va-Q-tec-Aktie.

Im Vorfeld des Übernahmeangebots hielten die Gründer von va-Q-tec sowie ihre Familienangehörigen ("**Familienaktionäre**") insgesamt 3.464.635 va-Q-tec-Aktien (ca. 25,02% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec). Die Fahrenheit (dahinter steht der EQT Konzern mit der EQT Treasury AB als Konzernmutter) und die Familienaktionäre, mit Ausnahme eines minderjährigen Familienaktionärs (dieser hielt 400.000 va-Q-tec-Aktien, entsprechend ca. 2,98% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec), ("**Beteiligte Familienaktionäre**") hatten am 13. Dezember 2022, geändert durch Änderungsvertrag am 6. Juli 2023, einen Partnerschaftsvertrag abgeschlossen ("**Partnerschaftsvertrag**"). Auf Grundlage des Partnerschaftsvertrags (i) ist die Fahrenheit als Bieterin einem Poolvertrag zwischen den Familienaktionären beigetreten, der unter anderem eine einheitliche Ausübung der Stimmrechte in Bezug auf bestimmte va-Q-tec-Aktien regelt, und (ii) haben die Beteiligten Familienaktionäre nach Vollzug des Übernahmeangebotes insgesamt 1.588.984 va-Q-tec-Aktien (rund 10,77% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec), mit Ausnahme von (teils dauerhaft) zurückbehaltenen Aktien der Familienaktionäre, mit sofortiger Wirkung, teils für eine Gegenleistung in bar und

teils für eine Gegenleistung in Form von neu ausgegebenen Bietergeschäftsanteilen, in die Bieterin eingebracht und an diese übertragen (sog. *Roll-over*).

Hervorzuheben ist die Ausgestaltung des *Roll-overs*. Während ein solcher bisher zur Vermeidung von Bewertungsfragen im Hinblick auf § 31 WpÜG üblicherweise in zwei Schritten vollzogen wurde (zunächst ein außerbörslicher Aktienerwerb bzw. die Annahme des Übernahmeangebots, auf den sodann der Erwerb einer Beteiligung am Bieter mit den aus dem ersten Schritt gewonnenen Barmitteln folgt), erfolgte der *Roll-over* im Rahmen der Übernahme der va-Q-tec einstufig durch Einbringung von Aktien an der va-Q-tec im Wege einer Sacheinlage gegen Ausgabe neuer Geschäftsanteile an der Fahrenheit. Diese besondere Ausgestaltung könnte sich möglicherweise zur neuen Marktpraxis entwickeln. Im Rahmen des nur kurze Zeit später unterbreiteten öffentlichen Erwerbsangebot der Ephios Luxembourg S.à r.l. an die Aktionäre der SYNLAB AG ist ebenfalls ein solcher einstufiger *Roll-over* durchgeführt worden.

Fahrenheit hat den Vollzug des Angebots unter anderem unter die Bedingung des Erreichens einer Mindestannahmeschwelle gestellt. Insofern mussten mindestens 62,5% aller va-Q-tec-Aktien von Fahrenheit oder mit ihr handelnden Personen gehalten oder ihnen zugerechnet werden, einschließlich der von den Familienaktionären gehaltenen va-Q-tec-Aktien. Bis zum Ablauf der Annahmefrist wurde das Übernahmeangebot für insgesamt 8.039.185 va-Q-tec-Aktien (rund 54,48% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec) angenommen. Unter Hinzurechnung der von den

Familienaktionären gehaltenen va-Q-tec-Aktien und der jeweils zuzurechnenden Stimmrechte wurde die Mindestannahmeschwelle somit erreicht. Am 7. Juli 2023 hat die Fahrenheit auf der Grundlage einer mit der Fahrenheit HoldCo S.à r.l. und der va-Q-tec am 13. Dezember 2022 abgeschlossenen Zusammenschlussvereinbarung ferner insgesamt 1.341.500 neue va-Q-tec-Aktien (rund 9,09% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec) gegen eine Bareinlage in Höhe von EUR 26,00 je neuer va-Q-tec-Aktie gezeichnet.

### (b) Delisting-Erwerbsangebot vom 2. August 2023

Am 2. August 2023 hat die Fahrenheit sodann ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot im Wege des Barangebotes an die Aktionäre der va-Q-tec zu einem Preis von EUR 26,00 je va-Q-tec-Aktie veröffentlicht.

Zu Beginn der Angebotsfrist betrug die Gesamtzahl der von der Fahrenheit gehaltenen oder ihr zugerechneten Stimmrechte 12.845.320 va-Q-tec-Aktien (rund 87,05% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec).

Sowohl durch die bereits vorausgegangenen Transaktionen als auch durch das Delisting-Angebot und das darauffolgende Delisting verfolgt EQT das Ziel, einen Carve-out der Geschäftstätigkeiten der va-Q-tec im Bereich thermische Energieeffizienz und thermische Boxen zu ermöglichen. Dazu sollen diese Geschäftstätigkeiten in einer eigenständigen neuen Konzern-Gesellschaft weiterentwickelt werden, welche dann mit dem schwedischen Unternehmen Envirotainer, deren Hauptanteilseigner die EQT AB ist, fusionieren soll.

Mit einer Annahmquote von ca. 1,80% zum Ablauf des 30. August 2023 (24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York)) konnte das Delisting-Erwerbsangebot erfolgreich durchgeführt werden. Mit Ablauf des 30. August 2023 wurde dann der Widerruf der Zulassung der Aktien der va-Q-tec zum Handeln im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse wirksam.



