

Pflichtveröffentlichung gemäß §§ 1 Abs. 3 Nr. 2 lit. a, 34, 27 Abs. 3 Satz 1 und § 14 Abs. 3 Satz 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)

# CONSTANTIN

---

## MEDIEN AG

### **Gemeinsame Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats**

der

**Constantin Medien AG**  
Münchener Straße 101g, 85737 Ismaning, Deutschland

zum

freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot  
(Barangebot gemäß § 29 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes)  
gemäß der am 18. Dezember 2017 veröffentlichten Angebotsunterlage

der

**Studhalter Investment AG**  
Matthofstrand 8, 6005 Luzern, Schweiz,

und der

**Highlight Communications AG**  
Netzibodenstrasse 23b, 4133 Pratteln, Schweiz,

an die

**Aktionäre der Constantin Medien AG**

Aktien der Constantin Medien AG: ISIN DE0009147207  
Zum Verkauf Eingereichte Aktien der Constantin Medien AG: ISIN DE000A2G9MW6

## INHALTSVERZEICHNIS

I.	Allgemeine Informationen über diese begründete Stellungnahme .....	6
1.	Rechtliche Grundlagen dieser Begründeten Stellungnahme .....	6
2.	Tatsächliche Grundlagen dieser Begründeten Stellungnahme .....	7
3.	Veröffentlichung dieser Begründeten Stellungnahme und von zusätzlichen begründeten Stellungnahmen zu etwaigen Änderungen des Angebots .....	8
4.	Stellungnahme der Betriebsräte und der Arbeitnehmer .....	8
5.	Eigenverantwortlichkeit der Constantin-Aktionäre .....	8
II.	Informationen zur Constantin Medien AG.....	9
1.	Rechtliche Grundlagen der Gesellschaft.....	9
2.	Börsenzulassung der Aktien der Gesellschaft.....	9
3.	Kapitalstruktur der Gesellschaft.....	10
3.1	Grundkapital.....	10
3.2	Genehmigtes Kapital .....	10
3.3	Bedingtes Kapital .....	11
4.	Aktionärsstruktur .....	11
5.	Ereignisse im Aktionärskreis vor Abgabe des Angebots .....	12
6.	Überblick über die Geschäftstätigkeit der Constantin-Gruppe .....	12
7.	Unternehmensentwicklung, Ziele und Strategie der Constantin-Gruppe.....	13
8.	Zusammengefasste Finanzdaten.....	14
9.	Vorstand und Aufsichtsrat der Constantin .....	14
10.	Gruppenstruktur der Constantin.....	14
III.	Informationen zu den Bietern und den mit ihnen gemeinsam handelnden Personen.....	15
1.	Informationen zu der Studhalter Investment AG .....	15
1.1	Rechtliche Grundlagen und Kapitalverhältnisse .....	15
1.2	Aktionärsstruktur.....	15
2.	Informationen zu der Highlight Communications AG.....	15
2.1	Rechtliche Grundlagen und Kapitalverhältnisse .....	15
2.2	Aktionärsstruktur.....	16
3.	Rahmenvereinbarung und Weitere Kontrollerwerber .....	16
4.	Mit den Bietern gemeinsam handelnde Personen .....	17
5.	Gegenwärtig von den Bietern und den gemeinsam mit den Bietern handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen gehaltene Constantin-Aktien, Zurechnung von Stimmrechten .....	18
6.	Befreiungswirkung.....	19
7.	Angaben zu Wertpapiergeschäften .....	19

7.1	Vorerwerbe.....	19
7.2	Vereinbarungen, aufgrund derer die Übereignung von Constantin-Aktien verlangt werden kann .....	20
8.	Parallelerwerbe.....	20
IV.	Informationen über das Angebot.....	20
1.	Maßgeblichkeit der Angebotsunterlage .....	20
2.	Durchführung des Angebots .....	20
3.	Gegenstand des Angebots und Angebotspreis .....	21
4.	Annahmefristen .....	21
4.1	Annahmefrist.....	21
4.2	Weitere Annahmefrist .....	22
5.	Vollzugsbedingungen.....	22
6.	Gestattung der Veröffentlichung der Angebotsunterlage durch die BaFin .....	22
7.	Annahme und Abwicklung des Angebots.....	23
V.	Finanzierung des Angebots .....	23
1.	Finanzierungsbedarf.....	23
2.	Finanzierungsmaßnahmen.....	23
VI.	Art und Höhe der Gegenleistung.....	24
1.	Art und Höhe der Gegenleistung.....	24
2.	Gesetzlicher Mindestpreis .....	24
2.1	Vorerwerbe.....	24
2.2	Börsenkurs.....	25
3.	Bewertung der Gegenleistung .....	25
3.1	Historische Börsenkurse.....	25
3.2	Bewertung durch Finanzanalysten .....	27
3.3	Fairness Opinion von Freitag .....	27
3.4	Gesamtbeurteilung der Angemessenheit der Gegenleistung durch den Vorstand und den Aufsichtsrat .....	29
VII.	Von den Bietern verfolgte Ziele und Absichten sowie deren Bewertungen durch Vorstand und Aufsichtsrat .....	30
1.	Angaben der Bieter in der Angebotsunterlage .....	30
1.1	Wirtschaftliche und strategische Hintergründe des Angebots.....	30
1.2	Absichten der Bieter.....	31
1.2.1	Künftige Geschäftstätigkeit der Constantin.....	31
1.2.2	Sitz von Constantin, Standorte wesentlicher Unternehmensteile .....	32

1.2.3	Vermögensverwendung und künftige Verpflichtungen von Constantin.....	32
1.2.4	Arbeitnehmer, Arbeitnehmervertretungen und Beschäftigungsbedingungen der Constantin.....	32
1.2.5	Vorstand und Aufsichtsrat der Constantin.....	32
1.2.6	Mögliche Strukturmaßnahmen .....	33
1.2.7	Dividendenpolitik .....	33
2.	Bewertung der Absichten der Bieter und der voraussichtlichen Folgen für Constantin .....	33
2.1	Künftige Geschäftstätigkeit der Constantin .....	34
2.2	Sitz von Constantin, Standort wesentlicher Unternehmensteile.....	35
2.3	Vermögensverwendung und künftige Verpflichtungen von Constantin .....	35
2.4	Arbeitnehmer, Arbeitnehmervertretungen und Beschäftigungsbedingungen der Constantin .....	35
2.5	Vorstand und Aufsichtsrat der Constantin .....	35
2.6	Folgen beabsichtigter Strukturmaßnahmen.....	36
2.7	Dividendenpolitik.....	36
2.8	Künftige Geschäftstätigkeit der Bieter und der Weiteren Kontrollerwerber .....	37
2.9	Voraussichtliche steuerliche Folgen.....	37
2.10	Finanzielle Folgen.....	38
2.11	Folgen für das operative Geschäft der Constantin-Gruppe .....	39
VIII.	Auswirkungen auf die Constantin-Aktionäre.....	39
1.	Mögliche Auswirkungen im Falle der Annahme des Angebots.....	39
2.	Mögliche Folgen bei Nichtannahme des Angebots.....	41
IX.	Interessen der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats.....	45
X.	Absicht zur Annahme des Angebots .....	45
XI.	Abschliessende Bewertung .....	45

## INDEX DEFINIERTER BEGRIFFE

Agenturvertrag .....	33	Genehmigtes Kapital 2015 .....	10
Aktionärsbindungsvertrag .....	17	Gesellschaft .....	6
Analystenzielkurse vor dem Angebot .....	27	Highlight Communications.....	6
Andienungsfrist .....	43	Highlight-Gruppe.....	6
Andienungsrecht .....	43	HLEE .....	11
Angebot.....	6	Maximaler Finanzierungsbedarf.....	23
Angebotskonten .....	23	Nichtandienungsvereinbarung .....	23
Angebotspreis .....	6	ODDO BHF .....	23
Angebotsunterlage .....	6	Rahmenvereinbarung.....	16
Annahmefrist.....	21	RStV .....	44
Aufsichtsrat .....	6	Satzung .....	9
Ausgleichszahlung .....	42	Schädlicher Beteiligungserwerb .....	37
Bedingtes Kapital 2015.....	11	SIAG.....	6
Begründete Stellungnahme .....	6	Stellungnahme .....	6
Bieter.....	6	Stille-Reserven-Klausel .....	37
Change of Control-Klausel .....	32	TEAM.....	33
Constantin .....	6	Transaktionskosten .....	23
Constantin-Aktie .....	6	Unternehmensanleihe .....	32
Constantin-Aktien .....	6	Vereinigte Staaten.....	9
Constantin-Aktionäre .....	6	Verlustvorträge .....	37
Constantin-Gruppe .....	6	Vorstand.....	6
Delisting .....	43	Weitere Annahmefrist.....	22
Downlisting.....	43	Weiteren Kontrollerwerber .....	16
Drei-Monats-Durchschnittskurs.....	25	WpÜG.....	6
Erwarteter Finanzierungsbedarf .....	23	WpÜG-AngebotsVO .....	20
Fairness Opinion .....	27	Zum Verkauf Eingereichte Constantin-Aktien	21
Freitag .....	25		

## I. ALLGEMEINE INFORMATIONEN ÜBER DIESE BEGRÜNDETE STELLUNGNAHME

Die Studhalter Investment AG, eine Schweizer Aktiengesellschaft mit Sitz in Luzern, Schweiz, eingetragen im Handelsregister des Kantons Luzern unter CHE-114.350.381, (*SIAG*) und die Highlight Communications AG, eine Schweizer Aktiengesellschaft mit Sitz in Pratteln, Schweiz, eingetragen im Handelsregister des Kantons Basel-Landschaft unter CHE-100.774.645, (*Highlight Communications*, zusammen mit ihren in- und ausländischen Tochterunternehmen, die *Highlight-Gruppe* und, zusammen mit der SIAG, die *Bieter* und jeweils einzeln ein *Bieter*) haben am 18. Dezember 2017 gemäß §§ 34, 29, 14 Abs. 2 Satz 1, Abs. 3 Satz 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (*WpÜG*) durch Veröffentlichung der Angebotsunterlage im Sinne von § 11 WpÜG (*Angebotsunterlage*) ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (das *Angebot*) an die Aktionäre der Constantin Medien AG (die *Constantin* oder die *Gesellschaft*, und zusammen mit ihren Tochtergesellschaften, die *Constantin-Gruppe*) abgegeben.

Das Angebot richtet sich an alle Aktionäre der Gesellschaft (die *Constantin-Aktionäre*) und bezieht sich auf den Erwerb aller auf den Inhaber lautenden, unter der ISIN DE0009147207 gehandelten Stückaktien der Constantin, jeweils mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der Constantin in Höhe von EUR 1,00, mit allen hiermit verbundenen Rechten zum Zeitpunkt der Abwicklung (jeweils eine *Constantin-Aktie*, und zusammen, die *Constantin-Aktien*) gegen eine Geldleistung von

**EUR 2,30**

pro Constantin-Aktie (*Angebotspreis*).

Ausweislich der Angebotsunterlage handeln die Bieter nicht gemeinsam in Form einer Personengesellschaft (insbesondere nicht in Form einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts), sondern als Bietergemeinschaft im Sinne des § 2 Abs. 4 WpÜG. Jeder Bieter ist somit jeweils ein Bieter im Sinne des § 2 Abs. 4 WpÜG.

Die Angebotsunterlage wurde dem Vorstand der Gesellschaft (*Vorstand*) am 18. Dezember 2017 durch die Bieter übermittelt und im Anschluss daran an den Aufsichtsrat der Gesellschaft (*Aufsichtsrat*), an die zuständigen Betriebsräte der Tochtergesellschaften der Gesellschaft und, sofern solche nicht bestehen, unmittelbar an die Arbeitnehmer der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften übermittelt.

Vorstand und Aufsichtsrat, der Aufsichtsrat hierbei handelnd durch den mit dieser Aufgabe beauftragten Übernahmeausschuss (siehe hierzu näher Ziffer IX dieser begründeten Stellungnahme), haben das Angebot sorgfältig geprüft und beraten. Diese begründete Stellungnahme im Sinne von § 27 WpÜG zum Angebot (die *Begründete Stellungnahme* oder die *Stellungnahme*) wurde vom Vorstand am 22. Dezember 2017 und vom Aufsichtsrat, dieser hierbei handelnd durch den mit dieser Aufgabe beauftragten Übernahmeausschuss, ebenfalls am 22. Dezember 2017 beschlossen. Im Zusammenhang mit dieser Stellungnahme weisen Vorstand und Aufsichtsrat auf Folgendes hin:

### 1. Rechtliche Grundlagen dieser Begründeten Stellungnahme

Gemäß § 27 Abs. 1 Satz 1, Abs. 3 Satz 1 WpÜG haben Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft unverzüglich nach Übermittlung der Angebotsunterlage gemäß § 14 Abs. 4 Satz 1 WpÜG eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot sowie zu jeder seiner

Änderungen abzugeben und zu veröffentlichen. Der Anwendungsbereich der genannten Vorschriften des WpÜG ist gemäß §§ 1 Abs. 3 Nr. 2 lit. (a), 34 WpÜG eröffnet. Die Stellungnahme kann gemeinsam von Vorstand und Aufsichtsrat abgegeben werden. Vorstand und Aufsichtsrat haben sich in Bezug auf das Angebot der Bieter für eine gemeinsame Stellungnahme entschieden.

In ihrer Stellungnahme haben Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 27 Abs. 1 Satz 2 WpÜG insbesondere einzugehen auf (i) die Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung, (ii) die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Gesellschaft, die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte der Gesellschaft, (iii) die von den Bietern mit dem Angebot verfolgten Ziele und (iv) die Absicht der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, soweit sie Inhaber von Wertpapieren der Gesellschaft sind, das Angebot anzunehmen.

## 2. Tatsächliche Grundlagen dieser Begründeten Stellungnahme

Zeitangaben in dieser Begründeten Stellungnahme werden, soweit nicht anders angegeben, in Mitteleuropäischer Zeit (MEZ) gemacht. Soweit in dieser Begründeten Stellungnahme Begriffe wie „zurzeit“, „derzeit“, „momentan“, „jetzt“, „gegenwärtig“ oder „heute“ oder ähnliche Begriffe verwendet werden, beziehen sich diese, soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Begründeten Stellungnahme.

Verweise in dieser Begründeten Stellungnahme auf einen „Bankarbeitstag“ beziehen sich auf einen Tag, an dem die Banken in Frankfurt am Main, Deutschland für den allgemeinen Kundenverkehr geöffnet sind. Verweise auf „EUR“ beziehen sich auf Euro. Verweise auf „CHF“ beziehen sich auf Schweizer Franken. Verweise auf „Tochterunternehmen“ beziehen sich auf Tochterunternehmen im Sinne des § 2 Abs. 6 WpÜG.

Diese Begründete Stellungnahme enthält Prognosen, Einschätzungen, Bewertungen, in die Zukunft gerichtete Aussagen und Absichtserklärungen. Derartige Aussagen werden insbesondere durch Ausdrücke wie „erwartet“, „glaubt“, „ist der Absicht“, „versucht“, „schätzt“, „beabsichtigt“, „plant“, „nimmt an“ oder „bemüht sich“ gekennzeichnet. Derartige Aussagen, Prognosen, Einschätzungen, Bewertungen, in die Zukunft gerichtete Aussagen und Absichtserklärungen beruhen auf den dem Vorstand und dem Aufsichtsrat vorliegenden Informationen am Tag der Veröffentlichung dieser Begründeten Stellungnahme bzw. geben deren Einschätzungen oder Absichten zu diesem Zeitpunkt wieder. Diese Angaben können sich nach der Veröffentlichung dieser Begründeten Stellungnahme ändern. Annahmen können sich in der Zukunft auch als unzutreffend herausstellen. Auch wenn Vorstand und Aufsichtsrat davon ausgehen, dass die Aussagen auf berechtigten Annahmen basieren und nach bestem Wissen und Gewissen zum heutigen Tag zutreffend und vollständig sind, kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass diese Aussagen eintreten oder sich als zutreffend erweisen werden. Vorstand und Aufsichtsrat übernehmen keine Verpflichtung zur Aktualisierung dieser Begründeten Stellungnahme, soweit eine solche Aktualisierung nicht gesetzlich vorgeschrieben ist. Die Angaben in diesem Dokument über die Bieter und das Angebot beruhen auf den Angaben in der Angebotsunterlage und anderen öffentlich verfügbaren Informationen (soweit nicht ausdrücklich anderweitig angegeben).

**Soweit diese Begründete Stellungnahme auf die Angebotsunterlage Bezug nimmt oder diese zitiert oder wiedergibt, handelt es sich um bloße Hinweise, durch welche sich Vorstand und Aufsichtsrat die Angebotsunterlage weder zu eigen machen noch eine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angebotsunterlage übernehmen.**

Vorstand und Aufsichtsrat weisen darauf hin, dass sie die von den Bietern gemachten Angaben in der Angebotsunterlage nicht bzw. nicht vollständig überprüfen können und die Umsetzung der Absichten der Bieter nicht gewährleisten können. Ferner weisen Vorstand und Aufsichtsrat darauf hin, dass sich die Absichten der Bieter zu jeder Zeit ändern können und die in der Angebotsunterlage veröffentlichten Absichten der Bieter nicht umgesetzt werden könnten.

3. Veröffentlichung dieser Begründeten Stellungnahme und von zusätzlichen begründeten Stellungnahmen zu etwaigen Änderungen des Angebots

Die Stellungnahme wird, ebenso wie alle Stellungnahmen zu etwaigen Änderungen des Angebots, gemäß § 27 Abs. 3 und § 14 Abs. 3 Satz 1 WpÜG im Internet auf der Internetseite der Gesellschaft unter [www.constantin-medien.de](http://www.constantin-medien.de) unter der Rubrik „Investor Relations – Übernahmeangebot“ veröffentlicht sowie im Bundesanzeiger bekannt gemacht. Exemplare der Begründeten Stellungnahme sind zudem bei der Constantin Medien AG, Münchener Straße 101g, 85737 Ismaning, Deutschland (Bestellung per Telefax: +49 (0)89 - 99 500 909 unter Angabe einer vollständigen Postadresse) zur kostenlosen Ausgabe erhältlich. Auf die Veröffentlichung und Bereithaltung zur kostenlosen Ausgabe wird im Bundesanzeiger hingewiesen.

Diese Begründete Stellungnahme und ggf. alle zusätzlichen weiteren Stellungnahmen zum Angebot werden in deutscher Sprache und als unverbindliche englische Übersetzung veröffentlicht. Vorstand und der Aufsichtsrat übernehmen jedoch keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der englischen Übersetzung. Nur die deutsche Fassung ist maßgeblich.

4. Stellungnahme der Betriebsräte und der Arbeitnehmer

Der Vorstand hat die Angebotsunterlage am 18. Dezember 2017 an die zuständigen Betriebsräte der Tochtergesellschaften der Gesellschaft und, sofern solche nicht bestehen, unmittelbar an die Arbeitnehmer der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften übermittelt. Die zuständigen Betriebsräte und, sofern solche nicht bestehen, unmittelbar die Arbeitnehmer haben gemäß § 27 Abs. 2 WpÜG die Möglichkeit, dem Vorstand eine eigene Stellungnahme zu übermitteln, welche der Vorstand seiner Stellungnahme beizufügen hat. Weder die zuständigen Betriebsräte noch die Arbeitnehmer haben dem Vorstand eine Stellungnahme übermittelt.

5. Eigenverantwortlichkeit der Constantin-Aktionäre

Vorstand und Aufsichtsrat weisen darauf hin, dass die Aussagen und Wertungen in dieser Begründeten Stellungnahme die Constantin-Aktionäre nicht binden und die Begründete Stellungnahme keinen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt. Jeder Constantin-Aktionär muss unter Würdigung der Gesamtumstände, seiner individuellen Verhältnisse (einschließlich seiner persönlichen steuerlichen Situation) und seiner persönlichen Einschätzung der künftigen Entwicklung des Wertes und Börsenpreises der Constantin-Aktien eine eigene Einschätzung darüber treffen, ob und ggf. für wie viele der Constantin-Aktien er das Angebot annimmt.

Bei der Entscheidung über die Annahme oder Nicht-Annahme des Angebots sollten die Constantin-Aktionäre alle verfügbaren Informationsquellen nutzen und ihre persönlichen Umstände hinreichend berücksichtigen. Insbesondere die konkrete finanzielle oder steuerliche Situation einzelner Constantin-Aktionäre kann im Einzelfall zu anderen als den vom Vorstand und vom Aufsichtsrat vorgelegten Bewertungen führen. Vorstand und Aufsichtsrat empfehlen den Constantin-Aktionären deshalb, sich eigenverantwortlich ggf. unabhängige Steuer- und



Rechtsberatung einzuholen, und übernehmen keine Haftung für die Entscheidung eines Constantin-Aktionärs im Hinblick auf das Angebot.

