

Gebhard, Bero; Tröger, Tobias

**Research Report**

## Unicredit/Commerzbank: Anlass für Reformen im Übernahmerecht?

SAFE Policy Letter, No. 116

**Provided in Cooperation with:**

Leibniz Institute for Financial Research SAFE

*Suggested Citation:* Gebhard, Bero; Tröger, Tobias (2026) : Unicredit/Commerzbank: Anlass für Reformen im Übernahmerecht?, SAFE Policy Letter, No. 116, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt a. M.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/341989>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Bero Gebhard  
Tobias Tröger

# Unicredit/Commerzbank: Anlass für Reformen im Übernahmerecht?

SAFE Policy Letter No. 116 | June 2026

**Leibniz Institute for Financial Research SAFE**  
Sustainable Architecture for Finance in Europe

[policy\\_center@safe-frankfurt.de](mailto:policy_center@safe-frankfurt.de) | [www.safe-frankfurt.de](http://www.safe-frankfurt.de)

## Unicredit/Commerzbank: Anlass für Reformen im Übernahmerecht?\*

Bero Gebhard<sup>†</sup> Tobias Troeger<sup>‡</sup>

29. Juni 2026

### Summary

Dieser Beitrag soll die Komplexitäten im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übernahme der Commerzbank durch die Unicredit reduzieren und einige der Debatten der letzten Wochen einordnen. Hierbei geht es insbesondere um drei Themen: Zunächst rekonstruieren wir die zentralen Schritte der geplanten Übernahme der Commerzbank durch die Unicredit. Im zweiten Teil zeigen wir, mit welcher Strategie die Unicredit ein Pflichtangebot umgehen konnte und wo die Grenzen dieses Vorgehens liegen. Abschließend ordnen wir ein, welche Strategie und welche Finanztransaktionen hinter Unicredits freiwilligem Angebot vermutlich stehen. In diesem Zusammenhang stellen sich viele einzelne, teils sehr technische Fragen, die hier nicht allesamt behandelt werden können und sollen. Ziel dieses Beitrags ist es vielmehr, einen prägnanten Überblick zum Ablauf der Transaktion und den zentralen rechtlichen Zusammenhängen zu geben und einige erste Schlussfolgerungen für das Übernahmerecht zu ziehen.

\*SAFE policy papers represent the authors' personal opinions and do not necessarily reflect the views of the Leibniz Institute for Financial Research SAFE or its staff.

<sup>†</sup>Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Email: [gebhard@safe-frankfurt.de](mailto:gebhard@safe-frankfurt.de)

<sup>‡</sup>Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Email: [troeger@safe-frankfurt.de](mailto:troeger@safe-frankfurt.de)

# 1 Einleitung: Ein Übernahmeverfahren als Fallstudie

Vorab sei ein kurzer Überblick über den bisherigen Verlauf der Transaktion gegeben: Im September 2024 stieg die Unicredit als Aktionär bei der Commerzbank ein. Nach weiteren Zukäufen wurde im März 2026 ein freiwilliges Übernahmeangebot angekündigt, dessen Angebotsunterlage im Mai 2026 veröffentlicht wurde. Die ursprüngliche Annahmefrist ist Mitte Juni abgelaufen, woraufhin Unicredit eine Annahmquote von 12,5 % meldete. Die Annahmefrist wurde wie erwartet bis zum 3. Juli verlängert. Ist dieses Angebot abgeschlossen, kann die Unicredit beliebig an der Börse Aktien hinzukaufen, ohne ein Pflichtangebot gegenüber allen Aktionären abgeben zu müssen oder den Preis für frühere Käufe nachträglich erhöhen zu müssen.

Das Verfahren zeigt gleichzeitig bekannte und neuartige Diskussionsfelder des Übernahmerechts; dies alleine macht die Transaktion schon bemerkenswert. Mehrere Mittel, die eine Transaktion erleichtern können, werden hier kombiniert eingesetzt. Im Kern ist der Fall aus drei Gesichtspunkten heraus lehrreich für Theorie und Praxis des deutschen Übernahmerechts: Erstens sehen wir hier ein weiteres Beispiel für eine sogenannte low-balling-Strategie. Zweitens hat die Transaktion, in Teilen möglicherweise eher zufällig, die Grenzen der kapitalmarktrechtlichen Transparenzpflichten aus §§ 38, 39 WpHG mit Blick auf ihren Schutzzweck aufgezeigt. Drittens unterstreicht die Transaktion – und hier liegt die wesentliche Neuheit – die Bedeutung, die Finanzderivate inzwischen in Übernahmesituationen erlangen können.