Überblick	
<b>Bieterin</b>	Fahrenheit AcquiCo GmbH (dahinter steht der EQT Konzern mit der EQT Treasury AB als Konzernmutter)
<b>Zielgesellschaft</b>	va-Q-tec Aktiengesellschaft
<b>Sektor</b>	Industrie
<b>Annahmefristen</b>	a) Übernahmeangebot Vom 16. Januar 2023 bis zum 16. Februar 2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York); weitere Annahmefrist bis 7. März 2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York).  b) Delisting-Erwerbsangebot Vom 2. August 2023 bis zum 30. August 2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York).
<b>Annahmequoten</b>	a) Übernahmeangebot Ca. 48,07% (zum Ablauf des 16. Februar 2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York))  b) Delisting-Erwerbsangebot Ca. 1,80% (zum Ablauf des 30. August 2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York)).
<b>Mindestannahmeschwelle</b>	a) Übernahmeangebot Min. 62,5% aller va-Q-tec-Aktien werden von der Bieterin oder einer mit ihr gemeinsam handelnden Person gehalten oder ihnen zugerechnet.  b) Delisting-Erwerbsangebot Keine
<b>Status</b>	Erfolgreich (beide Angebote)
<b>Angebotsvolumen (max.)</b>	a) Übernahmeangebot EUR 348,79 Mio.  b) Delisting-Erwerbsangebot EUR 98,48 Mio.
<b>Angebotstyp</b>	a) Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot) b) Öffentliches Delisting-Erwerbsangebot (Barangebot)
<b>Angebotsgegenleistung</b>	Bei beiden Angeboten EUR 26,00 je Aktie der va-Q-tec
<b>Beteiligungsaufbau</b>	a) Übernahmeangebot Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Übernahmeangebots hielt Fahrenheit selbst keine va-Q-tec-Aktien. Aufgrund des Abschlusses eines Partnerschaftsvertrags mit den Beteiligten Familienaktionären der va-Q-tec hielt Fahrenheit ein Finanzinstrument (§ 38 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG), das sich auf insgesamt 3.064.634 va-Q-tec-Aktien bezieht (ca. 22,84% des Grundkapitals und Stimmrechte an der va-Q-tec).  b) Delisting-Erwerbsangebot Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Delisting-Erwerbsangebotes beträgt die Gesamtzahl der von der Bieterin gehaltenen oder ihr zugerechneten Stimmrechte der va-Q-tec 12.845.320 (rund 87,05% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec). Dazu gehören:  10.969.669 va-Q-tec-Aktien (rund 74,34% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec, s.u.) werden unmittelbar von der Bieterin gehalten; davon sind 1.814.109 va-Q-tec-Aktien (rund 12,29% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec) gepoolte Aktien;  1.875.651 va-Q-tec-Aktien (rund 12,71% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec, s.u.), die von den Familienaktionären gehalten werden, werden der Bieterin gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG unter anderem aufgrund der Verpflichtung zur einheitlichen Ausübung der Stimmrechte aus dem Poolvertrag zugerechnet.  Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hält die va-Q-tec 13.566 va-Q-tec-Aktien (rund 0,09% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec), mit denen gemäß § 71b AktG keine Stimm- und Dividendenrechte verbunden sind.

Überblick	
<b>Kapitalerhöhung</b>	Am 7. Juli 2023 hat die Bieterin auf der Grundlage einer mit der Fahrenheit HoldCo S.à r.l. und der va-Q-tec am 13. Dezember 2022 abgeschlossenen Zusammenschlussvereinbarung insgesamt 1.341.500 neue va-Q-tec-Aktien (rund 9,09% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec) gegen eine Bareinlage in Höhe von EUR 26,00 je neuer va-Q-tec-Aktie gezeichnet.
<b>Roll-over</b>	Im Rahmen des Partnerschaftsvertrags vom 13. Dezember 2022, geändert durch Änderungsvertrag vom 6. Juli 2023, haben sich die Familienaktionäre verpflichtet, insgesamt 1.588.984 va-Q-tec-Aktien (rund 10,77% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec), wie folgt in die Bieterin einzubringen und auf diese zu übertragen:  <ul style="list-style-type: none"> <li>538.462 va-Q-tec-Aktien (rund 3,65% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec) waren für eine Gegenleistung in bar in Höhe von EUR 26,00 je va-Q-tec-Aktie in die Bieterin einzubringen;</li> <li>1.050.522 462 va-Q-tec-Aktien (rund 7,12% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec) waren gegen neu ausgegebene Bietergeschäftanteile in die Bieterin einzubringen.</li> </ul>
<b>Vereinbarungen mit Familienaktionären</b>	Die Familienaktionäre sind unter dem Partnerschaftsvertrag verpflichtet, auf Verlangen der Bieterin ihre verbliebenen Familienaktien außerhalb des Delisting-Angebots in die Bieterin einzubringen und auf diese zu übertragen, und unter bestimmten Bedingungen berechtigt, eine solche Einbringung und Übertragung selbst zu verlangen. Dies stellt für die Bieterin aufgrund des Bietererwerbsrechts ein Finanzinstrument im Sinne des § 38 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG, sowie aufgrund der Bietererwerbspflicht ein Finanzinstrument im Sinne des § 38 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG dar, das sich jeweils auf (dieselben) 1.475.650 va-Q-tec-Aktien (rund 10,00% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec), bezieht.  Das Bietererwerbsrecht sowie die Bietererwerbspflicht erstrecken sich auch auf weitere, von den Familienaktionären von einem bislang nicht geschäftsfähigen Familienmitglied etwaig erworbene Familienaktien. Auch dies stellt für die Bieterin aufgrund des Bietererwerbsrechts ein Finanzinstrument im Sinne des § 38 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG, sowie aufgrund der Bietererwerbspflicht ein Finanzinstrument im Sinne des § 38 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG dar, das sich jeweils auf (dieselben) 400.000 va-Q-tec-Aktien (rund 2,71% des Grundkapitals und der Stimmrechte der va-Q-tec), bezieht.
<b>Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats</b>	Der Vorstand und der Aufsichtsrat haben sowohl die Annahme des Übernahmeangebots vom 16. Januar 2023 als auch die Annahme des Delisting-Erwerbsangebots vom 2. August 2023 empfohlen.
<b>Finanzierung</b>	a) Übernahmeangebot Eigenkapital – die EQT X EUR SCSp und EQT X USD ECSp haben sich am 13. Dezember 2022 in einer Verpflichtungserklärung gegenüber der Bieterin verpflichtet, der Bieterin entweder direkt oder indirekt einen Betrag in Höhe von insgesamt bis zu EUR 320 Mio. in Form von Eigenkapital oder ähnlichen Instrumenten zur Verfügung zu stellen.  b) Delisting-Erwerbsangebot Eigenkapital – die EQT X EUR SCSp und EQT X USD ECSp haben sich am 30. Juni 2023 in einer Verpflichtungserklärung gegenüber der Bieterin verpflichtet, der Bieterin entweder direkt oder indirekt einen Betrag in Höhe von insgesamt bis zu EUR 62.090.680,00 in Form von Eigenkapital oder ähnlichen Instrumenten zur Verfügung zu stellen.
<b>Freundlich/Feindlich</b>	Freundlich (beide Angebote)
<b>Vollzugsbedingung</b>	Alle Angebotsbedingungen sind eingetreten.  b) Delisting-Erwerbsangebot Der Vollzug des Delisting-Angebots und der durch die Annahme des Delisting-Angebots zustande gekommenen Verträge stehen unter keinen Vollzugsbedingungen.
<b>Links</b>	<a href="#">Übernahmeangebot vom 16. Januar 2023</a>  <a href="#">Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats vom 25. Januar 2023 zum Übernahmeangebot</a>  <a href="#">Delisting-Erwerbsangebot vom 2. August 2023</a>  <a href="#">Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats vom 11. August 2023 zum Delisting-Erwerbsangebot</a>