Die Bieter weisen unter Ziffer 1.1 der Angebotsunterlage darauf hin, dass sich das Angebot auf alle Constantin-Aktien erstreckt und ausschließlich nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland sowie anwendbaren Vorschriften der Wertpapiergesetze der Vereinigten Staaten von Amerika (*Vereinigte Staaten*) durchgeführt wird. Weiter weisen die Bieter in Ziffer 1.7 der Angebotsunterlage Constantin-Aktionäre in den Vereinigten Staaten darauf hin, dass sich die gesetzlichen Vorschriften der Bundesrepublik Deutschland über die Durchführung eines solchen Angebots nicht unerheblich von den entsprechenden gesetzlichen Vorschriften der Vereinigten Staaten unterscheiden, etwa hinsichtlich der Veröffentlichungs- und Verfahrensvorschriften.

Vorstand und Aufsichtsrat weisen darauf hin, dass sie nicht prüfen können, ob die Constantin-Aktionäre bei der Annahme des Angebots allen für sie persönlich geltenden rechtlichen Verpflichtungen entsprechen. Vorstand und Aufsichtsrat empfehlen insbesondere, dass jeder, der die Angebotsunterlage außerhalb der Bundesrepublik Deutschland erhält oder das Angebot annehmen möchte, aber Wertpapiervorschriften von anderen Rechtsordnungen als denen der Bundesrepublik Deutschland unterliegt, sich über diese Rechtsvorschriften informiert und sie einhält.

## II. INFORMATIONEN ZUR CONSTANTIN MEDIEN AG

### 1. Rechtliche Grundlagen der Gesellschaft

Die Gesellschaft ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Ismaning, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 148760. Die Hauptverwaltung der Gesellschaft befindet sich in der Münchener Straße 101g, 85737 Ismaning, Deutschland.

Unternehmensgegenstand der Constantin ist die Leitung von Unternehmen, die im Medienbereich (einschließlich Sportvermarktung) bzw. damit zusammenhängenden Geschäftsgebieten tätig sind, einschließlich des Haltens und der Verwaltung sowie des Erwerbs und der Veräußerung von Beteiligungen an solchen Unternehmen. Die Gesellschaft ist berechtigt, selbst im Medienbereich (einschließlich Sportvermarktung) bzw. damit zusammenhängenden Geschäftsgebieten tätig zu sein. Die Gesellschaft ist zu allen Maßnahmen berechtigt, die den Gegenstand des Unternehmens zu fördern geeignet sind. Sie kann sich insbesondere an anderen Unternehmen beteiligen, andere Unternehmen pachten oder sonst in beliebiger Art mit anderen Unternehmen zusammenarbeiten.

Das Geschäftsjahr der Constantin entspricht dem Kalenderjahr.

Nach der Satzung der Constantin vom 10. Juni 2015 (die *Satzung*) werden Beschlüsse der Hauptversammlung der Constantin, soweit nicht zwingende gesetzliche Vorschriften entgegenstehen, mit einfacher Mehrheit der abgegebenen Stimmen und, soweit eine Kapitalmehrheit erforderlich ist, mit einfacher Mehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals gefasst.

### 2. Börsenzulassung der Aktien der Gesellschaft

Die Constantin-Aktien sind unter der ISIN DE0009147207 und dem Börsenkürzel EV4 zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter

Wertpapierbörse (*Prime Standard*) zugelassen und werden im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt. Darüber hinaus findet ein Handel an den Börsen Stuttgart, Hamburg, Berlin, Hannover, Düsseldorf, München und London, auf QUOTRIX, dem elektronischen Handelssystem der Börse Düsseldorf, sowie im Tradegate Exchange statt.

### 3. Kapitalstruktur der Gesellschaft

#### 3.1 Grundkapital

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Stellungnahme EUR 93.600.000,00 und ist eingeteilt in 93.600.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Der Satzung zufolge bestehen keine unterschiedlichen Aktiegattungen und jede Aktie ist voll stimm- und dividendenberechtigt. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Begründeten Stellungnahme hält Constantin 162 Stück eigene Aktien.

#### 3.2 Genehmigtes Kapital

Gemäß § 3 Abs. 7 der Satzung ist der Vorstand ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 10. Juni 2020 um insgesamt bis zu EUR 45.000.000,00 durch ein- oder mehrmalige Ausgabe neuer auf den Inhaber lautender Stückaktien gegen Bar- oder Sacheinlage zu erhöhen (***Genehmigtes Kapital 2015***). Die Gewinnberechtigung der neuen Aktien kann abweichend von § 60 Abs. 2 Satz 3 AktG festgelegt werden. Den Aktionären kann das gesetzliche Bezugsrecht auch dergestalt eingeräumt werden, dass die neuen Aktien einem oder mehreren Kreditinstituten oder gemäß § 186 Abs. 5 AktG gleichgestellten Unternehmen mit der Verpflichtung, sie den Aktionären zum Bezug anzubieten, zur Übernahme angeboten werden. Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Aktionäre auszuschließen. Ein Bezugsrechtsausschluss ist jedoch nur in folgenden Fällen zulässig:

- für Spitzenbeträge;
- wenn die Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zu einem Ausgabebetrag ausgegeben werden, der den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet und der Bezugsrechtsausschluss nur neue Aktien erfasst, deren anteiliger Betrag (Nominale) 10% des Grundkapitals nicht übersteigt; für die Frage des Ausnutzens der 10%-Grenze ist der Ausschluss des Bezugsrechts aufgrund anderer Ermächtigungen in mittelbarer oder entsprechender Anwendung von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG nach Wirksamwerden dieser Ermächtigung zu berücksichtigen;
- wenn die Aktien gegen oder im Zusammenhang mit Sachleistungen ausgegeben werden;
- soweit es erforderlich ist, um Inhabern von dann ausstehenden Wandelgenussrechten oder Optionsrechten ein Bezugsrecht in dem Umfang einzuräumen, wie es ihnen nach Ausübung des Wandlungsrechts bzw. Optionsrechts oder einer Wandlungspflicht als Aktionär zustehen würde. Über den Inhalt der jeweiligen Aktienrechte und die sonstigen Bedingungen der Aktienaussgabe entscheidet im Übrigen der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats.

### 3.3 Bedingtes Kapital

Gemäß § 3 Abs. 8 der Satzung ist das Grundkapital um bis zu EUR 45.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 45.000.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien bedingt erhöht (**Bedingtes Kapital 2015**). Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, wie

- die Inhaber bzw. Gläubiger von Wandlungsrechten oder Optionsscheinen, die den von der Gesellschaft oder deren unmittelbaren oder mittelbaren Mehrheitsbeteiligungsgesellschaften aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 10. Juni 2015 bis zum 10. Juni 2020 auszugebenden Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen bzw. Wandel- oder Optionsgenussrechten beigelegt sind, von ihren Wandlungs- bzw. Optionsrechten Gebrauch machen oder
- die zur Wandlung verpflichteten Inhaber bzw. Gläubiger der von der Gesellschaft oder deren unmittelbaren oder mittelbaren Mehrheitsbeteiligungsgesellschaften aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 10. Juni 2015 bis zum 10. Juni 2020 auszugebenden Wandelschuldverschreibungen bzw. Wandelgenussrechten ihre Pflicht zur Wandlung erfüllen.

Die neuen Aktien nehmen von dem Beginn des Geschäftsjahres an, in dem sie durch Ausübung von Wandlungs- bzw. Optionsrechten oder durch Erfüllung von Wandlungspflichten entstehen, am Gewinn teil; abweichend hiervon kann der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats festlegen, dass die neuen Aktien vom Beginn des Geschäftsjahres an, für das im Zeitpunkt der Ausübung von Wandlungs- bzw. Optionsrechten oder der Erfüllung von Wandlungspflichten noch kein Beschluss der Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teilnehmen.

Constantin hat von dem Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung vom 10. Juni 2015, bis zum 10. Juni 2020 selbst oder durch unmittelbare oder mittelbare Mehrheitsbeteiligungsgesellschaften Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen bzw. Wandel- oder Optionsgenussrechten auszugeben, aufgrund derer neue Aktien aus dem Bedingten Kapital 2015 auszugeben sein könnten, keinen Gebrauch gemacht.

### 4. Aktionärsstruktur

Nach den Stimmrechtsmitteilungen, die der Constantin nach §§ 21 ff. WpHG zugegangen sind, sowie den Angaben der Bieter unter Ziffer 7.2 der Angebotsunterlage setzt sich die Aktionärsstruktur der Constantin wie folgt zusammen:

Aktionäre	Gehaltene Aktien	Beteiligungsquote	Stimmrechtsquote
Highlight Event and Entertainment AG ( <b>HLEE</b> )	28.074.308	29,99%	29,99%
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen <sup>1</sup>	6.177.600	6,60%	6,60%
Baden-Württembergische Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte	4.693.953	5,01%	5,01%
CIGOGNE UCITS <sup>2</sup>	2.960.000	3,16%	3,16%

Eigene Aktien	162	<0,01%	0,00
Streubesitz	51.693.977	55,23%	55,23%
Summe	93.600.000	100,00%	100,00%

<sup>1</sup> Die Stimmrechte der Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen werden dem Vermögensverwalter Axxion S.A. zugerechnet.

<sup>2</sup> Die Stimmrechte der CIGOGNE UCITS werden dem Vermögensverwalter Cigogne Management S.A. zugerechnet.

## 5. Ereignisse im Aktionärskreis vor Abgabe des Angebots

Ausweislich der Angebotsunterlage ging der Abgabe des Angebots eine Auseinandersetzung zwischen zwei Aktionärgruppen der Constantin um die zukünftige Ausrichtung der Constantin-Gruppe voraus. Die Angebotsunterlage enthält unter Ziffer 7.3 dazu nähere Ausführungen.

Zudem wurde ausweislich der Angebotsunterlage (Ziffer 6.4) bei der HLEE eine Sachkapitalerhöhung durchgeführt, im Zuge derer mehrere Aktionäre der Constantin, darunter Bernhard Burgener, Constantin-Aktien in die HLEE eingebracht haben. Nach den Ausführungen in der Angebotsunterlage wurden die Constantin-Aktien im Rahmen der Vereinbarungen unmittelbar an die HLEE abgetreten und bis zum 12. Mai 2017 vollständig durch Depotübertragungen an die HLEE übertragen. Für weitere Details wird auf Ziffer 6.4 der Angebotsunterlage verwiesen.

## 6. Überblick über die Geschäftstätigkeit der Constantin-Gruppe

Die Constantin ist ein international agierendes Medienunternehmen mit Schwerpunkt im Segment Sport. Die Geschäftstätigkeit der Constantin-Gruppe wird im Wesentlichen durch die operativen Gesellschaften Sport1 GmbH, Sport1 Media GmbH sowie PLAZAMEDIA GmbH mit ihrer Tochtergesellschaft LEITMOTIF Creators GmbH ausgeübt.

Unter der Multimedia-Dachmarke SPORT1 vereint die Sport1 GmbH sämtliche TV-, Online-, Mobile-, Radio- und Social-Media-Aktivitäten. Zum Portfolio des Sportmedien-Unternehmens mit Sitz in Ismaning gehören im Fernsbereich der Free-TV-Sender SPORT1, der in SD- und HD-Qualität ausgestrahlt wird, sowie die Pay-TV-Sender SPORT1+ und SPORT1 US, die in Deutschland, Österreich und der Schweiz auf verschiedenen Plattformen in SD und in HD angeboten werden. Darüber hinaus bietet SPORT1.de multimediale Inhalte sowie Livestream- und Video-Angebote. Zudem ist SPORT1 unter anderem auch mit einem eigenen SPORT1-YouTube-Channel und Gaming-Angebote aktiv und offeriert ferner mobile Anwendungen (Apps), beispielsweise die SPORT1-App. Mit SPORT1.fm betreibt das Unternehmen zudem ein digitales Sportradio, das im Web, als App und über WLAN Radios empfangbar ist.

Die PLAZAMEDIA GmbH ist ein Sport-TV-Produzent und Content-Solution-Anbieter im Produktionsbereich für sämtliche Medienplattformen. Zu den Kunden von PLAZAMEDIA GmbH zählen öffentlich-rechtliche und private Sender, Plattformbetreiber, internationale Sportverbände und Sportrechte-Agenturen sowie nationale und internationale Unternehmen. Das Produktportfolio der PLAZAMEDIA GmbH umfasst unter anderem die Produktion und Inszenierung von Livesport-Events, innovative Produktionstechnologien sowie die Aufbereitung, Archivierung und zielgruppenspezifische Distribution von Content auf medialen Plattformen. Darüber hinaus entwickelt und realisiert LEITMOTIF Creators GmbH, eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der PLAZAMEDIA GmbH Content-Marketing-Strategien als Bewegtbild-Lösung sowie Dokumentationsformate und bietet unter der Marke LEITMOTIF Consultants mediale Beratungs- und Kommunikationsleistungen für Unternehmen an.

## 7. Unternehmensentwicklung, Ziele und Strategie der Constantin-Gruppe

Die Bieterin Highlight Communications (siehe die Beschreibung unter Ziffer III.2) war ursprünglich eine vollkonsolidierte Tochtergesellschaft der Constantin, über die auch die Segmente Film sowie Sport- und Event-Marketing zum Portfolio der Constantin-Gruppe gehörten. Am 12. Juni 2017 führte der Verwaltungsrat der Highlight Communications eine genehmigte Kapitalerhöhung durch, wodurch 15,75 Mio. neue Aktien der Highlight Communications ausgegeben wurden, um sie bei der HLEE zu platzieren. Die HLEE erwarb damit einen Anteil von 25,0% an der Highlight Communications. Hierdurch wurde die Beteiligung der Constantin an der Highlight Communications auf 45,4% verwässert. Bis zur Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage hat sich die Beteiligung der Constantin an der Highlight Communications durch die Verfügung über Aktien der Highlight Communications weiter auf 32,7% vermindert. Die Constantin kann die Highlight Communications daher seit dem 12. Juni 2017 nicht mehr als Tochtergesellschaft konsolidieren.

Des Weiteren hat der Vorstand im laufenden Geschäftsjahr 2017 nach kritischer Prüfung der Geschäftsaktivitäten der einzelnen Gesellschaften strategische Maßnahmen im Hinblick auf die Strukturen im TV- und Digitalbereich von SPORT1 und bezüglich des Geschäftsbetriebs der Agentur LEITMOTIF eingeleitet.

Nachdem das Digitalgeschäft von SPORT1 mit Blick auf Reichweiten und Umsätze im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2017 hinter den Erwartungen zurückgeblieben war, wurden notwendige strukturelle und personelle Anpassungen im TV- und Digitalbereich vorgenommen. Das Rechteportfolio wurde zudem weiter ausgebaut, unter anderem mit der Verlängerung der ADAC-Kooperation bis 2020 und einer dreijährigen Exklusiv-Partnerschaft mit Team Sauerland. Zudem wird der Geschäftsbetrieb der Agentur LEITMOTIF Creators GmbH ab 2018 auf den Bereich Consulting fokussiert. Der Bereich Creative wird nach kritischer Prüfung aufgrund Nichterfüllung der Umsatz- und Ergebniserwartungen und unzureichender Erlösperspektiven ab dem Geschäftsjahr 2018 nicht weiter fortgeführt.

Bei SPORT1 liegt der Fokus im kommenden Geschäftsjahr auf der konsequenten multimedialen Content-Nutzung, -Verbreitung und -Kaptalisierung. Neben der Stärkung des Portfolios durch den Erwerb neuer Rechte, der Verlängerung bestehender Partnerschaften sowie der Erschließung neuer Content-Kooperationen und Geschäftsfelder stehen die plattformübergreifende Auswertung und Inszenierung etablierter Programmbestandteile wie 1. und 2. Fußball-Bundesliga, die UEFA Europa League, Eishockey, Motorsport, Basketball oder Darts auch weiterhin im Mittelpunkt. Vor dem Hintergrund der nach wie vor wachsenden digitalen und plattformübergreifenden Nutzung von Medienangeboten wird die Sportl GmbH auch im kommenden Geschäftsjahr die digitale Diversifizierung der Marke SPORT1 weiter vorantreiben. Dabei bilden die Entwicklung neuer mobiler Angebote, die weitere Intensivierung der Social-Media-Aktivitäten und der Ausbau des Video-Bereichs über eigene Apps und Video-Brand-Channels bzw. die Nutzung neuer Social-Media-Video-Angebote wie Facebook Live Schwerpunkte. Ferner umfassen die Aktivitäten eigene Angebote und Formate im Bereich eSports, welcher auch in Deutschland stark wächst.

Für die PLAZAMEDIA GmbH bilden im kommenden Geschäftsjahr weiterhin die Realisierung von aufwendigen und komplexen Live-Sportproduktionen und Non-Live-Formaten, die Entwicklung und Weiterentwicklung von innovativen Produktionstechnologien, Content-Management-Lösungen sowie die produktionstechnische Content-Distribution strategische Schwerpunkte. Im Zuge der Erweiterung des PLAZAMEDIA-Portfolios liegt der Fokus neben den klassischen Broadcast-Aktivitäten insbesondere auf der Weiter- und Neuentwicklung der

digitalen Produktionsaktivitäten, Produkte sowie Services mit Blick auf die zunehmende Fragmentierung medialer Distributionskanäle, z. B. spezifische OTT- oder OVP-Lösungen.

#### 8. Zusammengefasste Finanzdaten

Im Geschäftsjahr 2016 erzielte die Constantin-Gruppe Umsatzerlöse in Höhe von EUR 565,7 Mio. und ein Betriebsergebnis von EUR 39,5 Mio. Hierzu trug das Segment Sport im Geschäftsjahr 2016 Umsatzerlöse in Höhe von EUR 160,7 Mio. (Vorjahr: EUR 157,6 Mio.) sowie ein Segmentergebnis in Höhe von EUR 15,0 Mio. (Vorjahr: EUR 13,4 Mio.) bei.

Im ersten Halbjahr 2017 erzielte die Constantin-Gruppe Umsatzerlöse in Höhe von rund EUR 200,3 Mio. und ein Betriebsergebnis von EUR 43,3 Mio. Hierzu trug das Segment Sport im ersten Halbjahr 2017 Umsatzerlöse in Höhe von EUR 75,6 Mio. (Vorjahr: EUR 75,6 Mio.) sowie ein Segmentergebnis in Höhe von EUR 1,9 Mio. (Vorjahr: EUR 3,6 Mio.) bei.

In den ersten neun Monaten 2017 erzielte die Constantin-Gruppe Umsatzerlöse in Höhe von EUR 225,4 Mio. (Vorjahreszeitraum: EUR 365,7 Mio.) und ein Betriebsergebnis von EUR 37,0 Mio. (Vorjahreszeitraum: EUR 17,6 Mio.). Hierzu trug das Segment Sport in den ersten neun Monaten 2017 Umsatzerlöse in Höhe von EUR 100,7 Mio. (Vorjahreszeitraum: EUR 111,3 Mio.) sowie ein Segmentergebnis in Höhe von EUR -0,8 Mio. (Vorjahreszeitraum: EUR 5,8 Mio.) bei. Die Finanzdaten für die ersten neun Monate 2017 bilden auch die Folgen der Entkonsolidierung der Highlight Communications (vgl. Ziffer II.7) ab.

#### 9. Vorstand und Aufsichtsrat der Constantin

Mitglieder des Vorstands der Constantin sind derzeit Olaf Gerhard Schröder (Vorstandsvorsitzender) und Dr. Matthias Kirschenhofer (Vorstand Recht und Finanzen).

Mitglieder des Aufsichtsrats der Constantin sind derzeit Dr. Paul Graf (Aufsichtsratsvorsitzender), Thomas von Petersdorff-Campen (stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender) sowie Andreas Benz, Edda Kraft, Markus Prazeller und Dr. Gero von Pelchrzim. Sämtliche Mitglieder des Aufsichtsrats wurden in der Hauptversammlung 2017 auf Vorschlag der HLEE gewählt.

#### 10. Gruppenstruktur der Constantin

Die folgenden Gesellschaften sind Tochterunternehmen der Constantin im Sinne des § 5 Abs. 2 Satz 3 WpÜG (siehe auch Anlage 1):

- Constantin Sport Holding GmbH
- Sport1 GmbH
- Sport1 Gaming GmbH
- Sport1 Media GmbH
- PLAZAMEDIA GmbH
- Plazamedia Austria Ges.m.b.H

- PLAZAMEDIA Swiss AG
- LEITMOTIF Creators GmbH

Die Beteiligungsquote der Constantin an den oben genannten Tochterunternehmen beträgt jeweils 100%.

### III. INFORMATIONEN ZU DEN BIETERN UND DEN MIT IHNEN GEMEINSAM HANDELNDEN PERSONEN

Die folgenden Informationen haben die Bieter, soweit nicht anders angegeben, in der Angebotsunterlage veröffentlicht. Diese Informationen konnten von Vorstand und Aufsichtsrat nicht bzw. nicht vollständig überprüft werden. Vorstand und Aufsichtsrat übernehmen für ihre Richtigkeit daher keine Gewähr.

