



Hogan  
Lovells

# Öffentliche Übernahmen in Deutschland

Newsletter 2022



## Inhalt

---

<b>1. Einleitung</b>	4
<b>2. Statistiken</b>	6
2.1 Überblick – Markttrends	6
2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten	7
2.3 Angebotsvolumen	8
2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten	9
2.5 Angebotsprämien	10
2.6 Übernahmen nach Sektoren	11
2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat	12
2.8 Fairness Opinions	13
2.9 Herkunft der Investoren	13
<b>3. Steckbrief</b>	14
M&A Krimi in der Immobilienbranche: Vonovia – Deutsche Wohnen	14
<b>4. Aktuelle Rechtsentwicklungen im Übernahmerecht</b>	17
4.1 Anspruch auf angemessene Gegenleistung (§ 31 Abs. 1 WpÜG) nur für Aktionäre der Zielgesellschaft, die Angebot annehmen – BGH vom 23.11.2021 – II ZR 312/19	
(a) Sachverhalt	17
(b) Entscheidung des BGH	18
(c) Auswirkungen auf die Praxis	19
4.2 Zur Liquidität von Aktien als Gegenleistung im Sinne von § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG – Urteil des OLG Frankfurt vom 11.01.2020 – WpÜG 1/20	
(a) Sachverhalt	19
(b) Untersagungsentscheidung der BaFin	19
(c) Urteil des OLG Frankfurt/M.	20
(d) Auswirkungen auf die Praxis	21



# 1. Einleitung

Herzlich willkommen zur fünften Ausgabe unseres Newsletters “Öffentliche Übernahmen in Deutschland”. Er gibt einen Marktüberblick über die im zurückliegenden Jahr 2021 in Deutschland nach dem Wertpapier- und Übernahmegesetz (WpÜG) durchgeführten öffentlichen Übernahmen und 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 mit diesem Newsletter teilen.

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

Im dritten Abschnitt des Newsletters stellen wir die nach unserer Einschätzung für den deutschen Übernahmemarkt wichtigsten Übernahmeangebote des vergangenen Kalenderjahres vor. Im Jahr 2021 war dies die im ersten Anlauf noch gescheiterte, nachfolgend jedoch erfolgreiche Übernahme der Deutsche Wohnen SE durch die Vonovia SE.

Abschließend greift dieser Newsletter aktuelle rechtliche Entwicklungen des deutschen Übernahmerechts heraus. In dieser Ausgabe besprechen wir zum einen die Entscheidung des BGH vom 23.11.2021 (II ZR 312/19), in dem der BGH auf die Frage eingeht, ob Aktionäre, die ein Übernahmeangebot nicht angenommen haben, gleichwohl Anspruch auf die angemessene Gegenleistung nach § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG haben. Ferner wird der Beschluss des OLG Frankfurt a. M. vom 11.01.2021 (Az. WpÜG 1/20) beleuchtet, in dem das Gericht die Anforderungen an die Liquidität von Aktien, die im Rahmen eines Tauschangebots als Gegenleistung gewährt werden, in Abweichung von der bisherigen Praxis der BaFin deutlich verschärft hat.





## 2. Statistiken

### 2.1 Überblick – Markttrends

Im Jahr 2021 sind auf dem deutschen Übernahmemarkt folgende Trends zu erkennen:

- Im vergangenen Jahr ist innerhalb des Vergleichszeitraums der letzten sechs Jahre mit 34 öffentlichen Übernahmeangeboten die mit Abstand höchste Aktivität im deutschen Übernahmemarkt zu verzeichnen gewesen.
- Mit einem Angebotsvolumen in Höhe von EUR 59,24 Mrd. wurde das bisherige höchste Volumen des Jahres 2019 fast verdoppelt.
- Demgegenüber erreichte die durchschnittliche Angebotsprämie gegenüber dem Vergleichszeitraum der letzten sechs Jahre einen vergleichsweise geringen Wert mit 14,52 % in Bezug auf den gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs vor der Angebotsankündigung.
- Der Technologie- und Immobilien-Sektor waren die mit Abstand aktivsten Industrie-sektoren. Knapp die Hälfte der öffentlichen Übernahmeangebote fand in diesen Sektoren statt.
- Der Anteil an neutralen Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat zum vorgelegten Angebot ist im Vergleich zum Vorjahr leicht gesunken, stellt mit 21 % aber immer noch einen großen Anteil dar.
- 70 % der öffentlichen Übernahmen erfolgten durch ausländische Investoren, die direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel öffentliche Angebote unterbreitet haben.

### 2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten

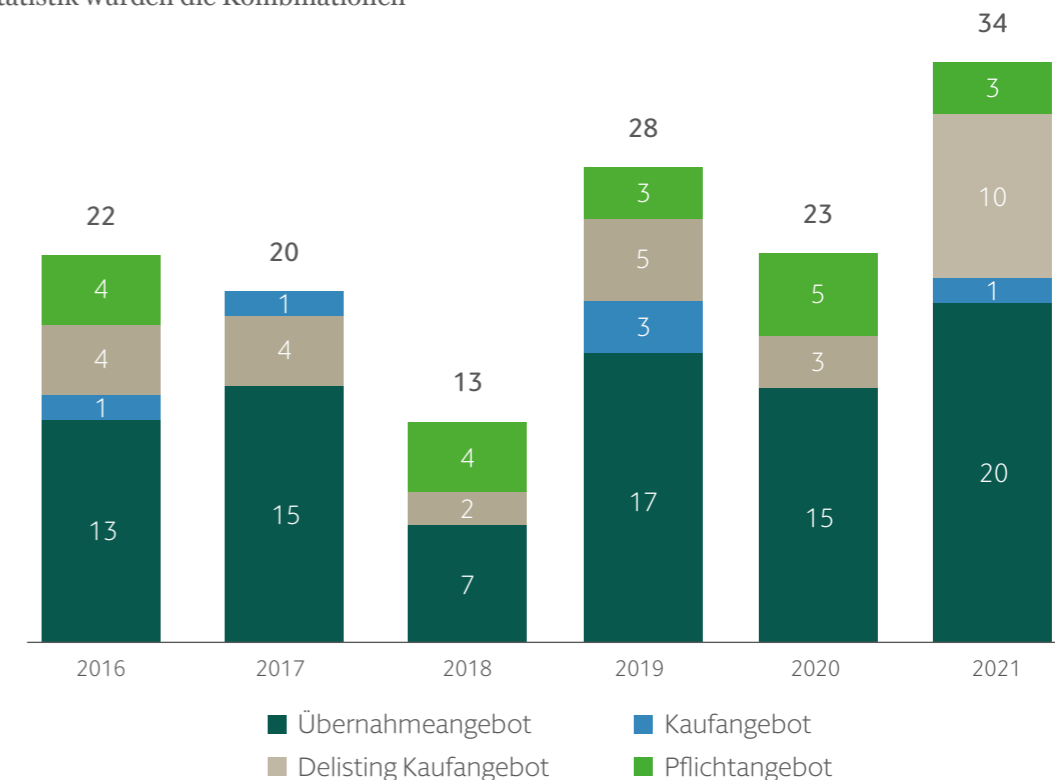
Bis zum Ende des Jahres 2021 wurden in Deutschland insgesamt 34 öffentliche Angebote ausgelegt. Innerhalb des Vergleichszeitraums der letzten sechs Jahre ist somit im vergangenen Jahr mit Abstand die höchste Aktivität im deutschen Übernahmemarkt zu verzeichnen gewesen. Der bisherige Höchstwert aus dem Jahr 2019 (28 öffentliche Übernahmen) wurde deutlich übertroffen.

Die meisten Angebote waren auch im Jahr 2021 Übernahmeangebote. Die Zahl der Pflichtangeboten nahm mit drei Angeboten im Vergleich zum Vorjahr leicht ab. Im Vergleich zu den Vorjahren ist ferner ein deutlicher Anstieg an Delisting-Erwerbsangeboten zu verzeichnen. Dabei sind im Jahr 2021 nicht nur zehn eigenständige Delisting-Erwerbsangebote veröffentlicht worden, sondern von den 20 Übernahmeangeboten waren drei mit einem Delisting-Erwerbsangebot kombiniert. Ferner waren zwei der Pflichtangebote mit einem Delisting-Erwerbsangebot kombiniert. Für die Statistik wurden die Kombinationen

mit Delisting-Erwerbsangeboten jeweils als Übernahmeangebote oder Pflichtangebote qualifiziert.

Mit Ausnahme des Übernahmeangebots der Acorn HoldCo Inc. an die Aktionäre der ADVA Optical Networking SE (Tauschangebot) erfolgten sämtliche öffentlichen Angebote im Jahr 2021 im Wege des Barangebotes.