## 4. Übersicht über aktuelle Entwicklungen

### 4.1 Stimmrechtszurechnung bei Interessenschutzklauseln – Postbank Übernahme, Urteil des BGH vom 13. Dezember 2022 – II ZR 14/21; II ZR 9/21 („Postbank II“)

#### (a) Einleitung

Mit seinen Urteilen vom 13. Dezember 2022 erweiterte der BGH den Rechtsstreit um die Übernahme der Deutschen Postbank AG (nachfolgend **„Zielgesellschaft“**) durch die Deutsche Bank AG (nachfolgend **„Bieter“**) (II ZR 14/21; II ZR 9/21) um ein weiteres Kapitel. Ausgangspunkt der mittlerweile seit Jahren andauernden Verfahren ist der Vorwurf ehemaliger Postbank-Aktionäre, die das freiwillige Übernahmeangebot des Bieters im Jahr 2010 angenommen hatten, dass der Bieter ihnen bei der öffentlichen Übernahme ein zu niedriges freiwilliges Übernahmeangebot unterbreitet habe.

#### (b) Sachverhalt

Der Bieter und die damalige Mehrheitsgesellschafterin der Zielgesellschaft, die Deutsche Post AG (nachfolgend **„Deutsche Post“**), schlossen am 12. September 2008 einen Kaufvertrag über den Erwerb einer Minderheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft von 29,75% des Grundkapitals zum Preis von EUR 57,25 je Postbank Aktie (nachfolgend **„SPA“**). Nach dem SPA stand dem Bieter eine Erwerbsoption in Höhe von 18% zu EUR 55,00 je Postbank Aktie und eine Veräußerungsoption in Höhe von 20,25% zu EUR 42,80 je Postbank Aktie zu, ausübbar nach Abschluss des Erwerbs der Minderheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft. Das SPA beinhaltete darüber hinaus Regelungen zur Ausübung von Stimmrechten durch die Deutsche Post (nachfolgend **„Zustimmungsvorbehalte“**). Diese Regelungen sahen vor, dass die Deutsche Post bis zum Vollzug ohne die Zustimmung des Bieters keine Gesellschafterbeschlüsse fassen oder zulassen dürfe, die eine Änderung der Satzung der Zielgesellschaft oder die Ausschüttung von Bar- und Sachdividenden zum Gegenstand haben oder die die vereinbarte Transaktion verhindern oder wesentlich verzögern können.

Am 14. Januar 2009 schlossen der Bieter und die Deutsche Post als Reaktion auf veränderte Marktbedingungen eine Nachtragsvereinbarung ab. Vereinbart wurde ein zeitlich gestreckter Erwerbsvorgang in drei Schritten. Zunächst sollte der Erwerb einer Minderheitsbeteiligung von der Deutschen Post in Höhe von 22,9% zum Preis von EUR 23,92 je Postbank Aktie erfolgen. Daran anschließend sollte der Bieter 27,4% des Grundkapitals zum Preis von EUR 45,45 je Postbank Aktie über eine Pflichtumtauschleihe, fällig zum 25. Februar 2012, erwerben. Für den letzten Schritt wurden wechselseitige Erwerbs- und Veräußerungsoptionen, ausübbar zwischen dem 28. Februar 2012 und dem 25. Februar 2013, zum Erwerb von 12,1% des Grundkapitals zu EUR 48,85 bzw. EUR 49,92 je Postbank Aktie vereinbart. Um die Ansprüche aus den vertraglichen Vereinbarungen und die geleistete Sicherheit durch den Bieter zu sichern, verpfändete die Deutsche Post im Dezember 2008 und Januar 2009 Aktien der Zielgesellschaft an den Bieter. Zudem enthielten die in diesem Rahmen geschlossene Verpfändungsvereinbarung Regelungen, durch welche dem Bieter Zustimmungsvorbehalte zu etwaigen Umwandlungen, Satzungsänderungen und Dividendenausschüttungen bei der Zielgesellschaft eingeräumt wurden. Ende 2009 erwarb der Bieter über eine Tochtergesellschaft Aktien der Zielgesellschaft im Umfang von 22,9% des Grundkapitals der Zielgesellschaft und zeichnete die Pflichtumtauschleihe.

Am 7. Oktober 2010 veröffentlichte der Bieter ein freiwilliges Übernahmeangebot an die Aktionäre der Zielgesellschaft mit einer Angebotsgegenleistung von EUR 25 je Postbank Aktie. Die Kläger der zugrundeliegenden Verfahren nahmen dieses Angebot an, hielten dieses allerdings für unangemessen und verlangten die Zahlung des Differenzbetrags unter Berücksichtigung der in dem SPA vereinbarten Gegenleistung nebst Zinsen und hilfsweise die

Differenz unter Berücksichtigung der in der Nachtragsvereinbarung vereinbarten Gegenleistung nebst Zinsen.

Die Kläger sind der Auffassung, dass der Bieter bereits im Jahr 2008 die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt habe und infolgedessen zur Abgabe eines höheren Pflichtangebots nach § 35 Abs. 2 WpÜG verpflichtet gewesen sei. Nach Ansicht der Kläger seien die zwischen dem Bieter und der Deutschen Post getroffenen Vereinbarungen, insbesondere die Zustimmungsvorbehalte, darauf gerichtet gewesen, den Vertragszweck des zeitlich gestreckten Erwerbsvorgang bis zum dinglichen Vollzug zu sichern, indem sich die Deutsche Post dazu verpflichtet habe, ihre Aktionärsrechte bis dahin nur unter Berücksichtigung der Interessen des Bieters auszuüben (sog. **„Interessenschutzklauseln“**). Der Bieter und die Deutsche Post hätten demnach ihr Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft aufgrund einer Vereinbarung abgestimmt, § 30 Abs. 2, S. 1, HS. 1, Fall 1 WpÜG. Es handle sich um ein abgestimmtes Verhalten, weil sich der Bieter und die Deutsche Post über die Ausübung der Stimmrechte verständigt hätten. Auch hätten der Bieter und die Deutsche Post ihr Verhalten in sonstiger Weise abgestimmt, mit dem Ziel, für eine dauerhafte und erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft, zusammenzuwirken, § 30 Abs. 2, S. 1, HS. 1, Fall 2, S. 2, Fall 2 WpÜG.

