

Hogan
Lovells

Öffentliche Übernahmen in Deutschland

Newsletter 2025



Inhaltsübersicht

1. EINLEITUNG	1	4. ÜBERSICHT ÜBER AKTUELLE ENTWICKLUNGEN	31
2. STATISTIKEN	6	4.1 Rückgriff auf den Börsenkurs zur Schätzung des Unternehmenswertes, Beschluss des BGH vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22 (Vodafone/KDG)	
2.1 Überblick – Markttrends		(a) Einleitung	
2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten		(b) Sachverhalt	
2.3 Angebotsvolumen		(c) Entscheidungsgründe	
2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten		(d) Auswirkungen auf die Praxis	
2.5 Angebotsprämien		4.2 Übernahmerechtliche Auswirkungen des Zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetzes	
2.6 Übernahmen nach Sektoren		(a) Änderungen des SpruchG und des BörsG (Delisting)	
2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat		(b) Implementierung eines zentralen europäischen Zugangsportals	
2.8 Fairness Opinions		5. HOGAN LOVELLS: BERATUNG VON ÖFFENTLICHEN ÜBERNAHMEN IM JAHR 2024	41
2.9 Herkunft der Investoren		5.1 Hogan Lovells berät MorphoSys bei dem Rückzug von der Börse und dem öffentlichen Delisting-Erwerbsangebot von Novartis	
3. STECKBRIEFE	18	5.2 Hogan Lovells berät STEMMER IMAGING AG beim öffentlichen Übernahmeangebot und der Vereinbarung einer strategischen Partnerschaft mit MiddleGround Capital	
3.1 Übernahmeangebot der ADNOC International Germany Holding AG an die Aktionäre der Covestro AG		5.3 Hogan Lovells berät STEMMER IMAGING AG bei dem Delisting-Erwerbsangebot von MiddleGround Capital	
3.2 Übernahmeangebot und Delisting-Erwerbsangebot der Novartis BidCo AG an die Aktionäre der MorphoSys AG		5.4 Hogan Lovells berät infas Holding Aktiengesellschaft bei dem öffentlichen Übernahmeangebot von Ipsos	
(a) Übernahmeangebot vom 11. April 2024			
(b) Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024			



1.

Einleitung

Herzlich willkommen zur achten Ausgabe unseres Newsletters „Öffentliche Übernahmen in Deutschland“. Er gibt einen Marktüberblick über die im zurückliegenden Jahr 2024 in Deutschland nach dem Wertpapier- und Übernahmegesetz („**WpÜG**“) durchgeführten öffentlichen Übernahmen und sonstigen öffentlichen Angebote sowie die aktuellen 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 und sonstigen öffentlichen Angebote. 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 2024 waren dies (i) das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot bezüglich der Covestro AG durch die ADNOC International Germany Holding AG sowie (ii) das Übernahmeangebot und das im späteren Verlauf des Jahres publizierte Delisting-Erwerbsangebot bezüglich der MorphoSys AG durch die Novartis BidCo AG.

Anschließend greift dieser Newsletter aktuelle, rechtliche Entwicklungen des deutschen Übernahmerechts heraus. Hierzu besprechen wir die Entscheidung des BGH vom 31. Januar 2024 (Az. II ZB 5/22 – *Vodafone/KDG*) zur Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich bei Strukturmaßnahmen börsennotierter Unternehmen. Ferner fassen wir die wichtigsten übernahmerechtlichen Implikationen des Regierungsentwurfs des Zweiten *Zukunftsfinanzierungsgesetzes* vom 5. Dezember 2024 (BR-Drs. 599/24 – *ZuFinG II*) zusammen.

Dieser Newsletter endet mit einer Aufstellung der öffentlichen Angebote aus dem Jahr 2024, bei dem unsere Sozietät Hogan Lovells beratend mitgewirkt hat.

2.

STATISTIKEN

2.1 Überblick – Markttrends

Im Jahr 2024 sind auf dem deutschen Übernahmemarkt folgende Trends zu erkennen:

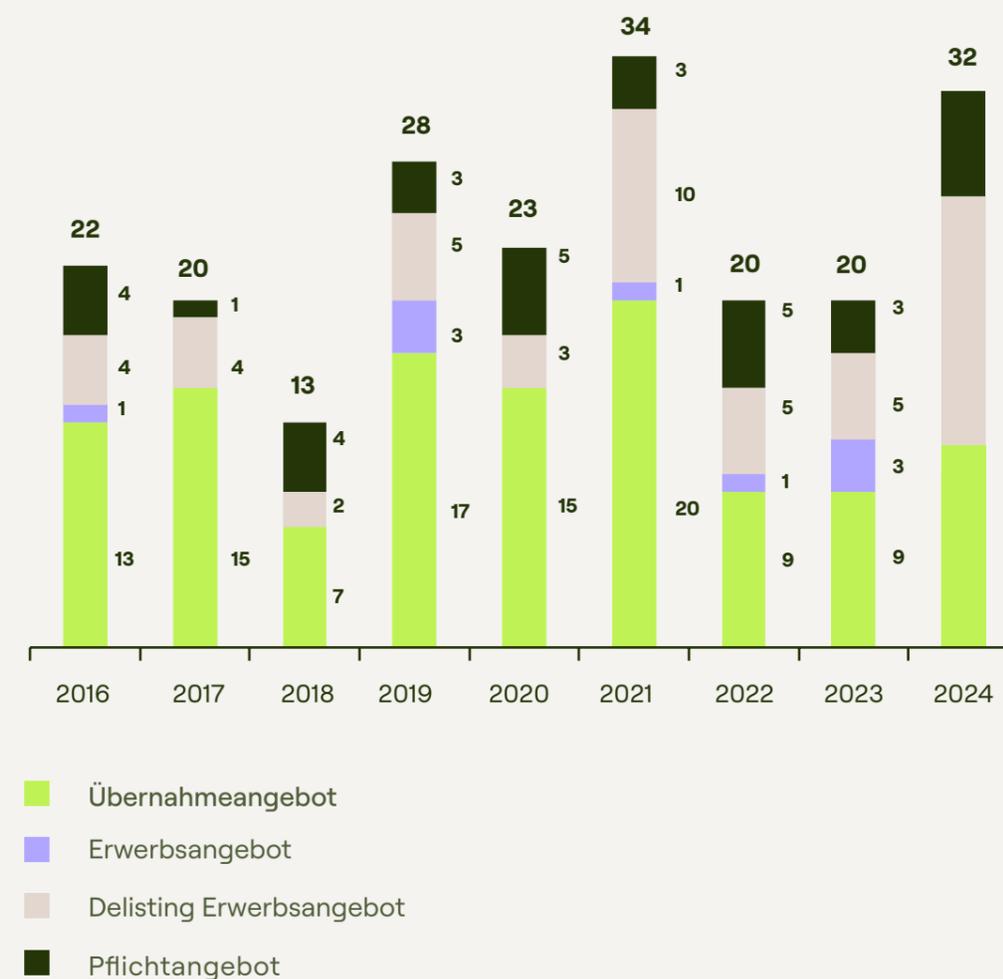
- Im vergangenen Jahr ist innerhalb des Vergleichszeitraums der letzten neun Jahre mit 32 öffentlichen Angeboten die zweithöchste Aktivität im deutschen Übernahmemarkt zu verzeichnen gewesen.
- Ferner ist im vergangenen Jahr mit 20 von insgesamt 32 öffentlichen Angeboten eine klare Tendenz zu Delisting-Erwerbsangeboten zu beobachten (14 isolierte Delisting-Erwerbsangebote sowie zwei Pflichtangebote und vier Übernahmeangebote jeweils in Kombination mit einem Delisting-Erwerbsangebot).
- Fast die Hälfte der Angebote betrafen den small cap Bereich statt. Mit 14 Angeboten hat dieses Marktsegment sein deutlich höchstes Aktivitätsniveau im gesamten Vergleichszeitraum erreicht.
- Das Angebotsvolumen in Höhe von EUR 21,68 Mrd. hat sich im Vergleich zum Vorjahr erhöht (2023: EUR 15,41 Mrd.).
- Die durchschnittliche Angebotsprämie von 18,98 % in Bezug auf den gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs bei Übernahme- und Pflichtangeboten bzw. den gewichteten Sechs-Monats-Durchschnittskurs bei Delisting-Erwerbsangeboten vor der Angebotsankündigung ist im Vergleich zum Vorjahr leicht gestiegen. Rund ein Viertel der Bieter haben sich ausschließlich an dem gesetzlichen Mindestpreis orientiert und eine Angebotsprämie von 0 % veranschlagt.
- Die Sektoren Medien, Finanzdienstleister, Pharma und Energie haben im Jahr 2024 ihr höchstes Aktivitätsniveau im Vergleichszeitraum der letzten neun Jahre erreicht. Die meisten Übernahmeangebote im Jahr 2024 verzeichnete jedoch weiterhin der Technologie-Sektor, wie auch im Vorjahr.
- Bei zwei Dritteln aller Angebote haben Vorstand und Aufsichtsrat die Annahme des Angebotes empfohlen, was dem Trend der letzten Jahren entspricht. Gleichzeitig hat der Anteil an Stellungnahmen, die sich gegen die Annahme des Angebots aussprachen, mit nur 9 % seinen niedrigsten Wert im Vergleichszeitraum erreicht.
- 42 % der Angebote stammten von deutschen Investoren, die entweder direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel ein Angebot veröffentlicht haben. Dies stellt im Vergleichszeitraum (nach dem Jahr 2022) den zweithöchsten Wert dar. Gleichwohl erfolgte weiterhin mehr als die Hälfte der öffentlichen Angebote durch ausländische Investoren und zwar entweder direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel.

2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten

Bis zum Ende des Jahres 2024 wurden in Deutschland insgesamt 32 öffentliche Angebote ausgelegt. Innerhalb des Vergleichszeitraums der letzten neun Jahre ist somit in 2024 die zweithöchste Aktivität (dicht hinter 2021) im deutschen Übernahmemarkt zu verzeichnen gewesen.

Die meisten Angebote waren im Jahr 2024 Delisting-Erwerbsangebote. Die insgesamt 20 Delisting-Erwerbsangebote umfassten 14 isolierte Delisting-Erwerbsangebote sowie zwei Pflichtangebote und vier Übernahmeangebote jeweils in Kombination mit einem Delisting-Erwerbsangebot. Rund ein Drittel der Angebote (insgesamt zwölf) waren Übernahmeangebote. Die Zahl der Pflichtangebote nahm leicht auf sechs Angebote zu. Sonstige einfache Erwerbsangebote wurden im Jahr 2024 nicht veröffentlicht. Für die Zwecke der Statistik wurden die Kombinationen mit Delisting-Erwerbsangeboten jeweils als Übernahmeangebote oder Pflichtangebote behandelt.

Mit Ausnahme des Pflicht- und Delisting-Erwerbsangebotes der Kontron Acquisition GmbH an die Aktionäre der KATEK SE (Barangebot mit alternativem Aktientauschangebot) erfolgten sämtliche öffentlichen Angebote im Jahr 2024 im Wege des Barangebotes.



2.3 Angebotsvolumen

Insgesamt belief sich das Angebotsvolumen im Jahr 2024 auf EUR 21,68 Mrd.

Mit EUR 11,72 Mrd. hat das Übernahmeangebot der ADNOC International Germany Holding AG an die Aktionäre der Covestro AG den mit Abstand größten Anteil am Angebotsvolumen. Zweimal flossen die beiden Angebote der Novartis BidCo AG an die Aktionäre der MorphoSys AG in die Statistik für das Jahr 2024 ein (zunächst ein erfolgreiches Übernahmeangebot mit einem Volumen von EUR 2,59 Mrd. sowie anschließend ein ebenso erfolgreiches Delisting-Erwerbsangebot mit einem Volumen von EUR 0,25 Mrd.). Ferner flossen zweimal die Angebote der Ventrifossa BidCo AG an die Aktionäre der STEMMER IMAGING AG in die Statistik ein (zunächst ein erfolgreiches Übernahmeangebot mit einem Volumen von EUR 0,08 Mrd. sowie anschließend ein ebenso erfolgreiches Delisting-Erwerbsangebot mit einem Angebotsvolumen von EUR 0,05 Mrd.). Auch bezüglich der Übernahme der ENCAVIS AG durch die Elbe BidCo AG flossen zwei Angebote in die Statistik ein (ein erfolgreiches Übernahmeangebot mit einem Volumen von EUR 3,06 Mrd. sowie anschließend ein Delisting-Erwerbsangebot mit einem Angebotsvolumen von EUR 0,58 Mrd.).