Ein beabsichtigtes Tauschangebot der 4basebio AG an die Aktionäre der KROMI Logistik AG wurde von der BaFin gemäß §§ 34, 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG untersagt. Die Bieterin hat das Angebot nicht weiterverfolgt, nachdem die BaFin darauf hingewiesen hat, dass die als Gegenleistung angebotenen eigenen Aktien der Bieterin in Ansehung des Beschlusses des OLG Frankfurt a.M. vom 11.01.2021, Az. 1/20 WpÜG, nicht als liquide und somit nicht als taugliche Gegenleistung i.S.v. § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG anzusehen waren (die Entscheidung des OLG Frankfurt a.M. wird ausführlich in Abschnitt 4 beleuchtet).



## 2.3 Angebotsvolumen

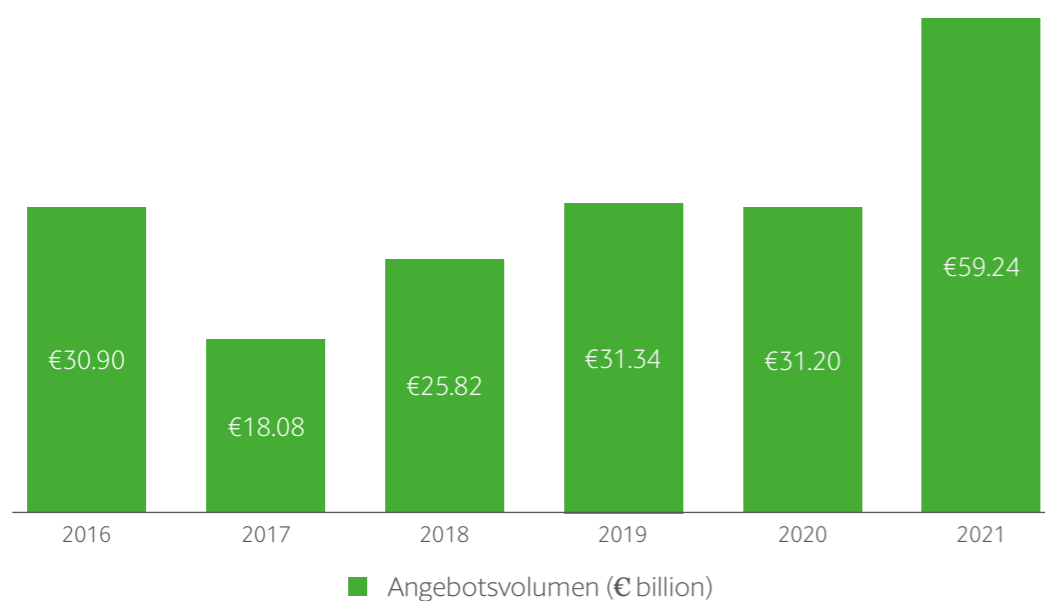
Insgesamt belief sich das Angebotsvolumen in 2021 auf EUR 59,24 Mrd. Damit hat sich das Angebotsvolumen im Vergleich zum Vorjahr (EUR 31,20 Mrd.) und dem Höchstwert aus dem Jahr 2019 (EUR 31,34 Mrd.) fast verdoppelt.

Mit EUR 17,81 Mrd. und EUR 15,8 Mrd. haben die beiden Übernahmeangebote der Vonovia SE für die Deutsche Wohnen SE den mit Abstand größten Anteil am Angebotsvolumen. Beide Übernahmeangebote fanden Eingang in die Statistik, weil die Vonovia SE nach dem Scheitern des ersten Übernahmeangebots ein (neues) geändertes Übernahmeangebot unterbreitet hat (näheres dazu in unserem Steckbrief in Abschnitt 3).

Ferner hat der Übernahmekampf um die zooplus AG zur Folge, dass das jeweilige Angebotsvolumen dreimal für die Statistik berücksichtigt wurde: Das Übernahmeangebot der Zorro BidCo S.à r.l. (EUR 3,36 Mrd.), das Übernahmeangebot der Pet Bidco GmbH (EUR 3,36 Mrd.) sowie zuletzt das Delisting-Erwerbsangebot der Zorro BidCo S.à r.l. (EUR 0,62 Mrd.).

Hervorzuheben sind im Jahr 2021 gleich acht weitere öffentliche Angebote im large cap Bereich (bestimmt anhand der Marktkapitalisierung, siehe Ziffer 2.4) mit den folgenden Angebotsvolumina:

- Das Übernahmeangebot der GlobalWafers GmbH an die Aktionäre der Siltronic AG (EUR 3,59 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der Faurecia Participations GmbH an die Aktionäre der HELLA GmbH & Co. KGaA (EUR 2,74 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der Alexandrite Lake Lux Holding S.a r.l. an die Aktionäre der alstria office REIT-AG (EUR 2,38 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der Atlantic BidCo GmbH an die Aktionäre der Aareal Bank AG (EUR 1,74 Mrd.);
- das Übernahmeangebot der GRIFOLS S.A. an die Aktionäre der Biotest Aktiengesellschaft (EUR 1,58 Mrd.);
- das Delisting-Erwerbsangebot der ams Offer GmbH an die Aktionäre OSRAM Licht AG (EUR 1,55 Mrd.);
- das Delisting-Erwerbsangebot der Aroundtown S.A. an die Aktionäre der TLG Immobilien AG (EUR 0,55 Mrd.); sowie
- das Übernahmeangebot der Vonovia SE an die Aktionäre der GSW Immobilien AG (EUR 0,39 Mrd.).



## 2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten

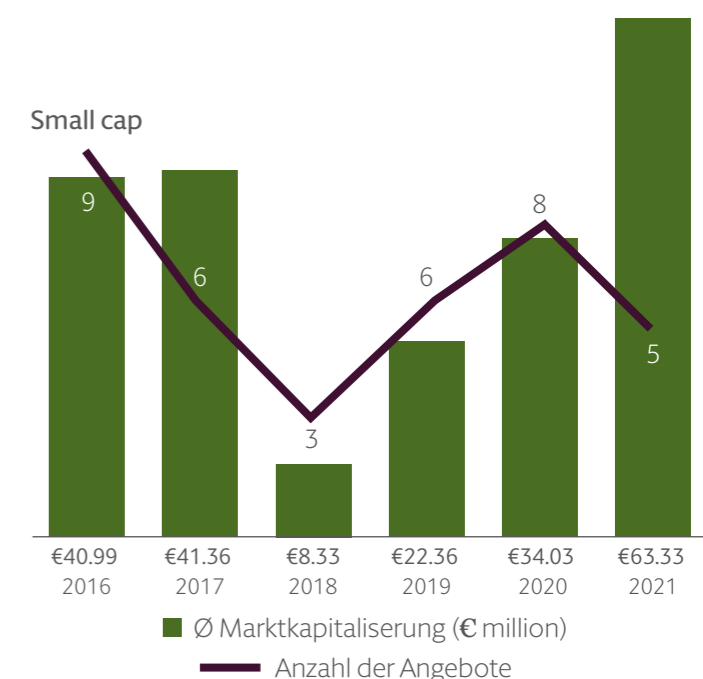
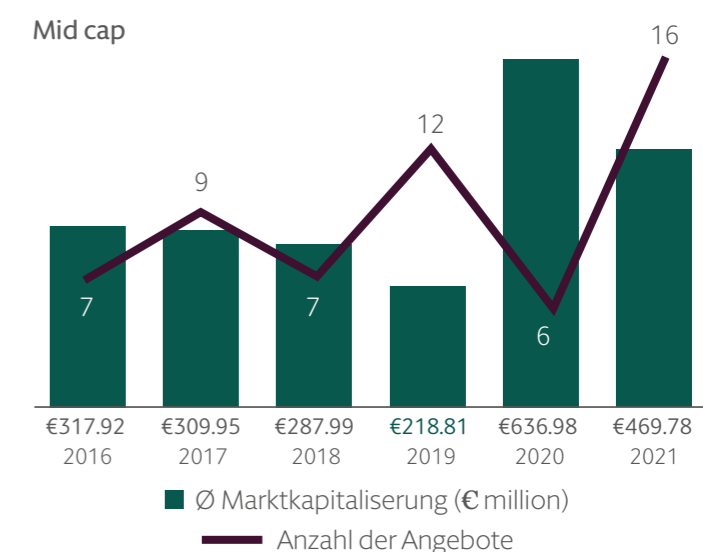
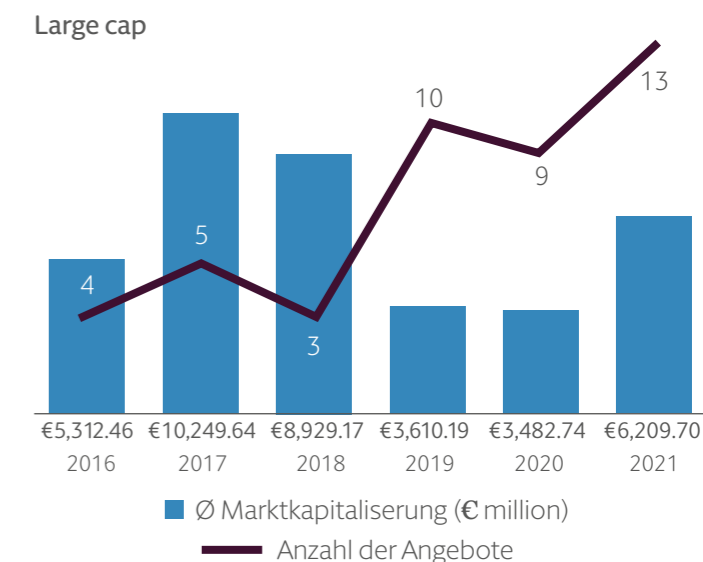
Die Marktsegmente sind nach der jeweiligen Marktkapitalisierung der Zielgesellschaft wie folgt definiert:

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

Die hohe Übernahmeaktivität im Jahr 2021 fand – wie bereits im Vorjahr – vorrangig im mid und large cap Sektor statt. Mit 13 Übernahmen im large cap Sektor wurde eine Höchstzahl innerhalb des Vergleichszeitraums der letzten sechs Jahre erreicht. Der Durchschnittswert der Marktkapitalisierung im large cap Sektor ist im Jahr 2021 mit EUR 6.21 Mrd. im Vergleich zu den Jahren 2019 und 2020 deutlich gestiegen, erreicht aber nicht die bisherigen Höchstniveaus der Jahre 2017 und 2018.