## 2 Die formalen Schritte einer Übernahme nach deutschem/ europäischem Recht

Für die Schritte, die die Unicredit gehen muss, um die Commerzbank zu übernehmen, ist zwischen verschiedenen rechtlichen Ebenen zu unterscheiden. Bankenaufsichtsrechtlich ist für den Erwerb bedeutender Beteiligungen an der Commerzbank eine Genehmigung durch die EZB infolge eines Inhaberkontrollverfahren erforderlich (§ 2c KWG). Die fixen Schwellenwerte hierfür liegen bei Erwerben von 10 %, 20 %, 30 % und 50 % der Stimmrechte. Einen Erwerb von bis zu 29,9 % hat die EZB im März 2025 freigegeben. Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die EZB auch hinsichtlich der weiteren Schwellen keine Bedenken haben wird. Da die Durchführung des Aktientauschs infolge des Übernahmeangebots voraussichtlich erst im kommenden Jahr erfolgen wird, konnte das Übernahmeangebot auf Basis dieser Freigabe erfolgen. Abzuwarten bleibt, ob die EZB eine aufsichtsrechtliche Vollkonsolidierung der Commerzbank für erforderlich hält, was dazu führen würde, dass die Bilanz der Unicredit die gesamte Bilanz der Commerzbank beinhalten würde. Angesichts der aufsichtsrechtlichen Pillar-1-Vorgaben zur Eigenkapitalquote könnte dies mit hohen Kosten für die Unicredit verbunden sein.

Kapitalmarktrechtlich sind Melde- und Veröffentlichungspflichten nach dem WpHG (§§ 33, 34, 38, 39) bei Erreichen bestimmter Stimmrechtsschwellen erforderlich. Hier spielte sich Mitte Juni ein Nebenschauplatz der Übernahme ab, auf den später vertieft eingegangen wird (siehe 4.). Eigenständige Hürden für den Beteiligungserwerb sind hiermit aber nicht verbunden, Verstöße können aber unter Umständen einen Verlust des Stimmrechts zur Folge haben (§ 44 WpHG).

Übernahmerechtlich sind die Kontrollschwelle von 30 % nach § 29 Abs. 2 WpÜG und das Pflichtangebot nach § 35 Abs. 1 WpÜG zum Schutz der Minderheitsaktionäre zu beach-

ten. Dies muss zu einem Mindestpreis erfolgen, der mindestens dem gewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs der Commerzbank-Aktie entspricht; bei einem Tauschangebot wird das Wertverhältnis so für beide Aktien bestimmt und anschließend in ein Umtauschverhältnis überführt (§ 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. §§ 5, 6, 7 WpÜG-AngebotsVO). Bei der Bestimmung der Anteilschwellen werden diejenigen Anteile mitgezählt, die von Personen gehalten werden, die mit dem Bieter gemeinsam handeln (§ 30 Abs. 2 WpÜG), nicht aber bloße Derivate, die den Bieter zu einem späteren Erwerb von Aktien berechtigen (§ 38 Abs. 1 WpHG). Dies liegt am unterschiedlichen Normzweck: Im Übernahmerecht geht es für die Zwecke der Kontrollschwelle um den bereits bestehenden Einfluss eines Aktionärs auf die Gesellschaft, während die kapitalmarktrechtliche Publizität des WpHG auch einen (möglichen) künftigen Einfluss offenlegt, um ein unerkanntes „Anschleichen“ an die Gesellschaft zu verhindern.

### **3 Wie konnte die Unicredit ein Pflichtangebot vermeiden?**

Unicredit hat kein Pflichtangebot (§§ 35 ff. WpÜG) für die Commerzbank abgegeben, sondern ein Übernahmeangebot (§§ 29 ff. WpÜG). Für diese gelten dieselben Preisregeln wie für Pflichtangebote (§ 31 WpÜG), sodass auch hier die Mindestpreisregeln zu beachten waren. Wie kann es aber sein, dass Unicredit kein Pflichtangebot abgeben musste?