■ Angebotsvolumen (EUR Mrd.)

Hervorzuheben sind im Jahr 2024 sechs weitere öffentliche Angebote im large cap Bereich (bestimmt anhand der Marktkapitalisierung, siehe Ziffer 2.4) mit den folgenden Angebotsvolumina:

- das Übernahmeangebot der Project Neptune Bidco GmbH an die Aktionäre der Nexus AG (EUR 1,21 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der SCUR-Alpha 269 GmbH an die Aktionäre der CompuGroup Medical SE & Co. KGaA (EUR 0,43 Mrd.);
- das Delisting-Erwerbsangebot der Ephios Bidco GmbH an die Aktionäre der SYNLAB AG (EUR 0,38 Mrd.);
- das Delisting-Erwerbsangebot der Telefónica Local Services GmbH an die Aktionäre der Telefónica Deutschland Holding AG (EUR 0,37 Mrd.);
- das Delisting-Erwerbsangebot der Südzucker AG an die Aktionäre der CropEnergies AG (EUR 0,2 Mrd.); sowie
- das Delisting-Erwerbsangebot der Mosel Bidco SE an die Aktionäre der Software Aktiengesellschaft (EUR 0,16 Mrd.).

Für die Zwecke dieses Newsletters wurde das Angebotsvolumen für das Jahr 2024 anhand einer gegenüber den Vorjahren geänderten methodischen Vorgehensweise ermittelt. Nicht berücksichtigt wurden Aktien, die Gegenstand von Nichtandienungs- und Depotsperrvereinbarungen waren. Aktien aus Wandelanleihen und Aktienoptionen wurden hingegen berücksichtigt, soweit der Bieter diese bei der Ermittlung der maximalen Angebotskosten mit einbezogen hat. Dies kann dazu führen, dass die Zahlen für das Jahr 2024 nur eingeschränkt mit den Werten der Vorjahre vergleichbar sind.



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 elf öffentlichen Angeboten im large cap Sektor ist die Anzahl der Angebote im Vergleich zum Vorjahr gestiegen und hat ihren zweithöchsten Wert im gesamten Vergleichszeitraum der letzten neun Jahre erreicht. Dagegen ist der Durchschnittswert der Marktkapitalisierung im large cap Sektor im Jahr 2024 mit EUR 3,37 Mrd. im Vergleich zum Vorjahresniveau (EUR 4,56 Mrd.) gesunken.



Large cap

■ Ø Marktkapitalisierung (EUR Mio.)
 ■ Anzahl der Angebote



Mid cap

■ Ø Marktkapitalisierung (EUR Mio.)
 ■ Anzahl der Angebote

Mit sieben öffentlichen Angeboten im mid cap Bereich hat sich die Anzahl im Vergleich zum Vorjahr verringert. Ebenso ist die durchschnittliche Marktkapitalisierung seit dem Höchstwert im Jahr 2020 konstant auf nun EUR 286,38 Mio. gesunken.

Im small cap Bereich fand mit vierzehn öffentlichen Angeboten die mit Abstand höchste Aktivität statt und wurde der höchste Wert im Vergleichszeitraum der letzten neun Jahre erreicht. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung in diesem Segment blieb mit EUR 30,26 Mio. jedoch auf einem ähnlichen Niveau wie im Vorjahr.



Small cap

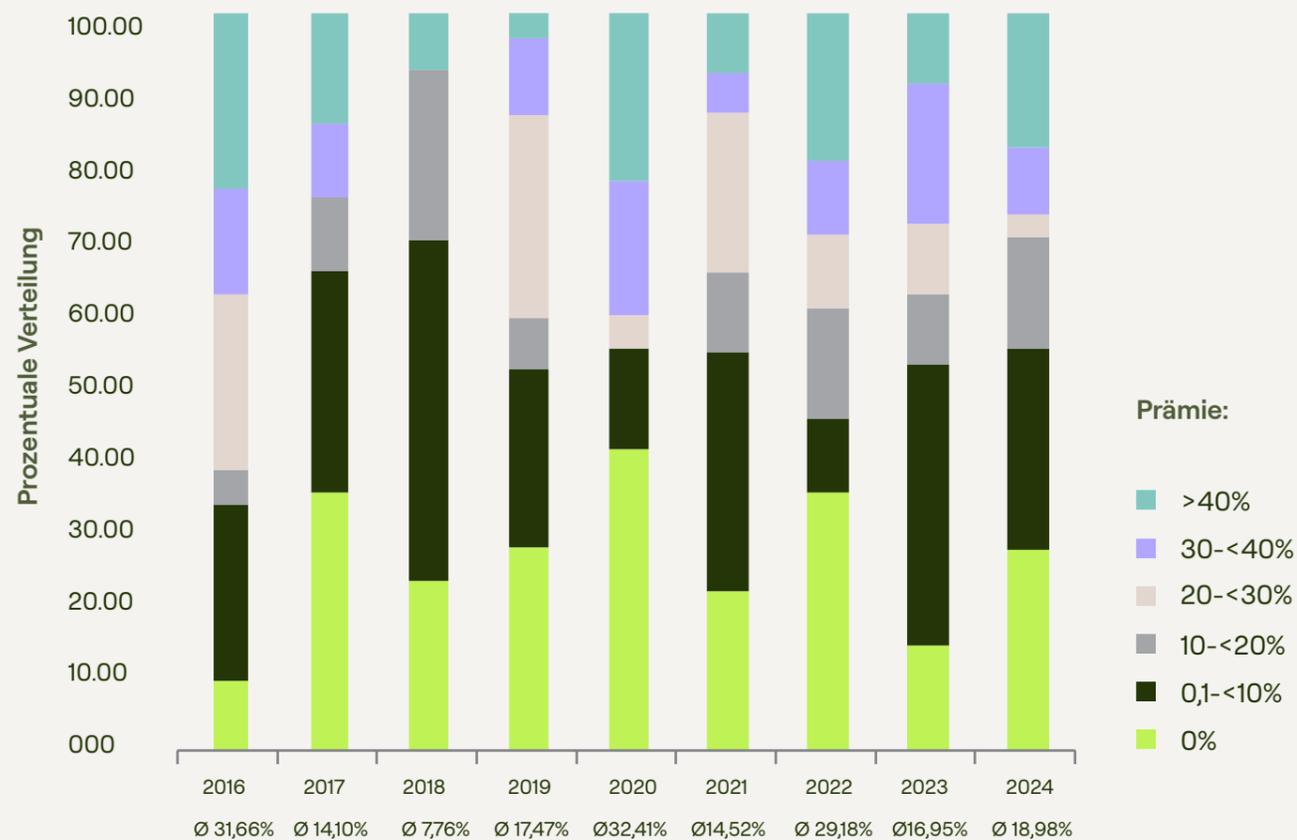
■ Ø Marktkapitalisierung (EUR Mio.)
 ■ Anzahl der Angebote



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-Erwerbsangebote wurde der gesetzlich maßgebliche Sechs-Monats-Durchschnittskurs berücksichtigt).

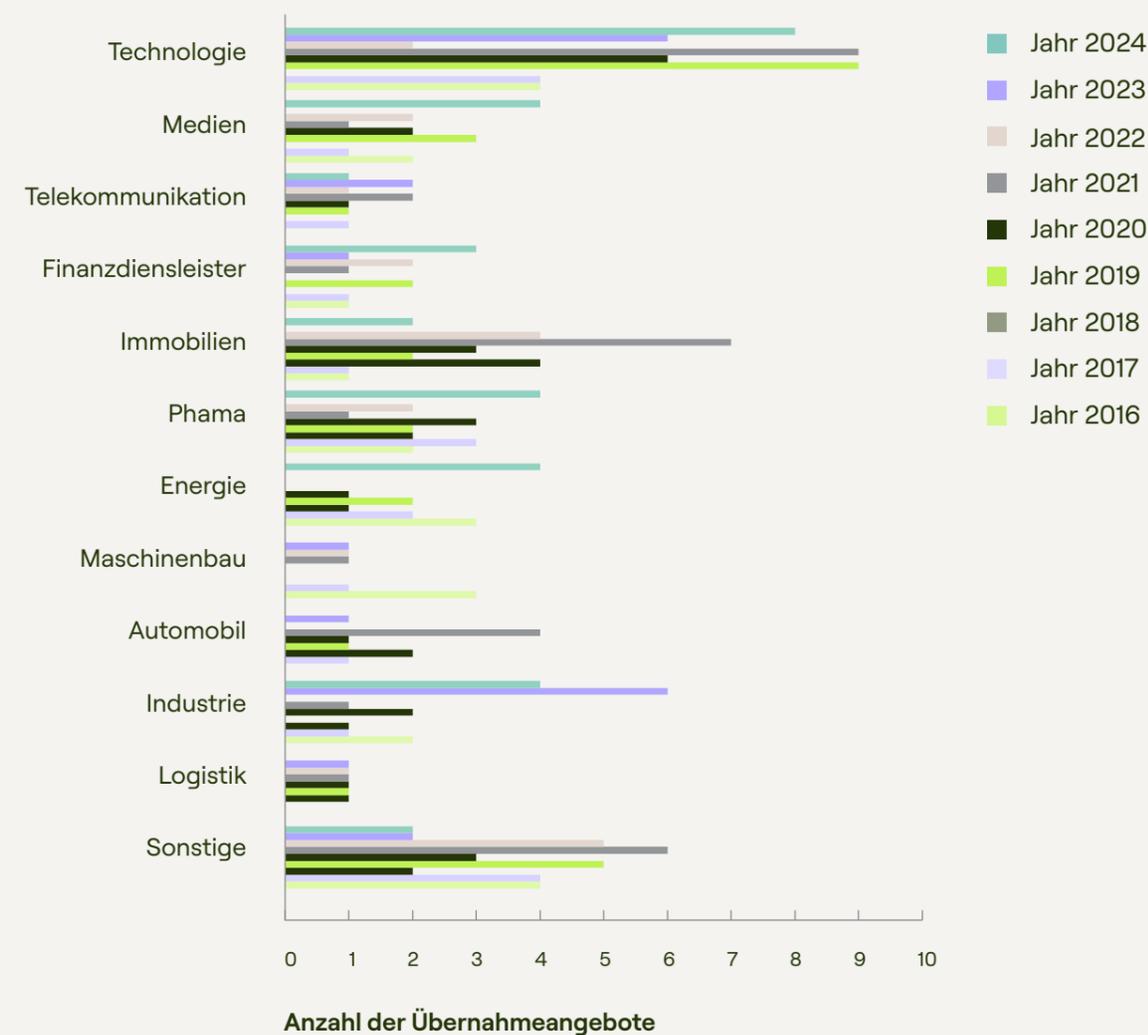
Die durchschnittliche (ungewichtete) Angebotsprämie erreichte im Jahr 2024 einen Wert in Höhe von 18,98 %, was eine geringfügige Erhöhung im Vergleich zum Vorjahr darstellt (16,95 %). Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang jedoch, dass sich knapp ein Viertel der Angebote ausschließlich an dem gesetzlichen Mindestangebotspreis orientierten und somit eine Angebotsprämie von 0 % vorsahen. In den Bereichen in Höhe von 0 %, zwischen 10 % und 20 % sowie über 40 % hat sich der Anteil an gezahlten Prämien erhöht, während sich der Anteil in den übrigen Prämienbereichen im Vergleich zum Vorjahr verringert hat.



2.6 Übernahmen nach Sektoren

Im Jahr 2024 wiederholte sich erneut der Trend der Jahre 2016, 2017, 2019 bis 2021, in denen im Technologie-Sektor die größte Aktivität im Übernahmemarkt zu verzeichnen war. Gleichzeitig konnten im Jahr 2024 die Sektoren der Medien, Finanzdienstleister, Pharma und Energie ein neues Höchstniveau im gesamten Vergleichszeitraum erreichen.