Bereits im Jahre 2014 war der BGH erstmalig in derselben Sache mit der Frage befasst, ob Interessenschutzklauseln ein sog. *acting in concert* darstellen und somit eine Zurechnung der Stimmrechte dem § 30 Abs. 2 WpÜG begründen können (Az. II ZR 353/12 – **„Postbank I“**). Der BGH konstatierte, dass eine Stimmrechtszurechnung auf Grund von Interessenschutzklauseln rechtlich denkbar

sei und verwies die Sache zurück an das Berufungsgericht. Das OLG Köln stellte sodann Abgrenzungskriterien auf, aufgrund derer der Inhalt einer Interessenschutzklausel die Stimmrechtszurechnung begründen könne (Az. 13 U 166/11; 13 U 231/17). Die vom OLG Köln aufgestellten negativen Abgrenzungskriterien hat der BGH nunmehr verworfen (Az. II ZR 14/21; II ZR 9/21 – **„Postbank II“**).



### (c) Entscheidungsgründe

#### (i) Acting in concert, § 30 Abs. 2 WpÜG

Der BGH hatte nun darüber zu entscheiden, unter welchen Voraussetzungen eine Zurechnung aufgrund abgestimmten Verhaltens nach § 30 Abs. 2 WpÜG in Frage kommen könne:

Nach Aussage des BGH könne eine Verhaltensabstimmung durch eine Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten im Falle einer im Kaufvertrag über ein Aktienpaket als Interessenschutzklausel vereinbarten Regelung über die Stimmrechtsausübung durch den Verkäufer auch dann vorliegen, (i) wenn diese darauf gerichtet sei, die bestehenden Verhältnisse bei der Zielgesellschaft im Zeitraum zwischen dem Abschluss und dem Vollzug des Kaufvertrages aufrechtzuerhalten und/oder (ii) wenn diese keine über die allgemeine Leistungstreuepflicht hinausgehende Absprache oder tatsächliche Einflussnahme vorsähe. Erforderlich sei lediglich, dass die getroffene Verständigung des Bieters mit einem Dritten über die Ausübung von Stimmrechten auf eine tatsächliche und konkrete Einflussnahme auf die Zielgesellschaft gerichtet sei (§ 30 Abs. 2, S. 1, HS. 1, Fall 1, S. 2, Fall 2 WpÜG).

In diesem Zusammenhang rekurrierte der BGH auf eine frühere Entscheidung, wonach ein Zusammenwirken in sonstiger Weise auch außerhalb der Hauptversammlung vorliegen könne und die koordinierte, auf einer gemeinsamen Absprache und Strategie beruhende Ausübung gesellschaftsrechtlich vermittelten Einflusses auf den Emittenten erfordere, wobei eine tatsächliche Einflussnahme nicht erforderlich sei, sondern bereits die bloße Absicht genüge (BGH, Urteil vom 25. September 2018 – II ZR 190/17).

Dies stellt eine ausdrückliche Ablehnung der durch das OLG Köln in der Vorinstanz herausgearbeiteten Abgrenzungskriterien dar. Der BGH argumentiert, dass sich die Ablehnung der Annahme eines *acting in concert* aufgrund des bloßen Abstellens auf die Aufrechterhaltung des *status quo*, wie vom OLG Köln vorgenommen, weder mit dem Willen des Gesetzgebers noch mit dem Wortlaut des §

30 Abs. 2 S. 2 WpÜG begründen lasse. Auch einer Begrenzung der Zurechnung auf Vereinbarungen, die über die ohnehin bestehenden Leistungstreuepflichten hinausgehen, könne aufgrund der Transparenzfunktion der Zurechnungsvorschriften nicht gefolgt werden. Ob vorliegend die Möglichkeit einer tatsächlichen und konkreten Einflussnahme des Bieters auf die Zielgesellschaft bestand, ließ der BGH offen, da der Vollzug der Transaktion vor der nächsten Hauptversammlung erwartet wurde. Eine tatsächliche und konkrete Einflussnahme komme jedenfalls nicht in Betracht, wenn die Aktien vor der Hauptversammlung der Zielgesellschaft übertragen werden sollen und es infolgedessen nicht zur entsprechenden Stimmabgabe kommen könne. Dies müsse in der Gesamtschau beurteilt werden und obliege der Beurteilung des Berufungsgerichts, an welches der BGH die Sache zurückverwiesen hat.

#### (ii) „Für Rechnung Halten“ gem. § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG

Im Übrigen ist der BGH der Ansicht, dass es rechtsfehlerhaft sei, dass das OLG Köln eine Zurechnung von Stimmrechten der Deutschen Post auf den Bieter i.S.d. § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG verneint hat. Dabei sei die Zuordnung wirtschaftlicher Chancen und Risiken, insbesondere des Dividendenbezugsrechts, ein entscheidendes Element der Zurechnung nach § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG.

Hierbei sei nicht die formal-rechtliche, sondern die wirtschaftliche Zuordnung entscheidend, weswegen darauf abzustellen sei, ob der Inhaber des Dividendenrechts dieses faktisch auch in Anspruch nehmen könne. Dies sei im Wege einer „Gesamtschau“ zu ermitteln. Außerdem sei erforderlich, dass der Bieter die Möglichkeit einer Einflussnahme auf die Ausübung von Stimmrechten haben muss; ein Weisungsrecht müsse aber nicht bestehen.

Eine Festpreisabrede in Verbindung mit einem in der Vergangenheit liegenden wirtschaftlichen Stichtag führe in der Regel dazu, dass der Verkäufer seine Anteile bis zum Vollzug faktisch

im wirtschaftlichen Interesse des Erwerbers halte. Jedenfalls sprächen die Feststellungen des OLG Köln zu den Parteivereinbarungen eher für den Übergang der Dividendenchance auf den Bieter bereits bei Abschluss des SPA. Dies beruhe darauf, dass künftige Wertveränderungen sich allein im Vermögen des Käufers auswirkten.

#### (d) Auswirkungen auf die Praxis

Der BGH hat durch seine Entscheidung die Voraussetzungen für die Stimmrechtszurechnung nach § 30 Abs. 2 WpÜG weiter fortentwickelt, was erhebliche praktische Relevanz für die Vorbereitung öffentlicher Übernahmen hat. Bislang wurden reine Interessenschutzklauseln ohne explizite Stimmrechtsabsprache als unproblematisch im Sinne des § 35 Abs. 2 WpÜG gewertet. Dies ist nun nicht länger möglich.