Die Bank hat sich hierfür eine Regelung im deutschen Übernahmerecht zunutze gemacht, die manche Stimmen als Lücke ansehen, die aber im Grundsatz eine bewusste Wertungsentscheidung des Gesetzgebers darstellt: Ein Pflichtangebot ist trotz Erreichens der 30%-Schwelle nicht erforderlich, wenn diese Schwelle mittels eines Übernahmeangebots erreicht wurde (Art. 5 Abs. 2 Übernahme-RL, § 35 III WpÜG), eben weil hierfür dieselben Preisregeln gelten. Ist das Angebot durchgeführt worden, kann der Bieter ungehindert Aktien an der Börse nachkaufen, ohne ein neues öffentliches Angebot abgeben zu müssen oder den Preis der erlangten Aktien nachträglich erhöhen zu müssen (§ 31 Abs. 5 S. 1 WpÜG).

Das kann zu einem Aufbau führen, der die Übernahme einer Gesellschaft deutlich kostengünstiger- und liquiditätsschonender ermöglicht (sog. low-balling<sup>1</sup>). Hierzu kauft ein Bieter erst so viele Aktien, dass er knapp unter der Kontrollschwelle von 30 % liegt. Wenn er sicherstellt, dass er im letzten halben Jahr vor Abgabe des Angebots nicht 5 % der Aktien oder mehr erwirbt, kann er anstatt eines Barangebots auch – liquiditätsschonender – eigene Aktien zum Tausch anbieten. Anschließend wartet der Bieter einen günstigen Moment ab, in dem der Mindestpreis für die übrigen Aktionäre unattraktiv ist (das ist der Fall, wenn der Kurs um ein gewisses Niveau steigt, weil dann der Durchschnittskurs der letzten drei Monate unter dem aktuellen Kurs liegt), und gibt dann ein Übernahmeangebot ab. Dieses hat einen günstigen Preis, mit dem der Bieter dennoch oft einige wenige Aktien erreicht, die es ermöglichen, die Kontrollschwelle zu überschreiten.

Der Kern dieser Strategie liegt in der Möglichkeit des übernahmerechtlich ungehinderten Zukaufs weiterer Aktien nach Abschluss des erstmaligen Übernahmeangebots. Ebendieses Vorgehen wollte die SPD-Fraktion im Deutschen Bundestag nach einem ähnlichen Vorgang bei ACS/Hochtief im Jahr 2010 ändern, sodass für weitere Erhöhungen des Anteils des Bieters nach Kontrollerlangung ebenfalls ein öffentliches Angebot nötig würde<sup>2</sup>. Der Vorschlag setzte

<sup>1</sup>Ausführlich hierzu siehe Mülbert/Sajnovits, European Business Organization Law Review 26 (2025), 411–441.

<sup>2</sup>BT-Drs. 17/3481 vom 27. Oktober 2010.

sich aber nicht durch.