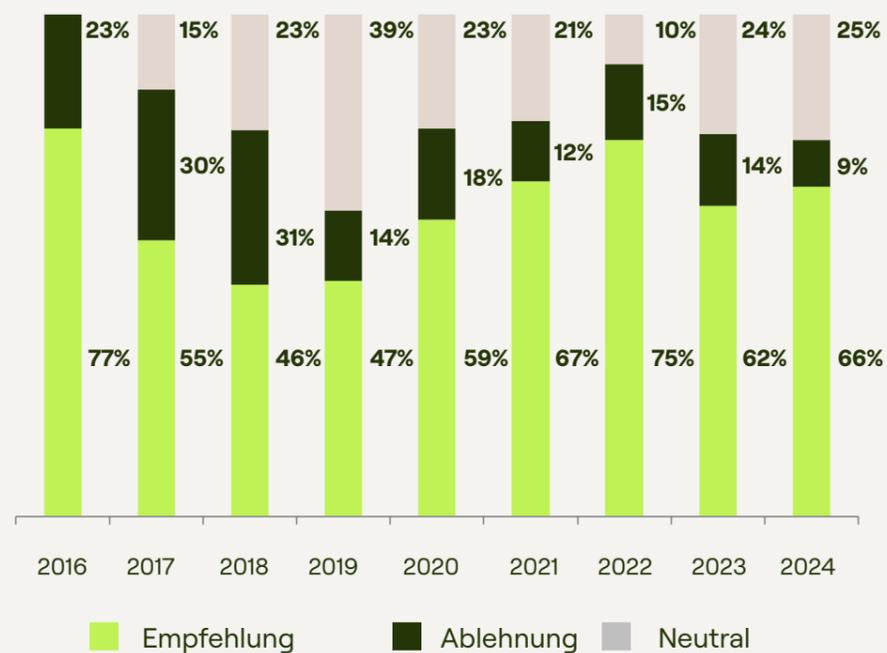
Im Übrigen zeigt sich eine nahezu homogene Verteilung in den Sektoren. Hingegen waren im Jahr 2024 in den Sektoren Maschinenbau, Automobil und Logistik keine öffentlichen Übernahmen zu verzeichnen.



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.

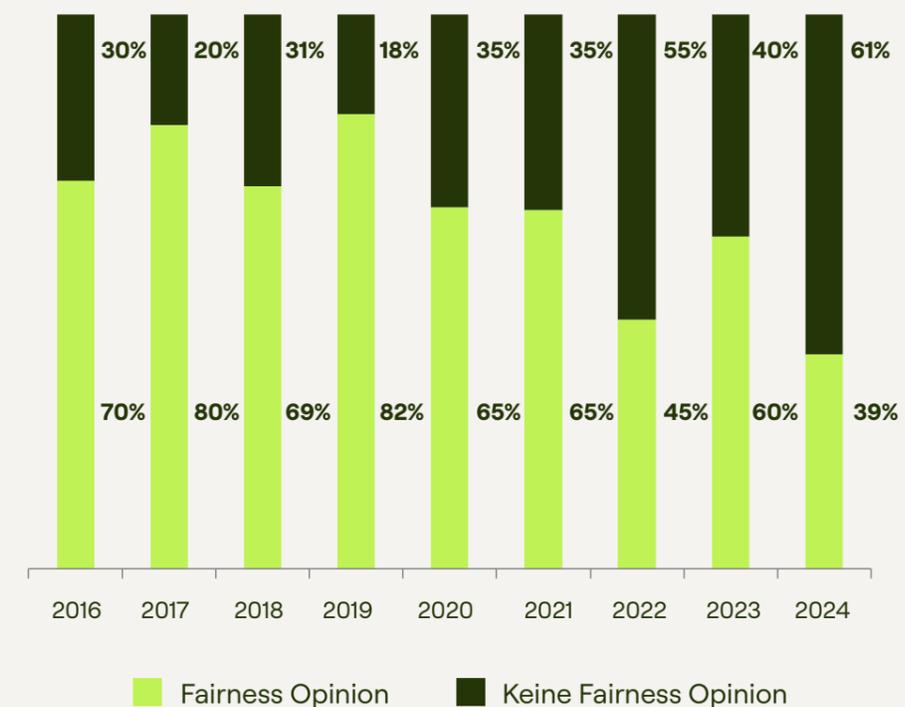
Im Jahr 2024 haben 66 % der Stellungnahmen die Annahme des Angebots empfohlen. Dies stellt einen geringfügigen Anstieg im Vergleich zum Vorjahr 2023 dar. Nachdem im Vorjahr erstmalig der stetig zunehmende Anteil der Annahmempfehlungen unterbrochen wurde, zeigt sich damit wieder eine vergleichsweise hohe Quote an Annahmempfehlungen. Dementsprechend hat sich der Anteil der Stellungnahmen, die sich gegen eine Annahme des Angebots aussprachen, wieder im Vergleich zum Vorjahr verringert und hat mit 9 % sogar seinen geringsten Wert im gesamten Vergleichszeitraum erreicht. Der Anteil der neutralen Stellungnahmen hat sich mit 25 % im Vergleich zum Vorjahr leicht erhöht und hat damit seinen zweithöchsten Wert im gesamten Vergleichszeitraum erreicht.



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.

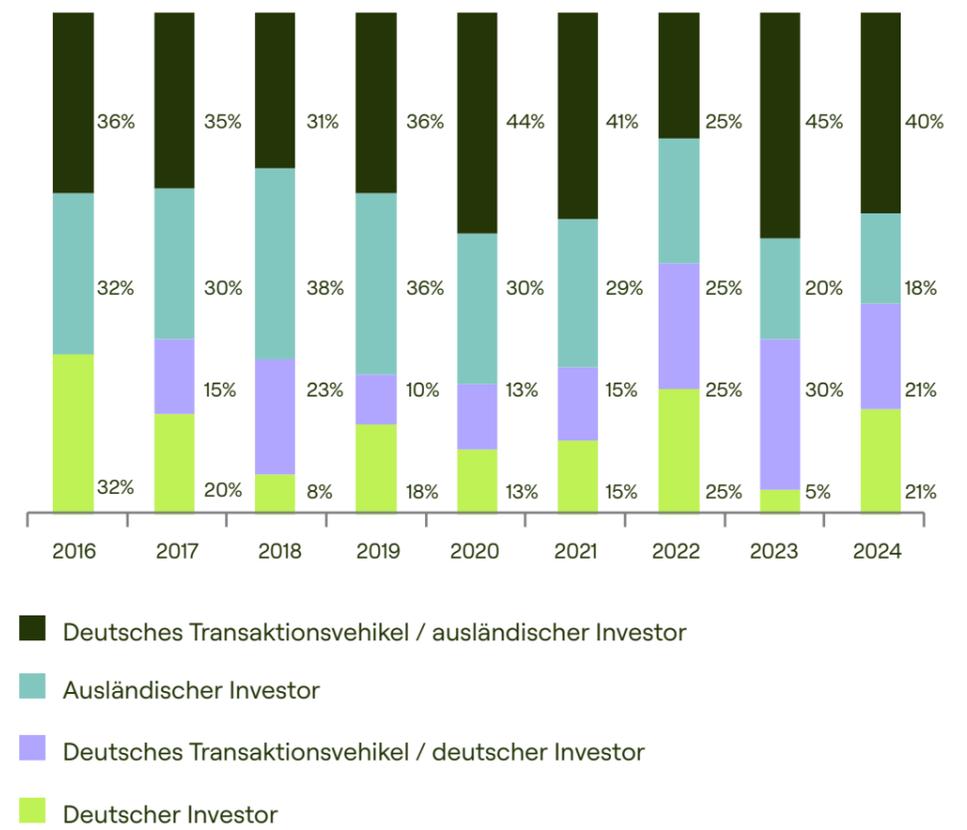
Im Jahr 2024 haben Vorstand und Aufsichtsrat bei lediglich 39 % der Angebote *Fairness Opinions* eingeholt, was den niedrigsten Wert im gesamten Vergleichszeitraum der letzten neun Jahre darstellt. Dies könnte mit dem vergleichsweise sehr hohen Anteil an Delisting-Erwerbsangeboten im zurückliegenden Jahr zusammenhängen, für deren Zwecke aus Kostengründen – zumal bei kürzlich vorangegangenen Übernahmeangeboten – nicht zwingend eine erneute *Fairness Opinion* von Vorstand und Aufsichtsrat eingeholt wird. Dies war im zurückliegenden Jahr etwa der Fall bei den Delisting-Erwerbsangeboten (i) der Mosel BidCo SE an die Aktionäre der Software Aktiengesellschaft, (ii) der Telefónica Local Services GmbH an die Aktionäre der Telefónica Deutschland Holding AG, (iii) der Ephios Bidco GmbH an die Aktionäre der SYNLAB AG, (iv) der Novartis BidCo AG an die Aktionäre der MorphoSys AG sowie (v) der Elbe BidCo AG an die Aktionäre der ENCAVIS AG.





2.9 Herkunft der Investoren

Im Jahr 2024 zeigt sich im Vergleich zum Vorjahr eine deutliche Zunahme von deutschen Investoren: So stammten 42 % der Angebote von deutschen Investoren, die entweder direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel ein Angebot veröffentlicht haben. Dies stellt im Vergleichszeitraum (nach dem Jahr 2022) den zweithöchsten Wert dar. Insbesondere der Anteil solcher deutschen Investoren, die sich keines Transaktionsvehikels bedient haben, ist von 5 % im Vorjahr (dem niedrigsten Wert im gesamten Vergleichszeitraum) auf 21 % angestiegen (dem dritthöchsten Wert im gesamten Vergleichszeitraum). Bei den ausländischen Investoren ist der umgekehrte Trend zu beobachten.



3.

STECKBRIEFE

3.1 Übernahmeangebot der ADNOC International Germany Holding AG an die Aktionäre der Covestro AG

Am 25. Oktober 2024 veröffentlichte die ADNOC International Germany Holding AG (nachfolgend **“ADNOC”** bzw. **“Bieterin”**) ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot im Wege eines Barangebotes an die Aktionäre der Covestro AG (nachfolgend **“Covestro”**) zu einem Preis von EUR 62,00 je Covestro-Aktie. ADNOC wird über verschiedene Gesellschaften und letztlich zu 100 % von der Regierung von Abu Dhabi (Vereinigte Arabische Emirate) gehalten.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt ADNOC International Limited (Vereinigte Arabische Emirate) (**“ADNOC International”**; ADNOC International zusammen mit der Bieterin der **“Investor”**), eine mit der Bieterin gemeinsam handelnde Person im Sinne des § 2 Abs. 5 WpÜG, unmittelbar 18.050.000 Covestro-Aktien, d.h. ca. 9,55 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an Covestro. Darüber hinaus hielt die Abu Dhabi Investment Authority (nachfolgend **“ADIA”**), ebenfalls eine mit der Bieterin gemeinsam handelnde Person, 305.897 Covestro-Aktien, d.h. ca. 0,16 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an Covestro.

Die Übernahme dient der Unterstützung der Unternehmensstrategie und der weiteren strategischen Entwicklung von Covestro sowie der Stärkung der Position von Covestro als einen der weltweit führenden Hersteller von hochwertigen Polymermaterialien sowohl im Bereich Performance Materials als auch im Bereich Solutions und Specialties. Die Transaktion ist eine zentrale Säule der Wachstumsstrategie von ADNOC International, die das Ziel verfolgt, eines der weltweit fünf größten Chemieunternehmen zu werden. Covestro wird für ADNOC International die Plattform für das Performance Materials- und Spezialchemie und Lösungsgeschäft werden.

Am 1. Oktober 2024 haben Covestro, der Investor und ADNOC eine Investitionsvereinbarung abgeschlossen (nachfolgend **“BCA”**).

Bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist wurde das öffentliche Übernahmeangebot für insgesamt 154.541.806 Covestro-Aktien angenommen, was einem Anteil von 81,77 % des Grundkapitals und der Stimmrechte von Covestro entspricht.

