

Hogan
Lovells

Öffentliche Übernahmen in Deutschland

Newsletter 2026



1.	EINLEITUNG	3
2.	STATISTIKEN	4
2.1	Überblick – Markttrends	
2.2	Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten	
2.3	Angebotsvolumen	
2.4	Entwicklung in den Marktsegmenten	
2.5	Angebotsprämien	
2.6	Übernahmen nach Sektoren	
2.7	Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat	
2.8	Fairness Opinions	
2.9	Herkunft der Investoren	
3.	STECKBRIEFE	16
3.1	Übernahmeangebot der JINGDONG Holding Germany GmbH an die Aktionäre der CECONOMY AG	
3.2	Öffentliche Angebote an die Aktionäre der Francotyp-Postalia Holding AG	
(a)	Überblick	
(b)	Delisting-Rückerwerbsangebot der FP vom 7. Juli 2025	
(c)	Konkurrierendes Teilerwerbsangebot von SALTARAX und HHD vom 31. Juli 2025	
4.	ÜBERSICHT ÜBER AKTUELLE ENTWICKLUNGEN	28
4.1	Übernahmerechtliche Auswirkungen des IDW S 17	
(a)	Anwendungsbereich des IDW S 17	
(b)	Analyse anhand von Ampelsystem	
(c)	Folgen für die Bewertungspraxis	
4.2	Übernahmerechtliche Auswirkungen des Standortfördergesetzes	

1

Einleitung

Herzlich willkommen zur neunten Ausgabe unseres Newsletters „Öffentliche Übernahmen in Deutschland“. Er gibt einen Marktüberblick über die im zurückliegenden Jahr 2025 in Deutschland nach dem Wertpapiererwerbs- 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 gewonnenen Erkenntnisse möchten wir mit Ihnen in 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 2025 waren dies (i) das Übernahmeangebot bezüglich der CECONOMY AG durch die JINGDONG Holding Germany GmbH sowie (ii) das Delisting-Rückerwerbsangebot der Francotyp-Postalia Holding AG und das später von zwei ihrer Aktionäre veröffentlichte konkurrierende Teilerwerbsangebot der SALTARAX GmbH und Herrn Hans-Herbert Döbert.

Anschließend greift dieser Newsletter aktuelle rechtliche Entwicklungen des deutschen Übernahmerechts heraus. Hierzu fassen wir die Implikationen der Veröffentlichung des IDW-Standards zur Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (“**IDW S 17**”) zusammen, der im November 2025 durch den Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft verabschiedet wurde. Ferner erläutern wir die übernahmerechtlichen Auswirkungen des neuen Standortfördergesetzes (BGBl. 2026 I Nr. 33 vom 9. Februar 2026).

2

Statistiken

2.1 Überblick – Markttrends

Im Jahr 2025 sind auf dem deutschen Übernahmemarkt folgende Trends zu erkennen:

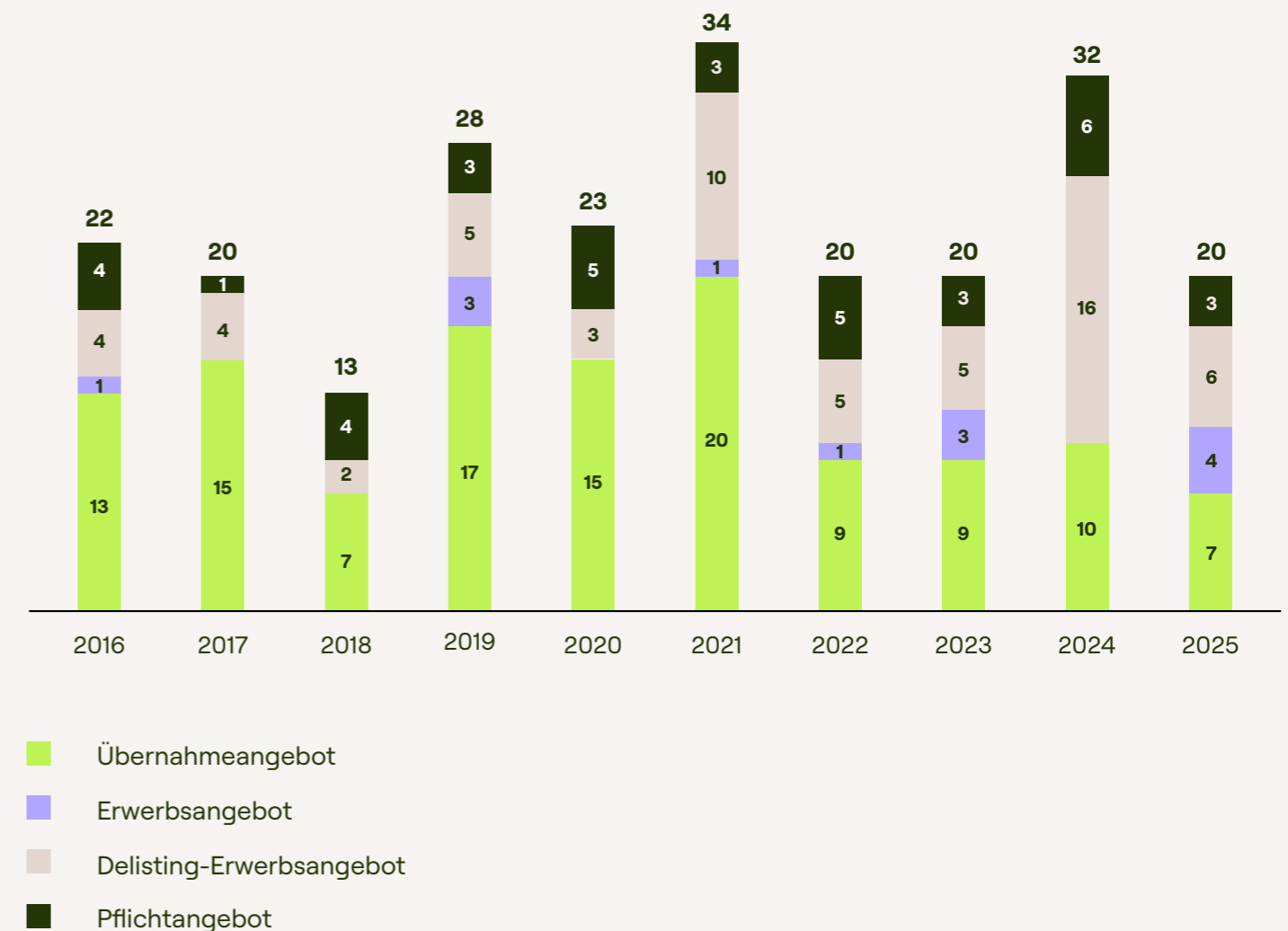
- Nach der hohen Aktivität des Vorjahres 2024 mit 32 Angeboten ist die Anzahl der öffentlichen Angebote im vergangenen Jahr wieder auf insgesamt 20 Angebote gesunken und hat somit das Niveau der Jahre 2022 und 2023 erreicht.
- Im small und large cap Bereich war jeweils eine ähnlich große Aktivität zu verzeichnen mit sieben bzw. acht Angeboten. Mit nur fünf Angeboten wurden im mid cap Bereich zwar die wenigsten Angebote veröffentlicht, allerdings war im Vergleich zum Vorjahr ein Anstieg des Durchschnittswerts der Marktkapitalisierung festzustellen.
- Das Angebotsvolumen im deutschen Übernahmemarkt in Höhe von EUR 5,03 Mrd. ist im Vergleich zum Vorjahr deutlich gesunken (2024: EUR 21,68 Mrd.).
- Die durchschnittliche Angebotsprämie von 23,65 % 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 angestiegen (2024: 18,98 %). Knapp die Hälfte aller Angebote sah eine Prämie von über 30 % vor. Diese statistische Entwicklung dürfte vor allem auf den im Vergleich zum Vorjahr geringeren Anteil der Delisting-Erwerbsangebote an der Gesamtzahl der öffentlichen Angebote zurückzuführen sein.
- Die meisten öffentlichen Angebote im Jahr 2025 verzeichnete erneut der Technologiesektor, wie auch im Vorjahr. Hervorzuheben ist, dass vermehrt Übernahmen in den Handelssektoren Lebensmittel, Mode, Kunst und E-Commerce stattfanden.
- Bei rund zwei Dritteln aller Angebote haben Vorstand und Aufsichtsrat die Annahme des Angebots empfohlen, was dem Trend der letzten Jahre entspricht. Bemerkenswert ist, dass erstmalig im gesamten Vergleichszeitraum keine begründeten Stellungnahmen abgegeben wurden, die sich gegen die Annahme des Angebots aussprachen. Es ist stattdessen eine Tendenz hin zu neutralen Stellungnahmen zu beobachten.
- Rund die Hälfte aller Angebote stammt von deutschen Investoren, wobei die meisten von ihnen strategische Investoren waren. Bei den Investoren aus dem Ausland ist der umgekehrte Trend zu beobachten. Dort machten Private-Equity-Investoren den größten Anteil der Bieter aus.

2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten

Bis zum Ende des Jahres 2025 wurden in Deutschland insgesamt 20 öffentliche Angebote ausgelegt. Nach der hohen Aktivität des Vorjahres mit 32 öffentlichen Angeboten wurde damit in diesem Jahr wieder das Niveau der Jahre 2022 und 2023 erreicht.

Die meisten Angebote waren im Jahr 2025 Übernahmeangebote. Die Anzahl der Delisting-Erwerbsangebote ist im Vergleich zum Vorjahr deutlich gesunken. Die insgesamt sieben Delisting-Erwerbsangebote umfassten sechs isolierte Delisting-Erwerbsangebote sowie ein Übernahmeangebot in Kombination mit einem Delisting-Erwerbsangebot. Die Anzahl der Pflichtangebote halbierte sich mit drei Angeboten und die Anzahl der einfachen Erwerbsangebote erreichte im Jahr 2025 den höchsten Wert mit insgesamt vier Angeboten. Für die Zwecke der Statistik wurden die Kombinationen mit Delisting-Erwerbsangeboten jeweils als Übernahmeangebote oder Pflichtangebote behandelt.

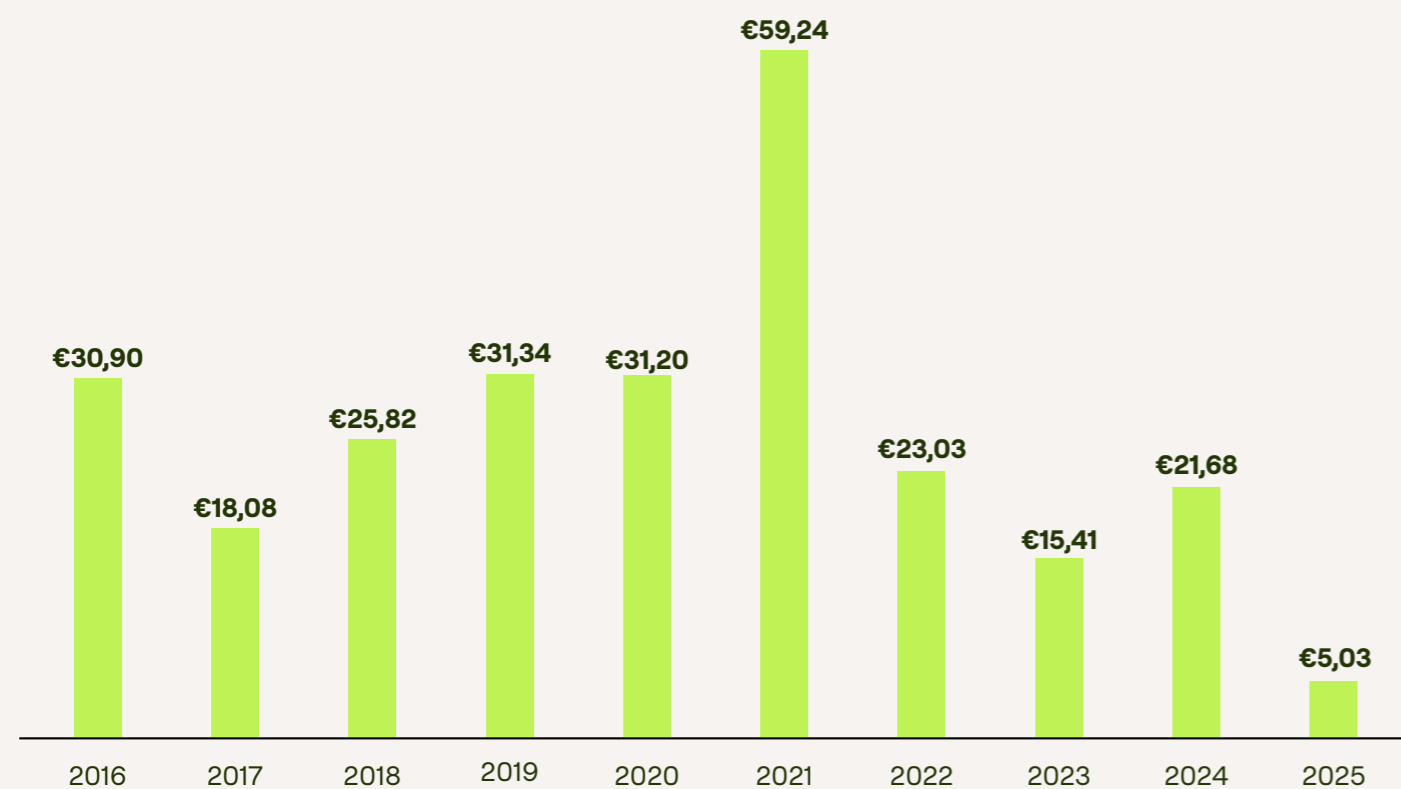
Mit Ausnahme des Übernahmeangebots der MFE-MEDIAFOREUROPE N.V. an die Aktionäre der ProSiebenSat.1 Media SE (kombiniertes Bar- und Tauschangebot) erfolgten sämtliche öffentlichen Angebote im Jahr 2025 im Wege des reinen Barangebots.