#### 1. Informationen zu der Studhalter Investment AG

##### 1.1 Rechtliche Grundlagen und Kapitalverhältnisse

Die Angebotsunterlage enthält bezüglich der rechtlichen Grundlagen und Kapitalverhältnisse der SIAG unter Ziffer 5.1.1 die folgenden Angaben:

Die SIAG ist eine Schweizer Aktiengesellschaft mit Sitz in Luzern, Schweiz, eingetragen im Handelsregister des Kantons Luzern unter CHE-114.350.381 und mit der Geschäftsanschrift Matthofstrand 8, 6005 Luzern, Schweiz. Sie wurde am 13. Juni 2008 unter der Firma Sirius Management AG gegründet. Das Aktienkapital der SIAG beträgt CHF 1.000.000,00.

Der in den Statuten der SIAG niedergelegte Gesellschaftszweck sind der Erwerb, die Verwaltung und die Veräußerung von Beteiligungen an anderen Unternehmungen sowie von Patenten, Lizenzen und Schutzrechten aller Art im In- und Ausland sowie die Führung, Verwaltung und Beratung in den Bereichen Investitionen und Projekte, Private Equity, Corporate Finance und Immobilien im In- und Ausland. SIAG kann alle Geschäfte eingehen und Verträge abschließen, die direkt oder indirekt mit dem Gesellschaftszweck in Zusammenhang stehen.

Das Geschäftsjahr der SIAG ist das Kalenderjahr.

Die Mitglieder des Verwaltungsrats der SIAG sind zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage Alexander Studhalter (Präsident des Verwaltungsrats) und Aline Studhalter. Beide derzeitigen Mitglieder des Verwaltungsrats sind einzelvertretungsberechtigt.

##### 1.2 Aktionärsstruktur

Ausweislich Ziffer 5.1.2 der Angebotsunterlage ist Alexander Studhalter zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage alleiniger Aktionär der SIAG.

#### 2. Informationen zu der Highlight Communications AG

##### 2.1 Rechtliche Grundlagen und Kapitalverhältnisse

Die Angebotsunterlage enthält bezüglich der rechtlichen Grundlagen und Kapitalverhältnisse der Highlight Communications unter Ziffer 5.2.1 die folgenden Angaben:

Highlight Communications ist eine Schweizer Aktiengesellschaft mit Sitz in Pratteln, Schweiz, eingetragen im Handelsregister des Kantons Basel-Landschaft unter CHE-100.774.645 und mit der Geschäftsanschrift Netzbodenstrasse 23b, 4133 Pratteln, Schweiz. Das Aktienkapital von Highlight Communications beträgt zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage CHF 63.000.000,00.

Der in den Statuten von Highlight Communications niedergelegte Gesellschaftszweck ist der Erwerb, die dauernde Verwaltung und die Veräußerung von Beteiligungen aller Art, im Besonderen auf den Gebieten Medien, Marketing und Sport. Highlight Communications kann gemäß ihren Statuten für und zugunsten von verbundenen Unternehmen Finanzdienstleistungen erbringen und Garantien stellen sowie Liegenschaften und Immaterialgüterrechte erwerben, belasten, verwerten und veräußern sowie alle Rechtsgeschäfte tätigen, die zur Erreichung und Förderung des Gesellschaftszwecks geeignet erscheinen.

Mitglieder des Verwaltungsrats der Highlight Communications sind zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage Bernhard Burgener (Präsident des Verwaltungsrats), René Camenzind, Martin Hellstern sowie Peter Martin von Büren. Sämtliche derzeitigen Verwaltungsräte sind berechtigt, die Gesellschaft jeweils zu zweit zu vertreten.

## 2.2 Aktionärsstruktur

Ausweislich Ziffer 5.2.2 der Angebotsunterlage stellt sich die Aktionärsstruktur der Highlight Communications im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage wie folgt dar:

Aktionäre	Gehaltene Aktien	Beteiligungsquote	Stimmrechtsquote
Highlight Event and Entertainment AG (HLEE)	15.750.000	25,00%	25,02%
Stella Finanz AG	12.721.451	20,19%	20,21%
Constantin Medien AG	20.600.000	32,70%	32,72%
Eigene Aktien	44.983	0,07%	-
Streubesitz	13.883.566	22,04%	22,05%
Summe	63.000.000	100,00%	100,00%

## 3. Rahmenvereinbarung und Weitere Kontrollerwerber

Ausweislich Ziffer 5.3 der Angebotsunterlage haben die Bieter am 27. November 2017 mit der HLEE, Bernhard Burgener, Rosmarie Burgener und Alexander Studhalter (die **Weiteren Kontrollerwerber**) eine Rahmenvereinbarung geschlossen (die **Rahmenvereinbarung**).

Ausweislich Ziffer 5.3.1 der Angebotsunterlage regelt die Rahmenvereinbarung insbesondere die Finanzierung und Strukturierung des Angebots. Weiterhin haben die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber, aufschiebend bedingt auf den Vollzug des Übernahmeangebots, vereinbart, sich über die Ausübung der Stimmrechte aus sämtlichen von ihnen derzeit oder künftig gehaltenen Constantin-Aktien vor jeder Hauptversammlung der Constantin abzustimmen (*Acting in Concert*). Sollte das Übernahmeangebot nicht erfolgreich sein und sich die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber auch nicht über eine Beibehaltung des Investments im Falle eines Teiler-



folgs des Übernahmeangebots verständigen, werden die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber vereinbaren, dass SIAG und Alexander Studhalter nicht mehr an dem *Acting in Concert* teilnehmen, das erst mit dem Vollzug des Übernahmeangebots zwischen den Parteien der Rahmenvereinbarung begründet wird.

In Bezug auf die möglichen Szenarien des Erfolgs des Übernahmeangebots enthält die Rahmenvereinbarung ausweislich der Angebotsunterlage Regelungen, die an bestimmte Annahmequoten anknüpfen. Zu weiteren Details wird auf Ziffer 5.3.1 der Angebotsunterlage verwiesen.

Unter Ziffer 5.3.2 der Angebotsunterlage äußern die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber die Ansicht, dass sie aufgrund des Angebots wahrscheinlich die Kontrolle über Constantin erlangen werden. Dies führen die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber darauf zurück, dass die HLEE zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage bereits 28.074.308 Constantin-Aktien, entsprechend rund 29,99% des Grundkapitals und der Stimmrechte an der Constantin, hält.

Ausweislich Ziffer 5.3.2 der Angebotsunterlage werden die Aktien der HLEE zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage zu 28,7% von der SIAG und zu 22,24% von Bernhard Burgener und Rosmarie Burgener gemeinsam gehalten. Bernhard Burgener, Rosmarie Burgener, Alexander Studhalter und die SIAG haben nach den Ausführungen in der Angebotsunterlage am 27. November 2017 einen Aktionärsbindungsvertrag (der **Aktionärsbindungsvertrag**) abgeschlossen, mittels dessen sie sich unter anderem verpflichten, sich über die Ausübung ihrer Stimmrechte in der Generalversammlung der HLEE abzustimmen und ihre Stimmrechte bei der Wahl von Mitgliedern des Verwaltungsrats so auszuüben, dass die jeweils zwei von der SIAG bzw. von Bernhard Burgener vorzuschlagenden Mitglieder gewählt werden, wobei insgesamt die Zahl der Verwaltungsratsmitglieder sieben nicht überschreiten darf. Der Aktionärsbindungsvertrag steht unter der aufschiebenden Bedingung des Vollzugs des Übernahmeangebots. Ab diesem Zeitpunkt werden die SIAG bzw. mittelbar Alexander Studhalter als alleiniger Aktionär der SIAG, Bernhard Burgener und Rosmarie Burgener die HLEE mit ihrem zusammengerechneten Anteil von rund 50,94% des Grundkapitals im Wege der sogenannten Mehrmütterherrschaft gemeinsam beherrschen, so dass gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und Satz 3 WpÜG i.V.m. § 2 Abs. 6 WpÜG ab dem Vollzug des Übernahmeangebots eine Zurechnung der von der HLEE gehaltenen Constantin-Aktien sowohl bei der SIAG als auch bei Alexander Studhalter, Bernhard Burgener und Rosmarie Burgener stattfinden wird.

Die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber äußern in Ziffer 5.3.2 der Angebotsunterlage die Einschätzung, dass aufgrund der Rahmenvereinbarung mit Vollzug des Angebots zudem eine Zurechnung der von der HLEE gehaltenen Constantin-Aktien bei Highlight Communications sowie bei Bernhard Burgener, Rosmarie Burgener, Alexander Studhalter und der SIAG gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG stattfinden wird.

Die zwischen den Bietern, den Weiteren Kontrollerwerbern und der Constantin zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage bestehenden Beteiligungsverhältnisse sind aus der der Angebotsunterlage als Anlage 2 beigefügten Grafik ersichtlich.

#### 4. Mit den Bietern gemeinsam handelnde Personen

Bezüglich der mit den Bietern gemeinsam handelnden Personen enthält die Angebotsunterlage unter Ziffer 5.4 und der dort in Bezug genommenen Anlage 1 folgende Ausführungen:

Aufgrund der in der Rahmenvereinbarung getroffenen Vereinbarungen sind

- die Highlight Event and Entertainment AG, mit Sitz in Pratteln, Schweiz, Netzibodenstrasse 23b, 4133 Pratteln;
- Bernhard Burgener, c/o Highlight Event and Entertainment AG, Netzibodenstrasse 23b, 4133 Pratteln, Schweiz,
- Rosmarie Burgener, c/o Highlight Event and Entertainment AG, Netzibodenstrasse 23b, 4133 Pratteln, Schweiz, und
- Alexander Studhalter, c/o Studhalter Investment AG, Matthofstrand 8, 6005 Luzern, Schweiz,

gemeinsam mit den Bietern handelnde Personen im Sinne von § 2 Abs. 5 WpÜG.

Zudem ist Alexander Studhalter ausweislich Ziffer 5.4 der Angebotsunterlage aufgrund seiner alleinigen Aktionärsstellung bei der SIAG eine mit der SIAG gemeinsam handelnde Person im Sinne des § 2 Abs. 5 Satz 3 WpÜG. Zu den gemäß § 2 Abs. 5 Satz 3 WpÜG mit den Bietern gemeinsam handelnden Personen zählen weiterhin die Tochterunternehmen der Bieter (wobei Tochterunternehmen der Highlight Communications in Unterabschnitt 3 der Anlage 1 der Angebotsunterlage aufgeführt sind, während die SIAG ausweislich Ziffer 5.4 der Angebotsunterlage weder unmittelbare noch mittelbare Tochterunternehmen hat) und die Tochterunternehmen von Alexander Studhalter, die in Unterabschnitt 2 der Anlage 1 der Angebotsunterlage aufgeführt sind.

Nach den Angaben in der Angebotsunterlage gibt es darüber hinaus keine weiteren mit den Bietern gemeinsam handelnden Personen im Sinne von § 2 Abs. 5 Satz 1 oder 3 WpÜG.

5. Gegenwärtig von den Bietern und den gemeinsam mit den Bietern handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen gehaltene Constantin-Aktien, Zurechnung von Stimmrechten

Bezüglich der gegenwärtig von den Bietern und den gemeinsam mit den Bietern handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen gehaltenen Constantin-Aktien und der Zurechnung von Stimmrechten enthält die Angebotsunterlage unter Ziffer 5.5 folgende Ausführungen:

Die Bieter halten im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage weder unmittelbar Aktien der Constantin noch werden ihnen Stimmrechte aus Constantin-Aktien gemäß § 30 WpÜG zugerechnet.

Die HLEE hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage unmittelbar 28.074.308 Constantin-Aktien, entsprechend rund 29,99% des Grundkapitals und der Stimmrechte der Constantin.

Aufgrund der Rahmenvereinbarung findet mit Vollzug des Angebots nach Ablauf der Weiteren Annahmefrist zudem eine Zurechnung der von der HLEE gehaltenen Constantin-Aktien bei Highlight Communications statt.

Darüber hinaus halten die mit den Bietern gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage weder Constantin-Aktien, noch sind ihnen Stimmrechte aus Constantin-Aktien gemäß § 30 WpÜG zuzurechnen.

Im Übrigen wird bezüglich der Beteiligungsstruktur auf die Ausführungen in III.3 verwiesen.

Ausweislich Ziffer 5.5 der Angebotsunterlage halten die Bieter, die mit den Bieter gemeinsam handelnden Personen und deren Tochterunternehmen weder mittelbar noch unmittelbar gemäß §§ 25, 25a WpHG mitzuteilende Finanzinstrumente.

## 6. Befreiungswirkung

Bezüglich der Befreiungswirkung des Angebots hinsichtlich eines Pflichtangebots enthält die Angebotsunterlage unter Ziffer 5.6 folgende Ausführungen:

Mit Vollzug des Angebots werden die Bieter die Kontrolle über die Constantin gemäß § 29 Abs. 2 i.V.m. § 30 Abs. 2 WpÜG „aufgrund eines Übernahmeangebots“ i.S.d. § 35 Abs. 3 WpÜG erwerben. Für die Bieter wird daher keine Verpflichtung bestehen, den Constantin-Aktionären ein Pflichtangebot zu unterbreiten.

Mit Vollzug des Angebots werden neben den Bieter auch die Weiteren Kontrollerwerber die Kontrolle über die Constantin gemäß § 29 Abs. 2 i.V.m. § 30 Abs. 2 WpÜG „aufgrund eines Übernahmeangebots“ i.S.d. § 35 Abs. 3 WpÜG erwerben. Das Angebot wird daher von den Bieter zugleich mit befreiender Wirkung für die Weiteren Kontrollerwerber abgegeben. Obwohl jedem der Weiteren Kontrollerwerber die Stimmrechte der Bieter an der Constantin aufgrund der Rahmenvereinbarung gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG mit Vollzug des Angebots zuzurechnen sein werden, werden die Weiteren Kontrollerwerber daher nach Vollzug des Angebots keiner Verpflichtung zur Unterbreitung eines Pflichtangebots an die Constantin-Aktionäre gemäß § 35 Abs. 1 WpÜG unterliegen.

## 7. Angaben zu Wertpapiergeschäften

### 7.1 Vorerwerbe

Ausweislich der Ziffer 6.1 der Angebotsunterlage hat von den Bieter und den mit ihnen gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots am 27. November 2017 und seit dem 27. November 2017 bis zur Veröffentlichung der Angebotsunterlage lediglich die HLEE Constantin-Aktien erworben. Diese Vorerwerbe fanden nach den Angaben in der Angebotsunterlage wie folgt im Börsenhandel statt:

Datum	Art	Anzahl Constantin-Aktien	Kaufpreis je Constantin-Aktie
10. Oktober 2017	Kauf	120.000	EUR 2,12
12. Oktober 2017	Kauf	100.000	EUR 2,07

Ausweislich Ziffer 6.1 der Angebotsunterlage hat es über die genannten Vorerwerbe hinaus keine Vorerwerbe durch die Bieter oder die mit den Bieter gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen gegeben.

## 7.2 Vereinbarungen, aufgrund derer die Übereignung von Constantin-Aktien verlangt werden kann

In Ziffer 6.2 der Angebotsunterlage führen die Bieter aus, dass sie selbst, mit den Bietern gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung am 27. November 2017 und seit dem 27. November 2017 bis zur Veröffentlichung der Angebotsunterlage keine Vereinbarungen über den Erwerb von Constantin-Aktien geschlossen haben, aufgrund derer die Übereignung von Constantin-Aktien verlangt werden kann.

## 8. Parallelerwerbe

Die Bieter behalten sich ausweislich Ziffer 6.3 der Angebotsunterlage vor, im Rahmen des rechtlich Zulässigen weitere Constantin-Aktien außerhalb des Übernahmeangebots über die Börse oder außerbörslich direkt oder indirekt zu erwerben oder Vereinbarungen über einen solchen Erwerb zu treffen. Soweit nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland, der Vereinigten Staaten oder sonstiger maßgeblicher Rechtsordnungen erforderlich, werden Angaben zu diesen Erwerben bzw. den jeweiligen Vereinbarungen nach Maßgabe der anwendbaren Rechtsvorschriften, insbesondere § 23 Abs. 2 WpÜG i.V.m. § 14 Abs. 3 Satz 1 WpÜG veröffentlicht werden. Entsprechende Informationen werden ausweislich Ziffer 6.3 der Angebotsunterlage auch in Form einer unverbindlichen englischen Übersetzung im Internet unter <http://www.sragtwhlc-offer.com> veröffentlicht werden.

## IV. INFORMATIONEN ÜBER DAS ANGEBOT

### 1. Maßgeblichkeit der Angebotsunterlage

Nachfolgend werden einige ausgewählte Informationen aus dem Angebot der Bieter dargestellt. Für weitere Informationen und Einzelheiten (insbesondere Einzelheiten im Hinblick auf die Angebotsbedingungen, die Annahmefristen, die Annahmemodalitäten und die Rücktrittsrechte) werden die Constantin-Aktionäre auf die Ausführungen in der Angebotsunterlage verwiesen. Die nachstehenden Informationen fassen lediglich in der Angebotsunterlage enthaltene Informationen zusammen.

**Vorstand und Aufsichtsrat weisen darauf hin, dass die Beschreibung des Angebots in dieser Stellungnahme keinen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt und dass für den Inhalt und die Abwicklung des Angebots allein die Bestimmungen der Angebotsunterlage maßgeblich sind. Jedem Constantin-Aktionär obliegt es, in eigener Verantwortung die Angebotsunterlage zur Kenntnis zu nehmen und die für ihn sinnvollen Maßnahmen zu ergreifen.**

### 2. Durchführung des Angebots

Das Angebot wird von den Bietern in Form eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots (Barangebot) zum Erwerb sämtlicher Constantin-Aktien nach § 29 Abs. 1 WpÜG durchgeführt.

Das Angebot wird ausschließlich nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland und den anwendbaren Vorschriften der Wertpapiergesetze der Vereinigten Staaten von Amerika durchgeführt, insbesondere nach dem WpÜG, nach der Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebotes (**WpÜG-AngebotsVO**) sowie in Übereinstimmung mit bestimmten anwendbaren Vorschriften des U.S.

Securities Exchange Act von 1934 in seiner aktuellen Fassung und der von der U.S. Securities and Exchange Commission hierzu erlassenen Regulation 14E, vorbehaltlich anwendbarer Ausnahmen.

Vorstand und Aufsichtsrat haben keine eigene Überprüfung des Angebots im Hinblick auf die Einhaltung der maßgeblichen gesetzlichen Vorschriften vorgenommen.

### 3. Gegenstand des Angebots und Angebotspreis

Die Bieter bieten nach Maßgabe der in der Angebotsunterlage enthaltenen Bestimmungen und Bedingungen sämtlichen Constantin-Aktionären an, die von ihnen gehaltenen Constantin-Aktien mit allen hiermit verbundenen Rechten zum Zeitpunkt der Abwicklung gegen Zahlung einer Geldleistung in Höhe von

EUR 2,30 je Constantin-Aktie

zu kaufen und zu erwerben.

Gegenstand des Angebots sind sämtliche Constantin-Aktien.

Das Angebot ist auf den Erwerb der Kontrolle über Constantin gerichtet und damit ein Übernahmeangebot im Sinne von § 29 WpÜG.

Die Constantin-Aktien, für die das Angebot während der Angebotsfrist angenommen wird, (**Zum Verkauf Eingereichte Constantin-Aktien**) werden allein von der Highlight Communications übernommen. Jeder Bieter hat das Recht, die Leistung der Zum Verkauf Eingereichten Constantin-Aktien an Highlight Communications zu verlangen.

### 4. Annahmefristen

#### 4.1 Annahmefrist

Die Frist für die Annahme des Angebots hat (einschließlich etwaiger Verlängerungen – siehe hierzu näher sogleich – die **Annahmefrist**) mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage am 18. Dezember 2017 begonnen und endet am 17. Januar 2018, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main).

Nach den Bestimmungen des WpÜG verlängert sich die Frist für die Annahme des Angebots unter den nachstehend angeführten Umständen jeweils automatisch wie folgt:

- Im Falle einer Änderung des Angebots gemäß § 21 WpÜG innerhalb der letzten zwei Wochen vor Ablauf der Frist zur Annahme des Angebots verlängert sich die Frist zur Annahme des Angebots um zwei Wochen (§ 21 Abs. 5 Satz 1 WpÜG) und endet dann am 31. Januar 2018, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main). Dies gilt auch, falls das geänderte Angebot gegen Rechtsvorschriften verstößt.
- Läuft im Falle eines konkurrierenden Angebots im Sinne von § 22 Abs. 1 WpÜG die Frist zur Annahme des Angebots vor Ablauf der Annahmefrist für das konkurrierende Angebot ab, bestimmt sich der Ablauf der Frist zur Annahme des Angebots nach dem Ablauf der Annahmefrist für das konkurrierende Angebot (§ 22 Abs. 2 Satz 1 WpÜG). Dies gilt auch,

falls das konkurrierende Angebot geändert oder untersagt wird oder gegen Rechtsvorschriften verstößt.