Überblick

Bieterin	ADNOC International Germany Holding AG
Zielgesellschaft	Covestro AG
Sektor	Industrie
Annahmefristen	25. Oktober 2024 bis 27. November 2024, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York). Weitere Annahmefrist: 3. Dezember 2024 bis 16. Dezember 2024, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York).
Annahmequoten	Ca. 81,77 % (bis zum Ablauf des 16. Dezember 2024, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York)).
Mindestannahmeschwelle	Min. 50 % aller Covestro-Aktien zzgl. einer Covestro-Aktie (d. h. mindestens 94.500.001 Covestro-Aktien) werden von der Bieterin, ADNOC International, ADNOC oder (mittelbaren) Tochtergesellschaften von ADNOC gehalten.
Status	Eintritt der Vollzugsbedingungen noch ausstehend
Angebotsvolumen (max.)	EUR 11,72 Mrd.
Angebotstyp	Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot)
Angebotsgegenleistung	EUR 62,00 je Aktie der Covestro AG
Beteiligungsaufbau	Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt ADNOC International, eine mit der Bieterin gemeinsam handelnde Person im Sinne des § 2 Abs. 5 WpÜG, unmittelbar 18.050.000 Covestro-Aktien, d.h. ca. 9,55 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an Covestro. Darüber hinaus hielt ADIA, eine mit der Bieterin gemeinsam handelnde Person im Sinne des § 2 Abs. 5 WpÜG, 305.897 Covestro-Aktien, d.h. ca. 0,16 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an Covestro.
Vereinbarungen mit Großaktionären	n/a

Überblick

Business Combination Agreement	<p>Am 1. Oktober 2024 haben ADNOC, der Investor und Covestro ein BCA abgeschlossen, in welchem die wesentlichen Bedingungen der Transaktion sowie die gegenseitigen Zusagen, Absichten und das gemeinsame Verständnis in Bezug auf die künftige Organisations- und Corporate Governance-Struktur und Geschäftstätigkeit von Covestro festgehalten werden. Das BCA hat eine feste Laufzeit bis zum Ablauf des 31. Dezember 2028, d.h. von ca. 4 Jahren.</p> <p>Laut den Angaben der Angebotsunterlage zu den Absichten des Investors – und damit auch der Bieterin – enthält das BCA vergleichsweise umfangreiche Regelungen, insbesondere zu den Absichten des Investors im Hinblick auf die Standorte, die Fortführung der Geschäftstätigkeit und Integrität der Covestro-Gruppe, die Arbeitnehmer, die Marken und das geistige Eigentum, die Zusammensetzung des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie weitere sonstige Aspekte.</p> <p>Neben der Verpflichtung, bestehende Verbindlichkeiten zu refinanzieren, hat sich der Investor in dem BCA dazu verpflichtet, Covestro eine zusätzliche Eigenkapitalfinanzierung zur Verfügung zu stellen. Der Investor hat sich ferner zur Zeichnung neuer Aktien unter dem Vorbehalt verpflichtet, dass der Bezugspreis je neuer Aktie dem Angebotspreis entspricht bzw. jedenfalls nicht übersteigt. Für den Fall, dass eine solche Kapitalerhöhung nicht durchführbar ist, hat sich der Investor dazu verpflichtet, auf Verlangen von Covestro die zusätzliche Eigenkapitalfinanzierung mittels eines Gesellschafterdarlehens zu drittüblichen Konditionen zur Verfügung zu stellen.</p> <p>Erwähnenswert erscheint im Übrigen, dass der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags während der Laufzeit des BCA nicht initiiert werden soll. Darüber hinaus hat sich der Investor vorbehalten, ein mögliches Delisting sowie einen Squeeze-out zu prüfen. In diesem Zusammenhang sieht das BCA ferner vor, dass der Vorstand vorbehaltlich seiner Organpflichten auf Verlangen des Investors ein Delisting oder einen Squeeze-out unterstützen wird, was jedoch an die Bedingung geknüpft ist, dass der Investor bestimmte Verpflichtungen aus dem BCA einhält, einschließlich der Bereitstellung der zusätzlichen Eigenkapitalfinanzierung sowie die Pflicht zur Führung von Gesprächen über Investitionsmöglichkeiten oder über mögliche M&A-Transaktionen.</p>
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	Vorstand und Aufsichtsrat haben den Aktionären der Covestro AG empfohlen, das Angebot anzunehmen.
Finanzierung	In einer Eigenkapitalzusage vom 30. September 2024 hat sich ADNOC International gegenüber ADNOC und der Morgan Stanley Europe SE dazu verpflichtet, ADNOC direkt oder indirekt einen Gesamtbetrag von bis zu EUR 12,94 Mrd. in Form von Eigenkapital und/oder Gesellschafterdarlehen oder ähnlichen Instrumenten zur Verfügung zu stellen, damit ADNOC ihre Zahlungsverpflichtungen im Rahmen des Übernahmeangebots erfüllen kann.

Überblick

Freundlich/Feindlich	Freundlich
Vollzugsbedingung	<p>Das Angebot und die durch seine Annahme zustande gekommenen Verträge stehen unter folgenden auflösenden Bedingungen:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Erreichen der Mindestannahmeschwelle (siehe oben) bis zum Ablauf der Annahmefrist; ■ Fusionskontrollrechtliche Freigaben spätestens bis zum 2. Dezember 2025 durch die zuständigen Behörden in: Ägypten, Brasilien, China, Europäische Union, Gemeinsamer Markt für das Östliche und Südliche Afrika, Indien, Japan, Kanada, Marokko, Mexiko, Südafrika, Südkorea, Schweiz, Taiwan, Türkei, dem Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten, und Vietnam; ■ Außenwirtschaftsrechtliche Freigaben spätestens bis zum 2. Dezember 2025 durch die zuständigen Behörden in: Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Kanada, Spanien, dem Vereinigten Königreich, und den Vereinigten Staaten; ■ EU-subventionskontrollrechtliche Freigabe spätestens bis zum 2. Dezember 2025; ■ Kein Beschluss über eine Ausschüttung einer Bar- oder Sachdividende, einschließlich Zahlung einer Sonderdividende, bis zum Ablauf der Annahmefrist; ■ Kein Beschluss über die Änderung der satzungsmäßigen Mehrheitserfordernisse oder über die Durchführung umwandlungsrechtlicher Maßnahmen bis zum Ablauf der Annahmefrist; ■ Keine Vornahme oder Bekanntgabe bestimmter Kapitalmaßnahmen bis zum Ablauf der Annahmefrist; ■ Keine Eröffnung eines Insolvenzverfahrens bis zum Ablauf der Annahmefrist; ■ Keine wesentliche nachteilige Veränderung bei Covestro bis zum Ablauf der Annahmefrist; ■ Kein wesentlicher Compliance-Verstoß bis zum Ablauf der Annahmefrist.
Links	<p><u>Übernahmeangebot vom 25. Oktober 2024</u></p> <p><u>Gemeinsame Begründete Stellungnahme des Vorstandes und des Aufsichtsrates vom 7. November 2024</u></p>



3.2 Übernahmeangebot und Delisting-Erwerbsangebot der Novartis BidCo AG an die Aktionäre der MorphoSys AG

(a) Übernahmeangebot vom 11. April 2024

Am 11. April 2024 veröffentlichte die Novartis BidCo AG (nachfolgend **“Novartis”** bzw. **“Bieterin”**) ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot im Wege eines Barangebotes an die Aktionäre der MorphoSys AG (nachfolgend **“MorphoSys”**) zu einem Preis von EUR 68,00 je MorphoSys-Aktie. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt die Bieterin keine MorphoSys-Aktien.

Die Bieterin und MorphoSys entwickeln beide Medikamente für Krebspatientinnen und -patienten, die dringend bessere Behandlungsmöglichkeiten benötigen. Mit der Übernahme strebt die Bieterin den Erwerb der weltweiten Exklusivrechte für die Entwicklung und Vermarktung von Pelabresib an, der wichtigsten Säule der vielversprechenden Onkologie-Pipeline von MorphoSys.

Am 5. Februar 2024 schlossen die Bieterin und MorphoSys eine Zusammenschlussvereinbarung (**“BCA”**). Dieses enthält die wesentlichen Bestimmungen und Bedingungen des Angebots sowie die wesentlichen Bedingungen der Übernahme und der künftigen Zusammenarbeit zwischen MorphoSys, der Bieterin und der Novartis AG. Mit einer Annahmquote von ca. 77,78 % zum Ablauf der Annahmefrist am 30. Mai 2024 wurde das Übernahmeangebot erfolgreich durchgeführt.

(b) Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024

Am 4. Juli 2024 veröffentlichte Novartis ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot im Wege eines Barangebots an die Aktionäre von MorphoSys zu einem Preis von EUR 68,00 je MorphoSys-Aktie.

Ursprünglich hielt die Bieterin infolge des vorangegangenen öffentlichen Übernahmeangebots insgesamt 29.336.378 MorphoSys-Aktien (dies entspricht rund 77,78 % des Grundkapitals und rund 77,89 % des stimmberechtigten Grundkapitals von MorphoSys). Die Bieterin erwarb sodann (i) im April 2024 börslich weitere 4.360.100 MorphoSys-Aktien und (ii) im Juni 2024 außerbörslich weitere 641.331 MorphoSys-Aktien.

Sämtliche von ihr gehaltenen MorphoSys-Aktien übertrug die Bieterin sodann am 19. Juni 2024 im Wege einer Einbringung ohne Gegenleistung auf ihr Tochterunternehmen, die Novartis BidCo Germany AG (nachfolgend **“Novartis BidCo Germany”**). Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Delisting-Erwerbsangebotes vom 4. Juli 2024 hielt die Bieterin daher unmittelbar keine MorphoSys-Aktien. Sie hielt allerdings mittelbar über die Novartis BidCo Germany, eine mit der Bieterin gemeinsam handelnde Person, insgesamt 34.337.809 MorphoSys-Aktien (dies entspricht ca. 91,04 % des Grundkapitals und ca. 91,17 % des stimmberechtigten Grundkapitals von MorphoSys). Diese werden der Bieterin gem. § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 1, S. 3, § 2 Abs. 6 WpÜG zugerechnet.

Am 24. Mai 2024 haben MorphoSys, die Novartis AG und die Bieterin – neben dem BCA vom 5. Februar 2024 – weitere Vereinbarungen abgeschlossen, die Rahmenbedingungen für die Zusammenarbeit während des Übergangszeitraums zwischen der Abwicklung des vorangegangenen Übernahmeangebots und dem Wirksamwerden des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Outs schaffen: (i) die Vereinbarung über die Entwicklung und Unterstützung vor der Kommerzialisierung (Development and Pre-Commercialization Support Agreement, nachfolgend **“DPSA”**), (ii) die Kooperationsvereinbarung (Cooperation Agreement, nachfolgend **“CA”**) sowie (iii) die Qualitätssicherungsvereinbarung (Quality Assurance Agreement, nachfolgend **“QAA”**).

Am 20. Juni 2024 wurde ferner eine Vereinbarung abgeschlossen, die die gemeinsamen Absichten und jeweiligen Verpflichtungen im Zusammenhang mit dem Delisting regelt (**“Delisting-Vereinbarung”**). Am selben Tag wurde zwischen der Bieterin und MorphoSys eine Vereinbarung über eine Kreditlinie der Bieterin als Aktionärin von MorphoSys (Shareholder Loan Facility Agreement, nachfolgend **“SLFA”**) abgeschlossen. Der Abschluss des SLFA war Teil der Erfüllung der Verpflichtungen der Bieterin aus dem BCA und sollte dazu dienen, MorphoSys die erforderlichen finanziellen Mittel infolge des Vollzugs des vorangegangenen Übernahmeangebots vom 11. April 2024 zur Verfügung zu stellen.

Mit einer Annahmquote von ca. 3,23 % zum Ablauf der weiteren Annahmefrist am 2. August 2024 wurde auch das Delisting-Erwerbsangebot erfolgreich durchgeführt. Mit Ablauf des 2. August 2024 wurde der Widerruf der Zulassung der MorphoSys-Aktien zum Handeln im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse wirksam. Es folgte ein verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out gem. § 62 Abs. 5 UmwG, §§ 327a ff. AktG, indem MorphoSys als übertragende Gesellschaft auf die Novartis BidCo Germany als übernehmende Gesellschaft verschmolzen wurde. Die Verschmelzung ist am 15. Oktober 2024 mit Eintragung in das Handelsregister wirksam geworden.