2.3 Angebotsvolumen

Insgesamt belief sich das Angebotsvolumen im Jahr 2025 auf EUR 5,03 Mrd. Dies ist das mit Abstand geringste Angebotsvolumen im gesamten Vergleichszeitraum seit 2016. Mit EUR 1,67 Mrd. hat das Übernahmeangebot der JINGDONG Holding Germany GmbH an die Aktionäre der CECONOMY AG den mit Abstand größten Anteil am gesamten Angebotsvolumen.

In zwei Fällen wurde ein konkurrierendes Angebot veröffentlicht: An die Aktionäre der ProSiebenSat.1 Media SE wurde zunächst ein Übernahmeangebot durch MFE-MEDIAFOREUROPE N.V. mit einem Volumen von EUR 729,27 Mio. und anschließend ein konkurrierendes Erwerbsangebot durch PPF IM LTD mit einem Volumen von EUR 222,42 Mio. veröffentlicht. Den Aktionären der Francotyp-Postalia Holding AG wurde zunächst ein Delisting-Rückerwerbsangebot durch die Zielgesellschaft mit einem Volumen von EUR 22,97 Mio. und anschließend ein konkurrierendes Teilerwerbsangebot durch zwei ihrer Aktionäre, der SALTARAX GmbH und Herrn Hans-Herbert Döbert, mit einem Volumen von EUR 6,78 Mio. unterbreitet.



■ Angebotsvolumen (EUR Mrd.)

Hervorzuheben sind im Jahr 2025 fünf weitere öffentliche Angebote im large cap Bereich (bestimmt anhand der Marktkapitalisierung, siehe Ziffer 2.4) mit den folgenden Angebotsvolumina:

- das Übernahmeangebot der Zalando SE an die Aktionäre der ABOUT YOU Holding SE (EUR 359,71 Mio.);
- das Delisting-Erwerbsangebot der EP Global Commerce GmbH an die Aktionäre der METRO AG (EUR 494,14 Mio.);
- das Delisting-Erwerbsangebot der Grifols Biotest Holdings GmbH an die Aktionäre der Biotest Aktiengesellschaft (EUR 343,58 Mio.);
- das Delisting-Erwerbsangebot der Caesar BidCo GmbH an die Aktionäre der CompuGroup Medical SE & Co. KGaA (EUR 257,92 Mio.); sowie
- das Teilerwerbsangebot der United Internet AG an die Aktionäre der 1&1 AG (EUR 300,64 Mio.).

Für die Zwecke dieses Newsletters wurde das Angebotsvolumen ab dem 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 ab dem Jahr 2024 nur eingeschränkt mit den Werten der Vorjahre vergleichbar sind.



2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten

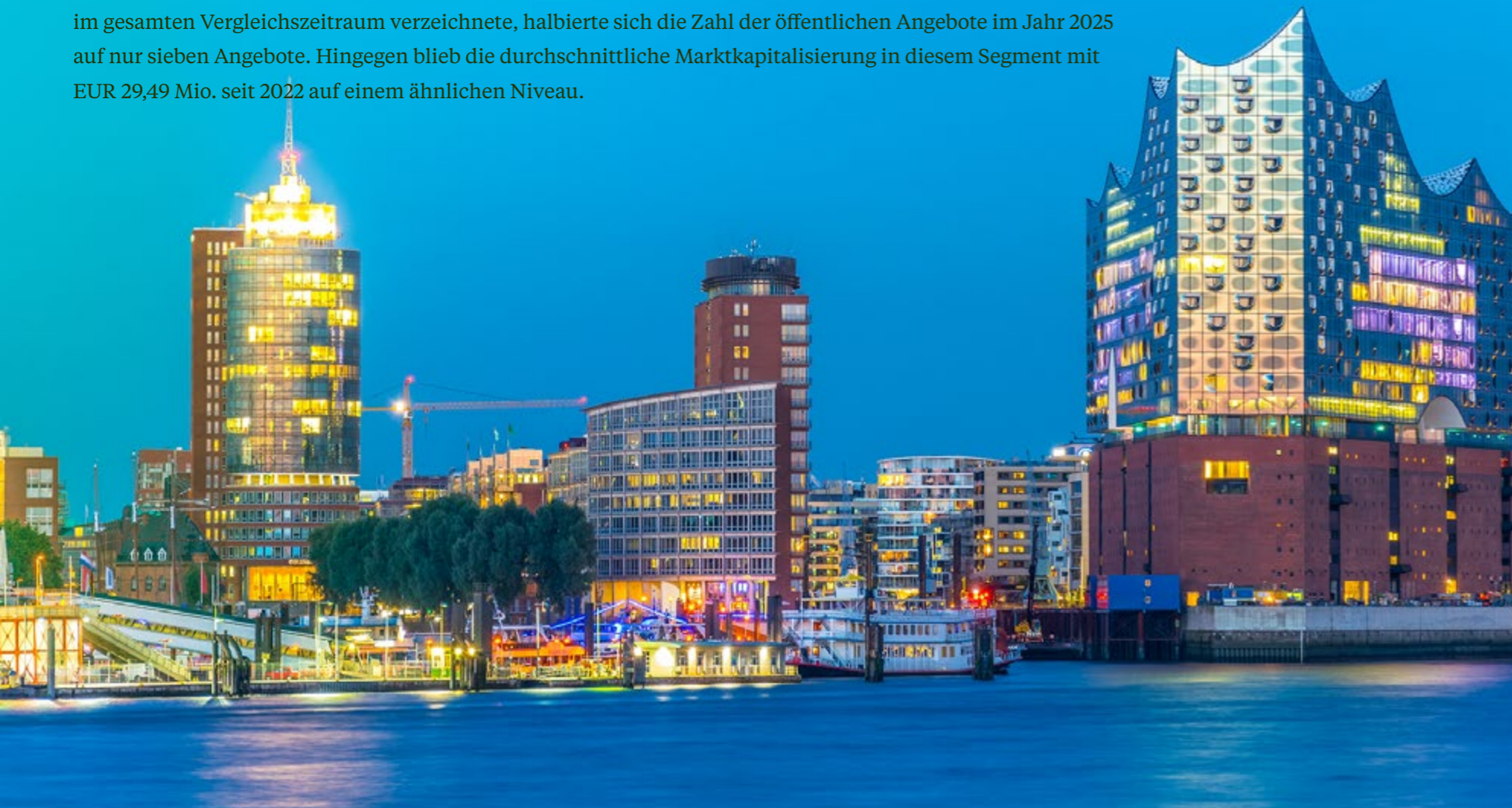
Die Marktsegmente sind für die Zwecke dieser statistischen Übersicht nach der jeweiligen Marktkapitalisierung der Zielgesellschaft wie folgt definiert:

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

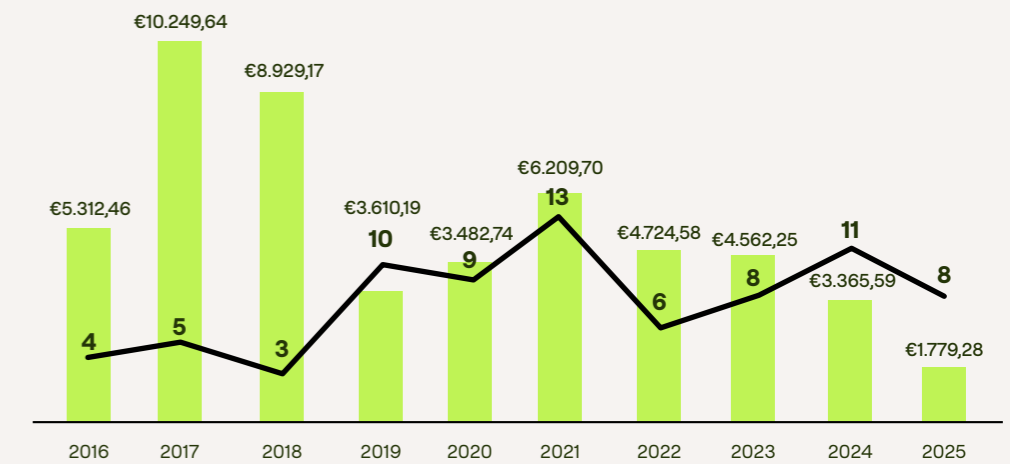
Mit acht öffentlichen Angeboten im large cap Sektor ist die Anzahl der Angebote in diesem Marktsegment im Vergleich zum Vorjahr wieder gesunken. Auch der Durchschnittswert der Marktkapitalisierung im large cap Sektor ist im Jahr 2025 mit EUR 1,78 Mrd. im Vergleich zum Vorjahresniveau (EUR 3,37 Mrd.) weiter gesunken und hat seinen niedrigsten Wert im gesamten Vergleichszeitraum seit 2016 erreicht.

Mit fünf öffentlichen Angeboten im mid cap Bereich hat sich die Anzahl der Angebote im Vergleich zum Vorjahr erneut verringert. Dagegen ist die durchschnittliche Marktkapitalisierung im Vergleich zum Vorjahr (EUR 286,38 Mio.) auf nun EUR 377,7 Mio. angestiegen, nachdem dieser Wert seit dem Höchstniveau im Jahr 2020 konstant gesunken war.

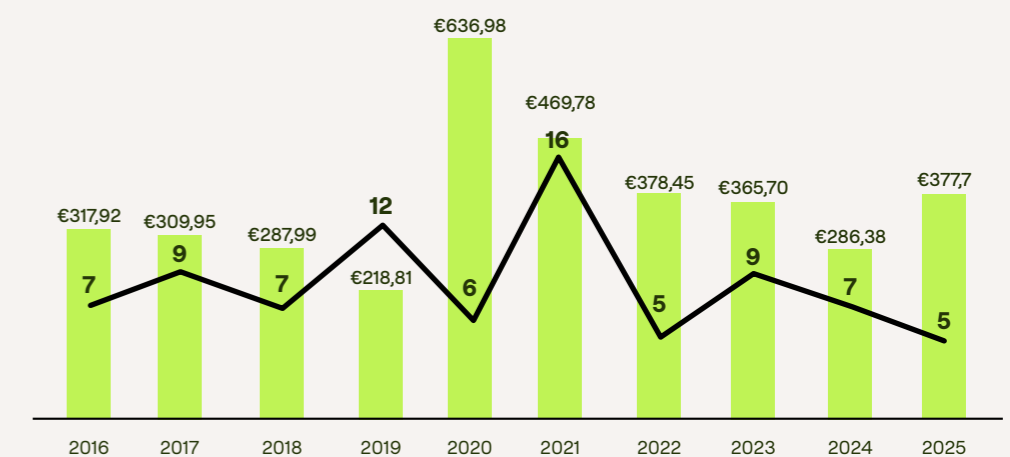
Nachdem der small cap Bereich im Vorjahr 2024 mit vierzehn Angeboten seine mit Abstand höchste Aktivität im gesamten Vergleichszeitraum verzeichnete, halbierte sich die Zahl der öffentlichen Angebote im Jahr 2025 auf nur sieben Angebote. Hingegen blieb die durchschnittliche Marktkapitalisierung in diesem Segment mit EUR 29,49 Mio. seit 2022 auf einem ähnlichen Niveau.