Dementsprechend nutzt das Vorgehen der Unicredit nur vordergründig eine echte Gesetzeslücke: Vielmehr muss man die Frage betrachten, wen die Pflichtangebotsregel eigentlich schützen soll, und vor was. Sie dient nicht dazu – und hat auch nie dazu dienen sollen –, Übernahmen generell zu verhindern oder den Aktionären den bestmöglichen denkbaren Preis zu vermitteln. Erst recht soll sie keine Regelungsziele anderer Rechtsgebiete verfolgen, etwa solche des Bankaufsichtsrechts oder Wettbewerbsrechts. Sie soll vielmehr sicherstellen, dass die Aktionäre bei Kontrollerlangung durch einen Dritten eine Exitoption zu einem Mindestpreis haben, der jedenfalls dem gewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs entspricht. Hinzu tritt die sogenannte Zaunkönig-Regelung des § 16 Abs. 2 WpÜG, wonach auch diejenigen Aktionäre, die das Angebot der Unicredit bis zum Ende der eigentlichen Annahmefrist noch nicht angenommen haben, nun ihre Aktien zu denselben Bedingungen tendern können („weitere Annahmefrist“). Daher haben die außenstehenden Aktionäre der Commerzbank zu einem Zeitpunkt, zu dem bereits feststeht, dass künftig ein kontrollierender Aktionär auftreten wird, die Möglichkeit zum Exit aus der Gesellschaft. Dass der Durchschnittskurs, der diesem Angebot zugrunde liegt, schwanken und zeitweise unattraktiv niedrig sein kann, ist Börsenkursen angesichts ihrer Fluktuation inhärent. Der Aktionär kann nach dem kapitalmarktrechtlichen Schutzsystem des WpÜG aber nicht verlangen, dass ein Bieter ihm – auf Dauer – ein Angebot zu einem Preis machen muss, der über dem aktuellen Marktwert der Aktie ist. Wenn den Aktionären das auf dem 3-Monats-Kurs basierende Angebot zu niedrig ist, steht ihnen immer noch frei, die Aktien regulär an der Börse zum dortigen Kurs zu veräußern. Zweifellos hat der Gesetzgeber des WpÜG nicht beabsichtigt, dass Übernahmeangebote gezielt zu einem Angebotspreis unter dem aktuellen Kurs abgegeben werden, um möglichst unattraktive Bedingungen zu schaffen und anschließend ungehindert weiter Aktien hinzukaufen zu können. Ob die Möglichkeit eines solchen Vorgehens reformbedürftig ist, kann man aber sehr unterschiedlich beurteilen – zumal die Strategie im deutschen Übernahmerecht seit über 15 Jahren bekannt ist.

Damit das Vorgehen rechtlich einwandfrei ist, müssen die Vorschriften zu abgestimmtem Verhalten (Acting in Concert, § 30 Abs. 2 WpÜG) beachtet werden. Wenn dem Bieter die Aktien eines Dritten zugerechnet werden, kann es dazu kommen, dass die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG schon früher überschritten wird und ein – ggf. teureres – Pflichtangebot nötig geworden wäre. Hier stellt die Rechtsprechung recht hohe Anforderungen an ein abgestimmtes Verhalten: Eine bloße Zurechnung von Stimmrechten aus Derivaten nach § 38 WpHG begründet gerade noch keine Zurechnung nach § 30 Abs. 2 WpÜG, weil hierfür strategische Absprachen, also eine Abstimmung über das Verhalten mit Blick auf die Zielgesellschaft nötig sind. Um eine rechtliche Bewertung soll es hier nicht gehen, hierfür müsste man im Übrigen die genauen Verträge der Unicredit mit anderen Banken kennen. Bei einer derartig professionellen rechtlichen Beratung, wie sie die Unicredit in Anspruch nimmt, darf man aber davon ausgehen, dass die Grenzen des Acting in Concert sehr genau beachtet und in der Transaktionsstruktur berücksichtigt wurden. Andererseits gibt es historische Gegenbeispiele, etwa den immer noch andauernden Rechtsstreit um die Übernahme der Postbank durch die Deutsche Bank. Dort geht es um die Frage, ob die Deutsche Bank wegen der Zurechnung von Stimmrechten des Großaktionärs Deutsche Post nicht früher verpflichtet gewesen wäre, ein Übernahmeangebot abzugeben – was mit einem höheren Übernahmepreis verbunden gewesen wäre.

## 4 Strategie und Transaktionsstruktur von Unicredit

Im Folgenden sollen mögliche Strategien der Unicredit sowie einige öffentlich diskutierte Aspekte der Transaktionsstruktur aufgegriffen werden. Aus Sicht vieler Marktteilnehmer war auffällig, dass das Tauschangebot der Unicredit ausweislich ihrer „Wasserstandsmeldungen“ – also Veröffentlichungen nach § 23 Abs. 1 S. 1 WpÜG zur bisherigen Annahmquote des Angebots – in nicht unerheblichem Ausmaß angenommen wurde, obwohl das Angebot nahezu immer weniger attraktiv war als eine Veräußerung über die Börse. In diesem Zusammenhang erhob die Commerzbank den Vorwurf intransparenten Handelns durch die Unicredit. In der Folge wurde deutlich, dass die der Unicredit angedienten Aktien mit hoher Wahrscheinlichkeit zumindest in Teilen bereits von anderen Veröffentlichungspflichten erfasst waren, sodass die zwischenzeitlich gemeldeten Beteiligungsquoten aus verschiedenen Positionen nicht einfach aufaddiert werden können, sondern sich teilweise substituieren. Das genaue Ausmaß der tatsächlichen Beteiligung der Unicredit war daher zu diesem Zeitpunkt nicht erkennbar.