Überblick

Bieterin	Novartis BidCo AG
Zielgesellschaft	MorphoSys AG
Sektor	Pharma
Annahmefristen	<p>a) Übernahmeangebot vom 11. April 2024</p> <p>11. April 2024 bis 13. Mai 2024, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York).</p> <p>Weitere Annahmefrist: 16. Mai 2024 bis 30. Mai 2024, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York).</p> <p>b) Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024</p> <p>4. Juli 2024 bis 2. August 2024, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York).</p>
Annahmequoten	<p>a) Übernahmeangebot vom 11. April 2024</p> <p>Ca. 77,78 % (bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist am 30. Mai 2024, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York)).</p> <p>b) Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024</p> <p>Ca. 3,23 % (bis zum Ablauf der Annahmefrist am 2. August 2024, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York)).</p>
Mindestannahmeschwelle	<p>a) Übernahmeangebot vom 11. April 2024</p> <p>Min. 65 % aller MorphoSys-Aktien (d.h. mindestens 24.480.780 MorphoSys-Aktien) werden von der Bieterin oder einer mit der Bieterin gemeinsam handelnden Person gehalten oder ihnen zugerechnet.</p> <p>b) Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024</p> <p>Keine Mindestannahmeschwelle.</p>

Überblick

Status	Erfolgreich (beide Angebote)
Angebotsvolumen (max.)	<p>a) Übernahmeangebot vom 11. April 2024</p> <p>EUR 2,588 Mrd.</p> <p>b) Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024</p> <p>EUR 0,25 Mrd.</p>
Angebotstyp	<p>a) Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot)</p> <p>b) Öffentliches Delisting-Erwerbsangebot (Barangebot)</p>
Angebotsgegenleistung	Bei beiden Angeboten EUR 68,00 je Aktie der MorphoSys AG
Beteiligungsaufbau	<p>a) Übernahmeangebot vom 11. April 2024</p> <p>Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt die Bieterin keine MorphoSys-Aktien.</p> <p>b) Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024</p> <p>Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt die Bieterin mittelbar über die Novartis BidCo Germany 34.337.809 MorphoSys-Aktien (dies entspricht rund 91,04 % des Grundkapitals und rund 91,17 % des stimmberechtigten Grundkapitals von MorphoSys zu diesem Zeitpunkt).</p> <p>Diese wurden zuvor von der Bieterin gehalten und am 19. Juni 2024 im Wege einer Einbringung ohne Gegenleistung auf die Novartis BidCo Germany übertragen. Dabei handelt es sich um ein Tochterunternehmen der Bieterin und eine mit ihr gemeinsam handelnde Person. Die damit verbundenen Stimmrechte werden der Bieterin daher gem. § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 1, S. 3, § 2 Abs. 6 WpÜG zugerechnet.</p>
Vereinbarungen mit Großaktionären	<p>a) Übernahmeangebot vom 11. April 2024</p> <p>n/a</p> <p>b) Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024</p> <p>Am 26. Juni 2024 haben die Bieterin und Novartis BidCo Germany eine Nichtannahmevereinbarung geschlossen. In diesem Zusammenhang wurde am 27. Juni 2024 auch eine Depotsperrvereinbarung abgeschlossen.</p>

Überblick

Business Combination Agreement	<p>Am 5. Februar 2024 schlossen die Novartis AG, die Bieterin und MorphoSys ein BCA ab. Das BCA enthält die wesentlichen Bestimmungen und Bedingungen des Angebots sowie die wesentlichen Bedingungen der Übernahme und der künftigen Zusammenarbeit zwischen MorphoSys, der Bieterin und der Novartis AG. Das BCA hat eine feste Laufzeit von drei (3) Jahren.</p> <p>Teil der Erfüllung der Verpflichtungen aus dem BCA war auch der Abschluss des SLFA (<i>Shareholder Loan Facility Agreement</i>) vom 20. Juni 2024 zwischen der Bieterin und MorphoSys. Dieses soll dazu dienen, MorphoSys die erforderlichen finanziellen Mittel infolge des Vollzugs des vorangegangenen Übernahmeangebots vom 11. April 2024 zur Verfügung zu stellen. Das SLFA hat eine Laufzeit bis spätestens zum 31. Dezember 2026.</p>
Weitere Vereinbarungen zwischen der Bieterin und der Zielgesellschaft	<p>Am 24. Mai 2024 wurden drei Vereinbarungen geschlossen, die Rahmenbedingungen für die Zusammenarbeit während des Übergangszeitraums zwischen der Abwicklung des vorangegangenen Übernahmeangebots und dem Wirksamwerden des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Outs schaffen:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ MorphoSys und die Alleinaktionärin der Bieterin, die Novartis Pharma AG (nachfolgend "Novartis Pharma"), haben das DPSA (<i>Development and Pre-Commercialization Support Agreement</i>) abgeschlossen, das während des Übergangszeitraums die gemeinsamen Entwicklungsaktivitäten für Pelabresib und Tulmimetostat sowie die Vorbereitungen der Markteinführung von Pelabresib und die damit verbundene Vorvermarktung regelt. ■ Darüber hinaus haben MorphoSys, die Novartis AG und die Bieterin das CA (<i>Cooperation Agreement</i>) abgeschlossen, das die Grundsätze und Kernbereiche der Zusammenarbeit zwischen Novartis und MorphoSys während des Übergangszeitraums regelt. Im Wesentlichen verbleiben die Entscheidungsbefugnisse hinsichtlich Managemententscheidungen bei MorphoSys, während Novartis bestimmte Informationsrechte eingeräumt werden. ■ Des Weiteren haben MorphoSys und Novartis Pharma das QAA (<i>Quality Assurance Agreement</i>) abgeschlossen. Dieses sieht vor, dass MorphoSys bei der Durchführung mit Aktivitäten im Zusammenhang mit dem DPSA und dem CA bestimmte festgelegte Qualitätsstandards in Bezug auf gute klinische Praxis sowie gute Herstellungs-, Labor- und Entwicklungs- und Vertriebspraxis einhalten muss. <p>Am 20. Juni 2024 schlossen MorphoSys und die Bieterin ferner die Delisting-Vereinbarung ab, in der ihr gemeinsames Verständnis und ihre Absichten in Bezug auf das Delisting festgehalten sind. Die Delisting-Vereinbarung hat eine Laufzeit von achtzehn (18) Monaten ab dem Tag ihrer Unterzeichnung.</p>
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	<p>Der Vorstand und der Aufsichtsrat haben sowohl die Annahme des Übernahmeangebots vom 11. April 2024 als auch die Annahme des Delisting-Erwerbsangebots vom 4. Juli 2024 empfohlen.</p>

Überblick

Finanzierung	<p>Zur Abwicklung sowohl des Übernahmeangebotes als auch des Delisting-Erwerbsangebotes sicherte sich die Bieterin Barmittel und Finanzierungszusagen, die in Form von Eigenkapital und/oder Gesellschafterdarlehen oder ähnlichen Instrumenten von der Novartis AG zur Verfügung gestellt werden. Im Rahmen der Gewährung einer Kreditlinie am 20. März 2024 hat sich Novartis Pharma gegenüber der Bieterin dazu verpflichtet, der Bieterin die für die Abwicklung sowohl des Übernahmeangebotes und als auch des Delisting-Erwerbsangebotes notwendigen finanziellen Mittel rechtzeitig zur Verfügung zu stellen.</p>
Freundlich/Feindlich	<p>Freundlich (beide Angebote)</p>
Vollzugsbedingung	<p>a) Übernahmeangebot vom 11. April 2024</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Erreichen der Mindestannahmeschwelle (siehe oben) bis zum Ablauf der Annahmefrist; ■ Keine Eröffnung eines Insolvenzverfahrens bis zum Ablauf der Annahmefrist; ■ Keine Untersagung oder Rechtswidrigkeit des Angebots; ■ Kein wesentlicher Compliance-Verstoß bis zum Ablauf der Annahmefrist. <p>Alle Angebotsbedingungen sind eingetreten.</p> <p>b) Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024</p> <p>Der Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots und der durch die Annahme des Delisting-Erwerbsangebots zustande gekommenen Verträge stehen unter keinen Vollzugsbedingungen.</p> <p>Mit Ablauf des 2. August 2024 wurde der Widerruf der Zulassung der Aktien von MorphoSys zum Handeln im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse wirksam.</p>
Links	<p><u>Übernahmeangebot vom 11. April 2024</u></p> <p><u>Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats vom 11. April 2024 zum Übernahmeangebot</u></p> <p><u>Delisting-Erwerbsangebot vom 4. Juli 2024</u></p> <p><u>Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats vom 4. Juli 2024 zum Delisting-Erwerbsangebot</u></p>

4.

Übersicht über aktuelle Entwicklungen

4.1 Rückgriff auf den Börsenkurs zur Schätzung des Unternehmenswertes, Beschluss des BGH vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22 (Vodafone/KDG)

(a) Einleitung

Mit seiner Entscheidung vom 31. Januar 2024 (Az. II ZB 5/22 – Vodafone/KDG) bestätigte der BGH seine Entscheidung des Vorjahres (BGH vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21 – *TLG/WCM*), dass die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich bei Strukturmaßnahmen börsennotierter Unternehmen allein auf den Börsenkurs gestützt werden kann, wenn dieser eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaubt. Dies dürfte die bisherige Praxis ändern, welche noch von den Bewertungen gemäß dem IDW Standard S1 geprägt war.

(b) Sachverhalt

Der Entscheidung liegt ein gerichtliches Spruchverfahren zugrunde, welches die Beurteilung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (nachfolgend **“BGAV”**) zwischen der Bieterin, ein Unternehmen der der Vodafone-Gruppe (nachfolgend **“Bieterin”**), und der Zielgesellschaft, der Kabel Deutschland AG (nachfolgend **“Zielgesellschaft”**), zum Gegenstand hatte.

Im Februar 2013 kamen erstmals Gerüchte zu einer möglichen Übernahme der Zielgesellschaft durch die Bieterin auf. Im Juni 2013 veröffentlichte die Zielgesellschaft sodann eine Ad-hoc-Mitteilung, wonach die Bieterin diese möglicherweise übernehmen wolle, allerdings keine Gewissheit darüber bestünde, ob und zu welchen Bedingungen ein Angebot abgegeben werde. Ende Juni 2013 kündigte die Bieterin sodann ein öffentliches Übernahmeangebot zu einem Angebotspreis von EUR 84,50 an und veröffentlichte Ende Juli 2013 die Angebotsunterlage. Sowohl das Übernahmeangebot als auch die gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrates der Zielgesellschaft nannten den Abschluss eines BGAV bzw. einen Squeeze-out bei Erreichen der entsprechenden Mindestannahmeschwelle als mögliche Strukturmaßnahmen.



Mitte September 2013 veröffentlichte die Bieterin eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilung, wonach die Mindestannahmeschwelle von 75 % erreicht wurde und nunmehr der Abschluss eines BGAV beabsichtigt sei.

In dem jeweiligen Dreimonatszeitraum vor dem 12. Februar 2013 (Aufreten erstmaliger Gerüchte über eine mögliche Übernahme), dem 12. Juni 2013 (der ersten Ad-hoc-Mitteilung der Zielgesellschaft über eine mögliche Übernahme), dem 30. Juli 2013 (der Veröffentlichung der Angebotsunterlage) und dem 12. September 2013 (der Ad-hoc-Mitteilung betreffend Überschreitung der Mindestannahmeschwelle) betrug der von der BaFin ermittelte gewichtete Durchschnittskurs der Zielgesellschaftsaktie EUR 57,22, EUR 72,11, EUR 82,19 und EUR 84,53 je Aktie. Die gutachterliche Stellungnahme einer beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ermittelte für den beabsichtigten Stichtag 13. Februar 2014 (d.i. der Tag des Hauptversammlungsbeschlusses über die Zustimmung zum BGAV) nach dem Ertragswertverfahren einen Wert von EUR 75,76 je Aktie. Dieser Wert liegt deutlich unterhalb der auf Basis des höheren gewichteten Durchschnittskurses zum Stichtag 12. September 2013 festgelegten Abfindung von EUR 84,53. Ferner ermittelte der Gutachter zugunsten der Minderheitsaktionäre ausgehend von dem Angebotspreis des Übernahmeangebotes in Höhe von EUR 84,50 einen Ausgleich von EUR 3,77 je Aktie.

Am 29. Dezember 2013 schlossen die Bieterin und die Zielgesellschaft einen BGAV, in dem sich die Bieterin zur Zahlung einer Barabfindung – entsprechend der gutachterlichen Stellungnahme – in Höhe von EUR 84,53 je Aktie und eines jährlich festen Ausgleichs von EUR 3,77 an die außenstehenden Aktionäre verpflichtete. Die Hauptversammlung der Zielgesellschaft stimmte dem BGAV am 13. Februar 2014 zu. Der Zustimmungsbeschluss wurde am 13. März 2014 in das Handelsregister eingetragen.