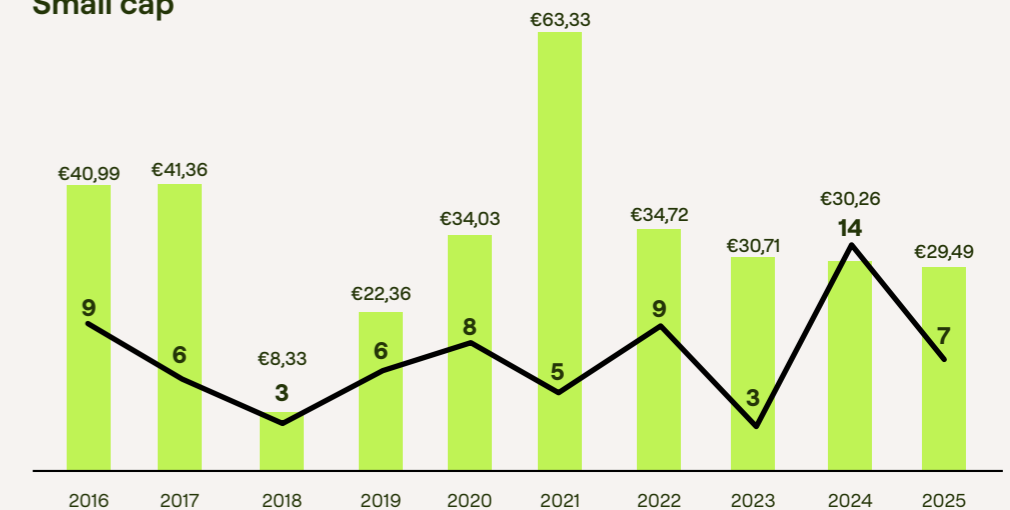
Large cap



Mid cap



Small cap

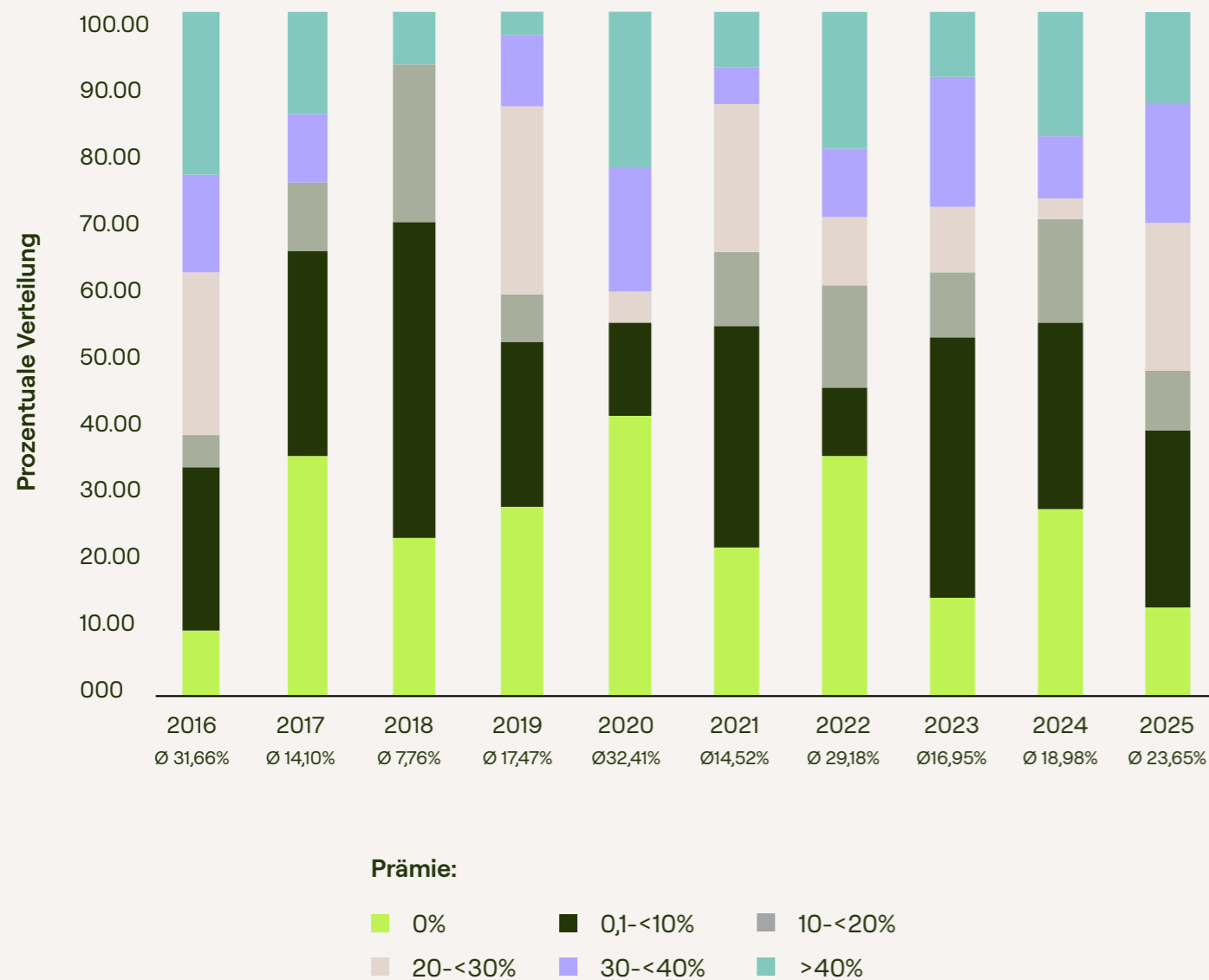


■ Ø Marktkapitalisierung (EUR Mio.) — Anzahl der Angebote

2.5 Angebotsprämien

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

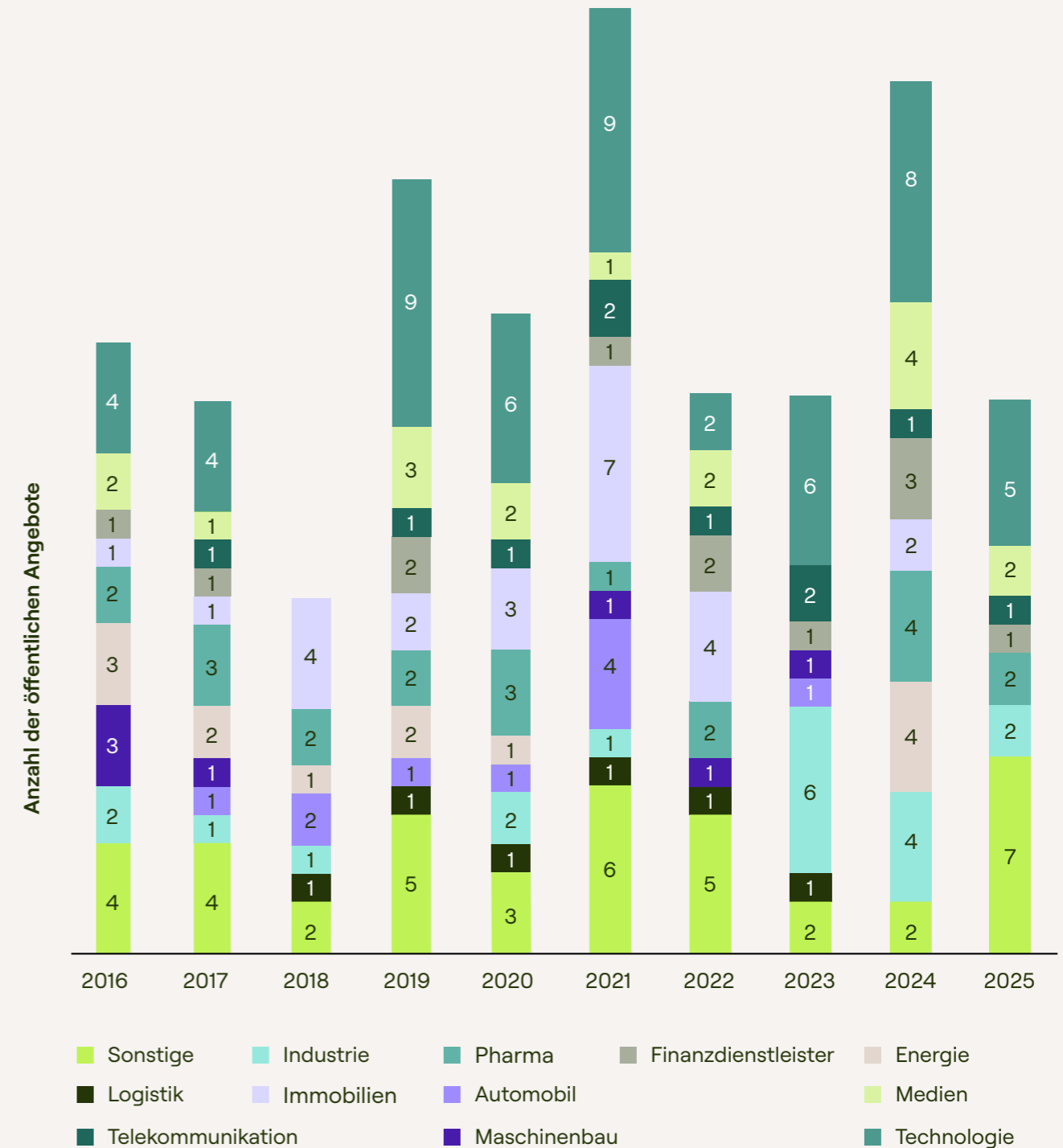
Die durchschnittliche (ungewichtete) Angebotsprämie erreichte im Jahr 2025 einen Wert in Höhe von 23,65 %, was eine Erhöhung im Vergleich zum Vorjahr darstellt (18,98 %). Knapp die Hälfte aller Angebote sahen eine Prämie von über 30 % vor, während sich die Anzahl der Angebote, die sich ausschließlich an dem gesetzlichen Mindestangebotspreis orientierten und somit eine Angebotsprämie von 0 % vorsahen, fast halbiert hat. Diese statistische Entwicklung dürfte vor allem auf den im Vergleich zum Vorjahr geringeren Anteil der Delisting-Erwerbsangebote an der Gesamtzahl der öffentlichen Angebote zurückzuführen sein.



2.6 Übernahmen nach Sektoren

Im Jahr 2025 wiederholte sich erneut der seit einigen Jahren wiederkehrende Trend, wonach im Technologiesektor die größte Aktivität im Übernahmemarkt zu verzeichnen war. Das im Vorjahr 2024 erreichte Höchstniveau in den Sektoren der Medien, Finanzdienstleister, Pharma und Energie hat sich dagegen nicht wiederholt. Im Jahr 2025 fanden dagegen vermehrt Übernahmen in besonderen Handelssektoren statt, wie etwa in den Bereichen Lebensmittelgroßhandel, Mode, Kunst und E-Commerce.