- Wird nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage im Zusammenhang mit dem Angebot eine Hauptversammlung der Constantin einberufen, beträgt die Annahmefrist – unbeschadet der Vorschriften der §§ 21 Abs. 5, 22 Abs. 2 WpÜG – zehn Wochen ab der Veröffentlichung der Angebotsunterlage (§ 16 Abs. 3 Satz 1 WpÜG) und endet dann am 26. Februar 2018, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main).

Hinsichtlich des Rücktrittsrechts im Fall einer Änderung des Angebots oder der Abgabe eines konkurrierenden Angebots wird auf die Ausführungen unter Ziffer 17 der Angebotsunterlage verwiesen.

#### 4.2 Weitere Annahmefrist

Constantin-Aktionäre, die das Angebot nicht innerhalb der Annahmefrist angenommen haben, können das Angebot gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG noch innerhalb von zwei Wochen nach Veröffentlichung der Ergebnisse des Angebots durch die Bieter gemäß § 23 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG annehmen (die **Weitere Annahmefrist**), soweit nicht eine oder mehrere der Vollzugsbedingungen gemäß Ziffer 8.3 der Angebotsunterlage endgültig ausgefallen sind.

Die Weitere Annahmefrist beginnt voraussichtlich am 23. Januar 2018 und endet in diesem Fall am 5. Februar 2018, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main).

Nach Ablauf der Weiteren Annahmefrist kann das Angebot grundsätzlich nicht mehr angenommen werden. Es kann hiernach jedoch unter bestimmten Umständen ein Andienungsrecht für die das Angebot nicht annehmenden Constantin-Aktionäre gemäß § 39c WpÜG bestehen (siehe Ziffer 15 der Angebotsunterlage).

Das Übernahmeangebot kann auch nach Ablauf der Weiteren Annahmefrist noch unter einer oder mehreren Vollzugsbedingungen gemäß Ziffer 8.3 der Angebotsunterlage stehen.

#### 5. Vollzugsbedingungen

Das Angebot und die durch seine Annahme mit den Constantin-Aktionären zustande kommenden Verträge werden nur vollzogen, wenn die unter Ziffer 8.3 (Vollzugsbedingungen) der Angebotsunterlage im Einzelnen beschriebenen Vollzugsbedingungen erfüllt sind.

Sofern die in Ziffer 8.3 der Angebotsunterlage genannten Vollzugsbedingungen nicht bis zum 13. Dezember 2018 erfüllt sind, erlischt das Angebot. Die Bieter werden ausweislich der Angebotsunterlage nicht auf den Eintritt der Vollzugsbedingungen verzichten. Weitere Einzelheiten im Hinblick auf einen etwaigen Ausfall von Vollzugsbedingungen werden unter Ziffer 8.4 der Angebotsunterlage näher erläutert.

#### 6. Gestattung der Veröffentlichung der Angebotsunterlage durch die BaFin

Ausweislich Ziffer 8.2 der Angebotsunterlage hat die BaFin die Veröffentlichung der Angebotsunterlage am 15. Dezember 2017 gestattet. Die unverbindliche englische Übersetzung der Angebotsunterlage wurde von der BaFin nicht geprüft.

## 7. Annahme und Abwicklung des Angebots

Ziffer 16 der Angebotsunterlage beschreibt die Annahme und technische Durchführung des Angebots einschließlich der Rechtsfolgen der Annahme (Ziffer 16.4 der Angebotsunterlage).

## V. FINANZIERUNG DES ANGEBOTS

Gemäß § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG haben die Bieter vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage die notwendigen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, dass die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung zur Verfügung stehen. Ausweislich der Ausführungen der Bieter unter Ziffer 13 der Angebotsunterlage sind die Bieter dieser Verpflichtung nachgekommen.

### 1. Finanzierungsbedarf

Ausweislich der Angebotsunterlage hat die Bieterin HLEE zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage 28.074.308 Constantin-Aktien (rund 29,99% des Grundkapitals und der Stimmrechte an der Constantin).

Der Finanzierungsbedarf der Bieter beträgt, sollte das Angebot für alle Constantin-Aktien angenommen werden, ausweislich der Angebotsunterlage rund EUR 216,8 Mio. (**Maximaler Finanzierungsbedarf**). Dieser Betrag ergibt sich aus (i) der Multiplikation der 93.600.000 Constantin-Aktien mit dem Angebotspreis in Höhe von EUR 2,30, zuzüglich (ii) weiterer Kosten und Aufwendungen, die für die Vorbereitung und Abwicklung des Angebots entstanden sind und entstehen werden, in Höhe von rund EUR 1,5 Mio. (**Transaktionskosten**). Die Transaktionskosten bestehen nahezu ausschließlich aus Kosten für Berater und Dienstleister im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung des Angebots.

Ausweislich der Angebotsunterlage beträgt der Finanzierungsbedarf der Bieter, sollte das Angebot für alle nicht von der HLEE gehaltenen Constantin-Aktien angenommen werden, rund TEUR 152.209 (**Erwarteter Finanzierungsbedarf**). Dieser Betrag ergibt sich aus (i) der Multiplikation der 65.525.692 zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage nicht von der HLEE gehaltenen Constantin-Aktien mit dem Angebotspreis in Höhe von EUR 2,30, zuzüglich (ii) der Transaktionskosten.

### 2. Finanzierungsmaßnahmen

Nach Ziffer 13.2.1 der Angebotsunterlage wurden die zur Aufbringung des Erwarteten Finanzierungsbedarfs in Höhe von TEUR 152.209 erforderlichen Mittel auf zweckgebundenen Konten der SIAG, Highlight Communications und HLEE (die **Angebotskonten**) bereitgestellt. Die auf den Angebotskonten hinterlegten Mittel stehen nach den Ausführungen der Bieter ausschließlich für die Abwicklung des Angebots bereit und sind für diesen Zweck zugunsten von ODDO BHF verpfändet.

Nach Angaben der Bieter hat sich die HLEE am 4. Dezember 2017 in einer zwischen ihr, den Bietern und ODDO BHF Aktiengesellschaft, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main, (**ODDO BHF**) geschlossenen Vereinbarung (die **Nichtandienungsvereinbarung**) verpflichtet, die von ihr gehaltenen Constantin-Aktien bis zum Ablauf der Andienungsfrist nach § 39c WpÜG weder an Dritte zu veräußern noch im Rahmen des Angebots anzudienen oder mit Rechten Dritter zu belasten, dieses anzukündigen oder sonstige Maßnahmen zu ergreifen, die einer Veräußerung wirtschaftlich entsprechen.

Ausweislich der Angebotsunterlage hat die HLEE für den Fall, dass sie entgegen ihrer Verpflichtung aus der Nichtandienungsvereinbarung das Übernahmeangebot ganz oder teilweise annimmt oder die von ihr gehaltenen Constantin-Aktien anderweitig veräußert, gemäß der Nichtandienungsvereinbarung auf erstes Anfordern von ODDO BHF eine Vertragsstrafe in Höhe des Angebotspreises multipliziert mit der Anzahl der von ihr eingereichten Constantin-Aktien bzw. der anderweitig veräußerten Constantin-Aktien auf das von ODDO BHF zur Abwicklung des Übernahmeangebots geführte Konto zu leisten. Die HLEE verzichtet ausweislich der Angebotsunterlage darauf, ein eventuell bestehendes Recht auf Herabsetzung der vereinbarten Vertragsstrafe oder eine Aufrechnung oder sonstige Einreden geltend zu machen.

Als Sicherheit für die Erfüllung sämtlicher Verpflichtungen aus der Nichtandienungsvereinbarung hat die HLEE laut der Angebotsunterlage zudem bis zum Ablauf der Andienungsfrist nach § 39c WpÜG unwiderruflich Verfügungssperren durch ihre Depotbanken für die von ihr gehaltenen Constantin-Aktien zugunsten von ODDO BHF einrichten lassen.

Ausweislich der Angebotsunterlage stehen jedem der Bieter aufgrund der vorstehend beschriebenen Finanzierungsmaßnahmen ausreichende finanzielle Mittel zur vollständigen Erfüllung des Angebots zum Zeitpunkt der Fälligkeit der Geldleistung zur Verfügung.

## VI. ART UND HÖHE DER GEGENLEISTUNG

### 1. Art und Höhe der Gegenleistung

Die Bieter bieten einen Angebotspreis von EUR 2,30 in bar je Constantin-Aktie.

### 2. Gesetzlicher Mindestpreis

Soweit Vorstand und Aufsichtsrat dies auf der Grundlage der verfügbaren Informationen überprüfen können, entspricht der Angebotspreis für die Constantin-Aktien den Bestimmungen von § 31 WpÜG und §§ 3 ff. WpÜG-AngebotsVO zum gesetzlichen Mindestpreis, der anhand des höheren der folgenden Schwellenwerte ermittelt wird:

#### 2.1 Vorerwerbe

Gemäß § 4 WpÜG-AngebotsVO (i.V.m. § 31 Abs. 6 WpÜG) muss die Gegenleistung mindestens dem Wert der höchsten von den Bietern, einer mit ihnen gemeinsam handelnden Person oder deren Tochterunternehmen innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage am 18. Dezember 2017 für den Erwerb von Constantin-Aktien (oder den Abschluss entsprechender Vereinbarungen, die zum Erwerb von Constantin-Aktien berechtigen) gewährten oder vereinbarten Gegenleistung entsprechen.

Nach Angaben der Bieter in Ziffer 6.1 der Angebotsunterlage hat innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots am 27. November 2017 und seit dem 27. November 2017 bis zur Veröffentlichung der Angebotsunterlage lediglich die HLEE Constantin-Aktien erworben, und zwar am 10. Oktober 2017 zum Kaufpreis von EUR 2,12 und am 12. Oktober 2017 zum Kaufpreis von EUR 2,07.



## 2.2 Börsenkurs

Gemäß § 5 WpÜG-AngebotsVO muss der Angebotspreis mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Constantin-Aktie während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Entscheidung entsprechen (***Drei-Monats-Durchschnittskurs***).

Ausweislich der Ziffer 12.1.1 der Angebotsunterlage wurde der gewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs zum 27. November 2017, dem Tag vor Veröffentlichung der Entscheidung nach § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG durch die Bieter, von der BaFin mit EUR 2,07 mitgeteilt. Der Angebotspreis in Höhe von EUR 2,30 je Constantin-Aktie liegt EUR 0,23 bzw. 11,1% über dem Drei-Monats-Durchschnittskurs.

## 3. Bewertung der Gegenleistung

Vorstand und Aufsichtsrat haben die Angemessenheit der von den Bietern für die Constantin-Aktien angebotenen Gegenleistung in finanzieller Hinsicht in Anbetracht der aktuellen Strategie und der Finanzplanung der Gesellschaft, der historischen Aktienkurse der Constantin-Aktien und bestimmter weiterer Annahmen und Informationen (auch der derzeitigen geopolitischen und makroökonomischen Situation) sorgfältig und eingehend geprüft und analysiert. Bei seiner unabhängigen Bewertung, ob die den Constantin-Aktionären angebotene Gegenleistung aus finanzieller Sicht angemessen ist, wurden Vorstand und Aufsichtsrat von der Freitag & Co. GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main (***Freitag***) als unabhängigem Finanzberater beraten.

Vorstand und Aufsichtsrat weisen ausdrücklich darauf hin, dass ihre Bewertungen der Angemessenheit der Gegenleistung unabhängig voneinander erfolgt sind.

### 3.1 Historische Börsenkurse

Vorstand und Aufsichtsrat der Constantin sind der Ansicht, dass die Börsenkurse der Constantin-Aktie ein wesentliches Kriterium zur Prüfung der Angemessenheit der Gesamtgegenleistung darstellen. Die Constantin-Aktien sind zum Handel im Prime Standard-Segment des regulierten Markts der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Vorstand und Aufsichtsrat sind ferner der Ansicht, dass im relevanten Betrachtungszeitraum ein funktionierender Börsenhandel mit hinreichender Handelsaktivität für Constantin-Aktien bestand, um einen aussagekräftigen Marktpreis für Constantin-Aktien zu erzeugen.

Zur Bewertung der Angemessenheit der Gegenleistung haben Vorstand und Aufsichtsrat deshalb unter anderem die historischen Börsenkurse der Constantin-Aktie herangezogen, die auch in Ziffer 12.2 der Angebotsunterlage abgebildet sind.

Die nachstehende Grafik zeigt die Kursentwicklung der Constantin-Aktie zwischen dem 18. Dezember 2016 und dem 21. Dezember 2017 (XETRA-Schlusskurse; Quelle: Deutsche Börse):



Bezogen auf den Aktienkurs der Constantin-Aktie vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots am 27. November 2017 enthält der Angebotspreis von EUR 2,30 folgende Aufschläge:

- Der Börsenkurs (XETRA-Schlusskurs) vom 27. November 2017, dem letzten Börsenhandelstag vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe dieses Übernahmeangebots, betrug EUR 2,08 je Constantin-Aktie (Quelle: Deutsche Börse). Bezogen auf diesen Börsenkurs enthält der Angebotspreis einen Aufschlag von EUR 0,22 bzw. 10,6%.
- Der volumengewichtete durchschnittliche XETRA-Börsenkurs der vergangenen sechs Monate bis zum 27. November 2017 (einschließlich), dem letzten Börsenhandelstag vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Übernahmeangebots, betrug rund EUR 2,05 (Quelle: Deutsche Börse). Der Angebotspreis enthält damit einen Aufschlag von EUR 0,25 bzw. rund 12,2% bezogen auf diesen Durchschnittskurs.
- Der volumengewichtete durchschnittliche XETRA-Börsenkurs der vergangenen zwölf Monate bis zum 27. November 2017 (einschließlich), dem letzten Börsenhandelstag vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Übernahmeangebots, betrug rund EUR 2,04 (Quelle: Deutsche Börse). Der Angebotspreis enthält damit einen Aufschlag von EUR 0,26 bzw. rund 13,0% bezogen auf diesen Durchschnittskurs.

Vorstand und Aufsichtsrat haben zudem festgestellt, dass der XETRA-Schlusskurs der Constantin-Aktie seit dem 27. November 2017, dem Börsenhandelstag der Veröffentlichung der Entscheidung der Bieter zur Abgabe des Angebots, und dem 21. Dezember 2017, dem letzten Börsenhandelstag vor Verabschiedung dieser Stellungnahme, an keinem Börsenhandelstag über dem Angebotspreis von EUR 2,30 lag.

### 3.2 Bewertung durch Finanzanalysten

Bei der Bewertung der Angemessenheit des Angebotspreises haben Vorstand und Aufsichtsrat zudem jeweils von ausgewählten Finanzanalysten ausgegebene Zielkurse für die Constantin-Aktie berücksichtigt, die in dem Zeitraum vor dem 27. November 2017, dem Tag vor der Veröffentlichung der Entscheidung der Bieter zur Abgabe des Angebots, herausgegeben wurden (*Analystenzielkurse vor dem Angebot*).

*Analystenzielkurse vor dem Angebot: Bewertung durch ausgewählte Finanzanalysten*

Institut	Datum	Zielkurs
DZ BANK AG	18. Oktober 2017	EUR 2,45
MATELAN Research GmbH	2. November 2017	EUR 2,30

Bei den Einschätzungen von Analysten handelt es sich immer um die persönliche Einschätzung des jeweiligen Analysten. Dabei weichen deren Sichtweisen über den Wert einer Aktie naturgemäß voneinander ab.

Der Angebotspreis in Höhe von EUR 2,30 liegt damit in der Spanne der oben dargestellten Analystenzielkurse vor dem Angebot. Der Durchschnitt der Analystenzielkurse vor dem Angebot beträgt EUR 2,38. Bezogen hierauf enthält der Angebotspreis in Höhe von EUR 2,30 einen Abschlag von EUR 0,08 je Constantin-Aktie bzw. rund 3,2%.

### 3.3 Fairness Opinion von Freitag

Vorstand und Aufsichtsrat haben Freitag beauftragt, als unabhängiger Finanzberater Vorstand und Aufsichtsrat bei der Beurteilung der Angemessenheit der Gegenleistung aus finanzieller Sicht zu unterstützen. Freitag hat gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat am 20. Dezember 2017 eine schriftliche Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises (die *Fairness Opinion*) abgegeben.

Im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung lagen Freitag sowohl öffentlich zugängliche als auch nicht öffentliche Finanz- und andere Informationen über die Constantin-Gruppe, inklusive Planzahlen, vor, die von Constantin zur Verfügung gestellt bzw. im Rahmen von Managementgesprächen mitgeteilt wurden.

Die der Fairness Opinion zu Grunde liegenden Analysen beruhen auf Methoden, wie sie typischerweise von Investment Banking-Gesellschaften bei Unternehmenstransaktionen wie der vorliegenden angewendet werden und die in Bezug auf wesentliche Aspekte von Bewertungen abweichen, wie sie typischerweise von Wirtschaftsprüfern gemäß den Anforderungen der Rechtsprechung für gesellschaftsrechtliche Zwecke durchgeführt werden. Freitag hat insbesondere keine Bewertung auf Grundlage der vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) veröffentlichten IDW Standards (IDW S 1 oder IDW S 8) durchgeführt. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass Analysen unter Anwendung der vorgenannten Standards oder anderer methodischer Ansätze zu einem Ergebnis führen könnten, das von dem Ergebnis dieser Fairness Opinion abweicht.

Der Entwurf der Fairness Opinion, bestehend aus einem Opinion Letter und einem Bewertungsmemorandum, wurde vom Vorstand und von dem vom Aufsichtsrat mit dieser Aufgabe

betrauten Übernahmeausschuss insbesondere im Rahmen der Sitzung am 20. Dezember 2017 ausführlich mit Freitag erörtert.

Um die finanzielle Angemessenheit der von den Bietern angebotenen Gegenleistung würdigen zu können, hat Freitag im Rahmen der Erstellung der Fairness Opinion unter anderem folgende Analysen durchgeführt:

- einen Vergleich der durch den Angebotspreis implizierten Übernahmeprämie mit historischen Übernahmeprämien anderer Transaktionen;
- einen Vergleich des Angebotspreises mit bestimmten historischen Börsenkursen und der allgemeinen Börsenkursentwicklung der Constantin;
- eine Discounted-Cash-Flow-Bewertung (DCF-Bewertung);
- einen Vergleich der durch den Angebotspreis implizierten Multiplikatoren mit Multiplikatoren vergleichbarer historischer Transaktionen;
- eine Analyse von Empfehlungen und Kurszielen von Aktienanalysten;
- einen Vergleich der durch den Angebotspreis implizierten Multiplikatoren mit Börsenbewertungen vergleichbarer Unternehmen.

Auf Grundlage der durchgeführten Wertanalysen gelangt Freitag vorbehaltlich der in der Fairness Opinion gemachten Annahmen und Einschränkungen zu folgendem Ergebnis:

*„Zum Datum dieses Schreibens und auf Grundlage der in diesem Schreiben dargestellten, von Freitag durchgeführten Analysen sowie den obigen Ausführungen ist Freitag der Auffassung, dass die Gegenleistung für die Aktien aus finanzieller Sicht*

***angemessen***

*ist.“*

Der vollständige Wortlaut des Opinion Letters von Freitag, aus dem auch hervorgeht, welche Analysemethoden angewandt wurden und auf welche Informationen sich diese stützen, ist dieser Stellungnahme als Anlage 3 beigelegt.

Die Fairness Opinion unterliegt den Regelungen der Mandatsvereinbarung zwischen Constantin und Freitag. Vorstand und Aufsichtsrat weisen darauf hin, dass die Fairness Opinion ausschließlich zur Information und Unterstützung der Constantin, des Vorstands und des Aufsichtsrats im Zusammenhang mit der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit der durch die Bieter angebotenen Gegenleistung abgegeben wurde. Die Fairness Opinion richtet sich demgegenüber weder an Dritte, d. h. andere Personen als die Constantin, die Mitglieder des Vorstands und die Mitglieder des Aufsichtsrats, noch ist sie zum Schutz Dritter bestimmt. Zwischen Freitag und Dritten kommt keine vertragliche oder quasi-vertragliche Beziehung im Zusammenhang mit der Fairness Opinion zustande. Weder die Fairness Opinion noch die ihr zugrunde liegende Mandatsvereinbarung zwischen Freitag und der Constantin haben Schutzwirkung für Dritte oder führen zu einer Einbeziehung von Dritten in deren Schutzbereich. Die Zustimmung von Freitag, ihren Opinion Letter dieser Stellungnahme als Anlage anzufügen, stellt weder eine Erweiterung oder Ergänzung des Kreises der Personen dar, an die die Fairness

Opinion gerichtet ist oder die auf die Fairness Opinion vertrauen dürfen, noch führt diese zu einer Einbeziehung von Dritten in deren Schutzbereich. Die Fairness Opinion ist insbesondere nicht an die Constantin-Aktionäre gerichtet und stellt keine Empfehlung seitens Freitag an die Constantin-Aktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder nicht anzunehmen. Dritte können aus der Fairness Opinion keine Rechte oder Pflichten herleiten. Freitag haftet aus der Fairness Opinion Dritten gegenüber nicht. Die Fairness Opinion trifft zudem keine Aussage zu den relativen Vor- und Nachteilen des Angebots im Vergleich zu anderen Geschäftsstrategien oder Transaktionen, die den Bietern oder der Constantin zur Verfügung stehen könnten.