Die Aktionäre der Zielgesellschaft beehrten die gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich im Wege eines Spruchverfahrens und beantragten, eine höhere Abfindung und einen höheren Ausgleich festzusetzen. Nachdem das Landgericht München I die Anträge zurückwies, legten die Aktionäre der Zielgesellschaft zunächst Beschwerde und nach Zurückweisung derselben Rechtsbeschwerde bei dem BGH ein.

(c) Entscheidungsgründe

Der BGH hatte zu entscheiden, ob der Börsenkurs bei einem BGAV für die Schätzung des Unternehmenswertes und die Ermittlung der angemessenen Abfindung sowie als Grundlage für die Ermittlung des Barausgleichs zugrunde gelegt werden kann.

(i) Bestimmung der Angemessenheit der Abfindung anhand des Börsenkurses

Im vergangenen Jahr entschied der BGH bereits in Sachen TLG/WCM (Az. II ZB 12/21), dass die Angemessenheit einer aufgrund eines Beherrschungsvertrages geschuldeten Abfindung der außenstehenden Aktionäre anhand des Börsenwerts der Gesellschaft bestimmt werden kann. Dieser soll demnach auch geeignet sein, sowohl die bisherige Ertragslage der Zielgesellschaft als auch deren künftige Ertragsaussichten im Einzelfall hinreichend abzubilden und könne daher Grundlage für

den gem. § 304 Abs. 2 S. 1 AktG zu bestimmenden angemessenen festen Ausgleich sein. Mit seiner aktuellen Entscheidung vom 31. Januar 2024 in Sachen Vodafone/KDG bestätigt der BGH nun seinen im Vorjahr beschrittenen Weg und etabliert die Börsenwertmethode als geeignete und eigenständige Bewertungsmethode für die Bestimmung von Abfindungen und Ausgleichszahlungen.

Bereits im Jahre 1999 gab das BVerfG (Az. 1 BvR 1613/94 – DAT/Atlanta) vor, dass außenstehenden Aktionären der „wahre“ Wert ihrer Beteiligung als Abfindung zuzusprechen sei, welche jedoch nicht niedriger sein dürfe als der Börsenkurs. Wie genau der wahre Wert zu ermitteln ist, überließ das BVerfG den Zivilgerichten. In der obergerichtlichen Rechtsprechung entwickelte sich daraufhin die Tendenz, den Börsenkurs nicht nur als Untergrenze, sondern als Grundlage für die Bewertung heranzuziehen, da das Gesetz keine bestimmte Methode zur Unternehmensbewertung vorsieht. Gleichwohl war in der Praxis weiterhin umstritten, ob die Börsenkursmethode gleichwertig mit anderen anerkannten Bewertungsmethoden ist. Dies bejaht der BGH nun ausdrücklich und beendet den seit Jahren hierzu in der Rechtsprechung und Literatur bestehenden Streit.

Die konkrete Wahl der Bewertungsmethode, die im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung abbilden soll, obliegt als Teil der Tatsachenfeststellung dem Tatrichter und ist gerichtlich nur eingeschränkt überprüfbar. Der BGH stellt nun ausdrücklich klar, dass die Börsenwertmethode grundsätzlich eine geeignete Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs darstellt und im Einklang mit Art. 14 GG steht. Dies beruht auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen bzw. Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Daher kann der Börsenkurs sowohl (i) geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs für die Abfindung nach § 305 AktG sein, als auch (ii) geeignet sein, sowohl die bisherige Ertragslage als auch die künftigen Ertragsaussichten der Zielgesellschaft im Einzelfall hinreichend abzubilden und Grundlage für den Ausgleich nach § 304 Abs. 2 S. 1 AktG zu sein.

(ii) Ungeeignetheit des Börsenkurses mangels hinreichender Aussagekraft

Ein Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet nur aus, wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann. In diesem Fall spiegelt der Börsenkurs den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung nicht verlässlich wider und bildet nicht den „wahren“ Wert ab. Die Börsenwertmethode scheidet daher aus, wenn über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit den Aktien der Zielgesellschaft stattgefunden hat bzw. eine Marktmenge vorliegt. Als Indizien für das Vorliegen einer solchen Marktmenge nennt der BGH geringe Handelsvolumina, einen Handel nur an wenigen Börsentagen oder einen geringen Streubesitz der Aktien. Ferner verfügt der Börsenkurs nicht über hinreichende Aussagekraft, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder wenn gegen kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten verstoßen wurde. Anhaltspunkte dafür, dass der Börsenkurs aufgrund einer der vorgenannten Fallgruppen nicht hinreichend aussagekräftig ist, lagen im vorliegenden Fall Vodafone/KDG nicht vor.





(iii) Verzerrungen durch Übernahmespekulationen

Der BGH stellt ferner klar, dass der Börsenkurs als Schätzungsgrundlage zur Unternehmensbewertung auch dann hinreichend aussagekräftig ist, wenn er durch Übernahmespekulationen nach oben verzerrt ist, unabhängig von einer daraus folgenden Verzerrung des originären Betafaktors des Unternehmens. Dies beruht auf der Überlegung, dass dieser nach oben verzerrte, die operative Ertragskraft der Gesellschaft möglicherweise übersteigende Börsenkurs den Anteilsinhaber besserstellt. Die Eignung der Börsenkurse als Schätzungsgrundlage wird durch eine Verzerrung der Betafaktoren daher nicht tangiert.

(iv) Maßgeblicher Referenzzeitraum

Hinsichtlich des maßgeblichen Referenzzeitraumes bestätigte der BGH seine STOLLWERCK-Entscheidung vom 19. Juli 2010 (Az. II ZB 18/09). Demnach ist für die Ableitung des Börsenkurses auf den Durchschnittskurs innerhalb eines Referenzzeitraumes von drei Monaten vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abzustellen. Für die Bestimmung des Stichtags zur Ermittlung des vorgenannten Referenzzeitraumes kommen jedoch mehrere Möglichkeiten in Betracht. Teilweise wird vertreten, dass erst derjenige Zeitpunkt maßgeblich ist, in welchem durch die Beschlussfassung der Hauptversammlung eine rechtliche Grundlage für die Umsetzung des BGAV geschaffen wurde. Andererseits wird eine Vorverlagerung auf den Zeitpunkt der Ankündigung oder Veröffentlichung des Übernahmeangebots gefordert, da einem Übernahmeangebot und der darin enthaltenen Ankündigung

der Absicht zum Abschluss eines BGAV durchaus schon Potential zur Kursbeeinflussung zukommen kann. Auf welchen Zeitpunkt es ankommt, hat der BGH im vorliegenden Fall offengelassen, da der Börsenwert der Beteiligung in allen in Betracht kommenden Referenzzeiträumen unter der vertraglich festgelegten Abfindung lag.

Dass dieser maßgebliche Stichtag jedoch ein anderer ist als der eigentlich maßgebliche Bewertungsstichtag, nämlich der Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung (vgl. § 305 Abs. 3 S. 2 AktG), hat der BGH an dieser Stelle nicht problematisiert.

(d) Auswirkungen auf die Praxis

Der BGH hat den Streit um die Geeignetheit von Börsenkursen zur Beurteilung der Angemessenheit von Abfindungen und Ausgleichszahlungen beendet und Rechtssicherheit geschaffen. Gerade im Zusammenhang mit dem nach § 304 Abs. 2 S. 1 AktG zu bestimmenden festen Ausgleich, der eine Bewertungsmethode erforderte, die das zukünftige Ertragspotential widerspiegelt, bestanden Zweifel an der Geeignetheit der Börsenwertmethode. Es ist daher zu begrüßen, dass der BGH nun klargestellt hat, dass der Börsenkurs durchaus auch zukünftige Ertragsaussichten abbilden kann.

Erfreulich ist auch die Abkehr vom Meistbegünstigungsprinzip, welches teilweise noch vertreten wurde. Der BGH stellt klar, dass die Börsenwertmethode mit den anderen anerkannten Bewertungsmethoden gleichwertig ist. Für die Praxis bedeutet dies, dass nicht (mehr) erforderlich ist, verschiedene Bewertungsmethoden anzuwenden und diejenige Methode, die den höchsten Unternehmenswert ermittelt, für die Bestimmung der Kompensation anzuwenden.

Da öffentliche Angebote in der Praxis häufig mit Strukturmaßnahmen wie BGAV und Squeeze-out verbunden werden, ist auch begrüßenswert, dass der BGH hinsichtlich der Auswirkungen damit verbundener Spekulationen bzw. Kursverzerrungen klarstellt, dass diese die Aussagekraft des Börsenkurses nicht berühren. Damit schafft der BGH Rechtssicherheit, wo in der Literatur noch Uneinigkeit bestand.

Damit dürfte die Entscheidung i.S. Vodafone/KDG einen wichtigen Beitrag zur Eindämmung der „back-end speculation“ durch Hedgefonds im deutschen Übernahmemarkt leisten. Gänzlich beseitigt wird das Risiko der Spekulation auf einer höheren, auf das IDW S1 Verfahren gestützten Abfindung dadurch allerdings nicht. Denn im Rahmen des Spruchverfahrens zur Bestimmung der Abfindungshöhe könnte immer noch geltend gemacht werden, dass der Börsenkurs – z.B. aufgrund von Marktengpass – im Einzelfall nicht aussagekräftig war. Es bleibt daher abzuwarten, ob die Aktivitäten von Hedgefonds im deutschen Übernahmemarkt in den kommenden Jahren abnehmen werden.

4.2 Übernahmerechtliche Auswirkungen des Zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetzes

Nachdem das Zukunftsfinanzierungsgesetz vom 11. Dezember 2023 (*ZuFinG*) am 1. Januar 2024 in Kraft getreten ist, sieht nun der Regierungsentwurf eines Zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetzes vom 5. Dezember 2024 (BR-Drs. 599/24 – *ZuFinG II*) weitere Maßnahmen zur Stärkung des Finanzstandortes Deutschland vor. Der Entwurf sieht auch einige Änderungen vor, die das Übernahmerecht betreffen oder zumindest mittelbar zur Folge haben. Ob das *ZuFinG II* noch in der laufenden Legislaturperiode verabschiedet wird, ist angesichts der vorgezogenen Bundestagswahl jedoch ungewiss.

(a) Änderungen des SpruchG und des BörsG (Delisting)

Die in dem Regierungsentwurf vorgesehenen Änderungen des Spruchverfahrensgesetzes (SpruchG) und des Börsengesetzes (BörsG) beinhalten vorwiegend neue Regelungen für Delistingangebote.

Der neue § 39 Abs. 3 S. 7 BörsG-E i.V.m. § 1 Nr. 8 SpruchG-E sieht vor, dass Streitigkeiten über die Höhe der an die außenstehenden Aktionäre zu zahlenden Gegenleistung beim Delisting auf Antrag des Emittenten nun im gerichtlichen Spruchverfahren entschieden werden sollen und damit nicht mehr durch die ordentlichen Gerichte. Dadurch soll laut Begründung des Regierungsentwurfs gewährleistet werden, dass das Delisting vollzogen werden kann, ohne dass Streitigkeiten über die Angemessenheit der Gegenleistung dieses verhindern. Das Spruchverfahren stellt zudem eine bessere Möglichkeit zu Rechtsdurchsetzung für Anleger dar.

Der Referentenentwurf des *ZuFinG II* vom 27. August 2024 sah noch vor, dass das Delistingangebot im Falle eines Antrags auf gerichtliche Überprüfung der Gegenleistung binnen zwei (2) Monaten nach dem Tag angenommen werden kann, an dem die Entscheidung im Bundesanzeiger bekanntgemacht worden ist. Diese dem WpÜG fremde und nicht absehbare Verlängerung der Annahmefrist für öffentliche Delistingangebote – auch vor dem Hintergrund meist aufwändiger Bewertungsmethoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes – hat der Regierungsentwurf des *ZuFinG II* erfreulicherweise nicht übernommen. Der Regierungsentwurf stellt auch klar, dass nur diejenigen Aktionäre, die das Delistingangebot angenommen haben, ein solches Spruchverfahren einleiten können (§ 3 S. 1 Nr. 7 SpruchG-E).