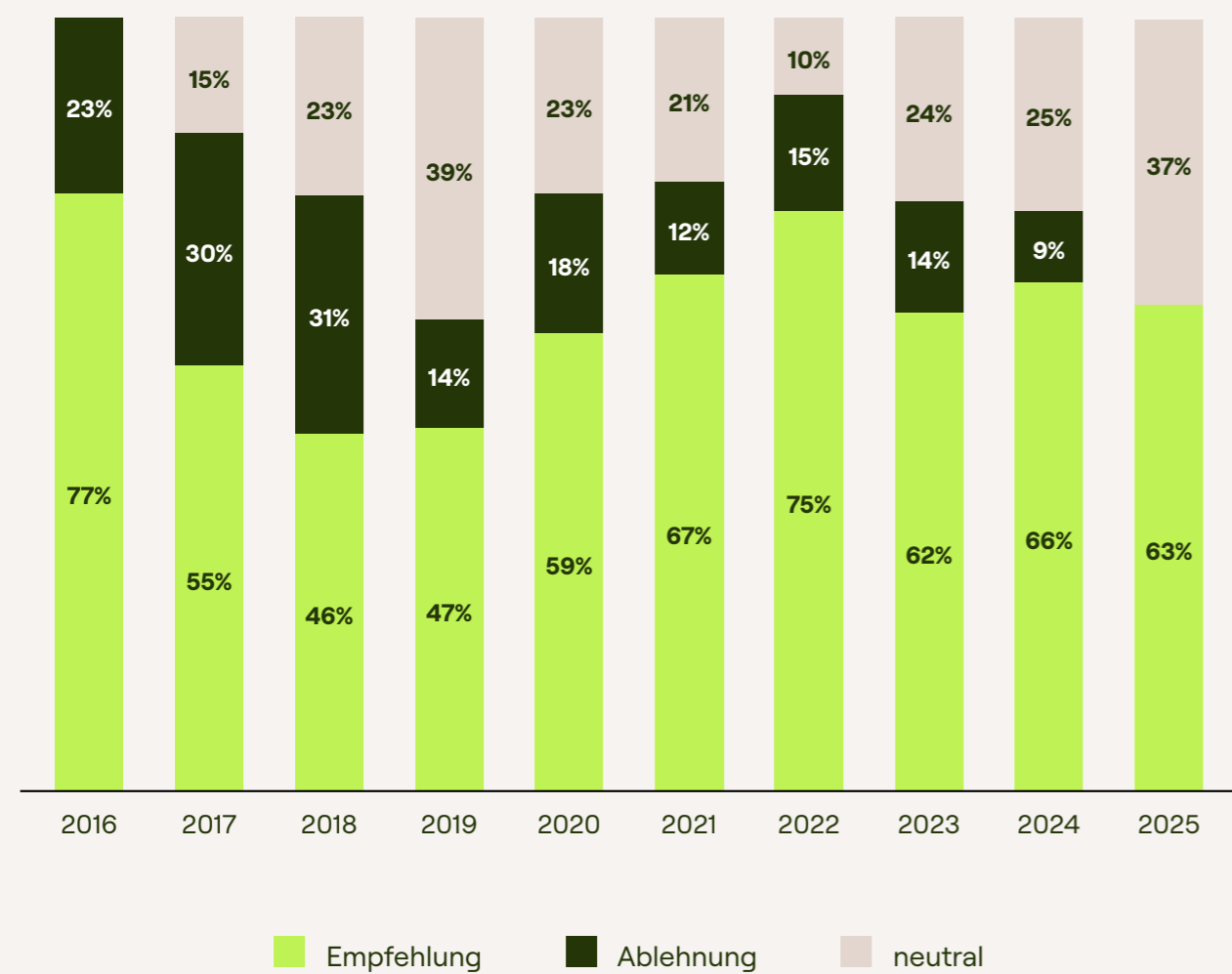
Hingegen waren im Jahr 2025 in den Sektoren Logistik, Automobil, Maschinenbau, Energie und Immobilien keine öffentlichen Übernahmen zu verzeichnen.



2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat

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

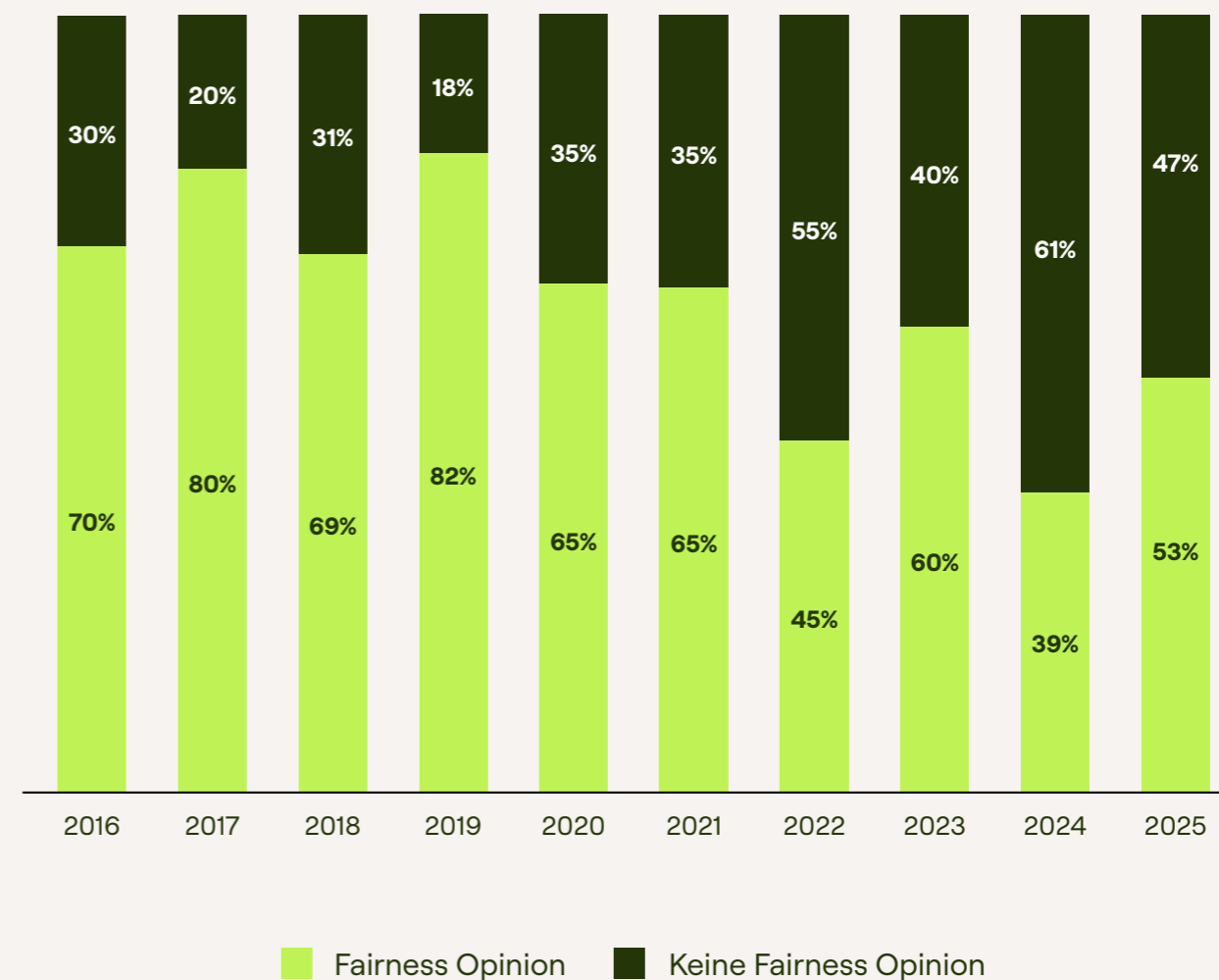
Im Jahr 2025 haben 63 % der Stellungnahmen die Annahme des Angebots empfohlen. Dies entspricht ungefähr dem Niveau der beiden Vorjahre. Hervorzuheben ist, dass erstmalig seit 2016 keine Stellungnahmen abgegeben wurden, die sich gegen die Annahme des Angebots aussprachen. Stattdessen wurden vermehrt neutrale Stellungnahmen abgegeben, deren Anzahl den zweithöchsten Wert im Vergleichszeitraum erreichte.



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 2025 haben Vorstand und Aufsichtsrat bei ungefähr der Hälfte aller Angebote *Fairness Opinions* eingeholt, was einen Anstieg zu dem sehr niedrigen Wert des Vorjahres darstellt. Dies könnte damit zusammenhängen, dass im Vorjahr 2024 – im Unterschied zum Jahr 2025 – ein hoher Anteil an Delisting-Erwerbsangeboten zu verzeichnen war, für deren Zwecke aus Kostengründen – zumal bei kürzlich vorangegangenen Übernahmeangeboten – nicht zwingend eine erneute *Fairness Opinion* von Vorstand und Aufsichtsrat eingeholt wird. Diese Entwicklung hat sich im Jahr 2025 nicht wiederholt.

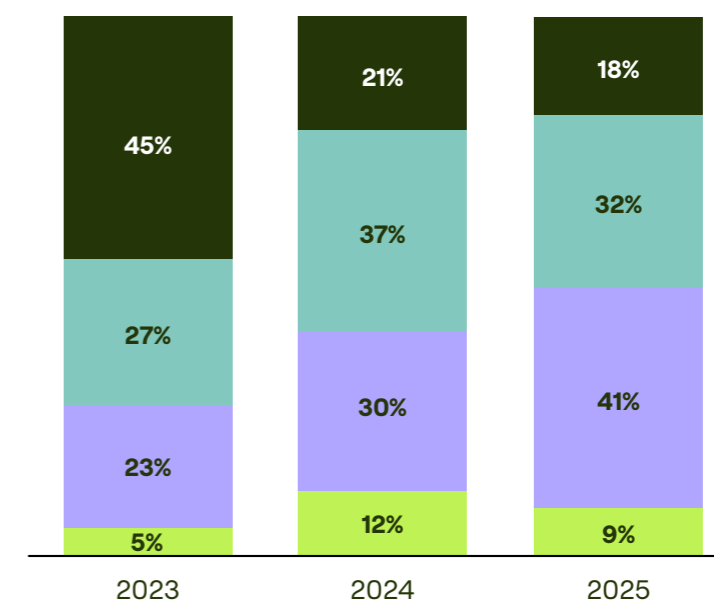




2.9 Herkunft der Investoren

Im Jahr 2025 zeigt sich eine gleichmäßige Verteilung zwischen in- und ausländischen Investoren. So stammte die Hälfte aller Angebote von deutschen Investoren, wobei die meisten von ihnen strategische Investoren waren (41%). Bei den ausländischen Investoren ist der umgekehrte Trend zu beobachten. Die meisten Investoren aus dem Ausland waren im Jahr 2025 wie im Vorjahr Private Equity-Investoren, welche wieder rund ein Drittel aller Bieter in Deutschland ausmachten.

Im Vergleich zu den beiden Vorjahren hat der Anteil deutscher Investoren damit insgesamt deutlich zugenommen.



- Ausländischer Investor, strategisch
- Ausländischer Investor, PE
- Deutscher Investor, strategisch
- Deutscher Investor, PE

3

Steckbriefe

3.1 Übernahmeangebot der JINGDONG Holding Germany GmbH an die Aktionäre der CECONOMY AG

Am 1. September 2025 veröffentlichte die JINGDONG Holding Germany GmbH (**“JINGDONG”** bzw. **“Bieterin”**) ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot im Wege eines Barangebots an die Aktionäre der CECONOMY AG (**“CECONOMY”**) zu einem Preis von EUR 4,60 je CECONOMY-Aktie. JINGDONG ist eine mittelbare Tochtergesellschaft von JD.com, dem am Umsatz gemessen größten Einzelhändler Chinas. Bei der Zielgesellschaft handelt es sich um den größten Einzelhändler für Consumer Electronics in Europa mit den Vertriebsmarken MediaMarkt Saturn und MediaWorld.

Ausweislich der Veröffentlichungen der Bieterin ist das Ziel der Übernahme und der künftigen Partnerschaft, die weitere Transformation von CECONOMY durch JD.com’s Technologie-, Omnichannel-Handel- und Logistik-Expertise zu beschleunigen, um das langfristige Wachstum von CECONOMY als führender europäischer Omnichannel-Einzelhändler zu stärken. Die Bieterin und JD.com beabsichtigen, CECONOMY künftig als Konsolidierungsplattform für das stationäre Konsumgüterelektronikgeschäft in Kontinentaleuropa zu nutzen und entsprechende Akquisitionsprojekte von CECONOMY strategisch und finanziell zu unterstützen.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt die Bieterin keine CECONOMY-Aktien. Aufgrund des Abschlusses der Aktionärsvereinbarung vom 30. Juli 2025 mit den CECONOMY-Aktionären Convergenta Invest GmbH, Jürgen Kellerhals und Helga Kellerhals (**“Aktionärsvereinbarung”**) gelten diese als mit der Bieterin gemeinsam handelnde Personen im Sinne von § 2 Abs. 5 Satz 1 WpÜG. Im Rahmen der Aktionärsvereinbarung haben die Parteien unter der aufschiebenden Bedingung des Vollzugs des Angebots vereinbart, ihr Stimmverhalten abzustimmen. Ab Vollzug des Angebots werden der Bieterin daher die Stimmrechte aus insgesamt 122.980.487 CECONOMY-Aktien (ca. 25,35 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG zugerechnet.