Dennoch hat der BGH die Konkretisierung in einigen Punkten offengelassen. Für die Praxis ergeben sich daraus Rechtsunsicherheiten bei der Gestaltung von Interessenschutzklauseln und sonstigen vertraglichen Regelungen, die das Verhältnis der Vertragspartner im Zeitraum zwischen der Vertragsunterzeichnung und dem Vollzug regeln sollen.

Die Parteien sollten im Hinblick auf das ergangene Urteil zur Vermeidung preiserhöhender Zurechnungstatbestände eine sorgfältige Ausarbeitung der einzelnen Klauseln in Kaufverträgen, Kooperationsvereinbarungen und Verpfändungsvereinbarungen vornehmen. Insbesondere solche Nebenpflichten, die nicht vertraglich geregelt wurden und dennoch dazu geeignet sind, eine Stimmrechtszurechnung zu begründen, sollten vermieden werden. Eine Ausweitung der Stimmrechtszurechnung birgt nicht nur rechtliche Hürden in Form von Offenlegungspflichten und der Pflicht zur Unterbreitung eines Pflichtangebotes. Darüber hinaus droht bei Verstößen gegen diese Pflichten auch der Verlust der Rechte aus den betroffenen Aktien sowie Bußgelder und Nachzahlungsverpflichtungen.



## 4.2 Abfindungsvereinbarung als preisrelevanter Nacherwerb i.S.v. § 31 Abs. 5, 6 WpÜG bei öffentlichen Übernahmen, Urteil des BGH vom 23. Mai 2023 – II ZR 219/21

### (a) Einleitung

Mit seinem Urteil vom 23. Mai 2023 hat der BGH zu der Frage Stellung genommen, wann Vereinbarungen des Bieters in Bezug auf den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmen eine unzulässige Umgehung der gesetzlichen Preisregelungen zum Vor-, Parallel- und Nacherwerb darstellen. Der BGH hat dies nunmehr für Vereinbarungen abschließend geklärt, in welchen der Bieter und ein Paketaktionär eine Absprache über die Zustimmung zu einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (BGAV) treffen und in der ein Mindestabfindungspreis i.S.v. § 305 Abs. 1 AktG als Voraussetzung für die Zustimmungspflicht festgelegt wird.

### (b) Sachverhalt

Anlass für die Entscheidung war die Übernahme der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft (nachfolgend „STADA“) im Jahre 2017. Dort hatte die Bieterin die von ihr angestrebte Beteiligung von 75% mit ihrem ersten Übernahmeangebot nicht erreicht und sodann ein zweites Angebot zu EUR 66,25 je Aktie veröffentlicht, dessen Mindestannahmeschwelle merklich herabgesetzt war. Einen Tag vor Ablauf der weiteren Annahmefrist schloss die Bieterin mit dem aktivistischen Minderheitsaktionär Elliott, der zu diesem Zeitpunkt 13,26% der Aktien der STADA hielt, ein so bezeichnetes *Irrevocable Commitment* („IC“) ab. Dieses enthielt die Verpflichtung von Elliott, dem Abschluss eines BGAV in der Hauptversammlung der STADA zuzustimmen, wenn die den Aktionären angebotene Abfindung nach § 305 Abs. 1 AktG mindestens EUR 74,40 pro Aktie beträgt. Die Bieterin wollte sich so den Abschluss des BGAV auch für den Fall absichern, dass ihr die Erlangung der dafür notwendigen Stimmrechtsmehrheit im Rahmen des Übernahmeangebotes nicht gelingt. Durch die Vereinbarung wurde der Bieterin allerdings kein Recht zum Erwerb der von Elliott gehaltenen Aktien

eingerräumt. Tatsächlich reichte Elliott seine Aktien nicht auf dieses Abfindungsangebot, sondern erst in das spätere öffentliche Delisting-Angebot der Muttergesellschaft der Bieterin für den Preis von EUR 81,73 pro Aktie ein.

Die Klägerin verlangte von der Bieterin Zahlung in Höhe der Differenz je Aktie zwischen dem Angebotspreis gemäß dem von ihr angenommenen Übernahmeangebot und der im Zusammenhang mit dem IC vereinbarten Abfindung. Sie stützte den Klageanspruch im Wesentlichen auf § 31 Abs. 5, Abs. 6 S. 1 WpÜG. Die Vorinstanzen (LG Frankfurt am Main und OLG Frankfurt am Main) hatten sämtliche Ansprüche verneint und die Klage abgewiesen. Der BGH hat diese Urteile aufgehoben und die beklagte Rechtsnachfolgerin der Bieterin antragsgemäß verurteilt.

### (c) Entscheidungsgründe

Anders als die Vorinstanzen erkennt der BGH in dem IC eine dem Erwerb i.S.v. § 31 Abs. 3 bis 5 WpÜG gleichgestellte Vereinbarung nach § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG und hat demgemäß den Nachbesserungsanspruch aus § 31 Abs. 5 S. 1, Abs. 6 S. 1 WpÜG bejaht. Die Qualifikation als eine solche Vereinbarung setze insbesondere nicht voraus, dass der Bieter die Übereignung von Aktien verlangen kann. Vielmehr soll bereits dann eine hinreichende Grundlage für ein Übereignungsverlangen gegeben sein, wenn die Vereinbarung bei objektiver Betrachtung eine auf den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft gerichtete rechtsgeschäftliche Disposition des Bieters enthält, in der zum Ausdruck kommt, dass er bereit ist, eine Gegenleistung für den Aktienerwerb zu erbringen, welche die nach § 11 Abs. 2 S. 1 Nr. 4 WpÜG in der Angebotsunterlage angebotene Gegenleistung übersteigt.

Eine restriktivere Auslegung sei durch den insoweit offenen Wortlaut des § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG nicht angezeigt und es seien dafür auch sonst keine überzeugenden Gründe ersichtlich. Sinn und

Zweck der Regelung lägen es vielmehr nahe, auch Vereinbarungen zu erfassen, durch die der Bieter lediglich ein Andienungsrecht einräumt, solange er dadurch zu erkennen gibt, welchen Preis er für die Aktien der Zielgesellschaft tatsächlich als angemessen erachtet. § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG diene – wie auch § 31 Abs. 4 und 5 WpÜG – als Ausfluss des in § 3 Abs. 1 WpÜG verankerten allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes der Verhinderung einer Umgehung der in § 31 Abs. 1 S. 2 WpÜG enthaltenen Preisregeln. Um eine Benachteiligung der übrigen Aktionäre zu verhindern, soll der Bieter auch gegenüber den übrigen Aktionären an dem – gegenüber dem Angebotspreis erhöhten – Preis festzuhalten sein, den er aufgrund der Vereinbarung zu zahlen bereit war.