Für die Bestimmung der an die außenstehenden Aktionäre zu zahlenden Gegenleistung beim Delisting wird die bisher als strikt wahrgenommene Orientierung am Börsenkurs gelockert und der Anwendungsbereich der Bewertung anhand des Unternehmenswertes erweitert. Nach derzeitiger Rechtslage gemäß § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG muss die Gegenleistung mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Wertpapiere während der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung der Absicht zur Abgabe eines Delisting-Erwerbsangebots entsprechen, sofern nicht einer der abschließend in § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG genannten Ausnahmefälle vorliegt, namentlich Verstöße gegen die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität sowie gegen das Verbot der Marktmanipulation. In diesen Fällen richtet sich die Mindestgegenleistung nicht am Börsenkurs, sondern ist anhand einer Unternehmensbewertung zu bestimmen. Nach § 39 Abs. 3 S. 6 BörsG gilt dies auch dann, wenn während der sechsmonatigen Referenzperiode an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen. Diese abschließende Regelung wurde jedoch

nach Einschätzung des Gesetzgebers als zu eng empfunden. Als Reaktion darauf sieht der Regierungsentwurf in der Neufassung des § 39 Abs. 3 BörsG-E nun eine Generalklausel vor, die den Anwendungsbereich der Ausnahmefälle öffnet. Die bisherigen Ausnahmetatbestände für Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizität und das Marktmanipulationsverbot sollen nun zu Regelbeispielen modifiziert werden, jedoch mit der Maßgabe, dass sie sich auf den Börsenkurs wesentlich ausgewirkt haben müssen. Der Regierungsentwurf des *ZuFinG II* konkretisiert jedoch bedauerlicherweise nicht, welche weiteren Fälle er als Anwendungsbereich dieser Neuregelung im Blick hatte.

Eine begrüßenswerte Änderung sieht das *ZuFinG II* für Fälle des sog. „Downlisting“ vor. Ein Widerruf der Zulassung von Wertpapieren soll nach dem Regierungsentwurf des *ZuFinG II* kein öffentliches Erwerbsangebot mehr auslösen, wenn die Wertpapiere weiterhin an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden (vgl. § 39 Abs. 2 Nr. 3 und § 48a Abs. 1b BörsG-E). Diese Neuregelung beruht ausweislich der Begründung des Regierungsentwurfs auf der Annahme, dass über KMU-Wachstumsmärkte weiterhin ein ausreichender Handel gewährleistet wird, der Anlegern die Veräußerung ihrer Wertpapiere ermöglicht. Dies scheint konsequent, da die Publikations- und Transparenzanforderungen des qualifizierten Freiverkehrsegments durchaus mit denen des regulierten Marktes vergleichbar sind.

Der Regierungsentwurf des *ZuFinG II* stellt zugleich klar, dass infolge der Gleichstellung von KMU-Wachstumsmärkten mit regulierten Märkten ein Rückzug vom KMU-Wachstumsmarkt denselben Regelungen zu folgen hat wie ein Rückzug vom regulierten Markt (§ 48a Abs. 1b i.V.m. § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG-E). Folglich muss ein entsprechendes Delisting-Erwerbsangebot von der BaFin geprüft werden. Im umgekehrten Fall eines sog. „Uplistings“, d.h. dem Wechsel von einem KMU-Wachstumsmarkt in einen regulierten Markt besteht hingegen keine Angebotspflicht laut der Begründung des Regierungsentwurfs.

(b) Implementierung eines zentralen europäischen Zugangsportals

Der Regierungsentwurf des *ZuFinG II* sieht ferner die Implementierung eines zentralen europäischen Zugangsportals (European Single Access Point, ESAP) in dem neuen § 9a WpÜG-E vor. Dies soll der Umsetzung der europäischen Vorgaben zum ESAP dienen und die Verordnung (EU) Nr. 2023/2859 vom 13. Dezember 2023 umsetzen. Die BaFin soll fortan die Aufgabe als ESAP-Sammelstelle für Veröffentlichungen nach dem WpÜG wahrnehmen. Neue Offenlegungspflichten für die betreffenden Unternehmen sollen hierdurch nicht geschaffen werden (Erwägungsgrund 7 der Verordnung (EU) Nr. 2023/2859). Zu beachten sind jedoch die in § 9a Abs. 2 WpÜG-E genannten Vorgaben zu den Formanforderungen und den erforderlichen Metadaten, welche bei sämtlichen einschlägigen Meldungen an die BaFin einzuhalten sind.

(Vgl. zum Regierungsentwurf des ZuFinG II den Beitrag von Prof. Dr. Michael Schlitt und Dr. Sebastian Biller in der Börsen-Zeitung vom 6. Dezember 2024)



5.

Hogan Lovells: Beratung von öffentlichen Übernahmen im Jahr 2024

Im vergangenen Jahr hat unsere Sozietät bei folgenden öffentlichen Übernahmen und Delisting-Erwerbsangeboten beratend mitgewirkt.

5.1 Hogan Lovells berät MorphoSys bei dem Rückzug von der Börse und dem öffentlichen Delisting-Erwerbsangebot von Novartis

Unter gemeinsamer Leitung ihres Frankfurter Partners Prof. Dr. Michael Schlitt und ihres Münchener Counsels Dr. Sebastian Biller hat die internationale Wirtschaftskanzlei Hogan Lovells die MorphoSys AG (**“MorphoSys”**) im Zusammenhang mit dem Abschluss einer Delisting-Vereinbarung mit Novartis in Bezug auf ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot von Novartis und dem damit verbundenen Widerruf der Zulassung der MorphoSys-Aktien zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse sowie der Beendigung der Börsennotierung ihrer American Depositary Shares (ADS) am Nasdaq Global Market und der Deregistrierung bei der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) beraten.

Das Delisting-Erwerbsangebot von Novartis, mit dem allen Aktionären der MorphoSys ein Angebot zum Erwerb ihrer MorphoSys-Aktien gegen Zahlung einer Barleistung in Höhe von EUR 68,00 je MorphoSys-Aktie angeboten wurde, folgte auf das im April 2024 veröffentlichte und im Mai 2024 vollzogene freiwillige öffentliche Übernahmeangebot von Novartis.

MorphoSys ist ein globales Biopharma-Unternehmen, das modernste Wissenschaft und Technologien nutzt, um neuartige Krebsmedikamente zu entdecken, zu entwickeln und Patientinnen und Patienten zur Verfügung zu stellen. MorphoSys hat seinen Hauptsitz in Planegg, Deutschland, und führt sein Geschäft in den USA von Boston, Massachusetts.

Hogan Lovells Team für MorphoSys:

Prof. Dr. Michael Schlitt (Partner, Frankfurt), Dr. Sebastian Biller (Counsel, München) (beide Federführung, beide Aktien- und Kapitalmarktrecht); Dr. Michael Rose (Partner), Thomas Weber (Counsel), Dr. Jonas Palme (Senior Associate), Dr. Matthias Veicht (Associate, alle Corporate M&A, München); Johanna Jungermann (Project Associate, Aktien- und Kapitalmarktrecht, Frankfurt); Mahvesh Qureshi (Partner), Leslie Reese (Partner), Joseph Gilligan (Partner), Brendan Oldham (Senior Associate) (alle Corporate M&A, Washington D.C.); Dr. Jörg Schickert (Partner, Life Sciences, München); Dr. Thomas Freund (Partner, Banking & Loan Finance, München).

Inhouse Law (MorphoSys AG):

Charlotte Lohmann (Chief Legal & HR Officer, Member of the Executive Committee)
 Virginie Pontlevoy (Vice President, Head of Legal Corporate & Business)

Die Pressemitteilung vom 20. August 2024 ist [hier](#) abrufbar.

5.2 Hogan Lovells berät STEMMER IMAGING AG beim öffentlichen Übernahmeangebot und der Vereinbarung einer strategischen Partnerschaft mit MiddleGround Capital

Unter gemeinsamer Leitung der Frankfurter Partner Prof. Dr. Michael Schlitt und Dr. Tim Brandi sowie des Münchener Counsels Dr. Sebastian Biller hat die globale Wirtschaftskanzlei Hogan Lovells die STEMMER IMAGING AG (**“STEMMER IMAGING”**) im Zusammenhang mit dem Abschluss einer Investitionsvereinbarung (Investment Agreement) mit der Ventrifossa BidCo AG und deren Alleinaktionärin, die jeweils von MiddleGround Capital kontrolliert werden (gemeinsam **“MiddleGround Capital”**), in Bezug auf ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot von MiddleGround Capital und einer strategischen Partnerschaft beraten.

MiddleGround Capital hat am 22. Juli 2024 bekanntgegeben, dass beabsichtigt ist, allen Aktionären der STEMMER IMAGING ein Angebot zum Erwerb ihrer STEMMER IMAGING-Aktien gegen Zahlung einer Barleistung in Höhe von EUR 48,00 je STEMMER IMAGING-Aktie zu unterbreiten. Dies entspricht einer Prämie von 52 % auf den Schlusskurs der STEMMER IMAGING-Aktie am 19. Juli 2024.

STEMMER IMAGING ist das führende internationale Systemhaus für Bildverarbeitungstechnologie. Vor dem Hintergrund allumfassender Expertise liefert STEMMER IMAGING das gesamte Leistungsspektrum für Bildverarbeitung – von wertsteigernden Services über die Entwicklung von Subsystemen bis hin zu eigenen Produkten, auf der Grundlage eines umfangreichen Handelssortiments. Das Unternehmen wird geführt von den beiden Vorständen Arne Dehn (Vorstandsvorsitzender) und Uwe Kemm (COO) sowie Michael Bülter (CFO).

Hogan Lovells Team für STEMMER IMAGING:

Prof. Dr. Michael Schlitt (Partner, Aktien- und Kapitalmarktrecht), Dr. Tim Brandi (Partner) (beide Federführung), Dr. Mike Karl Schmidt (Associate), Simon Kiefer (Associate) (alle Corporate M&A, Frankfurt); Dr. Sebastian Biller (Counsel, Federführung), Dr. Matthias Veicht (Associate) (beide Aktien- und Kapitalmarktrecht, München); Dr. Tim Joppich (Partner, Arbeitsrecht, Düsseldorf).

Die Pressemitteilung vom 26. November 2024 ist [hier](#) abrufbar.



5.3 Hogan Lovells berät STEMMER IMAGING AG bei dem Delisting-Erwerbsangebot von MiddleGround Capital

Unter gemeinsamer Leitung der Frankfurter Partner Prof. Dr. Michael Schlitt und Dr. Tim Brandi sowie des Münchener Counsels Dr. Sebastian Biller hat die globale Wirtschaftskanzlei Hogan Lovells die STEMMER IMAGING AG (“**STEMMER IMAGING**”) im Zusammenhang mit dem Abschluss einer Delisting-Vereinbarung mit der Ventrifossa BidCo AG, die von MiddleGround Capital kontrolliert wird (gemeinsam “**MiddleGround Capital**”), in Bezug auf ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot von MiddleGround Capital und dem damit verbundenen Widerruf der Zulassung der STEMMER IMAGING-Aktien zum regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) beraten.

Das von MiddleGround Capital am 29. November 2024 veröffentlichte Delisting-Erwerbsangebot, das eine dem vorangegangenen freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot von MiddleGround Capital entsprechende Bargegenleistung in Höhe von EUR 48,00 je STEMMER IMAGING-Aktie vorsah, endete mit Ablauf der Annahmefrist am 27. Dezember 2024. Zum Ablauf der Annahmefrist des Delisting-Erwerbsangebots am 27. Dezember 2024 wurde zugleich der Widerruf der Zulassung der STEMMER IMAGING-Aktien zum regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) wirksam. Der Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots wird für den 16. Januar 2025 erwartet.

STEMMER IMAGING ist das führende internationale Systemhaus für Bildverarbeitungstechnologie. Vor dem Hintergrund allumfassender Expertise liefert STEMMER IMAGING das gesamte Leistungsspektrum für Bildverarbeitung – von wertsteigernden Services über die Entwicklung von Subsystemen bis hin zu eigenen Produkten, auf der Grundlage eines umfangreichen Handelssortiments. Das Unternehmen wird geführt von den beiden Vorständen Arne Dehn (Vorstandsvorsitzender) und Uwe Kemm (COO) sowie Michael Bülter (CFO).

Hogan Lovells Team für STEMMER IMAGING:

Prof. Dr. Michael Schlitt (Partner, Aktien- und Kapitalmarktrecht, Co-Federführung), Dr. Tim Brandi (Partner, Co-Federführung), Dr. Mike Karl Schmidt (Senior Associate, beide Corporate M&A) (alle Frankfurt); Dr. Sebastian Biller (Counsel, Co-Federführung), Dr. Matthias Veicht (Associate, beide Aktien- und Kapitalmarktrecht, München).