Knapp die Hälfte aller Übernahmeangebote fanden im mid cap Bereich statt, was mit 16 Übernahmeangeboten ebenfalls eine Höchstzahl im Vergleichszeitraum darstellt. Zwar verringerte sich die durchschnittliche Marktkapitalisierung im Vergleich zum Vorjahr auf EUR 469,78 Mio., diese liegt jedoch deutlich über dem Niveau der Jahre 2016 bis 2019.

Seit dem Tiefpunkt im Jahre 2018 hat sich im small cap Segment der Aufwärtstrend des Jahres 2019 bei der Marktkapitalisierung auch im Jahre 2021 fortgesetzt. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung erreichte mit EUR 63,33 Mrd. einen neuen Höchstwert, während die Anzahl auf lediglich 5 Übernahmeangebote sank.

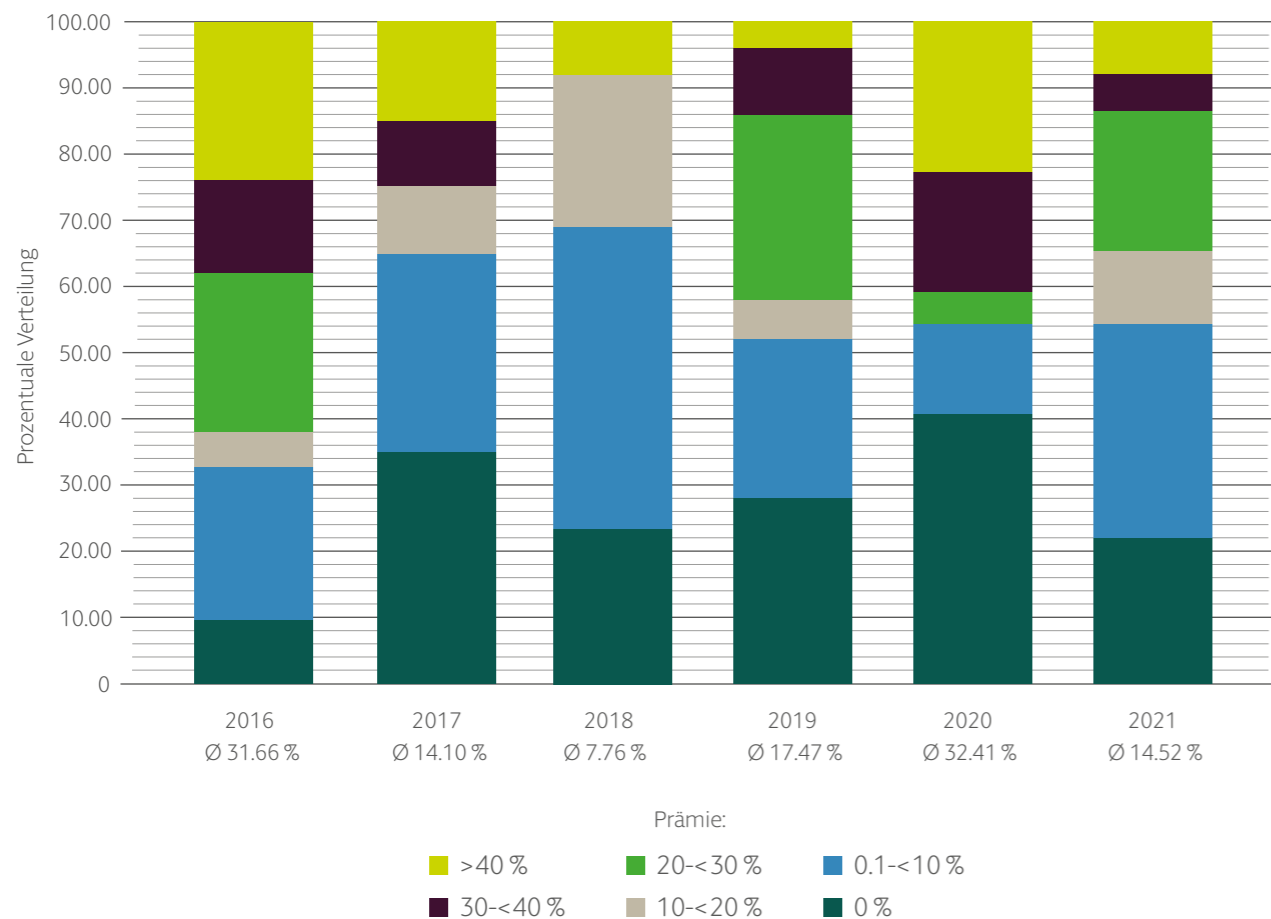


## 2.5 Angebotsprämien

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

Die durchschnittliche (ungewichtete) Angebotsprämie erreichte im Jahr 2021 einen Wert in Höhe von 14,52 %. Dies stellt einen signifikanten Rückgang im Vergleich zum Vorjahr dar und beendet damit den Aufwärtstrend seit dem Jahr 2018.

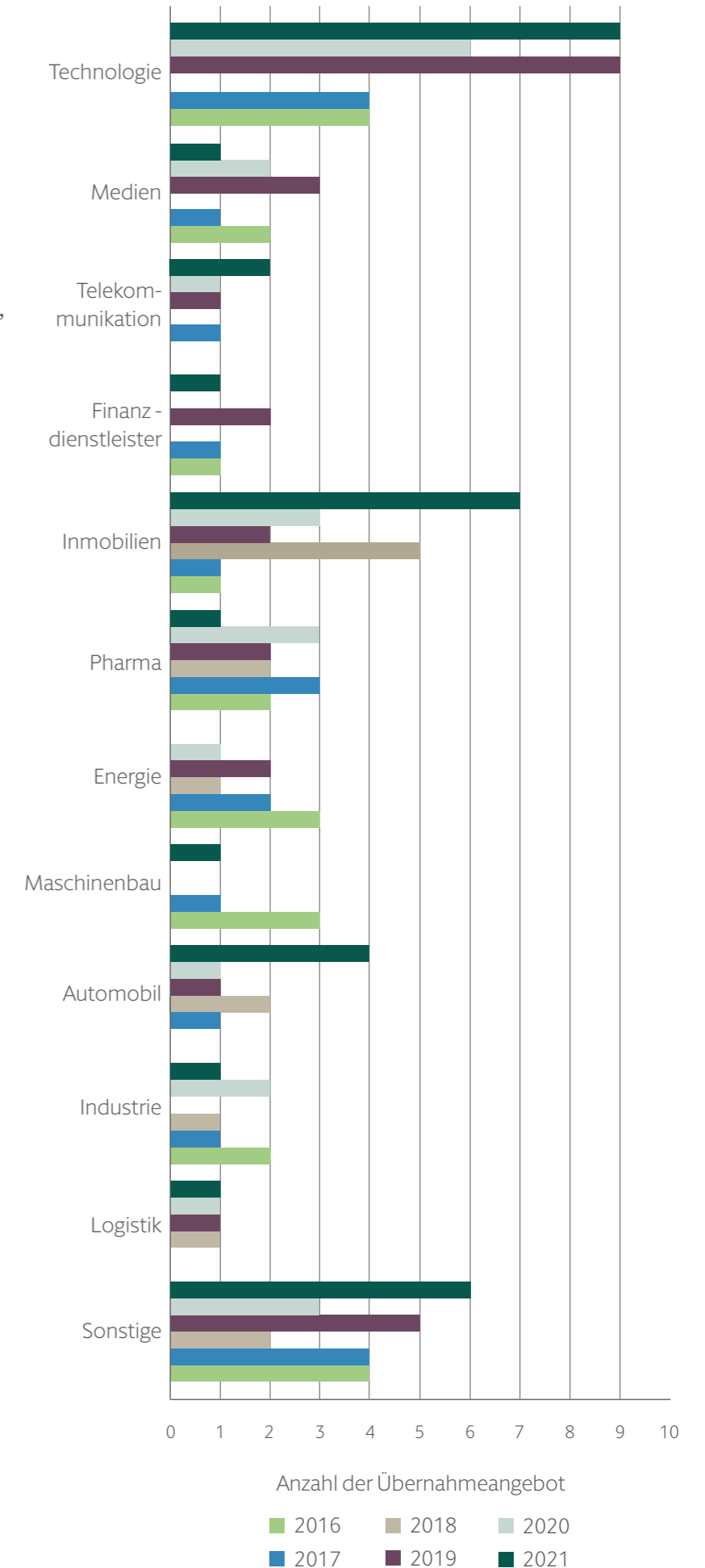
Im vergangenen Jahr wurde bei rund 54 % der Angebote eine Prämie von maximal 10 % geboten, was damit auf dem Niveau der vergangenen zwei Jahre liegt. Weitere rund 32 % der Angebote enthielten eine Prämie zwischen 10 % und 30 %. Demgegenüber ist mit rund 13 % nach 2018 der zweitgeringste Anteil an einer Prämie von mehr als 30 % zu verzeichnen.