Ein möglicher Mechanismus hierfür, der im Markt diskutiert wird, sind kreisförmig verbundene Total Return Swaps. Durch den Einsatz solcher Instrumente können die Zuweisung wirtschaftlicher Rechte an einer Aktie und die rechtliche Inhaberschaft der Aktie getrennt werden, was – vereinfacht gesprochen – eine Isolierung des Stimmrechts möglich macht. Je nach zeitlicher Struktur der Geschäfte gehen manche Marktteilnehmer davon aus, dass einige Investmentbanken nun Aktien in das Angebot der Unicredit eingetauscht haben, die sich – durch Kündigung von Total Return Swaps gegenüber anderen Banken, die sich wiederum bei der Unicredit hierfür abgesichert haben – schlussendlich aus dem eigenen Bestand der Unicredit speisen. Das hieße: Angesichts der neuen zusätzlichen Offenlegungen könnte es sein, dass der Stimmrechtsanteil der Unicredit größer wirkte, als er schlussendlich sein wird, und ein Teil der berichteten Annahmen des Angebots sich wirtschaftlich aus dem Eigenbestand der Unicredit speisen. Es könnte auch sein, dass sich die Annahmquote aus Aktien ergibt, die Marktteilnehmer sich gegenseitig geliehen haben, und die die Unicredit aus ihrem eigenen Bestand (nur) abgesichert hat. Ob eine dieser Optionen zutrifft, lässt sich von außen betrachtet nicht sagen, genuin neu wäre der Einsatz solcher Strategien im Übernahmerecht aber keineswegs. Vorteile liegen neben der hohen Annahmquote für das Angebot in einer günstigeren Transaktionsdurchführung, weil die Unicredit das wirtschaftliche Risiko der Kursentwicklung der Commerzbank nicht vollständig selbst trägt, sondern in Teilen an Dritte abgeben kann.

Ein neuer Aspekt trat nachträglich zu den Angaben der Unicredit hinzu: Ausweislich der sogenannten Wasserstandsmeldungen aus dem Juni 2026 sind über 95 % der Positionen der Unicredit an der Commerzbank (auf irgendeine Weise) gehedged. Manche dieser Geschäfte könnten es der Unicredit erlauben, in der Zukunft einige ihrer Commerzbank-Aktien mit einer Absicherung gegen zwischenzeitliche Kursentwicklungen wieder zu verkaufen. Hierbei ist aber unklar, wie weit dieses Hedging in wirtschaftlicher Hinsicht geht. So gibt die Unicredit explizit an, sowohl Short Total Return Swaps als auch Collar-Transaktionen eingegangen zu sein, was eine Staffelung des wirtschaftlichen Risikos je nach Kursentwicklung der Commerzbank möglich macht. So kann das Institut sich dagegen absichern, bestimmte Ziele im Zusammenhang mit der Commerzbank-Transaktion zu verfehlen. Mit anderen Worten bedeutet die Aussage der Unicredit nicht zwingend, dass die wirtschaftliche Position der Unicredit in Höhe von über 95 % wirtschaftlich vollumfänglich gegen Wertverluste abgesichert ist.

Dennoch lässt sich vorsichtig festhalten, dass die wirtschaftliche Exposure der Unicredit

wohl geringer ist, als es ihr gemeldeter Stimmrechtsbestand nahelegen würde. Die geplante Übernahme der Commerzbank stützt sich daher insgesamt in einem neuartigen Ausmaß auf Derivate, die die Möglichkeit in den Raum stellen, dass die Unicredit über mehr oder weniger isolierte Stimmrechte verfügt, ohne wirtschaftlich zu stark exponiert zu sein. Ob sich hieraus Änderungsbedarfe für das deutsche Übernahmerecht ergeben, wird im Nachgang zur Transaktion in Ruhe zu analysieren sein. Im Grundsatz ist der Einsatz von Derivaten aber ein übliches und rechtlich anerkanntes Instrument, das den Schutzzwecken des Übernahmerechts nicht generell zuwiderläuft.