Die Pressemitteilung vom 14. Januar 2025 ist [hier](#) abrufbar.

5.4 Hogan Lovells berät infas Holding Aktiengesellschaft bei dem öffentlichen Übernahmeangebot von Ipsos

Unter gemeinsamer Leitung des Frankfurter Partners Prof. Dr. Michael Schlitt und des Münchener Counsels Dr. Sebastian Biller hat die globale Wirtschaftskanzlei Hogan Lovells die an der Frankfurter Wertpapierbörse (General Standard) notierte infas Holding Aktiengesellschaft (“**infas**”) in Bezug auf das am 7. Oktober 2024 veröffentlichte freiwillige öffentliche Übernahmeangebot der Ipsos DACH Holding AG, einer 100 %-igen mittelbaren Tochtergesellschaft der Ipsos S.A., Paris (gemeinsam “**Ipsos**”), beraten.

Mit dem öffentlichen Übernahmeangebot unterbreitete Ipsos allen Aktionären von infas ein Angebot zum Erwerb ihrer infas-Aktien gegen Zahlung einer Barleistung in Höhe von EUR 6,80 je infas-Aktie. Dies entsprach einer Prämie von rund 61 % auf den Schlusskurs der infas-Aktie am 22. August 2024, dem letzten Börsenhandelstag vor der Veröffentlichung der Entscheidung von Ipsos zur Abgabe des Übernahmeangebots. Das Transaktionsvolumen betrug insgesamt rund EUR 60 Mio.

Das öffentliche Übernahmeangebot wurde bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist am 21. November 2024 für rund 83.72 % der infas-Aktien angenommen. Nachdem das Bundeskartellamt am 20. Dezember 2024 die fusionskontrollrechtliche Freigabe für den Vollzug des öffentlichen Übernahmeangebots erteilte, konnte das öffentliche Übernahmeangebot schließlich Anfang Januar 2025 vollzogen werden.

Die infas Holding Aktiengesellschaft mit ihren fünf Tochtergesellschaften ist in der Markt-, Meinungs- und Sozialforschungsinstitut tätig. Die größte Tochtergesellschaft des Konzerns, die 1959 gegründete infas Institut für angewandte Sozialwissenschaft GmbH, ist eine unabhängige Forschungs-GmbH, die Forschungs- und Beratungsleistungen für die Wissenschaft, die Politik einschließlich ihrer Verwaltungen, Unternehmen aller Branchen sowie die EU erbringt. Der Konzern wird geführt von den Vorständen Christoph Preuß (CEO), Dr. Isabell Nehmeyer-Srocke (CFO) sowie Thomas Allerstorfer (Vorstandsmitglied und zukünftiger CFO).

Hogan Lovells Team für infas Holding Aktiengesellschaft:

Prof. Dr. Michael Schlitt (Partner, Aktien- und Kapitalmarktrecht, Co-Federführung), Dr. Tim Brandi (Partner, Corporate M&A), Dr. Susanne Ries (Of Counsel, Aktien- und Kapitalmarktrecht), Dr. Mike Karl Schmidt (Senior Associate, Corporate M&A) (alle Frankfurt); Dr. Sebastian Biller (Counsel, Co-Federführung), Dr. Matthias Veicht (Associate, beide Aktien- und Kapitalmarktrecht, München).

Die Pressemitteilung vom 27. Januar 2025 ist [hier](#) abrufbar.

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

Frankfurt



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

Düsseldorf



Dr. Mesut Korkmaz, LL.M. (LSE)
Partner, Düsseldorf
T +49 211 13 68 0
mesut.korkmaz@hoganlovells.com



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



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



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

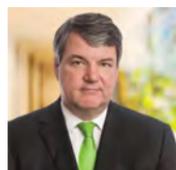


Birgit Reese
Partner, Düsseldorf
T+49 211 13 68 0
birgit.reese@hoganlovells.com



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

München



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



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



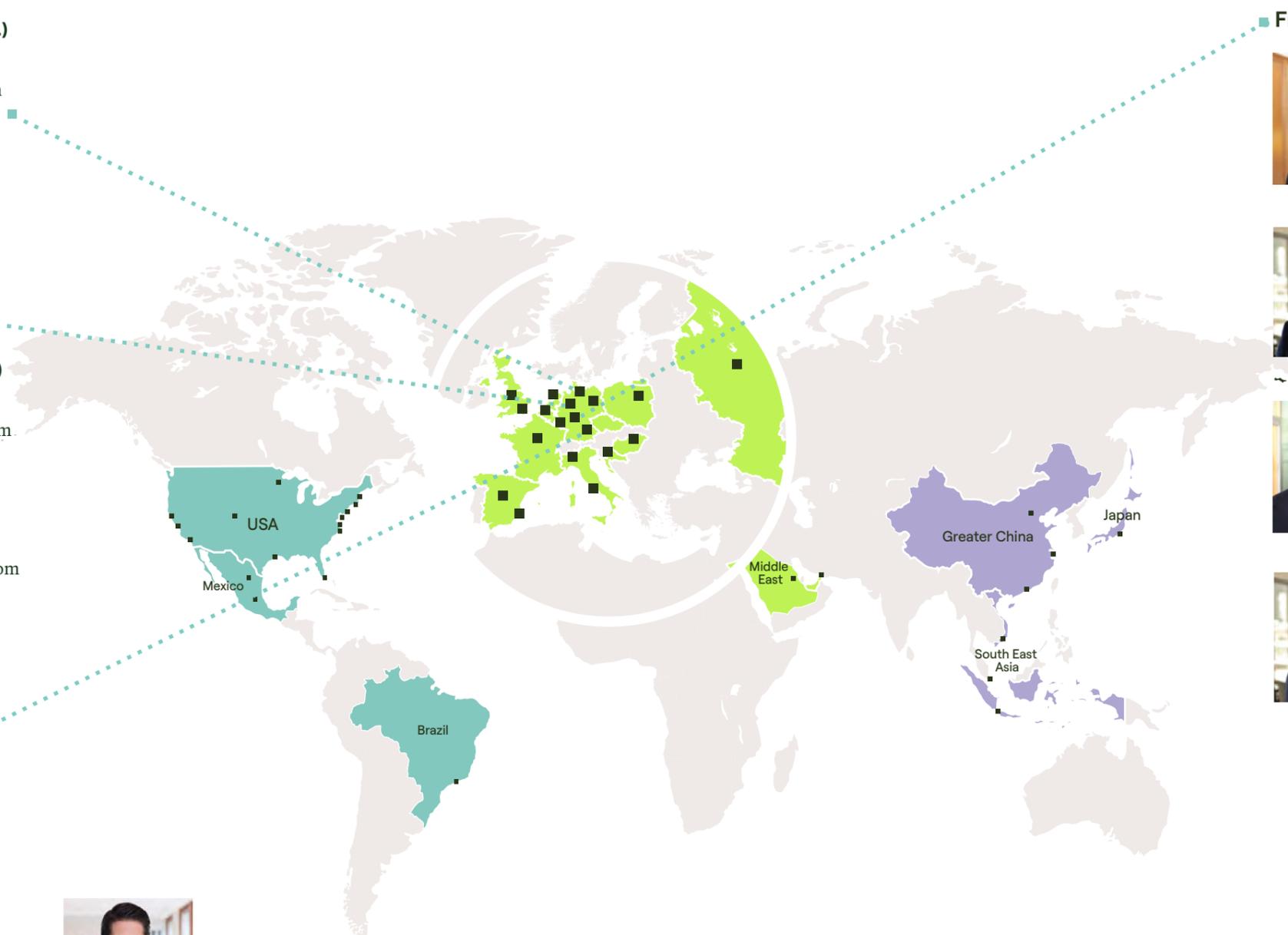
Dr. Michael Rose
Partner, München
T+49 89 290 12 0
michael.rose@hoganlovells.com

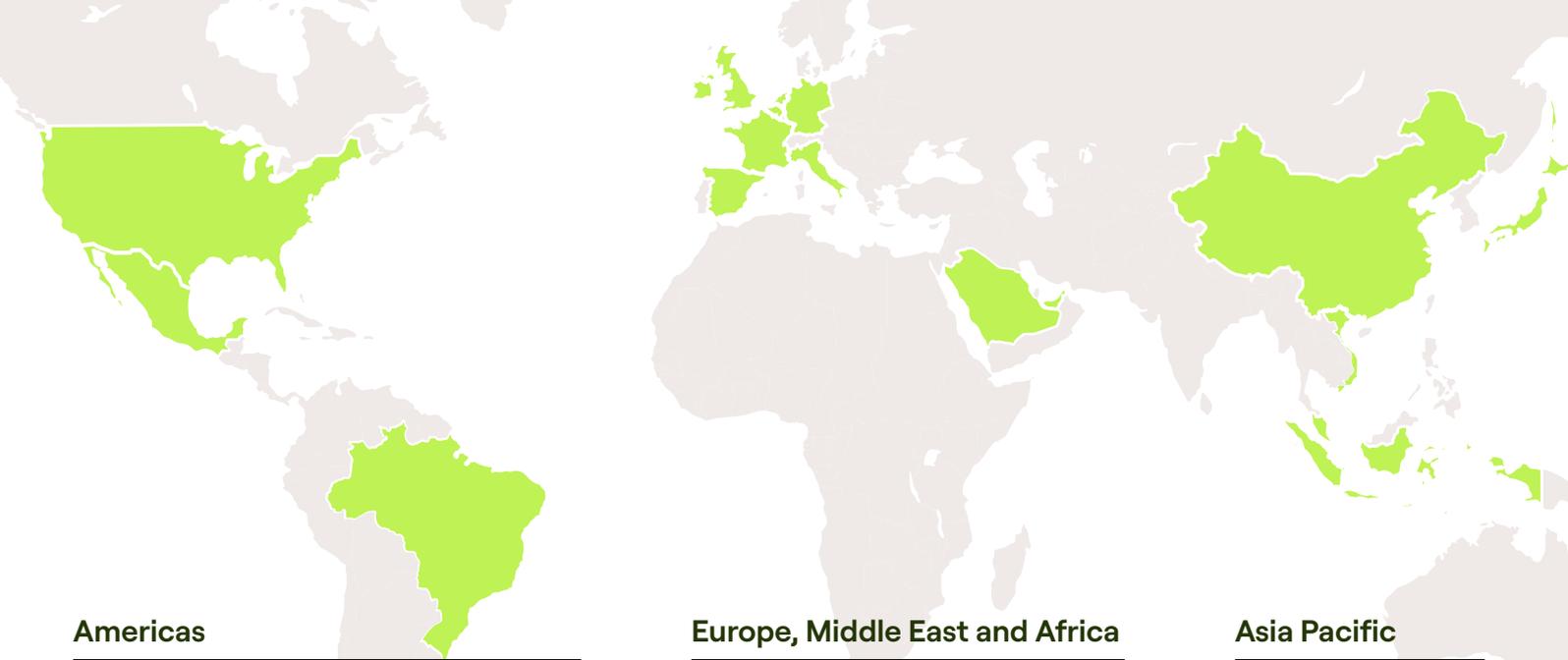


Dr. Sebastian Biller
Counsel, Munich
T+49 89 290 12 0
sebastian.biller@hoganlovells.com



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





Americas

- **Boston**
- **Denver**
- **Greater Washington, D.C.**
 - Baltimore
 - Washington, D.C. and Northern Virginia
- **Houston**
- **Los Angeles**
- **Miami**
- **Minneapolis**
- **New York**
- **Philadelphia**
- **Northern California**
 - San Francisco
 - Silicon Valley
- **Latin America**
 - Brazil
 - Mexico

Europe, Middle East and Africa

- **Amsterdam**
- **Brussels**
- **Dublin**
- **Germany**
 - Berlin
 - Düsseldorf
 - Frankfurt
 - Hamburg
 - Munich
- **London**
- **Luxembourg**
- **Madrid**
- **Milan**
- **Rome**
- **Paris**
- **Middle East**
 - Dubai
 - Riyadh

Asia Pacific

- **Greater China**
 - Beijing
 - Hong Kong
 - Shanghai
- **South East Asia**
 - Ho Chi Minh City
 - Jakarta
 - Singapore
- **Tokyo**

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.

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 2025. All rights reserved. BD-REQ-175