## 2.6 Übernahmen nach Sektoren

Im Jahr 2021 wiederholte sich erneut der Trend der Jahre 2016, 2017, 2019 und 2020, in denen im Technologie-Sektor die größte Aktivität im Übernahmemarkt zu verzeichnen war. Gleichzeitig konnte im Jahr 2021 jedoch der Immobiliensektor ein neues Höchstniveau erreichen und deckt gemeinsam mit dem Technologie-Sektor knapp die Hälfte aller öffentlichen Übernahmen ab. Daneben ist noch die Automobilbranche hervorzuheben, die ebenfalls eine neue absolute Höchstanzahl erreichte.

Im Übrigen zeigt sich eine homogene Verteilung in den Sektoren Medien, Telekommunikation, Finanzdienstleister, Pharma, Maschinenbau, Industrie und Logistik, während im Energie-Sektor keine Übernahmen zu verzeichnen waren.

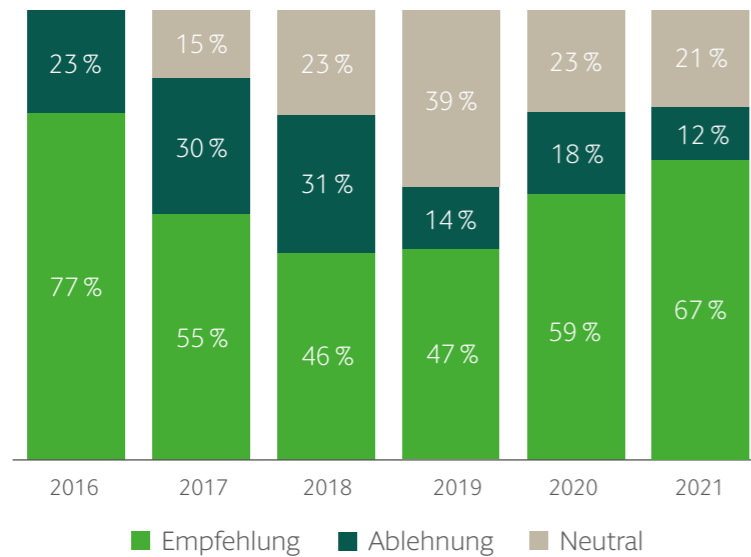




## 2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat

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

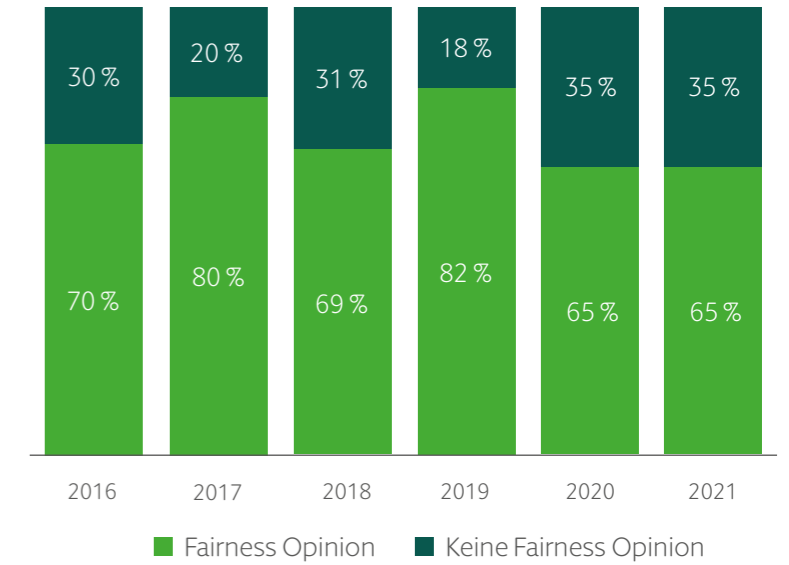
Im Jahr 2021 haben 67 % der Stellungnahmen die Annahme des Angebots empfohlen, während 12 % der Stellungnahmen sich gegen eine Annahme des Angebots aussprachen. Damit bestätigt sich seit dem Jahr 2018 der Trend, dass der Anteil der Empfehlungen stetig zunimmt. Dementsprechend haben im Jahr 2021 die ablehnenden Stellungnahmen den bisher niedrigsten Anteil erreicht. Im Vergleich zum Vorjahr haben sich die neutralen Stellungnahmen mit 21 % leicht verringert.



## 2.8 Fairness Opinions

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

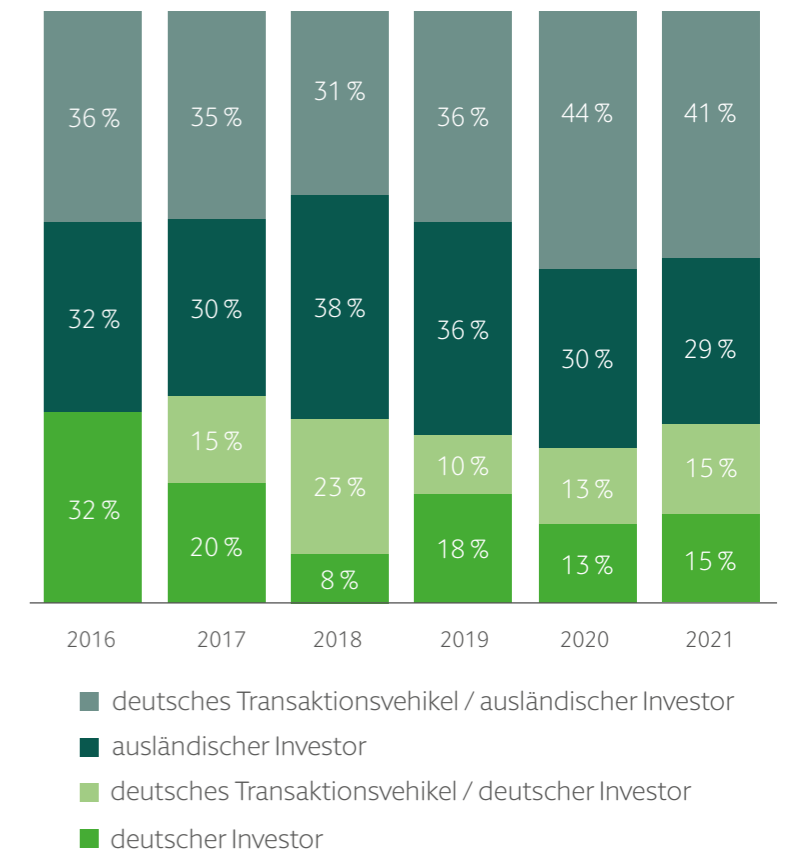
Im Jahr 2021 haben Vorstand und Aufsichtsrat lediglich bei 65 % der Angebote Fairness Opinions eingeholt. Dies ist im hier betrachteten 6-Jahreszeitraum derselbe Wert wie im Vorjahr und (gemeinsam mit 2020) der geringste Wert im Vergleichszeitraum.



## 2.9 Herkunft der Investoren

Im Jahr 2021 stammten 70 % der Angebote von ausländischen Investoren, die entweder direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel ein Angebot veröffentlicht haben. Erstmals seit dem Jahr 2018 hat sich dieser Anteil im Vergleich zum Vorjahr leicht verringert.

Demgegenüber wurden 30 % der Übernahmeangebote von inländischen Unternehmen direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel abgegeben.