Ferner hat Freitag keine Stellungnahme dazu abgegeben, ob die Bedingungen des Angebots, einschließlich des Angebotspreises, mit den Anforderungen des WpÜG übereinstimmen. Freitag erhält von Constantin für ihre Tätigkeit als Finanzberater im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot eine marktübliche Vergütung, wobei das Ergebnis der Fairness Opinion keinen Einfluss auf die Höhe des Honorars hat.

Vorstand und Aufsichtsrat weisen ferner darauf hin, dass die Fairness Opinion von Freitag unter bestimmten Annahmen und Vorbehalten steht, und dass zum Verständnis der der Fairness Opinion zugrunde liegenden Untersuchungen und ihres Ergebnisses deren vollständige Lektüre erforderlich ist. Der Fairness Opinion von Freitag liegen insbesondere die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und Marktverhältnisse zum Zeitpunkt der Abgabe der Fairness Opinion und die Freitag zu diesem Zeitpunkt vorliegenden Informationen zugrunde. Nach diesem Zeitpunkt eintretende Entwicklungen könnten Auswirkungen auf die bei der Vorbereitung der Fairness Opinion getroffenen Annahmen und deren Ergebnis haben, insbesondere können sich die zugrunde gelegten Annahmen in der Zukunft als im Nachhinein unzutreffend herausstellen. Es besteht keine Verpflichtung von Freitag, die Fairness Opinion im Hinblick auf zukünftige Ereignisse nach dem Zeitpunkt der Abgabe der Fairness Opinion zu aktualisieren oder erneut zu bestätigen.

Zudem ist festzuhalten, dass Freitag in Zukunft andere Geschäftsbeziehungen mit Constantin oder Constantin verbundenen Gesellschaften unterhalten könnte, die Freitag mit Honoraren und Auslagenerstattungen entgolten werden können.

Auf Basis der eigenen Erfahrungen haben sich Vorstand und Aufsichtsrat von der Plausibilität und der Angemessenheit der von Freitag angewandten Verfahren, Methoden und Analysen überzeugt.

#### 3.4 Gesamtbeurteilung der Angemessenheit der Gegenleistung durch den Vorstand und den Aufsichtsrat

Vorstand und Aufsichtsrat haben die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung sorgfältig und intensiv analysiert und bewertet. Vorstand und Aufsichtsrat haben dabei sowohl ihre eigenen Erwägungen angestellt als auch den Inhalt der Fairness Opinion zur Kenntnis genommen und sich jeweils auf Basis der eigenen Erfahrungen von der Plausibilität des Vorgehens des Finanzberaters überzeugt.

In ihren jeweiligen Erwägungen haben Vorstand und Aufsichtsrat insbesondere, jedoch nicht ausschließlich, die folgenden Aspekte berücksichtigt:

- Der Angebotspreis enthält eine Prämie auf den letzten XETRA-Schlusskurs der Constantin-Aktie vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe dieses Übernahmeangebots am 27. November 2017 in Höhe von 10,6%.

- Der Angebotspreis enthält einen Abschlag auf den wie zuvor dargestellt ermittelten Durchschnitt der Analystenzielkurse vor dem Angebot in Höhe von rund 3,2%.
- Die Gegenleistung ermöglicht den Constantin-Aktionären eine sichere und zeitnahe Wertrealisierung.

Auf Basis einer Gesamtwürdigung unter anderem der oben aufgezeigten Aspekte, der Gesamtumstände des Angebots sowie der Fairness Opinion, die Vorstand und Aufsichtsrat jeweils bei ihrer Beurteilung unter anderem zugrunde legten, kommen Vorstand und Aufsichtsrat bei der Frage der Angemessenheit der von den Bietern angebotenen Gegenleistung für die von dem Angebot erfassten Constantin-Aktien im Sinne von § 31 Abs. 1 WpÜG unabhängig voneinander zu folgender Beurteilung:

Vorstand und Aufsichtsrat halten die Höhe des Angebotspreises für angemessen im Sinne von § 31 Abs. 1 WpÜG. Der Angebotspreis erfüllt die gesetzlichen Vorgaben und reflektiert nach der Meinung von Vorstand und Aufsichtsrat angemessen den Wert der Gesellschaft.

## VII. VON DEN BIETERN VERFOLGTE ZIELE UND ABSICHTEN SOWIE DEREN BEWERTUNGEN DURCH VORSTAND UND AUFSICHTSRAT

Die Bieter erläutern den Hintergrund des Angebots sowie die wirtschaftlichen und strategischen Hintergründe unter Ziffer 10 der Angebotsunterlage. Die Absichten der Bieter im Hinblick auf die Constantin werden unter Ziffer 11 der Angebotsunterlage dargestellt. Es wird den Aktionären der Constantin empfohlen, auch diese Abschnitte der Angebotsunterlage sorgfältig zu lesen. Die nachfolgende zusammenfassende Darstellung soll einen Überblick über die in der Angebotsunterlage dargelegten Hintergründe des Angebots (dazu unter Ziffer VII.1.1) und die Absichten der Bieter (dazu unter Ziffer VII.1.2) geben und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Im Anschluss nehmen Vorstand und Aufsichtsrat hierzu Stellung (dazu unter Ziffer VII.2).

1. Angaben der Bieter in der Angebotsunterlage
  - 1.1 Wirtschaftliche und strategische Hintergründe des Angebots

Ausweislich von Ziffer 10 der Angebotsunterlage sehen die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber in Constantin und der Constantin-Gruppe eine attraktive Investitionsmöglichkeit und streben eine langfristige Beteiligung an Constantin zur Umsetzung strategischer Ziele an.

Die Bieter und Weiteren Kontrollerwerber sind der Ansicht, dass ein erfolgreiches Übernahmeangebot dazu beitragen wird, lähmende Blockaden, wie sie sich aus Sicht der Bieter im Zusammenhang mit den Meinungsverschiedenheiten mit der ehemaligen Führung der Constantin bis zum August 2017 ergaben, endgültig hinter sich zu lassen und das Augenmerk auf die Reorganisation und Weiterentwicklung der beteiligten Gesellschaften zu legen, damit nachhaltige Werte für alle Stakeholder geschaffen werden. Die Bieter beabsichtigen, die im Rahmen der unter Ziffer II.7 beschriebenen Entkonsolidierung der Highlight Communications getrennte Constantin-Gruppe im Rahmen des rechtlich Möglichen wieder unter einheitlicher Leitung zusammenzufassen. Damit sollen die Folgen der Entkonsolidierung möglichst revidiert und die zuvor verfolgte Strategie eines Medienkonzerns mit den Segmenten Sport, Film sowie Sport- und Event-Marketing wieder aufgenommen werden.

Die Bieter und Weiteren Kontrollerwerber sind der Ansicht, dass eine reintegrierte Constantin-Gruppe, in denen die verschiedenen Segmente unter einheitlicher Konzernleitung zusammengefasst sind, bessere Marktchancen, insbesondere bei der Vermarktung von Entertainment-Events, bietet, als dies bei einer Aufspaltung der Gruppe und einer Konzentration auf ein Segment der Fall gewesen wäre. Zudem sind die Bieter davon überzeugt, dass in einem Medienkonzern mit verschiedenen Segmenten die Fähigkeiten und Ressourcen einzelner Segmente, beispielsweise in den Bereichen der Organisation von Entertainment-Events und der Herstellung von Medien-Produkten, auch in den anderen Segmenten nutzbar gemacht werden können.

Ein starkes, strategisch in Übereinstimmung handelndes Kernaktionariat, welches das Geschäftsmodell mit langfristiger Perspektive weiterentwickeln und die dazu erforderlichen finanziellen Mittel einbringen kann, erachten sie als der Erreichung dieser Ziele dienlich.

## 1.2 Absichten der Bieter

Unter Ziffer 11 der Angebotsunterlage werden die Absichten der Bieter im Hinblick auf ihre eigene Entwicklung und die Entwicklung der Constantin beschrieben. Ausweislich der Angebotsunterlage haben die Weiteren Kontrollerwerber keine anderen oder weitergehenden Absichten als die Bieter.

### 1.2.1 Künftige Geschäftstätigkeit der Constantin

Ausweislich Ziffer 11.1 der Angebotsunterlage beabsichtigen die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber mit Ausnahme der unten beschriebenen Maßnahmen keine Änderungen der Geschäftstätigkeit der Constantin-Gruppe. Insbesondere soll die Constantin-Gruppe als eigenständiges Unternehmen als Teil der unter dem Dach der HLEE reintegrierten Unternehmensgruppe fortbestehen.

Die Bieter beabsichtigen, zu prüfen, ob die Geschäftstätigkeit der Constantin-Gruppe und die Geschäftstätigkeit der Highlight-Gruppe, die bis zum 12. Juni 2017 in der Constantin-Gruppe zusammengefasst waren, nach erfolgreicher Durchführung des Übernahmeangebots unter Leitung der Highlight Communications wieder zusammengefasst werden können, wobei die in diesem Zusammenhang zu ergreifenden Maßnahmen im Einzelnen noch nicht feststehen. In diesem Zusammenhang beabsichtigen die Bieter, auch zu prüfen, ob nach erfolgreicher Durchführung des Übernahmeangebots eine Zusammenfassung der durch die Übernahme entstandenen Unternehmensgruppe aus Highlight-Gruppe und Constantin-Gruppe in die Unternehmensgruppe der HLEE erfolgen kann (siehe hierzu Ziffer 11.6 der Angebotsunterlage). Maßgeblich für die Beurteilung, ob die genannten Schritte ergriffen werden, werden insbesondere die unter Ziffer 11.6 der Angebotsunterlage beschriebenen möglichen Auswirkungen auf einen wesentlichen Vertrag der Constantin-Gruppe sein.

Im Zuge der Wachstumsstrategie der einzelnen Segmente, beispielsweise durch Erschließung möglicher neuer Geschäftsfelder, könnten ausweislich der Angebotsunterlage neue Partner an der integrierten Unternehmensgruppe beteiligt werden. Die Bieter beabsichtigen, solche Maßnahmen nur dann zu fördern, wenn die Kontrolle über ihre Geschäftstätigkeit bei der Constantin-Gruppe bleibt.

Darüber hinaus bestehen ausweislich der Angebotsunterlage keine Absichten der Bieter und der Weiteren Kontrollerwerber, die Constantin-Gruppe infolge des Übernahmeangebots zu

veranlassen, die Geschäftstätigkeit der Constantin-Gruppe über das oben beschriebene Maß hinaus zu verändern.

#### 1.2.2 Sitz von Constantin, Standorte wesentlicher Unternehmensteile

Ausweislich Ziffer 11.2 der Angebotsunterlage beabsichtigen die Bieter nicht, den Sitz von Constantin in Ismaning an einen anderen Standort zu verlegen oder Standorte wesentlicher Unternehmensteile von Constantin zu verlegen oder zu schließen.

#### 1.2.3 Vermögensverwendung und künftige Verpflichtungen von Constantin

Ausweislich Ziffer 11.3 der Angebotsunterlage bestehen, abgesehen von der Absicht, zu prüfen, ob die derzeit von Constantin gehaltenen Aktien der Highlight Communications nach erfolgreicher Durchführung des Übernahmeangebots an die HLEE übertragen werden können, keine Absichten, das Vermögen der Constantin zu veräußern.

Constantin hat eine unter der ISIN DE000A1R07C3 am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (*Prime Standard*) notierte Unternehmensanleihe im Gesamtnennbetrag von EUR 65.000.000,00 zu einem Zinssatz von 7% p.a. auf den Gesamtnennbetrag und mit Fälligkeitstermin zum 23. April 2018 begeben (die *Unternehmensanleihe*). Die Bieter beabsichtigen, eng mit der Gesellschaft zu kooperieren und eine Refinanzierung von Constantin im Rahmen ihrer Möglichkeiten zu unterstützen. Dies gilt auch, soweit eine vorzeitige Refinanzierung im Falle einer erfolgreichen Durchführung des Angebots und eines damit einhergehenden Kontrollwechsels im Sinne der Anleihebedingungen (Erwerb von 50% oder mehr der Stimmrechte durch die Bieter und gemeinsam mit ihnen handelnden Personen im Sinne von § 2 Abs. 5 WpÜG) aufgrund der Ausübung in diesem Falle gemäß Anleihebedingungen bestehender Rechte der Anleihegläubiger zur vorzeitigen Rückzahlung der Schuldverschreibungen bzw. (nach Wahl von Constantin und unter Voraussetzung des Eintritts weiterer Bedingungen) zum Ankauf der Schuldverschreibungen durch Constantin (sog. *Change of Control-Klausel*) notwendig werden sollte.

Im Übrigen haben die Bieter ausweislich der Angebotsunterlage keine Absichten bezüglich des Vermögens der Constantin oder der Begründung künftiger Verpflichtungen.

#### 1.2.4 Arbeitnehmer, Arbeitnehmervertretungen und Beschäftigungsbedingungen der Constantin

Nach ihren Angaben in Ziffer 11.4 der Angebotsunterlage beabsichtigen die Bieter keine Veränderungen hinsichtlich der Arbeitnehmer der Constantin-Gruppe und ihrer Beschäftigungsbedingungen. Die Bieter schätzen das Know-How und die Erfahrungen der Mitarbeiter der Constantin-Gruppe und beabsichtigen, dass sich für die Mitarbeiter der Constantin-Gruppe auch nach der Durchführung des Angebots attraktive Perspektiven ergeben.

Auch hinsichtlich der Arbeitnehmervertretungen beabsichtigen die Bieter ausweislich Ziffer 11.4 der Angebotsunterlage innerhalb der Constantin-Gruppe keine Veränderungen.

#### 1.2.5 Vorstand und Aufsichtsrat der Constantin

Ausweislich Ziffer 11.5 der Angebotsunterlage beabsichtigen die Bieter, mit dem Vorstand konstruktiv und vertrauensvoll zusammenzuarbeiten und haben keine Absicht, die bestehende Zusammensetzung des Vorstands und die Anstellungsverhältnisse seiner Mitglieder zu ändern. Sie beabsichtigen allerdings, eine Erweiterung des Vorstands zu prüfen.



Im Hinblick auf die Größe und die Zusammensetzung des Aufsichtsrats der Constantin beabsichtigen die Bieter, im Aufsichtsrat entsprechend ihrer Beteiligungshöhe angemessen vertreten zu sein und die Mehrheit der Aufsichtsratsmitglieder zu stellen.

#### 1.2.6 Mögliche Strukturmaßnahmen

Ausweislich Ziffer 11.6 der Angebotsunterlage beabsichtigen die Bieter, zu prüfen, ob Constantin nach erfolgreicher Durchführung des Übernahmeangebots in die Unternehmensgruppe der HLEE integriert werden kann.

Dies würden zum einen die Übertragung der von der HLEE gehaltenen Beteiligung an Constantin an die Highlight Communications und zum anderen die Übertragung zumindest eines Teils der Beteiligung der Constantin an der Highlight Communications, der derzeit rund 32,7% beträgt, gegen Zahlung eines angemessenen, einem Drittvergleich standhaltenden Kaufpreises an die HLEE und/oder an die Highlight Communications umfassen.

Ob und wie diese Integrationsschritte erfolgen, ist allerdings nach den Ausführungen in der Angebotsunterlage unsicher und hängt von den dann vorliegenden Gegebenheiten und einer darauf gestützten Beurteilung der Chancen und Risiken ab. Die Bieter wollen ausweislich der Angebotsunterlage dabei namentlich berücksichtigen, in welchem Umfang das Angebot erfolgreich war, und welchen Standpunkt andere Stakeholder, wie namentlich wichtige Vertragspartner, gegenüber solchen Integrationsschritten einnehmen.

Dabei wollen die Bieter insbesondere berücksichtigen, dass die TEAM Holding AG (*TEAM*), eine Tochtergesellschaft der Highlight Communications, mit der UEFA einen Agenturvertrag (der *Agenturvertrag*) abgeschlossen hat, gemäß dem TEAM als exklusive Agentur für die weltweite Vermarktung der Medien-, Sponsorship- und Licensing-Rechte bezogen auf die UEFA Champions League, die UEFA Europa League und den UEFA Super Cup für eine verlängerte Laufzeit eingesetzt wird. Die Laufzeit des Agenturvertrags umfasst die UEFA Clubwettbewerbe bis Ende der Spielzeit 2020/21 und, bei fortlaufender Performance von TEAM, auch die Spielzeiten 2021/22 bis 2023/24. Dieser Vertrag unterliegt einer Change of Control-Klausel, die die UEFA zur Kündigung des Vertrags berechtigt, sofern eine andere Person als die derzeit kontrollierenden Aktionäre die Kontrolle über die Highlight Communications erlangt (vgl. Ziffer VII.2.11). Die Bieter beabsichtigen, die oben beschriebenen Maßnahmen nicht zu ergreifen, sofern hierdurch ein Risiko der Kündigung dieses Agenturvertrags entstehen würde.

Darüber hinaus beabsichtigen die Bieter nicht, Strukturmaßnahmen bei Constantin durchzuführen. Insbesondere wird weder beabsichtigt, die erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, um Constantin mit einem der Bieter, der HLEE oder einer anderen Gesellschaft zu verschmelzen, noch einen aktien- oder übernahmerechtlichen Squeeze-Out durchzuführen.

#### 1.2.7 Dividendenpolitik

Die Bieter beabsichtigen, die bisherige Dividendenpolitik der Constantin, keine Dividenden an die Constantin-Aktionäre auszuschütten, im Rahmen des rechtlich Zulässigen fortzuführen.

### 2. Bewertung der Absichten der Bieter und der voraussichtlichen Folgen für Constantin

Vorstand und Aufsichtsrat haben die in der Angebotsunterlage dargelegten Absichten der Bieter und der Weiteren Kontrollerwerber sorgfältig und eingehend geprüft. Vorstand und Aufsichtsrat sind der Ansicht, dass die Absichten der Bieter und der Weiteren Kontrollerwerber und ihre

möglichen Folgen für die Zukunft von Constantin und ihre Geschäftstätigkeit vorteilhaft sind, weshalb sie diese gutheißen. Allerdings stellen Vorstand und Aufsichtsrat fest, dass die Angebotsunterlage nur wenige konkrete Details zu den Absichten der Bieter enthält.

## 2.1 Künftige Geschäftstätigkeit der Constantin

Vorstand und Aufsichtsrat begrüßen das Interesse der Bieter an Constantin und die diesbezüglich erklärten Absichten, insbesondere das kommunizierte Ziel der Bieter einer langfristigen Investition zur Umsetzung strategischer Ziele. Vorstand und Aufsichtsrat heißen gut, dass die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber mit Ausnahme der beschriebenen Maßnahmen keine grundsätzliche Änderungen der Geschäftstätigkeit von Constantin anstreben und Constantin als eigenständiges Unternehmen fortbestehen soll. Zudem versprechen sich Vorstand und Aufsichtsrat von den nach einer erfolgreichen Durchführung des Angebots zu erwartenden klaren Mehrheitsverhältnissen in der Hauptversammlung der Constantin die Möglichkeit, vorgeschlagene Maßnahmen beschließen und effizient implementieren zu können.

Vorstand und Aufsichtsrat halten die von den Bieter und den Weiteren Kontrollerwerbern verfolgte Strategie eines Medienkonzerns mit den Segmenten Sport, Film sowie Sport- und Event-Marketing für wirtschaftlich sinnvoll und teilen die Einschätzung der Bieter und Weiteren Kontrollerwerber, dass eine reintegrierte Constantin-Gruppe verbesserte Marktchancen, insbesondere bei der Vermarktung von Entertainment-Events, bieten kann. Zudem sind Vorstand und Aufsichtsrat der Ansicht, dass in einem Medienkonzern mit verschiedenen Segmenten die Fähigkeiten und Ressourcen einzelner Segmente auch in den anderen Segmenten nutzbar gemacht werden können. Vorstand und Aufsichtsrat stellen allerdings fest, dass die Angebotsunterlage hierzu nur wenige Details enthält. Auch Vorstand und Aufsichtsrat selbst sehen derzeit mit Blick auf die jeweiligen Geschäftsfelder der Bieter und der Constantin nur wenige konkrete Möglichkeiten, die Fähigkeiten und Ressourcen einzelner Segmente auch in den anderen Segmenten nutzbar zu machen, sind aber bereit, diese im Falle einer erfolgreichen Übernahme zu prüfen.