Der Anspruch sei auch nicht gemäß § 31 Abs. 6 S. 1, Abs. 5 S. 2 Fall 1 WpÜG ausgeschlossen. Dieser gesetzliche Ausschlussgrund sei auf seitens des Bieters freiwillig abgeschlossene Vereinbarungen, in denen ein Paketaktionär sich vor dem Abschluss eines BGAV verpflichtet, mit seinen Stimmrechten die Zustimmung zur Hauptversammlung zum Abschluss eines BGAV zu unterstützen, wenn den außenstehenden Aktionären eine bestimmte Mindestabfindung angeboten wird, nicht anwendbar.

### (d) Auswirkungen auf die Praxis

Das Urteil des BGH schafft in erster Linie Klarheit hinsichtlich der Behandlung von Abfindungsvereinbarungen im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeverfahren.

Aus der Entscheidungsbegründung wird zudem die Tendenz des BGH erkenntlich, Arbitragestrategien aktivistischer Investoren hinsichtlich bilateraler Sonderabreden mit Bietern einzudämmen. Indem durch die Entscheidung nunmehr klargestellt ist, dass Abfindungsvereinbarungen wie das IC einen Nachbesserungsanspruch aller übrigen

Aktionäre der Zielgesellschaft zur Folge haben, steht daher zu erwarten, dass dieses vertragliche Gestaltungsinstrument zur Befriedigung der Arbitrageziele aktivistischer Investoren zukünftig nicht mehr zum Einsatz kommen wird. Zudem dürften die vom BGH aufgestellten Kriterien für eine Einordnung als Vereinbarung im Sinne von § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG – im Sinne des vom BGH betonten weitreichenden Umgehungsschutzes – auch etwaige alternative Vertragsgestaltungen ausschließen.

Für die außenstehenden Aktionäre, aber auch für den Übernahmemarkt insgesamt, dürfte die Entscheidung eine insgesamt als positiv zu bewertende Rückkehr zum *status quo* ante darstellen. Durch den vom BGH statuierten weitgehenden Schutz vor Umgehung der übernahmerechtlichen Preisregeln durch Abfindungsvereinbarungen wird das Interesse der außenstehenden Aktionäre an der Vermeidung einer Ungleichbehandlung im Vergleich zu einflussreicheren Paketaktionären gestärkt. Auch für den Übernahmemarkt insgesamt dürfte die Entscheidung eine Erhöhung der Glaubwürdigkeit des veröffentlichten Angebotspreises bedeuten.

Für Bieter im Übernahmeverfahren hat die BGH-Entscheidung zur Folge, dass sie nicht länger auf dieses vertragliche Gestaltungsinstrument zurückgreifen können, um sich die Unterstützung von aktivistischen Investoren oder sonstigen Paketaktionären, die auf einen höheren als den im Übernahmeangebot angebotenen Preis spekulieren, zu sichern. Ihre Position ist aber zumindest nicht schlechter als vor der „Erfindung“ derartiger Abfindungsvereinbarungen. Eine ausführliche Besprechung dieser Entscheidung durch *Dr. Tim Oliver Brandi, LL.M.* und *Simon Kiefer, LL.M.* findet sich in NZG 26/2023, S. 1212 f.

### 4.3 Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin: Nichtberücksichtigungsentscheidungen vor Kontrollerwerb

Zu beachten ist ferner eine weitreichende Änderung in der Verwaltungspraxis zu Nichtberücksichtigungsentscheidungen nach § 36 WpÜG:

Nach der bisherigen Verwaltungspraxis der BaFin wurden Anträge nach § 36 WpÜG auf Nichtberücksichtigung von Stimmrechten bei der Berechnung der Kontrollschwelle erst nach der Kontrollerlangung beschieden. Außerdem wurden Entscheidungen nach § 36 WpÜG in der Vergangenheit von der BaFin (im Gegensatz zu Befreiungsentscheidungen nach § 37 WpÜG) nicht veröffentlicht. Diese Praxis wurde in der Vergangenheit von der herrschenden Literatur vehement kritisiert, da sie die Vorhersehbarkeit der Anwendbarkeit von § 36 WpÜG deutlich einschränkte.

Im Frühjahr 2023 hat die BaFin diese Praxis nunmehr geändert: Zum einen hat sie im April und Mai 2023 gleich mehrere Entscheidungen nach § 36 WpÜG auf ihrer Homepage veröffentlicht. Zum anderen hat die BaFin in den veröffentlichten Entscheidungen ausdrücklich festgehalten, dass sowohl der Antrag nach § 36 WpÜG als auch die Entscheidung der BaFin darüber bereits vor Kontrollerlangung zulässig seien. Diese Änderung der Verwaltungspraxis ist sehr zu begrüßen, da sie nunmehr (endlich) ermöglicht, bereits vor Verwirklichung des Kontrolltatbestandes eine förmliche Entscheidung der BaFin über die Frage der Nichtberücksichtigung von Stimmrechten nach § 36 WpÜG zu erlangen.

Die veröffentlichten Entscheidungen der BaFin nach §§ 36, 37 WpÜG (Befreiungen vom Pflichtangebot) sind [hier](#) abrufbar.

### 4.4 Übernahmerechtliche Auswirkungen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes

Zum 1. Januar 2024 trat das Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) vom 11. Dezember 2023 in Kraft (BGBl. 2023 I Nr. 354), welches unter anderem auch einige Änderungen im Übernahmerecht vorsieht oder zumindest mittelbar zur Folge hat.