### 3. Steckbrief

#### M&A Krimi in der Immobilienbranche: Vonovia – Deutsche Wohnen

Am 23.06.2021 veröffentlichte die Vonovia SE ein Übernahmeangebot für die Deutsche Wohnen SE zu einem Preis von EUR 52,00 je Aktie mit einer Mindestannahmeschwelle i.H.v. 50 %. Zu diesem Zeitpunkt hielt die Vonovia SE bereits ca. 18,35 % der Anteile der Deutsche Wohnen SE. Obwohl das Angebot im Gegensatz zum feindlichen Übernahmeversuch im Jahr 2016 durch den Vorstand und Aufsichtsrat der Deutsche Wohnen SE unterstützt wurde, scheiterte die Vonovia SE erneut am Erreichen der Mindestannahmeschwelle. Letztlich betrug bei Ablauf der Annahmefrist der Anteil der Vonovia SE an der Deutsche Wohnen SE ca. 47,62 %.

Eine Befreiung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) von der einjährigen Sperrfrist nach § 26 Abs. 2 WpÜG ermöglichte es der Vonovia SE am 23.08.2021 ein erneutes Übernahmeangebot für die Deutsche Wohnen SE abzugeben. In der Zwischenzeit hatte die Vonovia SE ihren Anteil an der Deutsche Wohnen SE auf 29,99 % ausgebaut. Im Zuge dieses zweiten Übernahmeangebots wurde die gebotene Gegenleistung auf EUR 53,00 je Aktie der Deutsche Wohnen SE erhöht, während zunächst an der vorherigen Mindestannahmeschwelle i.H.v. 50 % festgehalten wurde.

Um das Gelingen der Transaktion abzusichern und alle Risiken aus dem Weg zu räumen, veröffentlichte die Vonovia SE am 13.09.2021 ein geändertes Übernahmeangebot, wonach auf alle Angebotsbedingungen einschließlich der Mindestannahmeschwelle verzichtet wurde. Nach Ablauf der wegen der Angebotsänderung verlängerten Annahmefrist war die Vonovia SE entsprechend ihrem ursprünglichen Plan bereits Mehrheitsgesellschafterin der Deutsche Wohnen SE, indem eine Annahmquote von 64,78 % erreicht wurde, die sich bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist noch auf 87,71 % erhöhte.

Wesentlich für das Scheitern des ersten Angebots waren zwei Faktoren. Zum einen war der hohe Anteilsbesitz von Indexfonds an der Deutsche Wohnen SE (ca. 20 %) von Nachteil. Zum anderen spekulierten zu viele Investoren und Hedgefonds darauf, dass es zu einer Angebotserhöhung spätestens im Rahmen von Strukturmaßnahmen kommen werde, um bei der Übernahme so eine Arbitrage einzustreichen. Um dieses Problem zu adressieren, erklärte die Vonovia SE in der Angebotsunterlage vom 23.08.2021 verbindlich und unwiderruflich, dass die Vonovia SE den Angebotspreis nicht weiter erhöhen wird (sog. „No increase statement“) und dass Strukturmaßnahmen nach erfolgter Übernahme unterlassen werden. Diese Erklärungen innerhalb der Angebotsunterlage, die eine erneute Spekulation von Anfang unterbinden sollten, sind aus rechtlichen Gesichtspunkten durchaus interessant.

Ein solches „No increase statement“ dürfte wohl dem Grunde nach zulässig sein. Rechtlich umstritten ist aber, welche Bindungswirkung dieses im Hinblick auf einen späteren Verzicht entfaltet. Ganz überwiegend wird die Möglichkeit eines späteren Verzichts abgelehnt, denn der das „No increase statement“ missachtende Bieter ändert das Angebot gerade nicht nur dadurch, dass er die Gegenleistung i.S.d. § 21 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG erhöht. Vielmehr würde er auch den Angebotsbestandteil zum „No increase statement“ abändern, ohne dass diese Änderung vom Numerus Clausus des § 21 Abs. 1 WpÜG erfasst würde. Eine dennoch erfolgende Änderung des Angebotspreises hätte aus diesem Grund die Untersagung durch die BaFin zur Folge.

Ähnliche Probleme dürften sich auch bei der Selbstverpflichtung zur Unterlassung von Strukturmaßnahmen stellen. Abweichungen ergeben sich nur hinsichtlich der Sanktion von Verstößen, denn ein möglicher Verstoß realisiert

sich erst nach Abschluss des Angebotsverfahrens, sodass in diesem Fall keine Untersagung durch die BaFin mehr möglich ist. Stattdessen wird sich die Gesellschaft dann mit Schadensersatzansprüchen der (Alt-)Aktionäre konfrontiert sehen. Praktische Schwierigkeiten dürfte in solchen Fällen bereiten, inwieweit die späteren Strukturmaßnahmen zu einem kausalen Schaden bei den (Alt-)Aktionären geführt hat.

Erwähnenswert ist in beiden Übernahmeangeboten auch die Einschaltung der französischen Bank Société Générale als Dritterwerber zum Erwerb von Aktien der Deutsche Wohnen SE, falls auf das Übernahmeangebot mehr als 90 % minus 10.000 Stück der ausstehenden Aktien der Deutsche Wohnen SE eingeliefert werden sollten. Hierdurch sollte vermieden werden, dass ungewollt Grunderwerbsteuer bezüglich des von der Deutsche Wohnen SE gehaltenen Immobilienbestandes ausgelöst würde, nachdem gemäß der seit dem 1. Juli 2021 geltenden Rechtslage bereits die Vereinigung von 90 % oder mehr der Anteile an einer (direkt oder indirekt) immobilienhaltenden Gesellschaft in der Hand desselben Aktionärs zur Auslösung von Grunderwerbsteuer ausreicht. Zur Umsetzung dieser Struktur war vorgesehen, dass die Abwicklungsstelle als Vertreterin der das Angebot annehmenden Aktionäre maximal 90 % minus 10.000 Stück der ausstehenden Deutsche Wohnen Aktien an die Vonovia SE übertragen dürfte und die überschüssigen Aktien an die Société Générale übertragen würde, die die Aktien im eigenen Namen und für eigene Rechnung erwerben würde und diese frei veräußern könnte, ohne an Weisungen der Vonovia SE gebunden zu sein.





Overview	
Bidder	Vonovia SE
Target company	Deutsche Wohnen SE
Sector	Immobilien
Annahmefrist	1. Angebot vom 23.06.2021 Vom 23.06.2021 bis zum 21.07.2021, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main). 2. Angebot vom 23.08.2021 Ursprünglich vom 23.08.2021 bis zum 20.09.2021, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main); verlängert bis zum 04.10.2021, 24 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main) wegen Angebotsänderung (§ 21 Abs. 5 S. 1 WpÜG).  Weitere Annahmefrist bis zum 21.10.2021, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main).
Annahmequoten	1. Angebot vom 23.06.2021: ca. 47,62 % (21.07.2021). 2. Angebot vom 23.08.2021: ca. 64,78 % (04.10.2021); ca. 87,71 % (21.10.2021).
Mindestannahmeschwelle	1. Angebot vom 23.06.2021: 50 %. 2. Angebot vom 23.08.2021: Ursprünglich 50 %, später Verzicht auf Mindestannahmeschwelle.
Status	Erfolgreich
Angebotsvolumen (max.)	EUR 15,798.16 million.
Angebotstyp	Freiwilliges Übernahmeangebot im Wege des Barangebots
Angebotsgegenleistung	1. Angebot vom 23.06.2021: EUR 52,00 je Aktie der Deutsche Wohnen SE. 2. Angebot vom 23.08.2021: EUR 53,00 je Aktie der Deutsche Wohnen SE.
Beteiligungsaufbau	1. Angebot vom 23.06.2021: Die Vonovia SE hielt zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage bereits ca. 18,35 % der Anteile der Deutsche Wohnen SE. 2. Angebot vom 23.08.2021: Die Vonovia SE hielt zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage bereits ca. 29,99 % der Anteile der Deutsche Wohnen SE
Vereinbarungen mit Großaktionären	n.a.
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	Der Vorstand und der Aufsichtsrat haben sowohl die Annahme des ersten Angebots vom 23.06.2021 sowie die Annahme des zweiten Angebots vom 23.08.2021 einschließlich der Angebotsänderung vom 13.09.2021 empfohlen.
Finanzierung	Eigen- und Fremdkapital
Freundlich/Feindlich	Freundlich
Vollzugsbedingung	Ursprüngliche Vollzugsbedingungen des 2. Angebots: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Erreichen der Mindestannahmeschwelle von 50 %.</li> <li>• Zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und dem Ablauf der Annahmefrist: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Schlusskurs des FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index (EPRA:IND) liegt nicht an sechs aufeinanderfolgenden Handelstagen unter 1.848,71 Punkten;</li> <li>- Keine Erhöhung des Grundkapitals und keine Begebung von Wandlungs-, Options oder sonstigen Rechten durch die Deutsche Wohnen SE;</li> <li>- Keine Bar-, Sach- oder Aktiendividende, kein Verkauf eigener Aktien, kein Kapitalerhöhungsbeschluss, keine Satzungsänderungen, keine Liquidation bei der Deutsche Wohnen SE;</li> <li>- Kein Erwerb oder Verkauf von wesentlichen Vermögensgegenständen durch die Deutsche Wohnen SE;</li> <li>- Keine wesentliche Verschlechterung der finanziellen Situation bei der Deutsche Wohnen SE;</li> <li>- Kein wesentlicher Compliance-Verstoß bei der Deutsche Wohnen SE bekannt geworden;</li> <li>- Keine Ad-hoc-Mitteilung von der Deutsche Wohnen SE, wonach ein Verlust in der Höhe der Hälfte des Grundkapitals eingetreten ist oder ein Insolvenzverfahren über das Vermögen der Deutsche Wohnen SE beantragt oder eröffnet wurde.</li> </ul> </li> </ul> Später: Vollständiger Verzicht auf alle Vollzugsbedingungen.
Links	<a href="#">Angebotsunterlage vom 23.06.2021</a> <a href="#">Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats vom 01.07.2021</a> <a href="#">Angebotsunterlage vom 23.08.2021</a> <a href="#">Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats vom 31.08.2021</a> <a href="#">Angebotsunterlage des geänderten Angebots vom 13.09.2021</a> <a href="#">Ergänzung der Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats vom 15.09.2021</a>