Am 30. Juli 2025 schlossen die Bieterin und CECONOMY eine Investmentvereinbarung (**“BCA”**) ab.

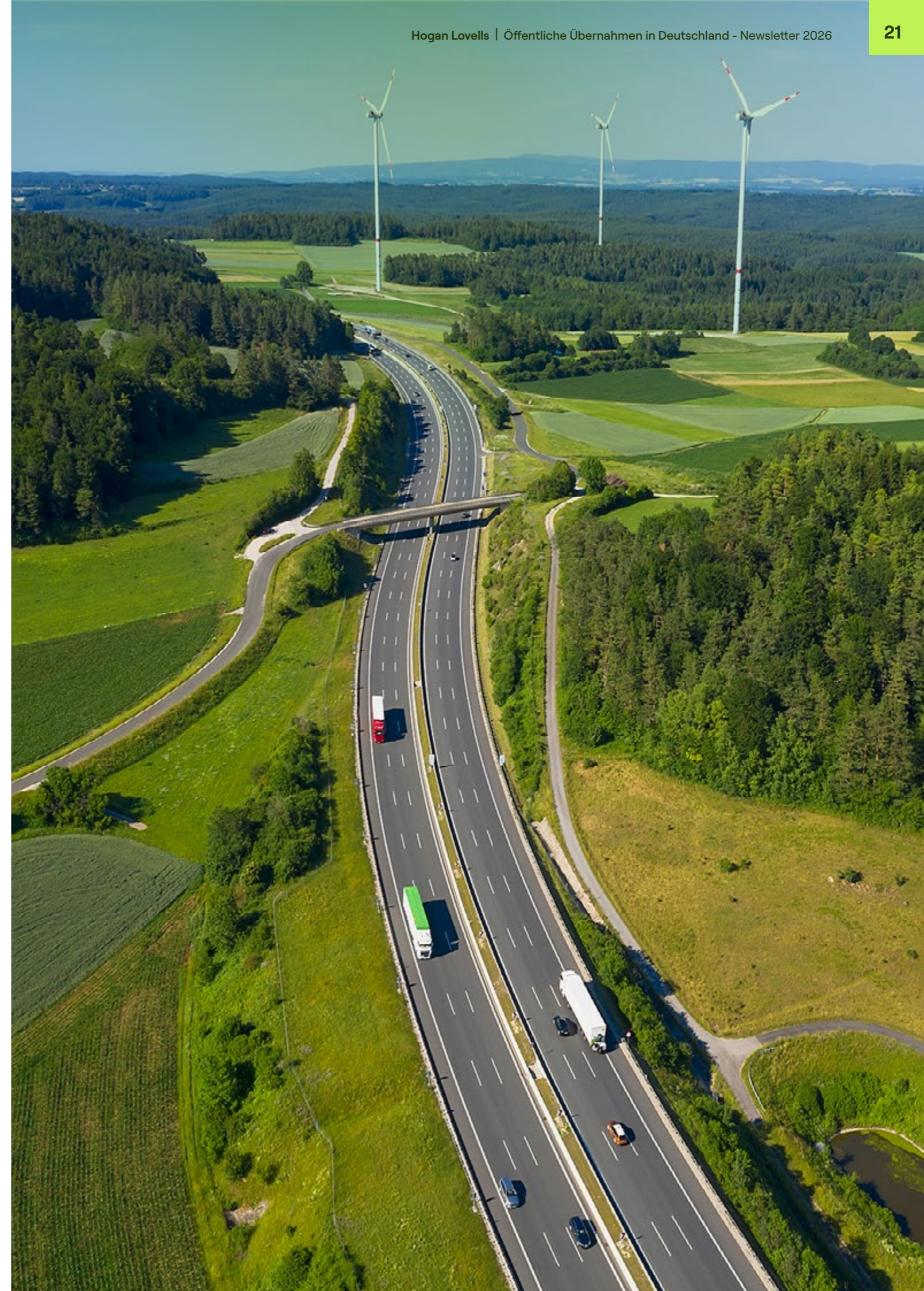
Bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist wurde das öffentliche Übernahmeangebot für insgesamt 290.228.196 CECONOMY-Aktien angenommen, was einem Anteil von ca. 59,81 % des Grundkapitals und der Stimmrechte von CECONOMY entspricht.

Überblick	
Bieterin	JINGDONG Holding Germany GmbH
Zielgesellschaft	CECONOMY AG
Sektor	Handel/E-Commerce
Annahmefristen	1. September 2025 bis 10. November 2025, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York). Weitere Annahmefrist: 14. November 2025 bis 27. November 2025, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York).
Annahmequote	Ca. 59,81 %
Mindestannahmeschwelle	Keine Mindestannahmeschwelle
Status	Eintritt der Vollzugsbedingungen noch ausstehend
Angebotsvolumen (max.)	Ca. EUR 1,67 Mrd.
Angebotstyp	Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot)
Angebotsgegenleistung	EUR 4,60 je Aktie der CECONOMY AG
Beteiligungsaufbau	Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt die Bieterin keine CECONOMY-Aktien. Ab Vollzug des Angebots werden der Bieterin die Stimmrechte aus 122.980.487 CECONOMY-Aktien (ca. 25,35 %) aufgrund der Aktionärsvereinbarung (s. unten) gem. § 30 Abs. 2 WpÜG zugerechnet.

Überblick	
Vereinbarungen mit Großaktionären	<p>Am 30. Juli 2025 schlossen die Bieterin, JD.com, Convergenta Invest GmbH, Jürgen Kellerhals sowie Helga Kellerhals eine Aktionärsvereinbarung ab. Vereinbart wurden mehrere Erwerbsmöglichkeiten der Bieterin betreffend CECONOMY-Aktien, die jedoch keinen festen Ausübungspreis haben, sondern einen variablen Preis ohne Mindest- oder Höchstgrenze vorsehen. Darüber hinaus wurde eine Verkaufsoption vereinbart; der Kaufpreis entspräche bei Ausübung dem Angebotspreis. Zudem wurde unter der aufschiebenden Bedingung des Vollzugs des Angebots vereinbart, dass die Parteien ihr Stimmverhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft abstimmen. Ab Vollzug des Angebots werden der Bieterin daher die Stimmrechte aus insgesamt 122.980.487 CECONOMY-Aktien (ca. 25,35 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG zugerechnet.</p> <p>Am 30. Juli 2025 schloss die Bieterin ferner mit der Convergenta Invest GmbH und Jürgen Kellerhals qualifizierte Nichtandienungs- und Depotsperrvereinbarungen in Bezug auf insgesamt 122.980.387 CECONOMY-Aktien (ca. 25,35 % des Grundkapitals und der Stimmrechte).</p> <p>Mit fünf Aktionären, darunter die Convergenta Invest GmbH, schloss die Bieterin am selben Tag unwiderrufliche Annahmevereinbarungen (<i>Irrevocable Undertakings</i>) in Bezug auf insgesamt 153.990.158 CECONOMY-Aktien (ca. 31,74 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) ab.</p>
Investmentvereinbarung	<p>Am 30. Juli 2025 schlossen die Bieterin und CECONOMY ein BCA ab. Das BCA enthält (i) die wesentlichen Bedingungen und Konditionen der Transaktion und ihrer Durchführung; (ii) die Verpflichtungen der Parteien in Bezug auf die Durchführung der Transaktion; (iii) die strategische Roadmap und die gegenseitigen Absichten und Verpflichtungen der Parteien, bei der Umsetzung der strategischen Roadmap zusammenzuarbeiten; (iv) die vorgesehene Corporate Governance-Struktur der CECONOMY nach Vollzug der Transaktion; und (v) die gegenseitigen Verpflichtungen, Absichten und Absprachen in Bezug auf die künftige Organisationsstruktur der CECONOMY und deren Geschäftsbetrieb. Das BCA hat eine feste Laufzeit bis zum Ablauf des dritten Jahrestages des Vollzugs der Transaktion und bezüglich der Umsetzung der strategischen Roadmap und der Marken bis zum Ablauf des fünften Jahrestages.</p>
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	<p>Vorstand und Aufsichtsrat haben den Aktionären der CECONOMY empfohlen, das Angebot anzunehmen.</p>

Überblick

Finanzierung	<p>Die Bieterin verfügt über eine externe Fremdfinanzierung in Höhe von insgesamt bis zu EUR 1.232 Mio. in Form einer langfristigen Darlehensfazilität (“Erwerbsfazilität”). In diesem Zusammenhang haben die Bieterin (als Darlehensnehmerin) und JD.com (als Garant) am 30. Juli 2025 einen Vertrag über eine Kreditfazilität mit The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited (HSBC), der Standard Chartered Bank (Hong Kong) Limited und der Bank of America, National Association, Hong Kong Branch als mandatierte Lead Arranger, Bookrunner und Underwriter geschlossen. Die Erwerbsfazilität erfordert nicht den Abschluss eines BGAV, eines Gewinnabführungsvertrags und/oder eines Squeeze-outs. Die Erwerbsfazilität hat eine Laufzeit von 364 Tagen nach der ersten Inanspruchnahme, oder, falls früher, bis zum 29. Oktober 2027. Der Verfügbarkeitszeitraum für Ziehungen unter der Erwerbsfazilität endet am 29. Januar 2027.</p> <p>Zudem verfügt die Bieterin über eine Bareinlage in Höhe von USD 600 Mio. (umgerechnet ca. EUR 514,68 Mio.), die durch JD.com mittels eines Gesellschafterdarlehens mit einer Laufzeit von zwei Jahren am 30. Juli 2025 an die Bieterin zur Verfügung gestellt wurde.</p>
Freundlich/Feindlich	<p>Freundlich</p>
Vollzugsbedingung	<p>Das Angebot und die durch seine Annahme zustande gekommenen Verträge stehen unter folgenden aufschiebenden Bedingungen:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Fusionskontrollrechtliche Freigaben spätestens bis zum 10. November 2026 durch die zuständigen Behörden in: Österreich, Deutschland, den Niederlanden, Polen, Spanien, der Türkei und der Europäischen Kommission, wenn und soweit die Prüfung der Transaktion an letztere verwiesen wird; ■ Außenwirtschaftsrechtliche Freigaben spätestens bis zum 10. November 2026 durch die zuständigen Behörden in: Österreich, Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien; und ■ EU-subventionskontrollrechtliche Freigabe spätestens bis zum 10. November 2026. <p>Bislang wurden sämtliche fusionskontrollrechtliche Freigaben sowie die außenwirtschaftsrechtlichen Freigaben in Italien und Frankreich erteilt. Der Eintritt der restlichen Vollzugsbedingungen steht noch aus (Stand: 2. Februar 2026).</p>
Links	<p>Übernahmeangebot vom 1. September 2025</p> <p>Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats vom 11. September 2025</p>



3.2 Öffentliche Angebote an die Aktionäre der Francotyp-Postalia Holding AG

(a) Überblick

Am 7. Juli 2025 veröffentlichte die Francotyp-Postalia Holding AG (**“FP”**) ein Delisting-Rückerwerbsangebot (**“Self Tender Offer”**) im Wege eines Barangebots an ihre Aktionäre zu einem Preis von EUR 2,27 je FP-Aktie. Die FP ist Bieterin und zugleich Zielgesellschaft. Das Self Tender Offer dient dazu, den Widerruf der Zulassung der FP-Aktien zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse sowie im Prime Standard zu ermöglichen. Durch das Delisting sollen insbesondere Kosten und die komplexe Berichterstattung reduziert werden sowie die strategische und unternehmerische Flexibilität der Gesellschaft gefördert werden. Das Self Tender Offer ist bisher erst das vierte Angebot dieser Art durch eine Zielgesellschaft zur Ermöglichung eines Delisting, wohingegen Delisting-Erwerbsangebote üblicherweise an sich vom jeweiligen Hauptaktionär der Zielgesellschaft abgegeben werden. Die einzigen weiteren Präzedenzfälle für Self Tender Offer waren bislang die Delisting-Rückerwerbsangebote (i) der a.a.a. aktiengesellschaft allgemeine anlageverwaltung aus dem Jahr 2022, (ii) der Rocket Internet SE aus dem Jahr 2020, sowie (iii) der Rheintex Verwaltungs AG (vormals Rheinische Textilfabriken AG, gegründet 1910) aus dem Jahr 2017.