Vorstand und Aufsichtsrat begrüßen die Erwägungen der Bieter und Weiteren Kontrollerwerber, unter bestimmten Voraussetzungen die Geschäftstätigkeit der Constantin-Gruppe und die Geschäftstätigkeit der Highlight-Gruppe, die bis zum 12. Juni 2017 in der Constantin-Gruppe zusammengefasst waren, nach erfolgreicher Durchführung des Übernahmeangebots unter Leitung der Highlight Communications zu reintegrieren. Vorstand und Aufsichtsrat stellen allerdings fest, dass die in diesem Zusammenhang zu ergreifenden Maßnahmen im Einzelnen noch nicht feststehen und somit eine abschließende Einschätzung derzeit nicht möglich ist.

Vorstand und Aufsichtsrat sind zudem der Ansicht, dass die von den Bieter und den Weiteren Kontrollerwerbern nach erfolgreicher Durchführung des Übernahmeangebots unter bestimmten Voraussetzungen erwogene Integration der (reintegrierten) Highlight-Gruppe in die Unternehmensgruppe der HLEE sinnvoll sein kann. Vorstand und Aufsichtsrat verweisen hierzu auch auf die oben im ersten Absatz der Ziffer VII.2.1 gemachten Ausführungen.

Vorstand und Aufsichtsrat teilen zudem die Auffassung der Bieter und der Weiteren Kontrollerwerber, dass eine Aufnahme neuer Partner im Zuge der Wachstumsstrategie unter der Voraussetzung, dass die Kontrolle über ihre Geschäftstätigkeit bei Constantin bleibt, sinnvoll sein kann. Vorstand und Aufsichtsrat begrüßen darüber hinaus, dass derzeit keine Absichten bestehen, Constantin infolge des Übernahmeangebots zu veranlassen, die Geschäftstätigkeit von Constantin in ihrem Kern über das oben beschriebene Maß hinaus zu verändern.

Vorstand und Aufsichtsrat weisen darauf hin, dass die Constantin derzeit 32,7% der Aktien an der Highlight Communications hält. Sollte die Highlight Communications mehr als 50% der Constantin-Aktien erwerben, so würden nach dem auf die Aktien der Highlight Communications anwendbaren Schweizer Recht die Stimmrechte sowie Antrags-, Auskunfts- und Teilnahmerechte der Constantin aus den Aktien an der Highlight Communications ruhen und könnten von der Constantin nicht mehr ausgeübt werden. Die Dividendenberechtigung aus diesen Aktien, das Bezugsrecht und das Recht der Constantin, Generalversammlungsbeschlüsse anzufechten, blieben hingegen bestehen. Den Wegfall der Stimm-, Antrags-, Auskunfts- und Teilnahmerechte würden Vorstand und Aufsichtsrat negativ bewerten. Gleichzeitig sind Vorstand und Aufsichtsrat jedoch der Auffassung, dass insbesondere der Erhalt der Dividendenberechtigung von größerer Bedeutung für Constantin ist.

## 2.2 Sitz von Constantin, Standort wesentlicher Unternehmensteile

Vorstand und Aufsichtsrat begrüßen, dass die Bieter nicht beabsichtigen, den Sitz von Constantin in Ismaning an einen anderen Standort zu verlegen oder Standorte wesentlicher Unternehmensteile von Constantin zu verlegen oder zu schließen. Auch insoweit kommt zum Ausdruck, dass die Bieter an einer Wahrung der Identität der Constantin-Gruppe interessiert sind.

## 2.3 Vermögensverwendung und künftige Verpflichtungen von Constantin

Vorstand und Aufsichtsrat begrüßen, dass die Bieter, abgesehen von der Erwägung, die derzeit von Constantin gehaltenen Aktien der Highlight Communications nach erfolgreicher Durchführung des Übernahmeangebots möglicherweise gegen Zahlung eines angemessenen, einem Drittvergleich standhaltenden Kaufpreises an die HLEE und/oder an die Highlight Communications zu veräußern, keine Absichten bekunden, das Vermögen der Constantin zu veräußern.

Insbesondere heißen Vorstand und Aufsichtsrat gut, dass die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber beabsichtigen, eng mit der Gesellschaft zu kooperieren, um eine Refinanzierung der Constantin zu unterstützen.

## 2.4 Arbeitnehmer, Arbeitnehmervertretungen und Beschäftigungsbedingungen der Constantin

Von besonderer Bedeutung sind für Vorstand und Aufsichtsrat zudem die von den Bietern gemachten Aussagen im Hinblick auf das Know-How und die Erfahrungen der Mitarbeiter der Constantin-Gruppe. Vorstand und Aufsichtsrat begrüßen, dass die Bieter keine Veränderungen hinsichtlich der Arbeitnehmer der Constantin-Gruppe und ihrer Beschäftigungsbedingungen oder Arbeitnehmervertretungen beabsichtigen und dass sich für die Mitarbeiter der Constantin-Gruppe auch nach der Durchführung des Angebots attraktive Perspektiven ergeben sollen.

## 2.5 Vorstand und Aufsichtsrat der Constantin

Vorstand und Aufsichtsrat begrüßen die Aussagen der Bieter, mit dem Vorstand konstruktiv und vertrauensvoll zusammenzuarbeiten und die bestehende Zusammensetzung des Vorstands und die Anstellungsverhältnisse seiner Mitglieder nicht ändern zu wollen. Dies unterstreicht aus ihrer Sicht die geäußerte Absicht der Bieter, die Eigenständigkeit der Constantin zu wahren und an der bestehenden strategischen Ausrichtung festzuhalten. Vorstand und Aufsichtsrat sehen derzeit vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Geschäftstätigkeit der Constantin und ihrer Tochterunternehmen keinen Anlass für eine Erweiterung des Vorstands, halten die Absicht der Bieter, eine Erweiterung des Vorstands zu prüfen, jedoch insbesondere im Falle von Änderungen

der Geschäftstätigkeit der Constantin und ihrer Tochterunternehmen für nachvollziehbar und bewerten diese daher positiv.

Vorstand und Aufsichtsrat sehen derzeit keinen Anlass für eine teilweise oder vollständige Neubesetzung des Aufsichtsrats, halten die Absichten der Bieter, im Aufsichtsrat entsprechend ihrer Beteiligungshöhe angemessen vertreten zu sein, die Mehrheit der Aufsichtsratsmitglieder zu stellen und in diesem Zusammenhang den Aufsichtsrat durch Herbeiführung einer entsprechenden Beschlussfassung in einer Hauptversammlung vorzeitig zumindest teilweise neu zu besetzen, jedoch für nachvollziehbar und bewerten diese daher positiv, insbesondere vor dem Hintergrund, dass klare Mehrheitsverhältnisse im Aufsichtsrat zusammen mit den bereits unter Ziffer VII.2.1 bewerteten klaren Mehrheitsverhältnissen in der Hauptversammlung aus Sicht von Vorstand und Aufsichtsrat dazu beitragen können, dass zustimmungspflichtige Maßnahmen beschlossen und effizient implementiert werden können.

## 2.6 Folgen beabsichtigter Strukturmaßnahmen

Vorstand und Aufsichtsrat halten die beabsichtigte Prüfung durch die Bieter, ob die Constantin nach erfolgreicher Durchführung des Übernahmeangebots in die Unternehmensgruppe der HLEE integriert werden kann, und die dafür angedachte Übertragung der von der HLEE gehaltenen Beteiligung an Constantin an die Highlight Communications sowie zumindest eines erheblichen Teils der Beteiligung der Constantin an der Highlight Communications, der derzeit rund 32,7% beträgt, gegen Zahlung eines angemessenen, einem Drittvergleich standhaltenden Kaufpreises an die HLEE und/oder an die Highlight Communications für wirtschaftlich nachvollziehbar.

Zu einer abschließenden Stellungnahme sind Vorstand und Aufsichtsrat derzeit nicht in der Lage, da die Integrationsschritte ausweislich der Angebotsunterlage unsicher sind und von den dann vorliegenden Gegebenheiten und einer darauf gestützten Beurteilung der Chancen und Risiken abhängen. Vorstand und Aufsichtsrat begrüßen jedoch, dass die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber berücksichtigen wollen, in welchem Umfang das Angebot erfolgreich war, und welchen Standpunkt andere Stakeholder, wie namentlich wichtige Vertragspartner, gegenüber solchen Integrationsschritten einnehmen. Insbesondere heißen Vorstand und Aufsichtsrat gut, dass die Bieter beabsichtigen, die oben beschriebenen Maßnahmen nicht zu ergreifen, sofern hierdurch ein Risiko der Kündigung des Agenturvertrages zwischen der TEAM und der UEFA entstehen würde.

Vorstand und Aufsichtsrat begrüßen ferner, dass die Bieter nicht beabsichtigen, Strukturmaßnahmen bei Constantin, insbesondere eine Verschmelzung der Constantin mit einem der Bieter, der HLEE oder einer anderen Gesellschaft oder einen aktien- oder übernahmerechtlichen Squeeze-Out durchzuführen, und somit die Selbständigkeit der Constantin sowie der Handel mit Aktien der Constantin am Kapitalmarkt gewahrt bleiben.

Wegen der Folgen der Strukturmaßnahmen für die Constantin-Aktionäre wird auf Ziffer VIII dieser Stellungnahme verwiesen.

## 2.7 Dividendenpolitik

Vorstand und Aufsichtsrat halten die Absicht der Bieter, die bisherige Dividendenpolitik der Constantin, keine Dividenden an die Constantin-Aktionäre auszuschütten, im Rahmen des rechtlich Zulässigen fortzuführen, für begrüßenswert.

## 2.8 Künftige Geschäftstätigkeit der Bieter und der Weiteren Kontrollerwerber

Vorstand und Aufsichtsrat nehmen die Aussagen der Bieter und der Weiteren Kontrollerwerber zur künftigen Geschäftstätigkeit der Bieter und der Weiteren Kontrollerwerber zur Kenntnis.

## 2.9 Voraussichtliche steuerliche Folgen

Der Vollzug des Angebots kann nachteilige Auswirkungen auf die steuerliche Situation der Constantin-Gruppe haben. Die Constantin hat nach deutschem Steuerrecht zum 31. Dezember 2016 körperschaftsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von ca. EUR 623 Mio. und gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von ca. EUR 363 Mio. (**Verlustvorträge**), wobei diese Werte nicht bestandskräftig und aufgrund bis zur Veröffentlichung des Angebots bereits erfolgter Aktienübertragungen gegebenenfalls bereits verringert sind.

Hält ein Erwerber, beispielsweise der Bieter Highlight Communications, nach dem Vollzug des Angebots mehr als 25% der Anteile, aber nicht mehr als 50% der Anteile am Grundkapital oder der Stimmrechte an der Constantin, gehen die Verlustvorträge grundsätzlich entsprechend der Beteiligungsquote unter; sollte ein Erwerber, beispielsweise der Bieter Highlight Communications, nach dem Vollzug des Angebots über 50% der Anteile am Grundkapital oder der Stimmrechte an der Constantin halten, kommt es grundsätzlich zu einem vollständigen Wegfall der Verluste (jeweils ein **Schädlicher Beteiligungserwerb**). Hierbei ist zu beachten, dass einem Erwerber (auch bereits erfolgte) Aktienerwerbe durch nahestehende Personen zugerechnet werden können und eine Gruppe von Erwerbern mit gleichgerichteten Interessen (Erwerberkreis) als ein Erwerber gilt.

Ein teilweiser bzw. vollständiger Wegfall der Verlustvorträge tritt allerdings nur ein, soweit die Verlustvorträge die im Inland steuerpflichtigen stillen Reserven der Constantin übersteigen (**Stille-Reserven-Klausel**). Die im Inland steuerpflichtigen stillen Reserven ergeben sich rechnerisch aus dem gemeinen Wert der Anteile und dem anteiligen steuerlichen Eigenkapital der Constantin im Zeitpunkt des Schädlichen Beteiligungserwerbs.

Da die stillen Reserven auf Ebene der deutschen Tochterkapitalgesellschaften der Constantin grundsätzlich für die Ermittlung der stillen Reserven auf Ebene der Constantin nicht berücksichtigt werden, ist davon auszugehen, dass die Stille-Reserven-Klausel zu keiner Rettung von Verlustvorträgen führt, falls ein Schädlicher Beteiligungserwerb eintritt.

Soweit es durch den Schädlichen Beteiligungserwerb zu einer Minderung der als werthaltig betrachteten Verluste kommt, sind grundsätzlich hierauf gebildete latente Steuern zu mindern. Neben den steuerlichen Verlustvorträgen besteht zum 31. Dezember 2016 ein nicht bestandskräftiger Zinsvortrag im Rahmen der Zinsschranke in Höhe von ca. EUR 31 Mio. für den die oben genannten Regelungen über den Untergang von Verlustvorträgen analog gelten. Vorstand und Aufsichtsrat weisen darauf hin, dass sich die obigen Ausführungen auf die derzeit geltende Rechtslage bezieht, die sich aus den zum Zeitpunkt dieser Stellungnahme gültigen Steuergesetzen, veröffentlichten Verwaltungsanweisungen und Gerichtsentscheidungen ergibt.

Die Gesellschaft prüft derzeit, ob und ggf. inwieweit sich ein Wegfall der Verlustvorträge abhängig von den sich nach Durchführung des Angebots möglicherweise ergebenden Beteiligungsverhältnissen sowie den bieterseitig möglicherweise erfolgenden Integrationsschritten verhindern lässt.

## 2.10 Finanzielle Folgen

Der Vorstand weist auf die nachfolgenden Auswirkungen unter bestehenden Finanzierungsvereinbarungen bzw. -arrangements der Constantin-Gruppe hin:

Es bestehen folgende wesentliche, bereits in Anspruch genommene (valutierte) Finanzierungen der Constantin, in deren Zusammenhang den Darlehensgebern bzw. Anleihegläubigern im Fall eines Kontrollwechsels ein Kündigungsrecht zusteht:

- Eine EUR 65.000.000 7,0% Schuldverschreibung 2013/2018 (ISIN: DE000A1R07C3): Die Anleihebedingungen enthalten ein Recht der Anleihegläubiger, innerhalb von 30 Tagen nach Mitteilung eines Kontrollwechsels teilweise oder vollständige vorzeitige Rückzahlung oder Ankauf ihrer Schuldverschreibungen durch Constantin zu verlangen, sofern Anleihegläubiger von Schuldverschreibungen im Nennbetrag von mindestens 20% des Gesamtnennbetrags der zu diesem Zeitpunkt noch insgesamt ausstehenden Schuldverschreibungen von diesem Recht Gebrauch machen. Ein Kontrollwechsel liegt vor, wenn eines der folgenden Ereignisse eintritt:
  - i) Constantin erlangt Kenntnis davon, dass eine Dritte Person oder gemeinsam handelnde Dritte Personen im Sinne von § 2 Abs. 5 WpÜG der rechtliche oder wirtschaftliche Eigentümer von mehr als 50% der Stimmrechte der Constantin geworden ist; oder
  - ii) die Verschmelzung der Constantin mit einer oder auf eine Dritte Person oder die Verschmelzung einer Dritten Person mit oder auf Constantin oder der Verkauf aller oder im Wesentlichen aller Vermögensgegenstände (konsolidiert betrachtet) der Constantin an eine Dritte Person.

Dritte Person in diesem Sinne ist jede Person außer einer Tochtergesellschaft oder Holdinggesellschaft der Constantin oder einer anderen Tochtergesellschaft dieser Holdinggesellschaft.

Die Schuldverschreibungen werden am 23. April 2018 zur Rückzahlung fällig.

- Ein Avalkreditvertrag über EUR 11.180.050 zwischen der Sport1 GmbH und der PLAZAMEDIA GmbH als Darlehensnehmer, Constantin als Gesamtschuldner und der Unicredit Bank AG als darlehensgebende Bank: Der Avalkreditvertrag enthält ein Recht der Unicredit Bank AG, nach Ablauf von 30 Bankarbeitstagen im Anschluss an einen Kontrollwechsel fristlos zu kündigen. Ein Kontrollwechsel liegt grundsätzlich vor, wenn eine oder mehrere natürliche oder juristische Personen oder Personengesellschaften allein oder gemeinsam mit anderen Personen handelnd (im Sinne von § 2 Abs. 5 WpÜG) mindestens 30% der Stimmrechte oder der ausgegebenen Aktien der Constantin halten.

Die Laufzeit des Avalkreditvertrags endet am 28. Februar 2018.

Ob und in welchem Umfang die unter dieser Ziffer VII 2.10 aufgeführten Anleihen und Avalkreditverträge bei Eintritt eines Kontrollwechsels von den Anleihegläubigern bzw. darlehensgebenden Banken gekündigt werden, lässt sich – auch mit Blick auf die kurzen Restlaufzeiten – nicht mit Sicherheit vorhersagen. Ebenso ist nicht auszuschließen, dass die Zinskonditionen für die neu abzuschließende Finanzierungsstruktur höher sein könnten als die bisherigen Konditionen.

## 2.11 Folgen für das operative Geschäft der Constantin-Gruppe

Es bestehen Verträge der Constantin-Gruppe von wesentlicher Bedeutung für das operative Geschäft, in deren Zusammenhang dem jeweiligen Vertragspartner im Fall eines Kontrollwechsels ein Kündigungsrecht zusteht. Hierzu zählen Distributionsverträge über den Vertrieb der Pay-TV- und Free-TV-Sender sowie Verträge über den Erwerb von Nutzungs- und Verwertungsrechten an diversen Sportveranstaltungen.

Ob und in welchem Umfang die unter dieser Ziffer VII 2.11 erwähnten Verträge bei Eintritt eines Kontrollwechsels von den Vertragspartnern gekündigt werden, lässt sich nicht mit Sicherheit vorhersagen. Ebenso ist nicht auszuschließen, dass die Konditionen für neu abzuschließende Verträge im Vergleich zu der vorherigen Situation wirtschaftlich nachteilig sein können.

## VIII. AUSWIRKUNGEN AUF DIE CONSTANTIN-AKTIONÄRE

Nachfolgende Ausführungen dienen dazu, den Constantin-Aktionären Hinweise für die Bewertung der Auswirkungen einer Annahme oder Nichtannahme des Angebots zu geben. Die folgenden Aspekte erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Jedem Constantin-Aktionär obliegt es in eigener Verantwortung, die Auswirkungen einer Annahme oder einer Nichtannahme des Angebots zu evaluieren. Vorstand und Aufsichtsrat raten den Constantin-Aktionären, sich insoweit ggf. sachverständig beraten zu lassen.

Vorstand und Aufsichtsrat weisen weiter darauf hin, dass sie keine Einschätzung darüber abgeben und abgeben können, ob Constantin-Aktionären durch die Annahme oder die Nichtannahme des Angebots möglicherweise steuerliche Nachteile (insbesondere eine etwaige Steuerpflichtigkeit eines Veräußerungsgewinns) entstehen oder steuerliche Vorteile entgehen. Vorstand und Aufsichtsrat empfehlen den Constantin-Aktionären, vor einer Entscheidung über die Annahme oder Nichtannahme des Angebots steuerliche Beratung einzuholen, bei der die persönlichen Verhältnisse des jeweiligen Aktionärs berücksichtigt werden können.

### 1. Mögliche Auswirkungen im Falle der Annahme des Angebots

Constantin-Aktionäre, die das Angebot der Bieter anzunehmen beabsichtigen, sollten unter Berücksichtigung der bisherigen Ausführungen unter anderem Folgendes beachten:

- Constantin-Aktionäre, die das Angebot annehmen oder angenommen haben, werden in Zukunft nicht mehr von einer möglichen positiven Entwicklung des Börsenkurses der Constantin-Aktien oder einer positiven Geschäftsentwicklung der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften profitieren.
- Der Vollzug des Angebots erfolgt erst, wenn alle Vollzugsbedingungen, unter denen das Angebot steht, eingetreten sind. Ob die Vollzugsbedingungen eintreten, stellt sich gegebenenfalls erst nach dem Ablauf der Annahmefrist heraus.
- Die Bieter sind nach dem WpÜG berechtigt, die Angebotsgegenleistung bis einen Geschäftstag vor Ende der Annahmefrist zu ändern. Nach der Annahme des Angebots werden die Constantin-Aktionäre hinsichtlich der von ihnen angedienten Constantin-Aktien jedoch nicht von einer günstigen Entwicklung der Gesellschaft oder des Kurses der Constantin-Aktie profitieren.