## 4. Aktuelle Rechtsentwicklungen im Übernahmerecht

### 4.1 Anspruch auf angemessene Gegenleistung (§ 31 Abs. 1 WpÜG) nur für Aktionäre der Zielgesellschaft, die Angebot annehmen – BGH vom 23.11.2021 – II ZR 312/19

Bereits in den ersten beiden Ausgaben unserer Newsletters für die Jahre 2017 und 2018 berichteten wir über die gerichtlichen Entscheidungen zu dem Fall McKesson/Celesio:

Mit Urteil vom 7.11.2017 entschied der BGH (II ZR 37/16) in dem Rechtsstreit zwischen McKesson (nachfolgend **“Bieterin”**) und Aktionären der Celesio AG (nachfolgend **“Zielgesellschaft”**), dass bei der Ermittlung der angemessenen Gegenleistung für ein Übernahmeangebot grundsätzlich auch die vom Bieter für den Erwerb von Wandelschuldverschreibungen gezahlten Preise zu berücksichtigen seien, weil der derivative Erwerb von Wandelanleihen als Vorerwerb i.S.d. § 31 Abs. 6 WpÜG zu qualifizieren sei. Daher betrage die angemessene Gegenleistung EUR 30,95 je Aktie der Celesio AG. Die Entscheidung bezog sich gleichwohl nur auf diejenigen Aktionäre, die das Übernahmeangebot angenommen hatten.

Demgegenüber betraf die Entscheidung des OLG Frankfurt/M. vom 8.1.2018 (WpÜG 1/17) diejenigen Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen hatten und nun ebenfalls einen erhöhten Angebotspreis in Höhe von EUR 30,95 je Aktie der Celesio AG forderten und vortrugen, die BaFin sollte – wegen der ursprünglich zu niedrigen Gegenleistung – verpflichtet sein, die Bieterin verbindlich zur Abgabe eines Pflichtangebots aufzufordern. Mangels drittschützenden Charakters der Normen des WpÜG (insbesondere § 35 Abs. 1 und 2 WpÜG), dies stellte das OLG ausdrücklich klar, haben die Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben, keinen Anspruch auf das begehrte Verwaltungshandeln der BaFin. Die zivilrechtliche Folgefrage einer möglichen Haftung aus culpa in contrahendo (“c.i.c.”) gemäß §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB gegen die Bieterin wurde jedoch offengelassen.

#### (a) Sachverhalt

In der kürzlich ergangenen Entscheidung des BGH vom 23.11.2021 (Aktz. II ZR 312/19) machten die Klägerinnen einen Anspruch auf Schadensersatz in Höhe von EUR 30,95 je zugewiesener Aktie der Beklagten (McKesson Europe AG) Zug-um-Zug gegen deren Übereignung sowie auf entgangenen Gewinn geltend. Sie stützten diesen Anspruch (i) unmittelbar auf § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG, (ii) auf einen Anspruch aus c.i.c. gemäß §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB sowie (iii) auf einen deliktischen Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG.

Die Klägerinnen waren als Investmentfonds über sog. Total Return Swap-Vereinbarungen mit verschiedenen Banken als Gegenparteien bezüglich der Aktien der vormaligen Celesio AG verbunden. Die Klägerinnen behaupteten, dass ihnen aufgrund ihrer Rechte aus den Swap-Vereinbarungen Aktien zugewiesen waren, so dass sie über die Annahme des Angebotes hätten entscheiden können. Demnach hätten sie das Angebot angenommen, wenn die Beklagte die angemessene Gegenleistung in Höhe von EUR 30,95 je Aktie gezahlt hätte.

#### (b) Entscheidung des BGH

Die Aktivlegitimation der Kläger aufgrund ihrer Rechte aus den Swap-Vereinbarungen hat der BGH zugunsten der Klägerinnen unterstellt.

Anschließend hat der BGH in einem ersten Schritt einen Anspruch der Kläger unmittelbar aus § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG abgelehnt. Mit einer ausführlichen Begründung unter Würdigung von Gesetzeswortlaut, -systematik und -historie hat sich der BGH insoweit der herrschenden Ansicht angeschlossen, dass § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG folgenden Pflicht des Bieters, den Aktionären der Zielgesellschaft eine angemessene Gegenleistung



anzubieten, handele es sich nicht um eine Pflicht i.S.d. §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB.

Die Verpflichtung zum Angebot einer angemessenen Gegenleistung begründe keine vorvertragliche Nebenpflicht des Bieters gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft i.S.d. §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB. Nach Ansicht des BGH seien die Rücksichtnahmepflichten des Bieters nach den Wertungen des WpÜG nur auf die Informationen der Aktionäre über die für die Beurteilung der Angemessenheit der Gegenleistung maßgeblichen Umstände gerichtet. Das WpÜG schaffe lediglich die Leitlinien für ein faires, geordnetes und transparentes Angebotsverfahren, was durch die Vorschriften über die Angaben und Angemessenheit der Gegenleistung verdeutlicht werde (vgl. § 11 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 WpÜG sowie § 11 Abs. 4 Nr. 2 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 3 WpÜG-AngebVO).

Sowohl die Schutzrichtung des § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG als auch die Rücksichtnahmepflichten erfordern jedoch nicht, dass bereits im Vorfeld des Vertragsschlusses das Interesse an einer angemessenen Gegenleistung schützenswert sei. Erstens seien offensichtliche Fehler bei der Bestimmung der Angemessenheit der Gegenleistung bereits bei der Prüfung der Angebotsunterlage und einer mögliche Untersagung seitens der BaFin nach §§ 14 f. WpÜG geschützt. Zweitens seien die Aktionäre über die Unsicherheiten bei der Bestimmung der Gegenleistung ausreichend durch die Angaben in der Angebotsunterlage geschützt, weil sie dadurch eine ausreichend informierte Entscheidung treffen könnten. Demgegenüber sei es der Bieterin nicht zumutbar, das Risiko jeglicher aus rechtlichen oder tatsächlichen Gründen unzutreffenden Bemessung bereits vor Vertragsschluss zu tragen.

Abschließend lehnte der BGH auch einen Schadensersatzanspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG u.a. unter Verweis auf die fehlende Schutzgesetzzeigenschaft von § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG ab.

### (c) Auswirkungen auf die Praxis

Der BGH hat nun ausdrücklich klargestellt, dass diejenigen Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben, keinen Anspruch auf den Differenzbetrag haben, sei es direkt aus § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG oder über die c.i.c. nach §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB oder über § 823 Abs. 2 WpÜG i.V.m. § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG. Das führt jedenfalls zu mehr Transaktionssicherheit auf Seiten des Bieters. Ansonsten hätte der Bieter nämlich befürchten müssen, dass Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben, auch nach einem abgeschlossenen Angebotsverfahren die Erfüllung des Übernahmeangebots zu dem von ihnen behaupteten höheren Angebotspreis verlangen könnten. Bestehen Unsicherheiten bei der Ermittlung der Angemessenheit der Gegenleistung, sollte der Bieter jedoch darüber in jedem Fall in der Angebotsunterlage umfassend informieren.

Umgekehrt verbleibt Aktionären, die den Angebotspreis als nicht gesetzeskonform ansehen, nur die Möglichkeit, das Übernahmeangebot anzunehmen und einen etwaigen Differenzbetrag anschließend im Klagewege geltend zu machen.