#### (a) Einführung von Mehrstimmrechten und damit verbundene Zurechnungsfragen

Materielle Auswirkungen auf öffentliche Übernahmen hat insbesondere die in den §§ 12, 135a AktG vorgesehene Wiederzulassung von Mehrstimmrechten, welche bereits zum 15. Dezember 2023 in Kraft trat. Gemeint sind Satzungsklauseln, die einem Aktionär mehr Stimmkraft einräumen, als seine Kapital- und Risikobeteiligung hergibt. Seit 1998 waren Mehrstimmrechte unzulässig und es galt der „*One share, one Vote*“-Grundsatz. Der Gesetzgeber sah in der Unternehmenspraxis jedoch das Bedürfnis der Zulassung von Mehrstimmrechtsaktien, die den Einfluss bestimmter Personen auf die strategische Ausrichtung sichern und zugleich als Verhinderungsmittel gegen feindliche Übernahmen wirken sollen. Zudem sollte Deutschland als Kapitalmarktstandort gestärkt werden. Seit dem 15. Dezember 2023 ist daher die Ausstattung oder Ausgabe von Namensaktien mit Mehrstimmrechten bis zu einem Stimmverhältnis von 10:1 wieder zulässig. Allerdings enthält die Neufassung des § 135a AktG auch Erlöschens-Tatbestände. Mehrstimmrechte erlöschen demnach durch Übertragung, durch Zeitablauf (grundsätzlich nach 10 Jahren ab Börsennotierung, sofern die Frist nicht durch die Satzung verlängert wird) und bei Befristung durch die Satzung (sog. *time-based sunset clause*).

Durch die Einführung von Mehrstimmrechten und der Möglichkeit ihres automatischen Erlöschens im Falle der Übertragung stellen sich zahlreiche Fragen im Zusammenhang mit den Zurechnungstatbeständen des § 30 WpÜG.

So ist insbesondere zweifelhaft, welche Anzahl von Stimmrechten im Falle von dinglichen Call-Optionen i.S.v. § 30 Abs. 1 Nr. 5 WpÜG zuzurechnen sind, wenn die von der Call-Option umfassten Aktien mit Mehrstimmrechten ausgestattet sind. Ist insofern die Anzahl der Stimmrechte inklusive der Mehrstimmrechte relevant oder sind die Mehrstimmrechte auszublenden, da sie im Falle der Übertragung der Aktien auf den Bieter als Folge der Ausübung der Call-Option automatisch erlöschen würden?

Ferner kann durch das automatische Erlöschen der Mehrstimmrechte bei Aktienübertragungen die Gesamtzahl der vorhandenen Stimmrechte abnehmen und sich dadurch das anteilige Stimmgewicht einzelner Aktionäre erhöhen. Dies kann zum (passiven) Überschreiten der Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG führen, was ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG nach sich zieht.

Der Gesetzgeber hat die vorstehend skizzierten und die weiteren durch Mehrstimmrechte ausgelösten Zurechnungsfragen leider im Rahmen des ZuFinG nicht geregelt. Daher ist insoweit die Praxis und insbesondere die BaFin gefragt, angemessene Lösungen für diese Fragen zu finden, sofern der Gesetzgeber sie nicht bei anderer Gelegenheit zeitnah klärt.

#### (b) Vereinfachung des BaFin-Verfahrens

Ferner verfolgt der Gesetzgeber mit dem ZuFinG das Ziel, Verfahrensvereinfachungen im Übernahmerecht zu implementieren. Begrüßenswert ist dabei insbesondere die Digitalisierung des übernahmerechtlichen Verwaltungsverfahrens. Das bisherige Schriftformerfordernis entfällt (vgl. §§ 20 Abs. 1, 26 Abs. 5, 36 S. 1, 37 Abs. 1 S. 1 WpÜG). Ab 1. Januar 2024 sind sämtliche Anträge,

Mitteilungen, Erklärungen, Unterrichtungen und Übermittlungen ausschließlich elektronisch über das Melde- und Veröffentlichungssystem der BaFin einzureichen (§ 45 WpÜG). Zu diesem Zwecke wurde das Fachverfahren „Unternehmensübernahmen (WpÜG)“ im Portal der Melde- und Veröffentlichungsplattform (**MVP-Portal**) eingerichtet. Über dieses Portal haben Bieter, Antragsteller, Zielgesellschaften und andere berechnete Personen (z.B. Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte) die Möglichkeit, Dokumente auf elektronischem Wege einzureichen.

Für die Nutzung des Fachverfahrens ist (i) eine erfolgreiche Registrierung am MVP-Portal und (ii) eine Anmeldung zum Fachverfahren „Unternehmensübernahmen (WpÜG)“ notwendig. Zu beachten ist dabei, dass die elektronische Einreichung nicht sofort nach der Anmeldung, sondern erst nach erfolgter Freischaltung zum Fachverfahren vorgenommen werden kann. Die Freischaltung wiederum kann erst nach Übersendung des unterzeichneten bzw. elektronisch signierten Antrags erfolgen und wird in der Regel innerhalb eines Arbeitstages vorgenommen. Dies ist insbesondere bei der Wahrung gesetzlicher Fristen zu berücksichtigen, denn die bloße Anmeldung zum Fachverfahren hat keine fristwahrende Wirkung. Es empfiehlt sich daher, den Registrierungsprozess frühzeitig zu initiieren.

Das Informationsblatt der BaFin vom 14. Dezember 2023 mit einer detaillierten Anleitung für die Registrierung und Anmeldung ist [hier](#) aufrufbar.

Ferner wurden für die Zwecke der Fristenberechnung nach dem WpÜG von der Berechnung nach Werktagen (Montag bis Samstag) auf Arbeitstage (Montag bis Freitag) umgestellt, was faktische Fristenverkürzungen vermeiden soll, vgl. § 2 Abs. 9 WpÜG und §§ 21 Abs. 1 S. 1, 25, 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG sowie § 8 S. 2 WpÜG-AngebotsVO.

# Unser Team in Deutschland

## Hamburg



**Dr. Andreas H. Meyer, LL.M. (I.U.)**  
Of Counsel, Hamburg  
T +49 40 419 93 0  
andreas.meyer@hoganlovells.com

## Düsseldorf



**Dr. Christoph Louven**  
Senior Counsel, Düsseldorf  
T +49 211 13 68 0  
christoph.louven@hoganlovells.com



**Birgit Reese**  
Partner, Düsseldorf  
T +49 211 13 68 0  
birgit.reese@hoganlovells.com



**Daniel Dehghanian, LL.M. (Anglia Ruskin University)**  
Partner, Düsseldorf  
T +49 211 13 68 0  
daniel.dehghanian@hoganlovells.com

## München



**Dr. Lutz Angerer, LL.M. (University of Virginia)**  
Partner, München  
T +49 89 290 12 0  
lutz.angerer@hoganlovells.com