Am 31. Juli 2025 veröffentlichten die SALTARAX GmbH (**“SALTARAX”**) und Herr Hans-Herbert Döbert (**“HHD”**), beide bereits Aktionäre der FP, ein konkurrierendes Teilerwerbsangebot (**“Teilerwerbsangebot”**) zu einem Preis von EUR 2,80 je FP-Aktie. Dies ist bemerkenswert, da im Rahmen von Delisting-Erwerbsangeboten in der Regel keine konkurrierenden Angebote veröffentlicht werden. Das Teilerwerbsangebot bezieht sich auf den Erwerb von bis zu 2.420.000 FP-Aktien (ca. 14,85 % des Grundkapitals und der Stimmrechte). Aus Sicht der Bieter SALTARAX und HHD sei das Self Tender Offer der FP für die Aktionäre unattraktiv, sodass sie selbst ein öffentliches Angebot abgegeben haben. Die wirtschaftliche Unangemessenheit machen sie an dem niedrigen Angebotspreis fest, der hinter einer Reihe von relevanten Referenzpreisen zurückbleibe, wenngleich er formal den gesetzlichen Mindestpreisanforderungen des § 39 Abs. 3 BörsG entspricht. Zudem sei das beschlossene Delisting durch den signifikanten Verlust an Transparenz nicht im Interesse der FP-Aktionäre.

Der Vorstand und Aufsichtsrat der FP gaben zu beiden öffentlichen Angeboten jeweils eine neutrale begründete Stellungnahme ab. Zum Teilerwerbsangebot gab ferner der Betriebsrat der FP eine Stellungnahme ab, die der entsprechenden begründeten Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats der FP beigefügt ist.

Der Ablauf der Annahmefrist des Self Tender Offers bestimmte sich gemäß § 22 Abs. 2 WpÜG nach dem Ablauf der Annahmefrist für das Teilerwerbsangebot. Bis zum Ablauf der Annahmefrist wurde das Self Tender Offer für insgesamt 29.442 Aktien (rund 0,18 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) und das Teilerwerbsangebot für insgesamt 540.243 Aktien (rund 3,31 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) angenommen.

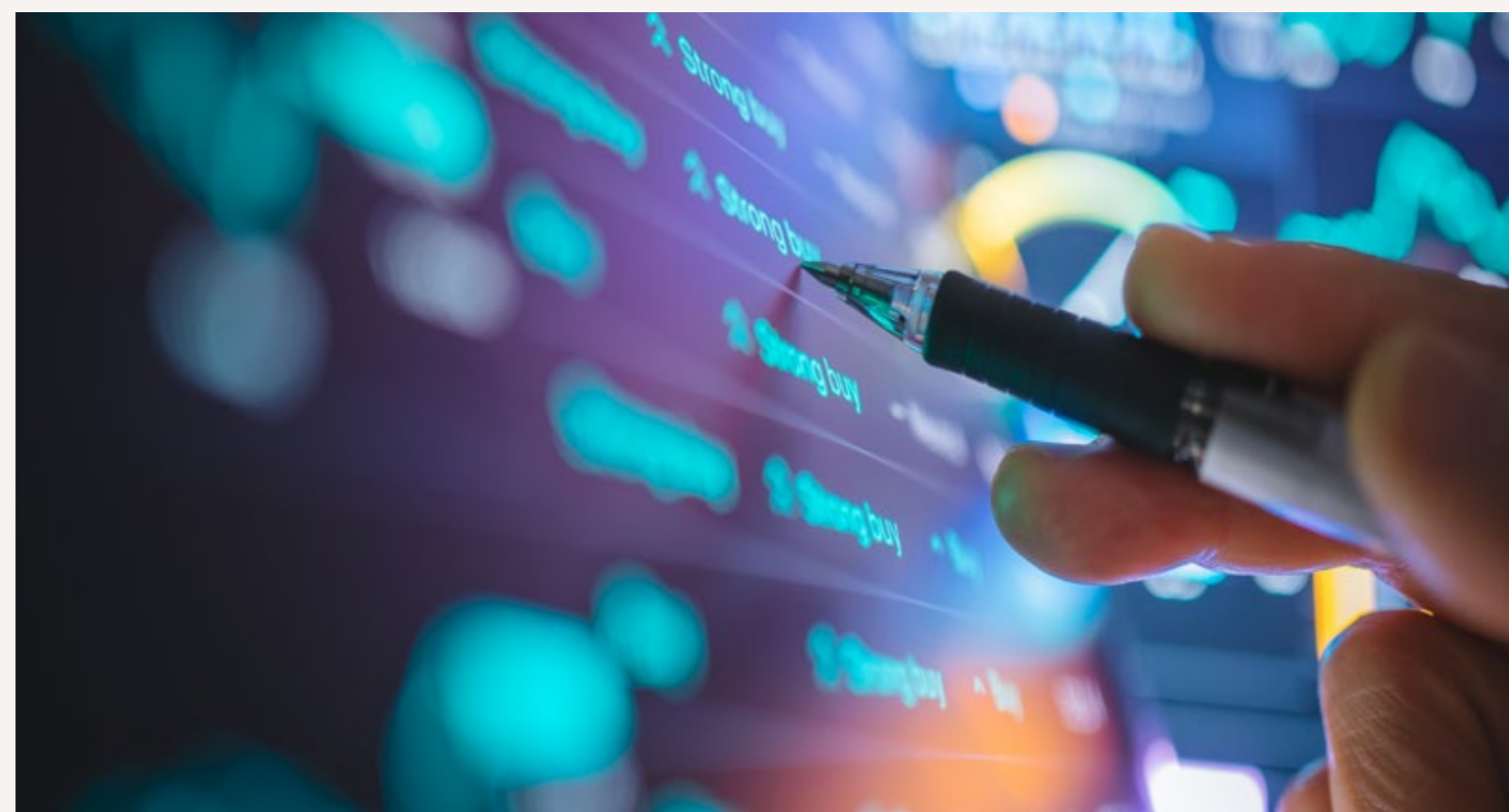
Mit Ablauf des 28. August 2025 wurde der Widerruf der Zulassung der FP-Aktien zum Handeln im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse wirksam.

(b) Delisting-Rückerwerbsangebot der FP vom 7. Juli 2025

Die FP handelt in ihrer Eigenschaft als Bieterin und zugleich Zielgesellschaft des Angebots. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt FP unmittelbar 677.603 eigene FP-Aktien (dies entspricht ca. 4,16 % des Grundkapitals und der Stimmrechte).

Das Self Tender Offer erfolgte auf Grundlage des Beschlusses zu TOP 8 der ordentlichen Hauptversammlung vom 24. Juni 2025. Mit diesem Beschluss hat die Hauptversammlung eine Kapitalherabsetzung (§ 237 Abs. 3 und 4 AktG) beschlossen sowie den Vorstand zum Erwerb eigener Aktien (§ 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG) ermächtigt. Der unter diesem TOP gefasste Beschluss wurde mit einem Abstimmungsergebnis von 75,08 % angenommen. Gegen diesen Beschluss unter TOP 8 haben elf Aktionäre, darunter HHD, Widerspruch eingelegt. HHD erhob gegen den Beschluss Anfechtungsklage, die FP am 1. August 2025 zugestellt wurde. Mit Bekanntmachung vom selben Tage kündigte FP an, ein Freigabeverfahren nach § 246a AktG einzuleiten. Das Klageverfahren wurde mittlerweile durch einen zwischen FP und HHD geschlossenen Vergleichsvertrag beendet, in dem sich HHD dazu verpflichtete, seine Klage, seinen Antrag auf Registersperre sowie seinen Widerspruch gegen den Beschluss zurückzunehmen.

Bis zum Ablauf der Annahmefrist wurde das Self Tender Offer für insgesamt 29.442 FP-Aktien angenommen, was einem Anteil von ca. 0,18 % des Grundkapitals und der Stimmrechte von FP entspricht. Das Self Tender Offer unterlag gemäß § 39 Abs. 3 Satz 1 BörsG keinen Vollzugsbedingungen. Mit Ablauf des 28. August 2025 wurde der Handel mit FP-Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse eingestellt.



Überblick	
Bieterin	Francotyp-Postalia Holding AG
Zielgesellschaft	Francotyp-Postalia Holding AG
Sektor	Technologie
Annahmefristen	9. Juli 2025 bis 7. August 2025, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York). Verlängerung der Annahmefrist bis 28. August 2025 aufgrund des konkurrierenden Teilerwerbsangebots von SALTARAX/HHD gem. § 22 Abs. 2 WpÜG.
Annahmequote	Ca. 0,18 %
Mindestannahmeschwelle	Keine Mindestannahmeschwelle
Status	Erfolgreich
Angebotsvolumen (max.)	Ca. EUR 22,97 Mio.
Angebotstyp	Öffentliches Delisting-Rückerwerbsangebot (Barangebot)
Angebotsgegenleistung	EUR 2,27 je Aktie der FP
Beteiligungsaufbau	Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt die FP unmittelbar 677.603 eigene FP-Aktien (dies entspricht ca. 4,16 % des Grundkapitals und der Stimmrechte).
Vereinbarungen mit Großaktionären	FP schloss mit der Olive Tree Invest GmbH, der Tiven Invest S.A. SICAV-RAIF und Gert Purkert Nichtandienungs- und Depotsperrvereinbarungen in Bezug auf insgesamt 5.810.335 FP-Aktien (ca. 35,64 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) ab.

Überblick	
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	Vorstand und Aufsichtsrat haben davon abgesehen, den Aktionären der FP generell zu empfehlen, das Angebot anzunehmen oder nicht anzunehmen (neutrale Stellungnahme), da FP sowohl Bieterin als auch Zielgesellschaft des Self Tender Offers ist. FP ist daher – anders als beim Regelfall eines öffentlichen Angebots – unmittelbare Marktgegenseite zu ihren Aktionären.
Finanzierung	FP verfügt über eigene liquide Mittel in Höhe von EUR 10 Mio. Zudem stehen der FP aus dem am 14. Juni 2016 abgeschlossenen und am 16. Februar 2024 angepassten Konsortialkreditvertrag mit der Landesbank Baden-Württemberg, der Deutschen Bank AG, Filiale Luxemburg – handelnd als Postbank Luxemburg – und der UniCredit Bank GmbH, als Kreditgebern, mit einer regulären Laufzeit von drei Jahren nach der letzten Anpassung insgesamt EUR 51 Mio. zur Verfügung. Unter dem Konsortialkreditvertrag kann FP aus der revolving Kreditlinie bis zu rund EUR 41 Mio. für die Zahlung der Angebotskosten abrufen. Zur Finanzierung des Self Tender Offers hat FP einen Betrag in Höhe von EUR 13.719.035,86 aus der revolving Kreditlinie des Konsortialkreditvertrags in Anspruch genommen.
Freundlich/Feindlich	Freundlich
Vollzugsbedingung	Der Vollzug des Self Tender Offers und der durch die Annahme des Self Tender Offers zustande gekommenen Verträge stehen unter keinen Vollzugsbedingungen.
Links	Delisting-Rückerwerbsangebot vom 1. Juli 2025 Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats vom 21. Juli 2025

(c) Konkurrerendes Teilerwerbsangebot von SALTARAX und HHD vom 31. Juli 2025

Die Bieter sind Großaktionäre der FP und handeln als Bietergemeinschaft im Sinne des § 2 Abs. 4 WpÜG. Das Teilerwerbsangebot bezieht sich auf den Erwerb von bis zu 2.420.000 FP-Aktien (ca. 14,85 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) und richtet sich an alle Aktionäre der Gesellschaft. Die eingereichten FP-Aktien sollen die Bieter zu gleichen Teilen (d.h. hälftig) erwerben.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt SALTARAX unmittelbar 931.135 FP-Aktien (ca. 5,71 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) und HHD unmittelbar 1.181.966 FP-Aktien (ca. 7,25 % des Grundkapitals und der Stimmrechte). Die Bieter hielten somit insgesamt 2.113.101 FP-Aktien (ca. 12,96 % des Grundkapitals und der Stimmrechte).