## 4.2 Zur Liquidität von Aktien als Gegenleistung im Sinne von § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG – Urteil des OLG Frankfurt vom 11.01.2020 – WpÜG 1/20

Bei öffentlichen Übernahmen hat der Bieter den Aktionären der Zielgesellschaft gem. § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG in der Angebotsunterlage eine angemessene Gegenleistung für ihre Aktien an der Zielgesellschaft anzubieten. Gemäß § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG kann diese in einer Geldleistung in bar oder in liquiden Aktien bestehen, die zum Handel an einem organisierten Markt i.S.v. § 2 Abs. 7 WpÜG zugelassen sind. Der Begriff der Liquidität ist dabei bereits seit der Veröffentlichung des ersten Referentenentwurfs zum WpÜG umstritten. In einem aktuellen Beschluss vom 11.01.2021 (Az. WpÜG 1/20) hat das OLG Frankfurt/M. zu den Anforderungen an liquide Aktien in Abweichung von der bisherigen Meinung der BaFin Stellung bezogen.

### (a) Sachverhalt

Anlass für die Entscheidung war die Beschwerde der Heidelberger Beteiligungsholding AG (nachfolgend "Bieterin") gegen eine Untersagungsverfügung der BaFin im Zusammenhang mit der im Frühjahr 2020 angestrebten Übernahme der Biofrontera AG (nachfolgend "Zielgesellschaft") im Wege eines Aktientauschangebots. Hierfür sollten nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage eine Kapitalerhöhung durchgeführt und die dadurch neu geschaffenen Aktien den Aktionären der Zielgesellschaft als Gegenleistung angeboten werden. Der Hauptaktionär der Bieterin hielt im Zeitpunkt der Einreichung der Angebotsunterlage insgesamt (direkt und indirekt) 88,88 % der von der Bieterin ausgegebenen Aktien, sodass der Streubesitz ihrer Aktien äußerst gering war. Wenig überraschend wurden daher an weniger als einem Drittel der Handelstage im zurückliegenden Dreimonatszeitraum Börsenkurse für die Aktien der Bieterin festgestellt. Mitursächlich war hierfür eine kurz vor diesem Zeitraum durchgeführte Kapitalherabsetzung. Die Bieterin

versuchte durch verschiedene Maßnahmen, wie etwa eine Mindestannahmeschwelle, Nichteinreichungsvereinbarungen von Aktionären und Depotsperren nach erfolgreicher Übernahme einen höheren Streubesitz von über 30 % herzustellen. Durch Beauftragung der mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank als Designated Sponsor sollte auch ein hinreichendes Handelsvolumen der neu zu schaffenden Aktien sichergestellt werden.

### (b) Untersagungsentscheidung der BaFin

Die BaFin untersagte die Veröffentlichung der Angebotsunterlage gleichwohl mit der Begründung, die als Gegenleistung angebotenen Aktien der Bieterin seien auch unter Berücksichtigung der neu auszugebenden Aktien und der von der Bieterin angestrebten ergänzenden Maßnahmen im Ergebnis nicht als liquide i. S. v. § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG anzusehen. Entscheidend für die erforderliche Prognoseentscheidung seien zunächst die schlechten Liquiditätswerte in der Vergangenheit, die sich auch seit der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG nicht substantiell verbessert hätten. Auch mit Blick auf die Zukunft ergäbe sich trotz der vorgesehenen Mindestannahmeschwelle nichts anderes, denn es sei zu erwarten, dass der Hauptaktionär der Bieterin nach dem Vollzug des Angebots Aktien zurückerwerbe. Der isolierte Blick auf den Streubesitz, der sich bei Erreichen der Mindestannahmeschwelle ergebe, sei daher nicht ausreichend. Die Mandatierung eines Designated Sponsors sei ebenfalls unbeachtlich, da das Mindestquotierungsvolumen in der hier gegebenen niedrigsten Liquiditätsklasse lediglich bei 50 Aktien der Bieterin liege. Bei insgesamt 2.375.675 Aktien würde dies nicht zu einer positiven Liquiditätsprognose führen. Da die weiteren von der Bieterin angeführten Maßnahmen nur



„unterbreitete Vorschläge“ und „angedachte Möglichkeiten“ darstellten, müssten auch sie bei der Prognose der Liquidität unberücksichtigt bleiben. Im Ergebnis erfolgte seitens der BaFin eine am Einzelfall und nicht an formalen Kriterien orientierte Prognoseentscheidung auf Grundlage einer ausführlichen Prüfung aller ihr vorliegenden Informationen.

### **(c) Urteil des OLG Frankfurt/M.**

Auf die Beschwerde der Bieterhin hin bestätigte das OLG Frankfurt/M. die Entscheidung der BaFin im Ergebnis, ging dabei jedoch über die bislang seitens der BaFin angelegten Anforderungen an das Liquiditätserfordernis deutlich hinaus.

Den Ausgangspunkt der Überlegungen des Senats bildete dabei der Zweck des § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG: Bei öffentlichen Übernahmeangeboten müssten beide zugelassenen Arten der Pflichtgegenleistung ein möglichst gleichwertiges Mindestmaß an Vermögensschutz für die Aktionäre der Zielgesellschaft gewährleisten. Eine Aktie sei nur dann als liquide anzusehen, wenn sie als Vermögensgegenstand – jedenfalls fast - so gut wie ein Geldbetrag in Euro sei. Dies setze voraus, dass dem Aktionär der Verkauf der Aktie ohne weiteres und jederzeit – insbesondere zeitnah zum Vollzug des Übernahmeangebots – möglich sei und bei einem Verkauf an der Börse kurz nach Vollzug des Übernahmeangebots nach regelmäßigem Verlauf davon ausgegangen werden könne, dass der Aktionär denjenigen Wert erhalte, der nach § 31 Abs. 1 Satz 2 WpÜG i. V. m. §§ 3 – 7 WpÜG-AngebotsVO für die von ihm ursprünglich gehaltenen Aktien der Zielgesellschaft als angemessen bestimmt wurde.

Entgegen der bisherigen Entscheidungspraxis der BaFin richtete der Senat die Konkretisierung des Liquiditätsbegriffs sodann jedoch an der formalen Definition der Liquidität aus, die es einem vergleichbaren Liquiditätsbegriff aus einer europäischen Rechtsquelle entnahm. Konkret sei auf den Begriff der liquiden Aktie abzustellen, wie er in Art. 22 Abs. 1 VO (EG) Nr. 1287/2006 vom 10. August 2006 (Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht-Durchführungsverordnung,

nachfolgend „DVO“) definiert ist. Demnach sei eine Aktie nur dann als „liquide“ i. S. v. § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG anzusehen, wenn sie (i) täglich gehandelt werde, (ii) der Streubesitz nicht weniger als EUR 500 Mio. betrage sowie entweder (iii) die durchschnittliche tägliche Zahl der Geschäfte mit der Aktie nicht unter 500 liege oder der durchschnittliche Tagesumsatz der Aktie nicht weniger als EUR 2 Mio. betrage. Für die Heranziehung des Liquiditätsbegriffs in Art. 22 Abs. 1 DVO spricht aus Sicht des Senats, dass der Begriff der liquiden Aktie im WpÜG jedenfalls europarechtlich beeinflusst sei. Zudem werde die aus dem Schutzzweck des § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG abzuleitende abstrakte Anforderung an die Liquidität der Tauschaktien, wonach diese im Hinblick auf den Vermögensschutz der das Tauschangebot annehmenden Aktionäre eine ähnliche Qualität wie ein Barangebot aufweisen müssen, von solchen Aktien, die den Kriterien von Art. 22 Abs. 1 DVO genügen, ohne weiteres erfüllt. Schließlich schaffe ein formales Kriterium sowohl für den Bieter als auch für die Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft Rechtssicherheit und gewährleiste die mit den Vorschriften zur Gegenleistung verfolgten Schutzzwecke.

Werden die Voraussetzungen des Art. 22 I DVO nicht erfüllt, wäre nach Ansicht des Senats denkbar, Aktien trotzdem in begründeten Einzelfällen als ausreichend liquide i.S.d. § 31 II 1 WpÜG anzusehen, wenn diese Aktien die Gewähr dafür bieten, dass ein Aktionär diese mit ähnlicher Wahrscheinlichkeit jederzeit und ohne Weiteres an der Börse veräußern kann.

Zur Beantwortung dieser Frage führte der Senat – wie schon zuvor die BaFin – eine Prognoseentscheidung durch. Für diese Prognoseentscheidung legte das Gericht zunächst die bisherige Handelsintensität als Indiz für die künftige Entwicklung zugrunde. Unbeachtlich seien unsichere, im Ergebnis „spekulative Vermutungen“, die eine bestimmte Liquidität zum Vollzugsdatum nur möglich erscheinen lassen. Vielmehr komme es darauf an, dass die Aktien nach dem regelmäßigen Verlauf zum Vollzugstag als liquide nach obigem

Maßstab anzusehen sind. Insbesondere sei keine Vollannahme des Angebots zu unterstellen, da der Vermögensschutz der das Angebot annehmenden Aktionäre auch bereits bei Erreichen der Mindestannahmequote gewährleistet sein müsse.