- Mit der Übertragung der Constantin-Aktie bei Vollzug des Angebots werden alle noch ausstehenden bzw. künftigen Dividendenansprüche auf die Bieter übertragen mit der Folge, dass die Constantin-Aktionäre, die das Angebot annehmen, nicht mehr an Dividendenausschüttungen der Constantin partizipieren.
- Ein Rücktritt von der Annahme des Angebots ist nur unter den in Ziffer 17 der Angebotsunterlage genannten engen Voraussetzungen und nur bis zum Ablauf der Annahmefrist möglich. Die Aktionäre der Constantin sind für die Constantin-Aktien, für die sie das Angebot angenommen haben, in ihrer Dispositionsfreiheit beschränkt. Zum Verkauf Eingereichte Constantin-Aktien können laut Ziffer 16.7 der Angebotsunterlage im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse unter der ISIN DE000A2G9MW6 gehandelt werden. Der Handel beginnt voraussichtlich am dritten Bankarbeitstag nach Beginn der Annahmefrist und endet mit Ablauf des vorletzten Börsenhandelstages der Weiteren Annahmefrist, d. h. am 2. Februar 2018 (sofern die Vollzugsbedingungen gemäß Ziffer 8.3 der Angebotsunterlage bis dahin eingetreten sind) oder ansonsten mit Ablauf des siebten der Abwicklung des Angebots unmittelbar vorausgehenden Börsenhandelstages. Die Bieter weisen darauf hin, dass das Handelsvolumen der Zum Verkauf Eingereichten Constantin-Aktien von der jeweiligen Annahmequote abhängt und aufgrund dessen gering sein und starken Schwankungen unterliegen kann. Daher kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein Verkauf von Zum Verkauf Eingereichten Constantin-Aktien über die Börse mangels Nachfrage nicht möglich sein wird. Dieser Zeitraum kann aufgrund der fusionsrechtlichen Kontrollverfahren bis zum 13. Dezember 2018 andauern. Mit Erwerb zum Verkauf Eingereichter Constantin-Aktien übernimmt der Erwerber im Hinblick auf diese Aktien zudem sämtliche Rechte und Pflichten des jeweiligen Verkäufers aus dem durch die Annahme des Angebots geschlossenen Vertrag.
- Erwerben die Bieter, mit ihnen gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen innerhalb eines Jahres nach Veröffentlichung der Anzahl ihnen nach Ablauf der Angebotsfrist zustehender sowie sich aus der Annahme des Angebots ergebender Constantin-Aktien (§ 23 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG) außerhalb der Börse Constantin-Aktien und wird hierfür wertmäßig eine höhere als die im Angebot genannte Gegenleistung gewährt oder vereinbart, sind die Bieter verpflichtet, den Constantin-Aktionären, die das Angebot angenommen haben, eine Gegenleistung in Höhe des jeweiligen Unterschiedsbetrages zu zahlen. Für außerbörsliche Erwerbe gegen Gewährung einer höheren Gegenleistung nach Ablauf dieser Nacherwerbsfrist von einem Jahr besteht demgegenüber kein solcher Anspruch auf Nachbesserung der Gegenleistung unter dem Angebot. Ein solcher Anspruch auf Nachbesserung besteht ebenfalls nicht bei Aktienerwerben im Zusammenhang mit einer gesetzlichen Verpflichtung zur Gewährung einer Abfindung an die Constantin-Aktionäre. Im Übrigen können die Bieter auch innerhalb der vorgenannten einjährigen Nacherwerbsfrist an der Börse Constantin-Aktien zu einem höheren Preis erwerben, ohne die Gegenleistung zugunsten derjenigen Constantin-Aktionäre anpassen zu müssen, die das Angebot bereits angenommen haben.
- Constantin-Aktionäre, die das Angebot annehmen, nehmen an keinen Barabfindungen irgendwelcher Art teil, die kraft Gesetzes im Falle bestimmter, nach dem Vollzug des Angebots umgesetzter Strukturmaßnahmen zu zahlen sind. Etwaige Abfindungszahlungen werden grundsätzlich nach dem Gesamtwert eines Unternehmens bemessen und können in einem gerichtlichen Verfahren überprüft werden. Solche Abfindungszahlungen könnten dem Betrag des Angebotspreises entsprechen, könnten jedoch auch darüber oder auch darunter liegen. Nach Ansicht des Vorstands und des Aufsichtsrats ist nicht auszuschließen, dass zu einem späteren Zeitpunkt Abfindungsbeträge über dem Betrag des Angebotspreises



liegen könnten. Auch wenn sie höher ausfallen, haben die das Angebot annehmenden Constantin-Aktionäre keinen Anspruch auf solche Abfindungszahlungen oder etwaige zusätzliche Zahlungen.

## 2. Mögliche Folgen bei Nichtannahme des Angebots

Constantin-Aktionäre, die das Angebot nicht annehmen und ihre Constantin-Aktien auch nicht anderweitig veräußern, bleiben unverändert Aktionäre der Constantin. Sie sollten aber unter anderem die Ausführungen der Bieter unter Ziffer 11 der Angebotsunterlage sowie Folgendes beachten:

- Sie tragen die Risiken und Chancen der künftigen Entwicklung der Constantin-Aktien, für die sie das Angebot nicht annehmen.
- Constantin-Aktien, für die das Angebot nicht angenommen wurde, werden weiter an der Börse gehandelt. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass der gegenwärtige Aktienkurs der Constantin-Aktien auch die Tatsachen widerspiegelt, dass (i) die Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Übernahmeangebots am 27. November 2017 erfolgt ist und (ii) die Bieter gemeinsam mit den Weiteren Kontrollerwerbern am 27. November 2017 die Rahmenvereinbarung abgeschlossen haben. Es ist ungewiss, ob sich der Aktienkurs der Constantin-Aktien nach Ablauf der Annahmefrist weiterhin auf dem derzeitigen Niveau bewegen, ob er fallen oder steigen wird.
- Der Vollzug des Angebots führt zu einer Verringerung des Streubesitzes der ausgegebenen Constantin-Aktien. Es ist weiter zu erwarten, dass das Angebot von und die Nachfrage nach Constantin-Aktien nach Abwicklung des Angebots geringer als heute sein werden und somit die Liquidität der Constantin-Aktie sinkt. Es ist deshalb möglich, dass Kauf- und Verkaufsoffer im Hinblick auf Constantin-Aktien nicht oder nicht zeitgerecht ausgeführt werden können. Darüber hinaus könnte die mögliche Einschränkung der Liquidität der Constantin-Aktie dazu führen, dass es in der Zukunft bei der Constantin-Aktie zu wesentlich stärkeren Kursschwankungen kommt.
- Die Bieter streben an, nach Abwicklung des Angebots gemeinsam mit den Weiteren Kontrollerwerbern über die Stimmenmehrheit in der Hauptversammlung zu verfügen und wären somit in der Lage, wichtige Maßnahmen in der Hauptversammlung der Constantin zu beschließen. Hierzu zählen u. a. die Wahl und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern und die Ausschüttung von Dividenden. Dabei beabsichtigen die Bieter, im Aufsichtsrat entsprechend ihrer Beteiligungshöhe angemessen vertreten zu sein und die Mehrheit der Aufsichtsratsmitglieder zu stellen. Um dieses Ziel zu erreichen, könnten die Bieter im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten den Aufsichtsrat auch durch Herbeiführung einer entsprechenden Beschlussfassung in einer Hauptversammlung vorzeitig zumindest teilweise neu besetzen.
- Die Bieter könnten nach Abwicklung des Angebots zudem gemeinsam mit den Weiteren Kontrollerwerbern über die erforderliche qualifizierte Kapitalmehrheit (75% des bei der Beschlussfassung auf der Hauptversammlung der Constantin vertretenen Grundkapitals) verfügen, die erforderlich ist, um nahezu alle wichtigen gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen in der Hauptversammlung der Constantin durchzusetzen. Dazu gehören z. B. Satzungsänderungen, Kapitalerhöhungen und, wenn die gesetzlichen und satzungsmäßigen Mehrheitserfordernisse erfüllt sind, auch der Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre bei Kapitalmaßnahmen, sowie Umwandlungen,

Verschmelzungen und die Auflösung der Gesellschaft. Abhängig von der Hauptversammlungspräsenz könnten die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber selbst dann die notwendige qualifizierte Mehrheit erreichen, wenn sie weniger als 75% aller Constantin-Aktien halten. Nur bei einigen der genannten Maßnahmen bestünde nach deutschem Recht eine Pflicht der Bieter und/oder der Weiteren Kontrollerwerber, den Minderheitsaktionären auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung der Constantin ein Angebot zum Erwerb ihrer Aktien gegen angemessene Abfindung zu unterbreiten oder einen Ausgleich zu gewähren. Da eine solche Unternehmensbewertung auf die zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Constantin über die jeweilige Maßnahme bestehenden Verhältnisse abstellen müsste, könnte ein derartiges Abfindungsangebot wertmäßig dem Angebotspreis entsprechen, aber auch höher oder niedriger ausfallen. Die Durchführung einiger dieser Maßnahmen könnte zudem zu einer Beendigung der Börsennotierung der Constantin-Aktien führen.

- Schließt einer der Bieter oder einer der Weiteren Kontrollerwerber nach Durchführung des Angebots als herrschendes Unternehmen einen Beherrschungsvertrag mit Constantin als beherrschtem Unternehmen ab, ist das herrschende Unternehmen berechtigt, dem Vorstand der Constantin verbindliche Anweisungen zu erteilen. Sollte dieser Beherrschungsvertrag mit einem Gewinnabführungsvertrag kombiniert werden, wäre Constantin des Weiteren verpflichtet, ihre gesamten Gewinne an das herrschende Unternehmen abzuführen. Bei Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags wäre das herrschende Unternehmen verpflichtet, sämtliche Verluste der Constantin zum Jahresende zu übernehmen. Darüber hinaus ist das herrschende Unternehmen bei Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags verpflichtet, sämtlichen außenstehenden Constantin-Aktionären eine wiederkehrende Barzahlung (die **Ausgleichszahlung**) zukommen zu lassen (§ 304 AktG). Die Höhe der Ausgleichszahlung wird durch die Parteien des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages festgelegt und durch einen gerichtlich bestellten Wirtschaftsprüfer geprüft. Die Ausgleichszahlung entspricht dem Betrag, der nach der bisherigen Ertragslage des beherrschten Unternehmens und seinen künftigen Ertragsaussichten voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelnen Aktionäre des beherrschten Unternehmens verteilt werden könnte, wenn der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht abgeschlossen worden wäre. Zudem würde der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages das herrschende Unternehmen verpflichten, sämtlichen außenstehenden Aktionären des beherrschten Unternehmens den Erwerb ihrer Aktien gegen Zahlung einer angemessenen Abfindung anzubieten (§ 305 AktG). Die Angemessenheit der Höhe der Ausgleichszahlung und der Abfindung kann in einem gerichtlichen Spruchverfahren überprüft werden. Die Bieter können nicht vorhersagen, ob diese Abfindung dem Angebotspreis entsprechen, höher oder sogar niedriger sein würde. Ein Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag erfordert unter anderem die Zustimmung von mindestens 75% des bei der Beschlussfassung auf der Hauptversammlung der Constantin vertretenen Grundkapitals und würde mit der Eintragung im Handelsregister der Constantin in Kraft treten.
- Gehören einem der Bieter, einem der Weiteren Kontrollerwerber oder einem mit einem Bieter oder einem Weiteren Kontrollerwerber verbundenen Unternehmen nach Durchführung des Angebots oder zu einem späteren Zeitpunkt unmittelbar oder mittelbar mindestens 95% des Grundkapitals der Constantin, könnte diejenige Person oder Gesellschaft die Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-Outs gemäß § 327a AktG veranlassen. Die Höhe der im Rahmen des aktienrechtlichen Squeeze-Outs zu zahlenden angemessenen Barabfindung hängt von den wirtschaftlichen Verhältnissen der Constantin

zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien ab. Die Angemessenheit der Höhe der Barabfindung kann in einem gerichtlichen Spruchverfahren überprüft werden. Die Höhe der angemessenen Barabfindung könnte dem Wert des Angebotspreises entsprechen, aber auch höher oder niedriger sein. Mit der Durchführung des aktienrechtlichen Squeeze-Outs würde die Börsennotierung der Constantin-Aktien enden.

- Gehören einem der Bieter nach Durchführung des Angebots mindestens 95% des stimmberechtigten Grundkapitals der Constantin, kann derjenige einen übernahmerechtlichen Squeeze-Out nach § 39a WpÜG beantragen. Voraussetzung ist, dass der diesbezügliche Antrag innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist beim Landgericht Frankfurt am Main eingereicht wird und eine angemessene Abfindung vorsieht. Der Angebotspreis gilt als angemessene Abfindung im Sinne des Übernahmerechtlichen Squeeze-Outs, wenn die Highlight Communications auf Grund des Angebots Constantin-Aktien in Höhe von mindestens 90% des vom Angebot betroffenen Grundkapitals der Constantin erworben hat.
- Gehören einem der Bieter, einem der Weiteren Kontrollerwerber oder einem mit einem Bieter oder einem Weiteren Kontrollerwerber verbundenen Unternehmen nach Durchführung des Angebots oder zu einem späteren Zeitpunkt mindestens 90% des Grundkapitals der Constantin, kann diejenige Person oder Gesellschaft die Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Outs nach § 62 Abs. 5 UmwG veranlassen. Die Höhe der im Rahmen des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Outs zu zahlenden angemessenen Barabfindung hängt von den wirtschaftlichen Verhältnissen der Constantin zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien ab. Die Angemessenheit der Höhe der Barabfindung kann in einem gerichtlichen Spruchverfahren überprüft werden. Die Höhe der angemessenen Barabfindung könnte dem Wert des Angebotspreises entsprechen, aber auch höher oder niedriger sein. Mit der Durchführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Outs würde die Börsennotierung der Constantin-Aktien enden.
- Sofern einer der Bieter nach Durchführung des Angebots mindestens 95% des stimmberechtigten Grundkapitals der Constantin gehören, können die Constantin-Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben, das Angebot gemäß § 39c WpÜG innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist (die **Andienungsfrist**) zum Angebotspreis annehmen (das **Andienungsrecht**). Sollte einer der Bieter die für das Andienungsrecht erforderliche Beteiligungshöhe erreichen, wird sie dies unverzüglich veröffentlichen. Erfüllt einer der Bieter gemeinsam mit den Weiteren Kontrollerwerbern diese Veröffentlichungspflicht nicht, beginnt die Andienungsfrist erst mit der Erfüllung der Veröffentlichungspflicht. Die Einzelheiten der Ausübung des Andienungsrechts werden die Bieter gegebenenfalls mit der Veröffentlichung gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpÜG veröffentlichen.
- Die Bieter könnten gemeinsam mit den Weiteren Kontrollerwerbern nach erfolgreichem Vollzug des Angebots dazu in der Lage sein, die Constantin zu veranlassen, dass (i) die Zulassung der Constantin-Aktien zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse widerrufen wird und sie in den Handel im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogen werden (**Downlisting**) oder dass (ii) die Zulassung der Constantin-Aktien zum Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse vollständig widerrufen wird (**Delisting**). Im Falle eines Downlistings oder eines Delistings würden sich die Berichtspflichten der Constantin verringern bzw. gänzlich entfallen. Falls die Bieter

gemeinsam mit den Weiteren Kontrollerwerbern ein Downlisting bewirken würden, würde dies die Liquidität der Constantin-Aktien negativ beeinflussen, während ein Delisting zur Folge haben könnte, dass die Constantin-Aktien effektiv nicht mehr liquide wären. Ein Delisting bzw. Downlisting kann auf Antrag der Constantin erfolgen, wenn unter Hinweis auf diesen Antrag auf Delisting bzw. Downlisting ein Erwerbsangebot zum Erwerb aller Constantin-Aktien nach den Vorschriften des WpÜG veröffentlicht wurde. Dabei muss die angebotene Gegenleistung für Constantin-Aktien in einer Geldleistung bestehen, und darf nicht weniger sein als (i) der gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs der Constantin-Aktie in den letzten sechs Monaten vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des öffentlichen Erwerbsangebots, oder (ii) die höchste Gegenleistung, die von den Bietern des jeweiligen Erwerbsangebots, den mit ihnen gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen für den Erwerb der Constantin-Aktien in den letzten sechs Monaten vor der Veröffentlichung der diesbezüglichen Angebotsunterlage gewährt oder vereinbart wurde.

- Die Sport1 GmbH unterliegt als Veranstalter privaten Rundfunks den Anforderungen des Staatsvertrags für Rundfunk und Telemedien (**RStV**). Jede geplante Veränderung von Beteiligungsverhältnissen oder sonstigen Einflüssen in Bezug auf einen Veranstalter von privatem Rundfunk ist gemäß dem RStV bei den zuständigen Landesmedienanstalten vor ihrem Vollzug schriftlich anzumelden. Diese bescheinigen nach (i) Beurteilung etwaiger vorherrschender Meinungsmacht durch die Kommission zur Ermittlung der Konzentration im Medienbereich (KEK) und (ii) Prüfung der Zulassungsvoraussetzungen durch die Kommission für Zulassung und Aufsicht (ZAK) die Unbedenklichkeit der Veränderung, wenn der Veranstalter auch unter den veränderten Umständen eine Zulassung nach Maßgabe des RStV erhalten würde. Wird eine geplante Veränderung vollzogen, die nicht von den zuständigen Landesmedienanstalten als unbedenklich bestätigt wird, ist die Zulassung als Rundfunkveranstalter zu widerrufen. Die Sport1 GmbH, Constantin, die Bieter und die Weiteren Kontrollerwerber werden die geplanten Veränderungen zeitnah bei den zuständigen Landesmedienanstalten anzeigen. Die Bieter gehen davon aus, dass diese die Unbedenklichkeit der Veränderung bescheinigen werden. Sollten die zuständigen Landesmedienanstalten die Unbedenklichkeit der Veränderung entgegen der Erwartungen der Bieter nicht bescheinigen, könnte die Sport1 GmbH die Zulassung als Veranstalter privaten Rundfunks verlieren; dies könnte wesentliche negative Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Constantin haben.
- Der Vollzug des Angebots kann nachteilige Auswirkungen auf die steuerliche Situation der Constantin-Gruppe haben. Die Constantin hat nach deutschem Steuerrecht körperschaftsteuerliche und gewerbsteuerliche Verlustvorträge. Diese Verlustvorträge können infolge der Durchführung des Angebots ganz oder teilweise wegfallen, soweit die Verlustvorträge die im Inland steuerpflichtigen stillen Reserven der Constantin übersteigen. Dies kann sich nachteilig auf die Finanz-, Vermögens- und Ertragslage der Constantin sowie auf den ausschüttungsfähigen Gewinn und den Aktienkurs der Constantin auswirken.
- Die Constantin hält derzeit 32,7% der Aktien an der Highlight Communications. Sollte die Highlight Communications mehr als 50% der Constantin-Aktien erwerben, so würden nach dem auf die Aktien der Highlight Communications anwendbaren Schweizer Recht die Stimmrechte sowie Antrags-, Auskunfts- und Teilnahmerechte der Constantin aus den Aktien an der Highlight Communications ruhen und könnten von der Constantin nicht mehr ausgeübt werden. Die Constantin könnte mithin keinen Einfluss mehr auf die Highlight Communications ausüben. Die Dividendenberechtigung aus diesen Aktien, das Bezugsrecht und das Recht der Constantin, Generalversammlungsbeschlüsse anzufechten,

blieben zwar bestehen. Allerdings könnte die Constantin in einer Generalversammlung der Highlight Communications nicht mehr an Abstimmungen über die Ausschüttung von Dividenden teilnehmen.

#### IX. INTERESSEN DER MITGLIEDER DES VORSTANDS UND DES AUFSICHTSRATS

Die Bieter und die mit ihnen gemeinsam handelnden Personen haben im Zusammenhang mit dem Angebot und dieser Stellungnahme keinen Einfluss auf Constantin oder ihre Organe ausgeübt.

Die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats haben im Zusammenhang mit dem Angebot von den Bietern oder mit ihnen gemeinsam handelnden Personen keine ungerechtfertigten Zahlungen oder sonstigen ungerechtfertigten geldwerten Leistungen oder entsprechende Zusagen erhalten.

Der Aufsichtsrat hat die Aufgabe der Vorbereitung und Abgabe dieser Stellungnahme nach § 27 Abs. 1 WpÜG durch Beschluss auf seinen Übernahmeausschuss übertragen. Diesem Übernahmeausschuss gehören Herr Thomas von Petersdorff-Campen, Frau Edda Kraft und Herr Dr. Gero von Pelchrzim an. Die anderen Aufsichtsratsmitglieder waren dementsprechend an der Beschlussfassung über die Abgabe dieser Stellungnahme nicht beteiligt.

#### X. ABSICHT ZUR ANNAHME DES ANGEBOTS

Von den Mitgliedern des Vorstands hält keines Constantin-Aktien. Von den Mitgliedern des Aufsichtsrats hält Herr Andreas Benz 2.000 Stück Constantin-Aktien. Die übrigen Mitglieder des Aufsichtsrats halten keine Constantin-Aktien.

Herr Andreas Benz beabsichtigt, das Angebot für alle von ihm gehaltenen Constantin-Aktien anzunehmen.