Regulatorisch ergibt sich eine konkrete „Lücke“ des geltenden Rechts allenfalls insoweit, dass nach dem deutschen Kapitalmarktrecht nur Long-Positionen des Erwerbsinteressenten nach §§ 38, 39 WpHG offlegungspflichtig sind. Explizit ist es sogar verboten, diese mit entgegenstehenden Short-Positionen zu saldieren, also bloße Netto-Positionen offenzulegen (§ 38 Abs. 4 S. 2 WpHG). Der Grund liegt im anderen Schutzzweck: Die Vorschriften in §§ 38, 39 WpHG sollen sicherstellen, dass die Zielgesellschaft vom Positionsaufbau eines möglichen künftigen Bieters erfährt und sich niemand an das Unternehmen „anschleichen“ kann, wie es in der Vergangenheit bei manchen Übernahmen der Fall war. Das passt aber sichtlich nicht zur hiesigen Situation, wo sich ein Bieter bereits im Verfahren befindet. Um eine vollständige Transparenz über die wirtschaftliche Exponiertheit eines Bieters in einem laufenden Übernahmeverfahren geht es hingegen nicht. Dass ein Erwerbsinteressent mittels der zu veröffentlichenden Angaben nach §§ 38, 39 WpHG einen möglicherweise irreführenden Eindruck von der Attraktivität seines Angebots erweckt – ob bewusst oder nicht –, widerspricht dem Schutzzweck der §§ 38, 39 WpHG nicht direkt, weshalb die bestehenden rechtlichen Instrumente diese Möglichkeit offenließen. Dass die ergänzenden Veröffentlichungen der Unicredit hinsichtlich der Short-Derivate Berichten zufolge nur auf Intervention der BaFin hin erfolgt sind<sup>1</sup> und explizit hervorheben, dass für diese Derivate eigentlich keine Meldepflicht bestand, unterstreicht diesen Zusammenhang.

## 5 Fazit

Was zeigt der Fall der geplanten Commerzbank-Übernahme durch die Unicredit über Funktionsweise und Grenzen des deutschen Übernahmerechts? Drei Punkte lassen sich unmittelbar schlussfolgern.

1. Low-balling bleibt nach dem geltenden Übernahmerecht eine Option und ist insbesondere für Bieter mit langem zeitlichem Horizont attraktiv. Wenn der Gesetzgeber hiergehen vorgehen will, stehen internationale Vorbilder und Vorschläge aus der Vergangenheit als Instrumentarium bereit. Normativ zwingend ist die Schlussfolgerung eines solchen Reformbedarfs aber keineswegs. Diese Konsequenz bloß selektiv in solchen Fällen zu ziehen, in denen es um die Akquisition deutscher Unternehmen durch ausländische Bieter geht, stellt demgegenüber einen wettbewerbsverzerrenden *double standard* dar.
2. „Wasserstandsmeldungen“ nach § 23 Abs. 1 S. 1 WpÜG mit mehreren unterschiedlichen Positionen sollten nicht voreilig aufaddiert werden. Marktteilnehmer und Medien sollten

---

<sup>1</sup>Etwa laut der FAZ, vgl. Mußler: Bafin nimmt Unicredit an die Leine (11.6.2026), <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/bafin-nimmt-unicredit-an-die-leine-200920089.html>.

sich darüber hinaus bewusst sein, dass mit diesen Angaben – angesichts der fehlenden Meldepflicht für Short-Positionen – noch keine Aussage über die wirtschaftliche Exponiertheit des Bieters verbunden ist.

3. Die Bedeutung von Derivaten in der Transaktionsgestaltung kann sehr weitreichend sein. In diesen Fällen ist von außen nicht erkennbar, inwieweit der Bieter gegen die Kursentwicklung der Zielgesellschaft abgesichert ist. Insgesamt ermöglichen diese Gestaltungen eine Trennung zwischen Stimmrechtsbeteiligung und wirtschaftlicher Exponiertheit, die das deutsche Übernahmerecht bislang kaum berücksichtigt. Die politische Debatte über die Implikationen dieser Strategie steht wohl noch am Anfang.