Im konkreten Fall waren diese Voraussetzungen für die als Gegenleistung angebotenen Aktien nach Auffassung des Senats nicht erfüllt, diese würden nicht einmal „annähernd“ den Kriterien des Art. 22 I DVO entsprechen. Aus diesem Grund konnte er die Entscheidung darüber, ob die Kriterien aus Art. 22 I DVO letztlich starr gelten sollen, offenlassen.

### **(d) Auswirkungen auf die Praxis**

Die Vorgaben des OLG Frankfurt/M. haben sich bereits in der jüngsten Entscheidungspraxis der BaFin niedergeschlagen. So untersagte die BaFin das Übernahmeangebot der 4basebio AG an die Aktionäre der KROMI Logistik AG, welches ebenfalls ein Tauschangebot mit noch neu zu schaffenden Aktien der Bieterin vorsah. Problematisch war hier ebenfalls, ob die Aktien der 4basebio AG im Zeitpunkt der Abwicklung der Übernahme liquide i.S.d. § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG sein werden. Aus der ablehnenden Entscheidung der BaFin wird deutlich, dass sie für ihre Prognoseentscheidung auch und insbesondere historische Daten bezüglich der bereits gehandelten Aktien der Bieterin als Indizien herangezogen hat. Die negative Prognose ist sodann erkennbar von dem Befund getragen, dass anhand dieser Daten bereits abzusehen war, dass die neu auszugebenen Aktien die Voraussetzungen des Art. 22 Abs. 1 DVO nicht erfüllen werden.

Um eine Untersagung durch die BaFin künftig von vorneherein zu vermeiden, werden die angebotenen Aktien der Bietergesellschaft vorab einem strengen Liquiditätstest am Maßstab des Art. 22 Abs. 1 DVO zu unterziehen sein. Dies wurde jüngst bei der Übernahme der Deutsche Industrie Reit-AG durch die CTP N.V. deutlich. Die hierzu am 07.12.2021 veröffentlichte Angebotsunterlage wies in 9.2.4 einen ausführlichen Liquiditätstest auf Grundlage des Beschlusses des OLG Frankfurt/M. aus. Interessant ist in diesem Zusammenhang auch der Unternehmenszusammenschluss der ADVA Optical Networking SE mit der ADTRAN Inc. Das

Übernahmeangebot erfolgte durch eine NewCo – die Acorn HoldCo – für die bei Einreichung der Angebotsunterlage noch keine historischen Daten zur Liquidität der Aktien vorlagen. Aufgrund der zeitlich vor der Übernahme erfolgenden Verschmelzung der ADTRAN Inc. auf die NewCo wurde in der vorliegenden Konstellation auf die historische Liquidität der ADTRAN Inc. zurückgegriffen, was von der BaFin nicht beanstandet wurde.

Letztlich werden die hohen formalen Anforderungen, die das OLG Frankfurt/M. an die Liquidität der Aktien der Bieterin i.S.d. § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG stellt, in der Zukunft dazu führen, dass Tauschangebote nur noch in Ausnahmefällen zulässig sein werden. Schließlich dürften die Anforderungen des Art. 22 I DVO aktuell nur von ca. 80 deutschen börsennotierten Unternehmen erfüllt werden. Nicht ohne Grund wurden die beiden einzigen in 2021 durch die BaFin gestatteten Tauschangeboten durch ausländische Bieter abgegeben.



# Our team in Germany

## Hamburg



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



**Dr. Urszula Nartowska, LL.M. (University of Virginia)**  
Partner, Hamburg  
T +49 40 419 93 0  
urszula.nartowska@hoganlovells.com

## Dusseldorf



**Dr. Christoph Louven**  
Partner, 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



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

## Munich



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



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



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



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

## Frankfurt



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



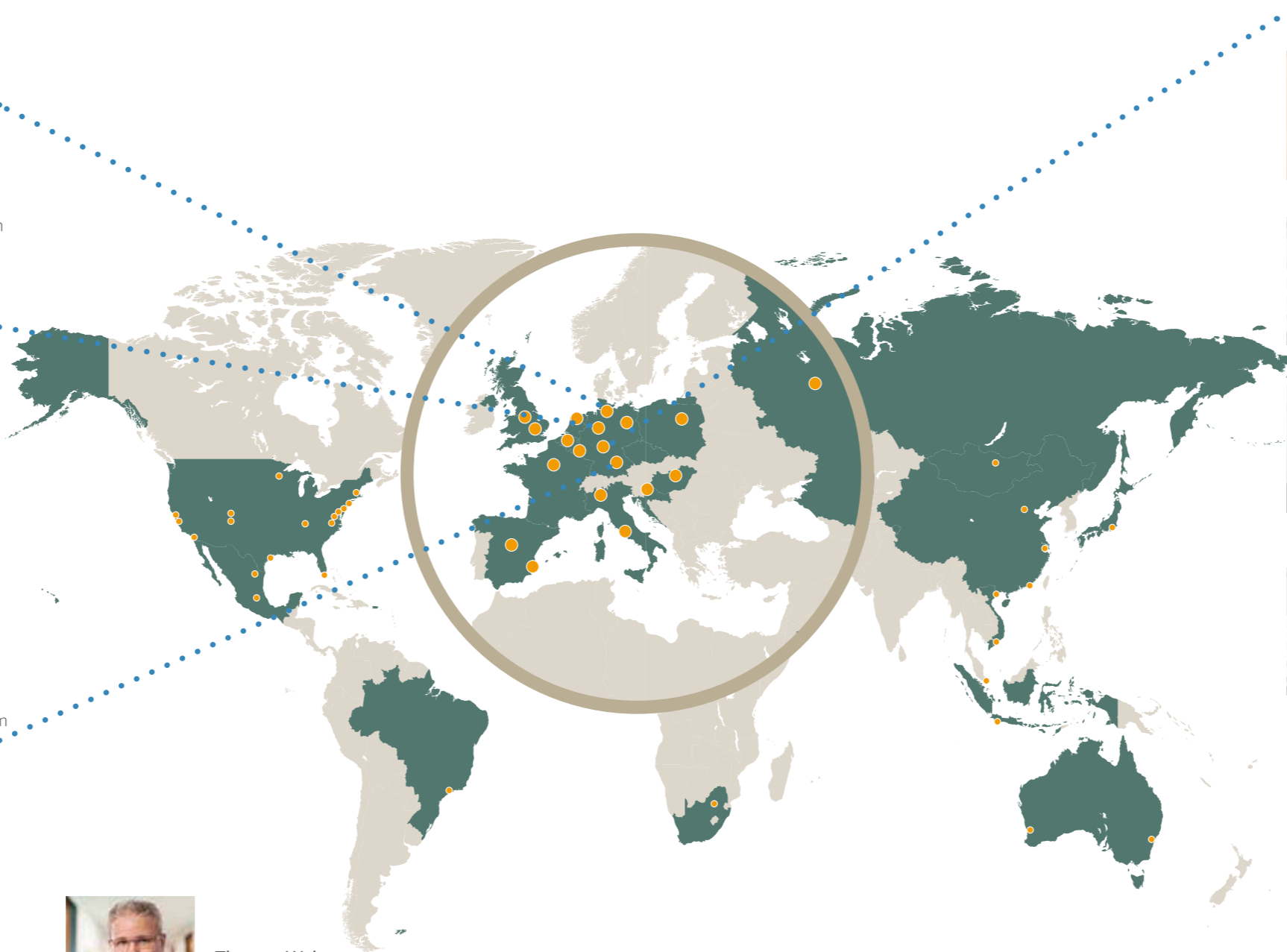
**Dr. Hanns Jörg Herwig**  
Partner, Frankfurt  
T +49 69 962 36 0  
joerg.herwig@hoganlovells.com



**Dr. Matthias Jaletzke**  
Global Head of Private Equity & Funds,  
Head of Private Capital Industry Sector,  
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



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

\*Our associated offices  
Legal Services Center: Berlin

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

"Hogan Lovells" oder die "Sozietät" ist eine internationale Anwaltssozietät, zu der Hogan Lovells International LLP und Hogan Lovells US LLP und ihnen nahestehende Gesellschaften gehören.

Die Bezeichnung "Partner" beschreibt einen Partner oder ein Mitglied von Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP oder einer der ihnen nahestehenden Gesellschaften oder einen Mitarbeiter oder Berater mit entsprechender Stellung. Einzelne Personen, die als Partner bezeichnet werden, aber nicht Mitglieder von Hogan Lovells International LLP sind, verfügen nicht über eine Qualifikation, die der von Mitgliedern entspricht.

Weitere Informationen über Hogan Lovells, die Partner und deren Qualifikationen, finden Sie unter [www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com).

Sofern Fallstudien dargestellt sind, garantieren die dort erzielten Ergebnisse nicht einen ähnlichen Ausgang für andere Mandanten. Anwaltswerbung. Abbildungen von Personen zeigen aktuelle oder ehemalige Anwälte und Mitarbeiter von Hogan Lovells oder Modells, die nicht mit der Sozietät in Verbindung stehen.

©Hogan Lovells 2022. Alle Rechte vorbehalten. WG-REQ-443