Bis zum Ablauf der Annahmefrist wurde das Teilerwerbsangebot für insgesamt 540.243 FP-Aktien angenommen, was einem Anteil von ca. 3,31 % des Grundkapitals und der Stimmrechte von FP entspricht.

Überblick	
Bieter	SALTARAX GmbH (Herr Axel Sven Springer); Herr Hans-Herbert Döbert
Zielgesellschaft	Francotyp-Postalia Holding AG
Sektor	Technologie
Annahmefristen	31. Juli 2025 bis 28. August 2025, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main) / 18:00 Uhr (Ortszeit New York).
Annahmequote	Ca. 3,31 %
Mindestannahmeschwelle	Keine Mindestannahmeschwelle
Status	Erfolgreich
Angebotsvolumen (max.)	Ca. EUR 6,78 Mio.
Angebotstyp	Freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot in Form eines Teilangebots (Barangebot)
Angebotsgegenleistung	EUR 2,80 je Aktie der FP

Überblick

Beteiligungsaufbau	Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt SALTARAX unmittelbar 931.135 FP-Aktien (ca. 5,71 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) und HHD unmittelbar 1.181.966 FP-Aktien (ca. 7,25 % des Grundkapitals und der Stimmrechte).
Sonstige Vereinbarungen	Die Bieter stimmen ihr Verhalten im Zusammenhang mit dem Angebot und der Umsetzung ihrer in der Angebotsunterlage beschriebenen Absichten in Bezug auf die Zielgesellschaft ab. Ein förmlicher Vertrag wurde jedoch laut Angaben in der Angebotsunterlage nicht abgeschlossen. Aufgrund dieser Verhaltensab-sprache i.S.v. § 30 Abs. 2 WpÜG (<i>acting in concert</i>) werden die Stimmrechte der Bieter jeweils gegenseitig zugerechnet.
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	Vorstand und Aufsichtsrat haben davon abgesehen, den Aktio-nären der FP generell zu empfehlen, das Angebot anzunehmen oder nicht anzunehmen (neutrale Stellungnahme).
Finanzierung	SALTARAX verfügt zur Finanzierung des Teilerwerbsangebots über Barmittel von bis zu EUR 3,7 Mio., die von Axel Sven Springer durch ein unbefristetes Gesellschafterdarlehen am 16. Juli 2025 zur Verfügung gestellt und auf ein gesondertes für die Zwecke des Teilerwerbsangebots eingerichtetes Sperrkonto einbezahlt wurden. Die nach Abzug des anteiligen Finanzierungsbedarfs von EUR 3,448 Mio. der SALTARAX von der zunächst gewährten Darlehensvaluta von EUR 3,7 Mio. verbleibenden EUR 252.000 stellt SALTARAX HHD aufgrund einer Zusage vom 16. Juli 2025 als zinsloses unbefristetes Darlehen zur Verfügung. HHD verfügt für die Zwecke des Teilerwerbsangebots über Barmittel in Höhe von EUR 3,1 Mio. Zur Absicherung der Zahlungsverpflichtung aus dem Erwerbsangebot hat die Bank Julius Bär & Co. AG eine Bankbürgschaft in derselben Höhe ausgestellt. Die Differenz zum anteiligen Finanzierungsbedarf von bis zu EUR 348.000 wird HHD durch SALTARAX wie vorstehend beschrieben als Darlehen sowie weitere EUR 96.000 aus eigenen liquiden Mitteln von SALTARAX aufgrund einer Zusage vom 16. Juli 2025 zur Verfügung gestellt.
Freundlich/Feindlich	Freundlich
Vollzugsbedingung	Der Vollzug des Teilerwerbsangebots und der durch die Annahme des Teilerwerbsangebots zustande gekommenen Verträge stehen unter keinen Vollzugsbedingungen.
Links	Teilerwerbsangebot vom 31. Juli 2025 Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats vom 14. August 2025

4

Übersicht über aktuelle Entwicklungen

4.1 Übernahmerechtliche Auswirkungen des IDW S 17

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (“**FAUB**”) des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. (“**IDW**”) hat im November 2025 den IDW-Standard zur Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) verabschiedet.

(a) Anwendungsbereich des IDW S 17

Bei gesetzlichen Strukturmaßnahmen börsennotierter Unternehmen ist den Aktionären eine angemessene Kompensation zu gewähren. Der neue IDW S 17 konkretisiert hierzu verschiedene Anwendungsfälle, formuliert Anforderungen an die Beurteilungskriterien und -handlungen und beschreibt die darauf basierende eigenverantwortliche Gesamtbeurteilung des Wirtschaftsprüfers zur Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen.

Mit dem Standard reagiert der FAUB auf die jüngste Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes (“**BGH**”) zur Börsenwertmethode bei der Bestimmung der angemessenen Kompensation für außenstehende Aktionäre. Der BGH hat entschieden, dass die gesetzliche Abfindung und Ausgleichszahlungen an Minderheitsaktionäre gemäß §§ 304, 305 AktG anhand des Börsenkurses der Aktie der jeweiligen Gesellschaft bemessen werden, sofern dieser im konkreten Einzelfall den „wahren Wert“ der Beteiligung widerspiegelt (BGH vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, *Vodafone/KDG*). Eine ausführliche Analyse der Entscheidung findet sich in der vorigen Ausgabe unseres Newsletters ([hier](#) abrufbar).

Der IDW S 17 erstreckt sich auf aktien- und umwandlungsrechtliche Strukturmaßnahmen von börsennotierten Unternehmen. Hierzu zählen insbesondere Ausgleichs- und Abfindungszahlungen bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, Abfindungen bei Eingliederung und aktienrechtlichem Squeeze-out, Barabfindungen bei umwandlungsrechtlichem Squeeze-out, Vermögensübertragungen und Formwechseln sowie die Ermittlung des Umtauschverhältnisses bei Verschmelzungen und Spaltungen. Keine Anwendung findet der Standard dagegen bei Delisting-Erwerbsangeboten, da § 39 Abs. 3 BörsG bereits abschließend regelt, unter welchen Voraussetzungen der Börsenkurs als Bewertungsmaßstab geeignet ist, sodass kein Raum für eine ergänzende Beurteilung durch einen IDW-Standard verbleibt.





(b) Analyse anhand von Ampelsystem

Der IDW S 17 knüpft an die BGH-Rechtsprechung an und definiert für die Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen verschiedene Beurteilungskriterien aus ökonomischer Perspektive. Hierzu zählen (i) die Beherrschungsverhältnisse innerhalb der Anteilseignerstruktur, (ii) die Liquidität der Wertpapiere, (iii) die Marktabdeckung, insbesondere durch Analysten und Marktteilnehmer, (iv) der Umfang der Berichterstattung, (v) Veränderungen zwischen dem Referenzzeitraum und dem Bewertungsstichtag (Stichtagsprinzip) sowie (vi) mögliche Anhaltspunkte für Kursbeeinflussungen.

Die Ausprägungen der einzelnen Kriterien werden sodann anhand eines Ampelsystems kategorisiert, wobei die Einordnung in der eigenverantwortlichen Einschätzung des Prüfers liegt. Liegt für mindestens ein Kriterium eine rote Ausprägung vor, darf der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren Wert“ herangezogen werden, sodass eine Unternehmensbewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2008 im Sinne eines objektivierten Unternehmenswertes erforderlich ist. Gleiches gilt bei einer gelben Ausprägung, wobei der Prüfer hier eigenverantwortlich entscheidet, ob auf den Börsenkurs oder den objektivierten Unternehmenswert abzustellen ist. Je mehr gelbe Ausprägungen vorliegen, desto kritischer ist die Eignung des Börsenkurses im konkreten Einzelfall zu betrachten. Abweichungen des objektivierten Unternehmenswertes vom Börsenkurs von unter 5 % gelten jedoch als vertretbar. Nur wenn sämtliche Kriterien eine grüne Ausprägung aufweisen, kann der Börsenkurs ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert als Bemessungsgrundlage herangezogen werden.

(c) Folgen für die Bewertungspraxis

Der IDW S 17 ist an sich vom Ansatz her zu begrüßen, da er die höchstrichterliche Rechtsprechung zur Börsenwertmethode bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen aufgreift und konkrete Beurteilungskriterien für die Bewertungspraxis festlegt.

Gleichwohl zeigt sich in der Ausgestaltung des vorgeschlagenen Ampelsystems eine deutliche Zurückhaltung gegenüber der Verwendung des Börsenkurses als alleinigem Maßstab. In der Praxis werden zahlreiche börsennotierte Gesellschaften regelmäßig ein oder mehrere Kriterien mit gelber oder sogar roter Ausprägung erfüllen. Bereits ein bestehender Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag führt zu einer roten Ausprägung beim Kriterium der Anteilseignerstruktur. Damit ist es dem Bewerter oder Prüfer nach dem IDW S 17 verwehrt, allein auf den Börsenkurs abzustellen, sodass eine vollumfängliche Unternehmensbewertung durchzuführen ist. Selbst bei gelber Ausprägung dürfte ein Prüfer angesichts der hohen Anforderungen an den Börsenkurs und der damit ausgedrückten Skepsis des IDW eher zur Unternehmensbewertung tendieren.

Ob dies der höchstrichterlichen Rechtsprechung entspricht, ist fraglich. Der IDW S 17 greift zwar die vom BGH aufgestellten Kriterien der effektiven Informationsbewertung sowie der Liquidität und Verkehrsfähigkeit auf, indem er sie in die Beurteilungskriterien Liquidität, Berichterstattung und Kursbeeinflussung überführt. Es ist jedoch zweifelhaft, ob die übrigen Beurteilungskriterien und das strenge Ampelsystem den Anforderungen der Rechtsprechung entsprechen oder vielmehr Ausdruck einer zu engen Auslegung der Vorgaben des BGH sind. Der neue Standard ist für die Praxis der Wirtschaftsprüfer – unbeschadet ihrer Eigenverantwortlichkeit – zwar relevant, entfaltet jedoch keine Bindungswirkung für die Gerichte, sodass eine gerichtliche Überprüfung stets möglich bleibt.

Für das Übernahmerecht bedeutet dies, dass die Relevanz des Börsenkurses für die Angemessenheit von Kompensationen in der Bewertungspraxis wieder eingeschränkt wird. Während der BGH die Börsenkursmethode gestärkt und einen wichtigen Beitrag zur Eindämmung von back-end Spekulationen geleistet hat, droht der IDW S 17 die praktische Bedeutung des Börsenkurses durch sein striktes Ampelsystem wieder zu relativieren. Dies kann zu erhöhtem Prüfungsaufwand führen und zugleich neue Angriffspunkte für die gerichtliche Überprüfung von Kompensationen schaffen.

4.2 Übernahmerechtliche Auswirkungen des Standortfördergesetzes

Nachdem sich das Zweite Zukunftsfinanzierungsgesetz (BT-Drs. 20/14513 vom 15. Januar 2025 – **„ZuFinG II“**) durch den Ablauf der vorherigen Wahlperiode des Bundestages erledigt hatte, beschloss der Bundestag am 19. Dezember 2025 das Standortfördergesetz („**StoFöG**“, BT-Drs. 21/2507 vom 3. November 2025) in der vom Finanzausschuss empfohlenen Fassung. Nachdem der Bundesrat dem Entwurf am 30. Januar 2026 zustimmte, wurde das StoFöG am 9. Februar 2026 verkündet (BGBl. 2026 I Nr. 33) und ist in Kraft getreten.