#### XI. ABSCHLIESSENDE BEWERTUNG

Vorstand und Aufsichtsrat halten nach ihrer jeweiligen eigenständigen und unabhängig voneinander vorgenommenen Prüfung die Höhe des Angebotspreises für angemessen im Sinne von § 31 Abs. 1 WpÜG. Dabei haben sie zur Prüfung der Angemessenheit des Angebotspreises insbesondere auch die von dem Finanzberater Freitag & Co. erstellte Fairness Opinion herangezogen. Der Angebotspreis übersteigt die gesetzlichen Vorgaben und reflektiert nach der Meinung von Vorstand und Aufsichtsrat derzeit – d. h. auch unter Berücksichtigung der derzeitigen geopolitischen und makroökonomischen Gesamtlage – angemessen den Wert der Gesellschaft. Außerdem bewerten Vorstand und Aufsichtsrat die von den Bietern in der Angebotsunterlage geäußerten Absichten im Hinblick auf die weitere Geschäftstätigkeit der Constantin-Gruppe als positiv. Vorstand und Aufsichtsrat unterstützen daher das Angebot der Bieter, das ihrer Ansicht nach, unter Abwägung aller Chancen und Risiken, im wohlverstandenen Interesse der Constantin liegt. Hierbei haben Vorstand und Aufsichtsrat unter anderem auch berücksichtigt, dass aufgrund des Fehlens einer Mindestannahmeschwelle Transaktionssicherheit gegeben ist.

Auf dieser Grundlage und unter Berücksichtigung der vorstehenden Ausführungen in dieser Stellungnahme empfehlen Vorstand und Aufsichtsrat den Constantin-Aktionären, das Angebot anzunehmen.

**Unabhängig davon müssen alle Constantin-Aktionäre unter Berücksichtigung der Gesamtumstände sowie ihrer persönlichen Situation und Einschätzung bezüglich der möglichen künftigen Entwicklung des Wertes und Börsenpreises der Constantin-Aktien in jedem Fall selbst entscheiden, ob sie das Angebot annehmen oder nicht. Vorstand und Aufsichtsrat trifft vorbehaltlich geltenden Rechts keine Haftung, wenn sich aus der Annahme oder Nicht-Annahme des Angebots für einen Constantin-Aktionär wirtschaftliche Nachteile ergeben.**

Vorstand und Aufsichtsrat, letzterer handelnd durch den mit dieser Aufgabe beauftragten Übernahmeausschuss, haben den Inhalt dieser Gemeinsamen Stellungnahme jeweils einstimmig beschlossen. Der Inhalt dieser Stellungnahme wurde von Vorstand und Aufsichtsrat, letzterer handelnd durch den mit dieser Aufgabe beauftragten Übernahmeausschuss, – nach letztmaliger Vorabdiskussion entsprechender Entwürfe – am 22. Dezember 2017 diskutiert und abschließend besprochen.

Ismaning, den 22. Dezember 2017

**Constantin Medien AG**

**Vorstand**

**Aufsichtsrat**

<u>Anlage 1</u>	Tochterunternehmen der Constantin Medien AG
<u>Anlage 2</u>	Übersicht über die Beteiligungsverhältnisse zwischen den Bietern, den Weiteren Kontrollerwerbern und der Constantin
<u>Anlage 3</u>	Fairness Opinion der Freitag & Co. GmbH vom 20. Dezember 2017

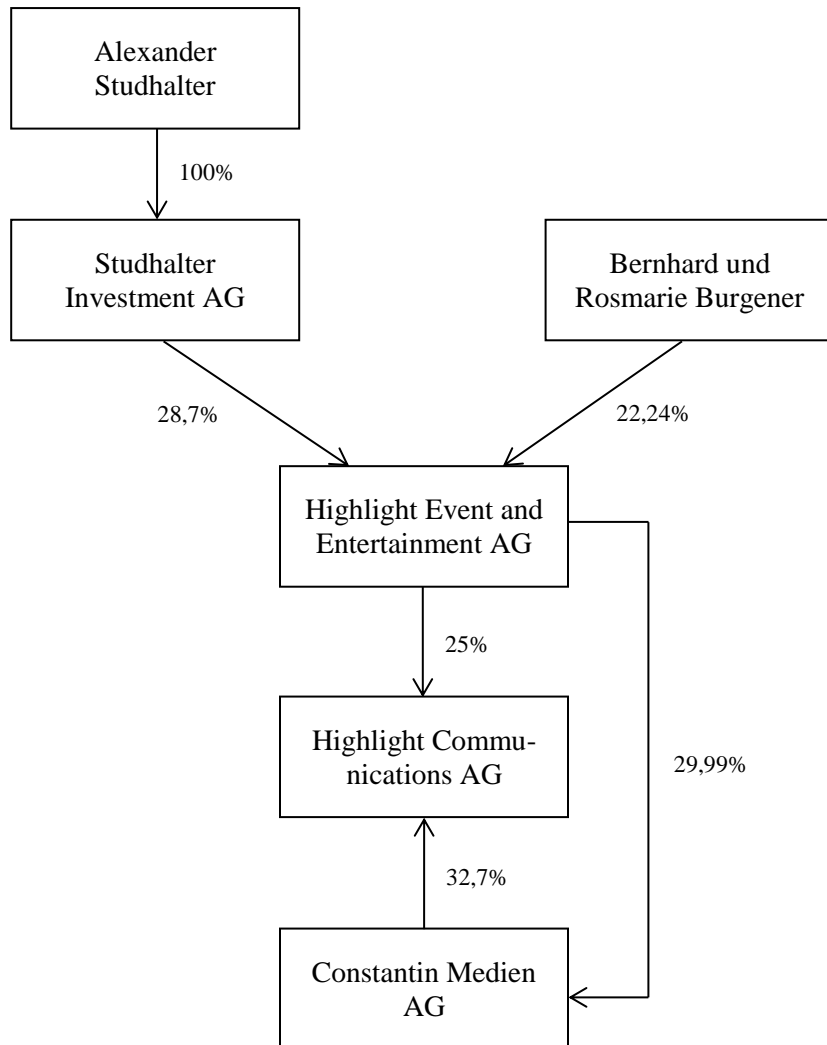
ANLAGE 1 – TOCHTERUNTERNEHMEN DER CONSTANTIN MEDIEN AG

Mit der Constantin Medien AG gemeinsam handelnde Personen gemäß § 2 Abs. 5 WpÜG  
Stand: 22. Dezember 2017

Gesellschaft	Sitz/Land
Constantin Sport Holding GmbH	Ismaning, Deutschland
Sport1 GmbH	Ismaning, Deutschland
Sport1 Gaming GmbH	Ismaning, Deutschland
Sport1 Media GmbH	Ismaning, Deutschland
PLAZAMEDIA GmbH	Ismaning, Deutschland
Plazamedia Austria Ges.m.b.H	Wien, Österreich
PLAZAMEDIA Swiss AG	Pratteln, Schweiz
LEITMOTIF Creators GmbH	Ismaning, Deutschland



ANLAGE 2 – ÜBERSICHT ÜBER DIE BETEILIGUNGSVERHÄLTNISSE ZWISCHEN DEN BIETERN, DEN WEITEREN KONTROLLERWERBERN UND DER CONSTANTIN



# FREITAG & CO

Frankfurt | Boston

Freitag & Co. GmbH  
Neue Mainzer Straße 75  
60311 Frankfurt am Main

Tel: 069-70 79 84 0

Constantin Medien AG  
Vorstand und Aufsichtsrat

Münchener Straße 101g  
85737 Ismaning  
Deutschland

20. Dezember 2017

## **FAIRNESS OPINION**

Sehr geehrte Mitglieder des Vorstands,  
sehr geehrte Mitglieder des Aufsichtsrates:

### **I. Hintergrund**

Die Studhalter Investment AG, Luzern (Schweiz), und die Highlight Communications AG, Pratteln (Schweiz), (zusammen die „Bieter“ und jeweils einzeln ein „Bieter“) haben am 27. November 2017 ihre Entscheidung veröffentlicht, den Aktionären der Constantin Medien AG („CMAG“ oder die „Gesellschaft“) im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots (das „Übernahmeangebot“) anzubieten, ihre auf den Inhaber lautenden Stückaktien der CMAG mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals der CMAG in Höhe von EUR 1,00 je Aktie (die „Aktien“) zu einem Preis von EUR 2,30 in bar je Aktie (die „Gegenleistung“) zu erwerben. Die Einzelheiten und Bedingungen des Übernahmeangebots werden in der von den Bietern am 18. Dezember 2017 veröffentlichten Angebotsunterlage (die „Angebotsunterlage“) beschrieben.

CMAG hat die Freitag & Co. GmbH („Freitag“) als Finanzberater mandatiert und im Zusammenhang mit der Erstellung einer Stellungnahme nach § 27 WpÜG damit beauftragt, die Angemessenheit der Gegenleistung aus finanzieller Sicht zu prüfen und hierzu Stellung zu nehmen (die „Fairness Opinion“).

Die Abgabe dieser Fairness Opinion erfolgt in Übereinstimmung mit der Mandatsvereinbarung vom 11. Dezember 2017 zwischen Freitag und der Gesellschaft.

### **II. Informationsquellen**

Die Analysen, die Freitag zur Einschätzung der finanziellen Angemessenheit der Gegenleistung erstellt hat, basieren insbesondere auf folgenden Informationen:

- a. den Geschäfts- und Quartalsberichten von CMAG für die Jahre 2010 bis 2016;

- b. dem Geschäftsplan von CMAG (Gewinn- und Verlustrechnung sowie ausgewählten Bilanz- und Cashflow-Positionen);
- c. dem Zwischenbericht zum 30. Juni 2017 und der Quartalsmitteilung zum 30. September 2017 der CMAG;
- d. den Geschäfts- und Quartalsberichten der Highlight Communications AG für die Jahre 2010 bis 2016, sowie den in 2017 veröffentlichten Zwischenberichten;
- e. Inhalte aus Besprechungen mit verschiedenen Führungspersonen von CMAG über den Geschäftsplan und bestimmte bewertungsrelevante Parameter, die aktuelle Geschäftsentwicklung sowie die zukünftigen Geschäftsaussichten für CMAG;
- f. ausgewählten, öffentlich zugänglichen Finanzdaten verschiedener vergleichbarer Unternehmen, die in derselben oder ähnlichen Branchen wie CMAG tätig sind („Peer Group“);
- g. ausgewählten Börseninformationen über CMAG, Highlight Communications AG und andere Unternehmen, die Freitag als mit CMAG vergleichbar erachtet;
- h. Informationen über ausgewählte Transaktionen, die Freitag als mit der Transaktion, in deren Rahmen die Gegenleistung erbracht werden soll, vergleichbar erachtet;
- i. ausgewählten Kapitalmarktinformationen, die von gängigen Datenanbietern zur Verfügung gestellt werden;
- j. den auf der Internetseite der BaFin unter [www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/Datenbanken\\_node.html](http://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/Datenbanken_node.html) abrufbaren Informationen zu historischen öffentlichen Übernahmen;
- k. Erwartungen und Analysen von Research Analysten für die Gesellschaft sowie die Highlight Communications AG;
- l. der von den Bietern veröffentlichte Angebotsunterlage.

### III. Annahmen

Bei ihren Überlegungen hat Freitag die Richtigkeit und Vollständigkeit der durch CMAG zur Verfügung gestellten Informationen, die die Grundlage dieser Fairness Opinion bilden, vorausgesetzt und sich hierauf verlassen. Freitag ist insbesondere davon ausgegangen, dass der durch die Gesellschaft zur Verfügung gestellte Geschäftsplan und weitere von der Gesellschaft zur Verfügung gestellte Dokumente mit zukunftsgerichteten Aussagen sorgfältig und auf Grundlage der bestmöglichen Einschätzung und Beurteilung des Vorstands erstellt wurden und die angenommene künftige wirtschaftliche Entwicklung der Gesellschaft auf dem jeweils aktuellen Informationsstand zutreffend beschreiben.

Soweit Freitag öffentlich zugängliche Informationen herangezogen hat, stammen diese aus Quellen, von denen Freitag annimmt, dass sie zuverlässig sind. Freitag hat diese Informationen jedoch über eine Plausibilitätsprüfung hinaus nicht gesondert geprüft und die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen vorausgesetzt und sich hierauf verlassen.

Gegenüber „Dritten“, d.h. anderen Personen als der CMAG, den Mitgliedern des Vorstands und den Mitgliedern des Aufsichtsrats der CMAG, übernimmt Freitag keine Verantwortung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der öffentlich zugänglichen

Informationen, des Geschäftsplans oder der anderen durch die CMAG zur Verfügung gestellten Informationen.

Die Einschätzung von Freitag basiert auf finanziellen, gesamtwirtschaftlichen, marktseitigen und anderen zu dem Zeitpunkt dieses Schreibens bestehenden Bedingungen sowie den Freitag bis zum Datum dieses Schreibens zugänglichen Informationen. Ereignisse, die nach dem Zeitpunkt dieses Schreibens bei den vorgenannten Umständen eintreten, könnten Auswirkungen auf die von Freitag der Fairness Opinion zugrunde gelegten Annahmen und das Ergebnis dieser Fairness Opinion haben. Für den Fall von Veränderungen dieser Bedingungen und Informationen ist Freitag nicht verpflichtet, diese Fairness Opinion zu überprüfen, zu aktualisieren oder zu bestätigen. Dies gilt auch im Falle etwaiger künftiger Änderungen des Übernahmeangebots (beispielsweise bezüglich der Angebotsbedingungen oder der Gegenleistung).

#### IV. Analysen

Im Zusammenhang mit der Erstellung der Fairness Opinion hat Freitag unter anderem folgende Analysen durchgeführt:

- a. einen Vergleich der durch den Angebotspreis implizierten Übernahmeprämie mit historischen Übernahmeprämien anderer Transaktionen;
- b. einen Vergleich des Angebotspreises mit bestimmten historischen Börsenkursen und der allgemeinen Börsenkursentwicklung des Unternehmens;
- c. eine Discounted-Cash-Flow-Bewertung („DCF-Bewertung“);
- d. einen Vergleich der durch den Angebotspreis implizierten Multiplikatoren mit Multiplikatoren vergleichbarer historischer Transaktionen;
- e. eine Analyse von Empfehlungen und Kurszielen von Aktienanalysten;
- f. einen Vergleich der durch den Angebotspreis implizierten Multiplikatoren mit Börsenbewertungen der Peer Group;
- g. eine separate Bewertung der Beteiligung der CMAG an der Highlight Communications AG nach den unter IV. a.-f. aufgeführten Methoden;
- h. weitere Analysen, Recherchen und Vergleiche, die Freitag für angemessen hielt.

Für die Einschätzung der Angemessenheit der Gegenleistung wurden die Ergebnisse dieser und anderer Analysen abgewogen. Dabei wurden insbesondere folgende Faktoren berücksichtigt:

- i. die Geschäftsentwicklung von CMAG vor Ankündigung des Übernahmeangebots durch die Bieter am 27. November 2017;
- ii. sektorspezifische Dynamiken;
- iii. die Entkonsolidierung der Highlight Communications AG zum 12. Juni 2017 und nachfolgende Bilanzierung als Finanzanlage;
- iv. die Effekte aus der Nutzung von Verlustvorträgen über den Planungshorizont;
- v. die Entwicklung des Aktienkurses in den Jahren 2014 bis 2017 in Relation zu den Kursentwicklungen börsennotierter Vergleichsunternehmen;
- vi. die relative Entwicklung relevanter Wettbewerber.

## V. Einschränkungen

Die Fairness Opinion und die zugrunde liegenden Analysen wurden von Freitag zum Zwecke der Unterstützung von Vorstand und Aufsichtsrat der CMAG bei der Beurteilung der Angemessenheit der Gegenleistung aus finanzieller Sicht erstellt. Sie stellt kein Bewertungsgutachten dar und beinhaltet keine Aussagen über Verkaufspreise von Unternehmen oder Wertpapieren, denen typischerweise Ungewissheit anhaftet.

Die der Fairness Opinion zugrunde liegenden Analysen beruhen auf Methoden, wie sie typischerweise von Investment Banking Gesellschaften bei derartigen Unternehmenstransaktionen angewendet werden und die in Bezug auf wesentliche Aspekte von Bewertungen abweichen, wie sie typischerweise von Wirtschaftsprüfern gemäß den Anforderungen der Rechtsprechung für gesellschaftsrechtliche Zwecke durchgeführt werden. Freitag hat insbesondere keine Bewertung auf Grundlage der vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) veröffentlichten IDW Standards (IDW S 1 oder IDW S 8) durchgeführt.

Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass Analysen unter Anwendung der vorgenannten Standards oder anderer methodischer Ansätze zu einem Ergebnis führen könnten, das von dem Ergebnis dieser Fairness Opinion abweicht.

Die Abgabe dieser Fairness Opinion stellt keine Aussage über die Tragbarkeit von Vorhersagen oder Prognoserechnungen oder diesen zu Grunde liegende Annahmen oder deren Eintrittswahrscheinlichkeit dar.

Freitag handelt als Finanzberater der Gesellschaft und erhält für die Erstellung dieser Fairness Opinion ein Honorar von CMAG, das weder an das Ergebnis des Übernahmeangebots noch an den Inhalt dieser Fairness Opinion geknüpft ist. Auch hat CMAG sich verpflichtet, Freitag bestimmte Auslagen zu erstatten, die sich im Zusammenhang mit diesem Mandat ergeben. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, dass Freitag in Zukunft andere Geschäftsbeziehungen mit CMAG oder mit CMAG verbundenen Gesellschaften unterhält, die Freitag mit Honoraren und Auslagenerstattungen entgolten werden.

Freitag hat CMAG und ihren Vorstand und Aufsichtsrat zur finanziellen Beurteilung des Angebotspreises beraten und hat keine rechtliche oder steuerliche Prüfung vorgenommen.

Freitag macht darauf aufmerksam, dass diese Fairness Opinion vereinbarungsgemäß ausschließlich für die CMAG, deren Vorstand und deren Aufsichtsrat zur Information und Unterstützung bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben bestimmt ist. Jedoch ersetzt diese Fairness Opinion keine eigenständige Würdigung des Übernahmeangebots einschließlich der Gegenleistung durch die Organe der Gesellschaft oder deren Aktionäre. Es handelt sich in keinem Fall um eine Empfehlung im Hinblick auf die allein von Vorstand und Aufsichtsrat jeweils zu verantwortende, begründete Stellungnahme zu dem Übernahmeangebot gemäß dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“). Diese Fairness Opinion trifft auch keine Aussage, ob das Übernahmeangebot einschließlich des Angebotspreises und der Angebotsbedingungen den Anforderungen des WpÜG entspricht.

Diese Fairness Opinion darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Freitag nicht für andere Zwecke als oben beschrieben verwendet, Dritten, d.h. anderen Personen als der

CMAG, den Mitgliedern des Vorstands und den Mitgliedern des Aufsichtsrats der CMAG, zugänglich gemacht oder vollständig bzw. teilweise ohne vorhergehende Zustimmung von Freitag veröffentlicht werden. Für den Fall, dass Freitag seine Zustimmung erteilt, darf der Text dieser Fairness Opinion Dritten grundsätzlich nur vollständig zugänglich gemacht werden. Auch in diesem Fall unterliegt die Fairness Opinion den Regelungen der Mandatsvereinbarung zwischen der Gesellschaft und Freitag.

Dritte werden vom Schutzbereich dieser Fairness Opinion nicht erfasst. Auch wenn Dritten diese Fairness Opinion mit Zustimmung von Freitag zugänglich gemacht wird, kommt zwischen Dritten und Freitag keine vertragliche oder quasi-vertragliche Beziehung im Zusammenhang mit dieser Fairness Opinion zustande. Freitag haftet aus dieser Fairness Opinion Dritten gegenüber nicht. Insbesondere stellt diese Fairness Opinion keine Empfehlung gegenüber den Aktionären von CMAG im Hinblick auf ihr Verhalten im Zusammenhang mit dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Bieter dar.

Ungeachtet des Vorstehenden darf dieses Schreiben als Anlage zur begründeten Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der CMAG nach § 27 Abs. 1 WpÜG und möglichen weiteren von den Organen der Gesellschaft verpflichtend im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot zu erstellenden Dokumenten aufgenommen werden. In diesem Fall muss diese Fairness Opinion vollständig wiedergegeben werden. Beschreibungen oder Zitate aus dieser Fairness Opinion oder Verweise auf Freitag und seine Tätigkeit in dem jeweiligen Dokument dürfen nur in einer von Freitag akzeptierten Form erfolgen. Die Zustimmung von Freitag zu den in diesem Absatz genannten Offenlegungen dieser Fairness Opinion erweitert weder deren Adressatenkreis noch die Anzahl der Personen, die berechtigt sind, sich auf diese Fairness Opinion zu verlassen.

## VI. Ergebnis

Zum Datum dieses Schreibens und auf Grundlage der in diesem Schreiben dargestellten, von Freitag durchgeführten Analysen sowie den obigen Ausführungen ist Freitag der Auffassung, dass die Gegenleistung für die Aktien aus finanzieller Sicht

**angemessen**

ist.

Mit freundlichen Grüßen,

Freitag & Co. GmbH



Sebastian Freitag  
Managing Director