**Thomas Weber**  
Counsel, München  
T +49 89 290 12 0  
thomas.weber@hoganlovells.com



**Dr. Michael Rose**  
Partner, München  
T +49 89 290 12 0  
michael.rose@hoganlovells.com



**Dr. Tobias Kahnert, M.Jur. (Oxford), LL.B.**  
Partner, München  
T +49 89 290 12 0  
tobias.kahnert@hoganlovells.com

## Frankfurt



**Dr. Tim Oliver Brandi, LL.M. (Columbia)**  
Partner, Frankfurt  
T +49 69 962 36 0  
tim.brandi@hoganlovells.com



**Dr. Hanns Jörg Herwig**  
Partner, Frankfurt  
T +49 69 962 36 0  
joerg.herwig@hoganlovells.com



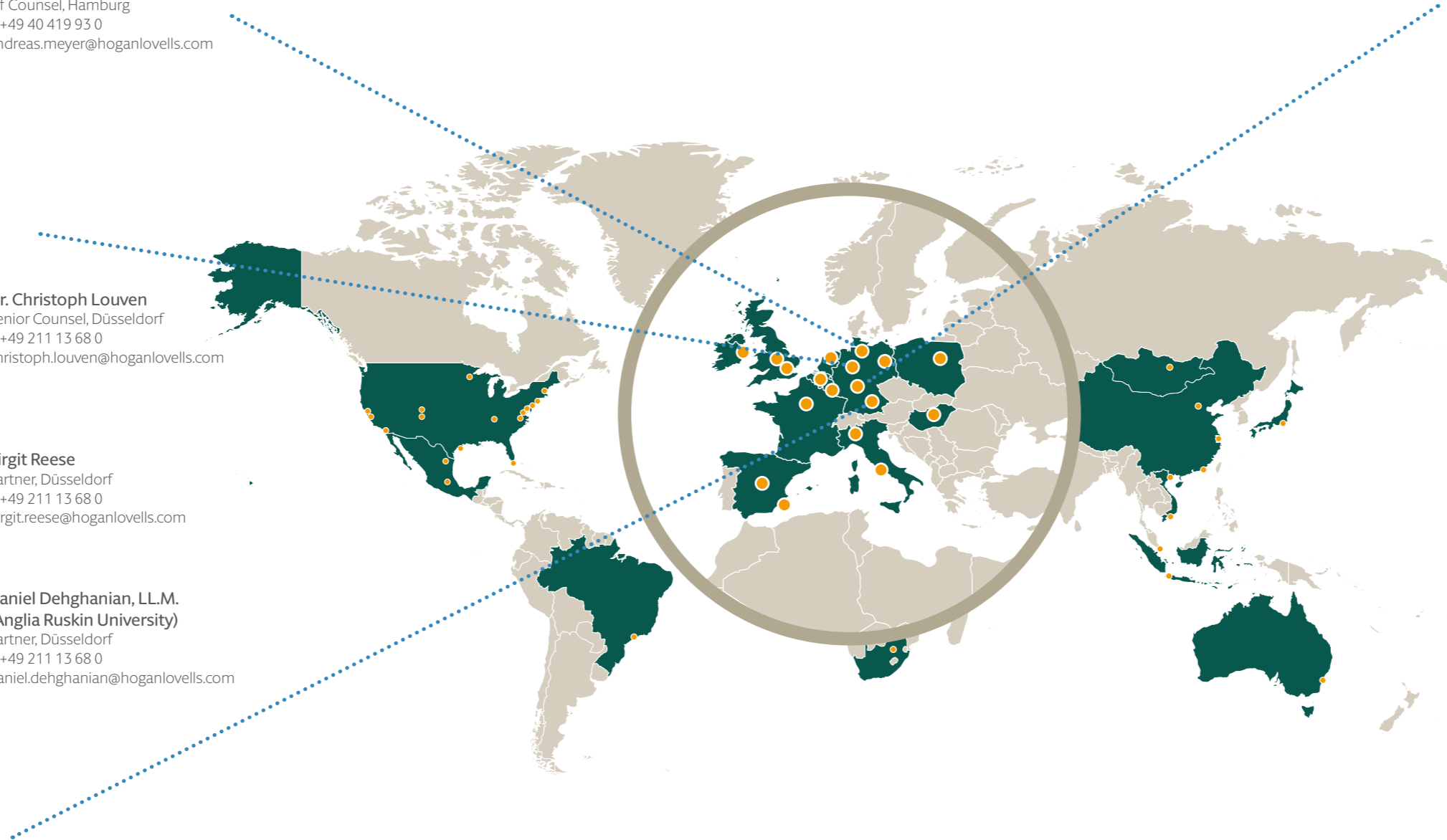
**Dr. Matthias Jaletzke**  
Partner, Frankfurt  
T +49 69 962 36 0  
matthias.jaletzke@hoganlovells.com



**Prof. Dr. Michael Schlitt**  
Partner, Frankfurt  
T +49 69 962 36 0  
michael.schlitt@hoganlovells.com



**Dr. Sebastian Biller**  
Counsel, Frankfurt  
T +49 69 962 36 0  
sebastian.biller@hoganlovells.com





Alicante  
Amsterdam  
Baltimore  
Beijing  
Berlin  
Birmingham  
Boston  
Brussels  
Budapest\*  
Colorado Springs  
Denver  
Dubai  
Dublin  
Dusseldorf  
Frankfurt  
Hamburg  
Hanoi  
Ho Chi Minh City  
Hong Kong  
Houston  
Jakarta\*  
Johannesburg  
London  
Los Angeles  
Louisville  
Luxembourg  
Madrid  
Mexico City  
Miami  
Milan  
Minneapolis  
Monterrey  
Munich  
New York  
Northern Virginia  
Paris  
Philadelphia  
Riyadh  
Rome  
San Francisco  
São Paulo  
Shanghai  
Shanghai FTZ\*  
Silicon Valley  
Singapore  
Sydney  
Tokyo  
Warsaw  
Washington, D.C.

\*Our associated offices

[www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com)

"Hogan Lovells" or the "firm" is an international legal practice that includes Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP and their affiliated businesses.

The word "partner" is used to describe a partner or member of Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP or any of their affiliated entities or any employee or consultant with equivalent standing. Certain individuals, who are designated as partners, but who are not members of Hogan Lovells International LLP, do not hold qualifications equivalent to members.

For more information about Hogan Lovells, the partners and their qualifications, see [www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com).

Where case studies are included, results achieved do not guarantee similar outcomes for other clients. Attorney advertising. Images of people may feature current or former lawyers and employees at Hogan Lovells or models not connected with the firm.

© Hogan Lovells 2024. All rights reserved. WG-REQ-1222