Die im ZuFinG II vorgesehenen Änderungen, die u.a. das WpÜG, BörsG und SpruchG betrafen, wurden vom Gesetzgeber weitgehend in das neue StoFöG überführt. Hinsichtlich der übernahmerechtlichen Implikationen des StoFöG verweisen wir insoweit auf die vorherige Ausgabe unseres Newsletters, in welcher die geplanten Änderungen des ZuFinG II und ihre Auswirkungen auf das Übernahmerecht detailliert beschrieben wurden ([hier](#) abrufbar), so dass wir diese hier nur kurz zusammenfassen:

Insbesondere sieht das StoFöG – wie auch schon der Regierungsentwurf des ZuFinG II – neue Regelungen für Delisting-Erwerbsangebote vor. Streitigkeiten über die Höhe der an außenstehende Aktionäre zu zahlenden Gegenleistung werden nun im gerichtlichen Spruchverfahren entschieden (§ 39 Abs. 3 S. 7 BörsG i.V.m. § 1 Nr. 8 SpruchG) und damit nicht mehr durch die ordentlichen Gerichte. Für die Bestimmung der Gegenleistung wird die bisher als strikt wahrgenommene Orientierung am Börsenkurs gelockert und der Anwendungsbereich der Bewertung anhand des Unternehmenswertes erweitert. Eine Heranziehung des Börsenkurses ist nach der dafür vorgesehenen Generalklausel im Falle eines durch besondere Umstände unangemessen niedrigen Börsenkurses nicht mehr möglich. Die zuvor konkretisierten und insbesondere abschließenden Ausnahmefälle des § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG, in denen eine Unternehmensbewertung erforderlich ist – namentlich Verstöße gegen die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität sowie gegen das Verbot der Marktmanipulation –, wurden in der Neufassung der Norm zu Regelbeispielen herabgestuft. Die neue Regelungsmechanik führt somit zwangsläufig zu einer geringeren Rechtssicherheit im

Umgang mit Delisting-Erwerbsangeboten, da zukünftig im Rahmen eines Spruchverfahrens abseits von allgemeinen Bewertungsfragen darüber zu entscheiden ist, ob entsprechend der unbestimmten Generalklausel ein durch besondere Umstände unangemessen niedriger Börsenkurs vorlag. Die Rechtsstreitigkeiten infolge eines Delisting-Erwerbsangebots durch Einleitung eines Spruchverfahrens von Aktionären und Aktivisten könnten damit zukünftig spürbar zunehmen.

Ferner ist in Fällen des sog. „Downlisting“ kein öffentliches Angebot mehr erforderlich, wenn die Wertpapiere weiterhin an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden (§ 39 Abs. 2 Nr. 3 und § 48a Abs. 1b BörsG). Infolge der Gleichstellung von KMU-Wachstumsmärkten mit regulierten Märkten hat ein Rückzug vom KMU-Wachstumsmarkt denselben Regelungen zu folgen wie ein Rückzug vom regulierten Markt (§ 48a Abs. 1b i.V.m. § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG). Folglich muss ein entsprechendes Delisting-Erwerbsangebot von dem Hauptaktionär oder der Zielgesellschaft vorgelegt und 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, wie der Begründung des Regierungsentwurfs zu entnehmen ist.

Zudem wurde ein zentrales europäisches Zugangsportal (*European Single Access Point*, ESAP) implementiert (§ 9a WpÜG). In diesem Zusammenhang fungiert die BaFin als ESAP-Sammelstelle für Veröffentlichungen nach dem WpÜG. Neue Offenlegungspflichten sollen hierdurch nicht geschaffen werden, allerdings sind die in § 9a Abs. 2 WpÜG genannten Vorgaben zu den Formanforderungen und den erforderlichen Metadaten zu beachten.

Ergänzend enthält die vom Finanzausschuss empfohlene finale Fassung des StoFöG eine neue Übergangsregelung in § 54 BörsG für Delisting-Erwerbsangebote bezüglich Wertpapiere, die am KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden. Im Falle einer Kündigung der Einbeziehung zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt bis einschließlich zum 9. Januar 2030 findet § 5 Abs. 3 WpÜG-AngebotsVO keine Anwendung, sodass bei der Ermittlung des gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurses nicht an die in § 5 Abs. 3 WpÜG-AngebotsVO vorgesehenen, der BaFin zu meldenden oder zu übermittelnden Daten anzuknüpfen ist. Im Übrigen finden die im WpÜG und der WpÜG-AngebotsVO festgelegten Grundsätze zur Ermittlung der Angebotsgegenleistung entsprechende Anwendung. Die BaFin prüft in diesem Zusammenhang weiterhin die in der Angebotsunterlage offengelegten Angaben, insbesondere im Hinblick auf die in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO festgelegten Kriterien. Mit dieser Übergangsregelung soll offenbar der BaFin genügend Zeit eingeräumt werden, um bis zum 9. Januar 2030 die für die Anwendung von § 5 Abs. 3 der WpÜG-AngebotsVO erforderlichen IT-Systeme zur Mindestpreisberechnung für Wertpapiere, die am KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden, anzupassen.



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

Dusseldorf



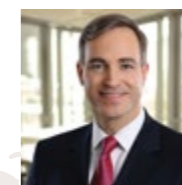
Dr. Mesut Korkmaz, LL.M. (LSE)
Partner, Dusseldorf
T +49 211 13 68 0
mesut.korkmaz@hoganlovells.com



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



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



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

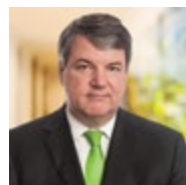


Dr. Matthias Jaletzke
Partner, Frankfurt
T+49 69 962 36 0
matthias.jaletzke@hoganlovells.com



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

Munich



Dr. Lutz Angerer, LL.M. (University of Virginia)
Senior Counsel, Munich
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



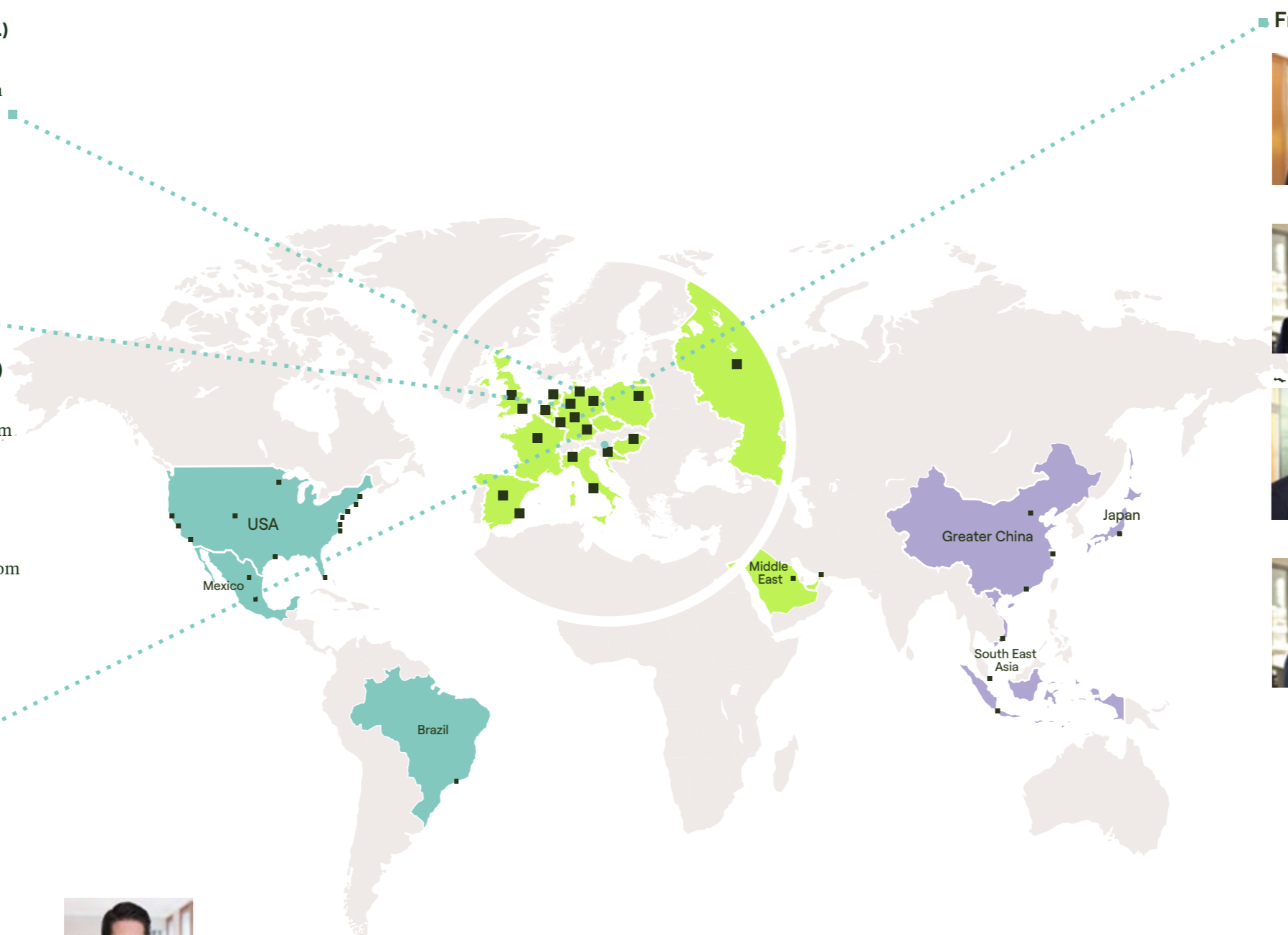
Dr. Michael Rose
Partner, Munich
T+49 89 290 12 0
michael.rose@hoganlovells.com

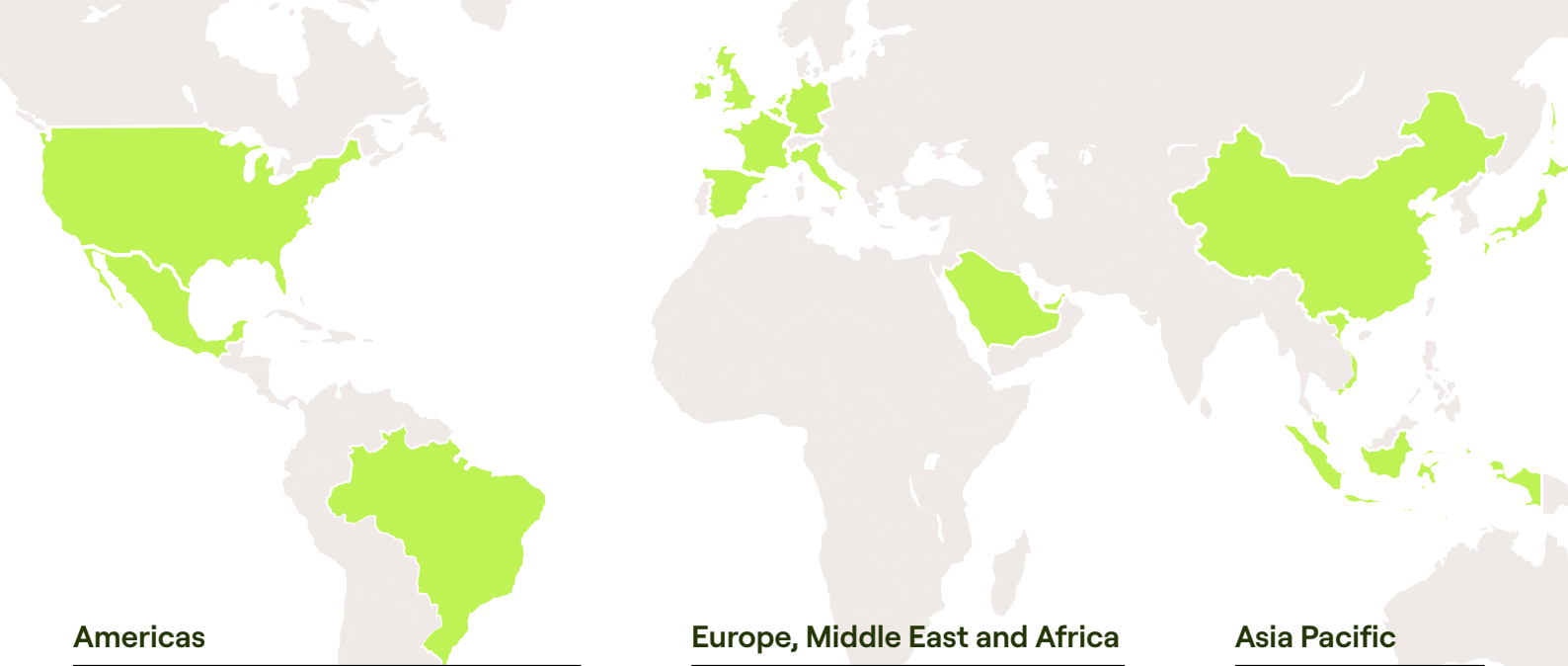


Dr. Sebastian Biller
Counsel, Munich
T+49 89 290 12 0
sebastian.biller@hoganlovells.com



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 2026. All rights reserved. WG-REQ-1843