

Noerr Public M&A Report

Der deutsche Markt für öffentliche
Übernahmen im ersten Halbjahr 2019

von Dr. Volker Land und Dr. Stephan Schulz, Hamburg

/ Noerr Public M&A Report

Marktentwicklung und Trends

- Das Angebotsvolumen ist im Vergleich zu H1 2018 signifikant gefallen, mangels Angebot in der Größenordnung des Angebots von RWE an die Aktionäre der innogy SE, das in H1 2018 94,25% des Gesamtangebotsvolumens ausmachte. Bezogen auf die Transaktionszahl ist die Marktaktivität jedoch im Vergleich zu H1 2018 konstant geblieben.
- Gegen Ende des Betrachtungszeitraums zeigt sich eine Belebung im Markt: Allein im Juni 2019 wurden sechs Entscheidungen zur Abgabe von Angeboten nach dem WpÜG veröffentlicht.
- Es gab zwei Transaktionen im Large-Cap-Segment; das durchschnittliche Angebotsvolumen ist in diesem Segment gesunken (wiederum mangels Angebot in der Größenordnung des Angebots an die Aktionäre der innogy SE). Die durchschnittliche Marktkapitalisierung zum Angebotspreis „MKA“ hat im Small-Cap-Segment deutlich zugenommen.
- Verteilung des Angebotsvolumens über die Anzahl der Transaktionen war wie in den Vorjahreszeiträumen ungleichmäßig, jedoch nicht in so extremem Maße wie in H1 2018.
- Die durchschnittliche Prämienhöhe ist deutlich angestiegen und wieder auf Niveau von H1 2016 und H1 2017.
- Im Fokus: Konkurrierende Angebote und der Wettstreit um die Biofrontera AG.
- Public M&A-Splitter: Verteilung von Angeboten im Jahresverlauf

Anzahl und Volumen von Angeboten

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) hat im ersten Halbjahr 2019 elf öffentliche Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“) gestattet und veröffentlicht. Untersagungen gab es keine. Die Angebote betrafen Zielgesellschaften mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („MKA“) von insgesamt EUR 7,87 Mrd. Sechs der elf Angebote waren Übernahmeangebote, die restlichen Angebote gliederten sich in zwei Delistingangebote, zwei Teilerwerbsangebote und ein Pflichtangebot.

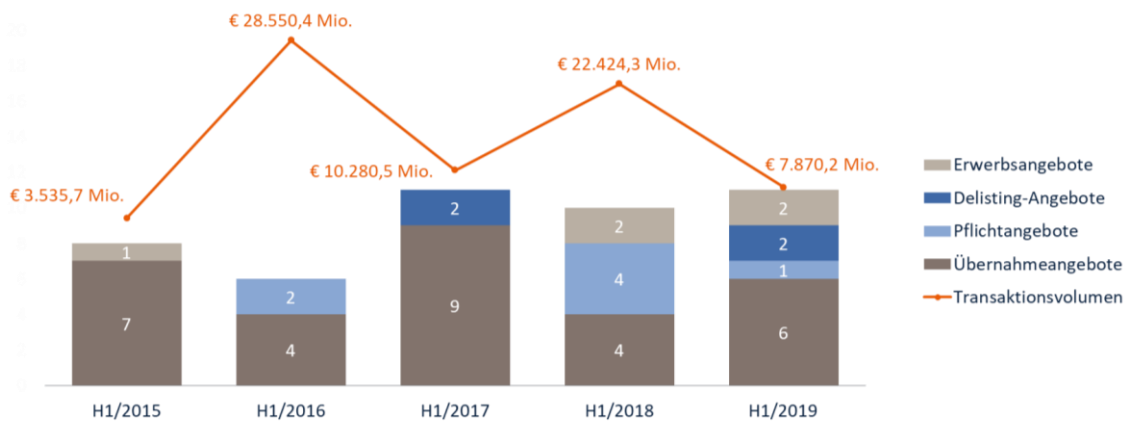


Abb. 1: Anzahl, Art und Volumen der Angebote
Quelle: Noerr Research

Mit elf Angeboten ist die Zahl der Transaktionen im deutschen Markt für öffentliche Übernahmen im ersten Halbjahr 2019 im Vergleich zum ersten Halbjahr 2018 konstant geblieben: Im ersten Halbjahr 2018 gab es ebenfalls elf Angebote, jedoch wurde eines der Angebote untersagt. Das Angebotsvolumen (ausgedrückt in der MKA) ist von EUR 22,4 Mrd. im ersten Halbjahr 2018 auf EUR 7,87 Mrd. im ersten Halbjahr 2019 erheblich gesunken. Dies entspricht einer prozentualen Abnahme von 64,85%.

Der Grund für diesen signifikanten Rückgang ist in dem Fehlen eines Angebots in der Größenordnung des Angebots von RWE an die Aktionäre der innogy SE, das mit einem Angebotsvolumen von EUR 20,4 Mrd. ganze 94,25% des Gesamtangebotsvolumens im ersten Halbjahr 2018 ausmachte, zu sehen. Für das erste Halbjahr 2019 ist der größte Teil des Angebotsvolumens auf das Übernahmeangebot der Pulver BidCo GmbH an die Aktionäre der Scout24 AG zurückzuführen.

Dies bestätigt zwar abermals die langjährige Beobachtung, dass große Einzeltransaktionen die Höhe des Gesamtmarkt volumens entscheidend prägen. Hingegen betrug das Angebotsvolumen des Angebots an die Aktionäre der Scout24 AG nur knapp ein Fünftel des Angebotsvolumens des Angebots an die Aktionäre der innogy SE.

Allerdings zeigte sich gegen Ende des Betrachtungszeitraums eine Belebung im Markt. Im ersten Halbjahr 2019 wurden 16 Entscheidungen zur Abgabe von Angeboten nach dem WpÜG abgegeben, der höchste Wert für das erste Halbjahr seit Anfang 2014. Allein im Juni 2019 wurden sechs Entscheidungen veröffentlicht, darunter an die Aktionäre der Axel Springer SE, der Metro AG und der OSRAM Licht AG. Es verspricht also ein interessantes zweites Halbjahr zu werden.

Entwicklung in den Segmenten (Large Cap, Mid Cap und Small Cap)

Innerhalb der MKA lassen sich drei Segmente unterteilen: Small-Cap (MKA der Zielgesellschaft < EUR 100 Mio.), Mid-Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 100 Mio. und < EUR 1000 Mio.) und Large-Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 1000 Mio.).

Die Entwicklung der durchschnittlichen MKA in den einzelnen Segmenten lässt sich folgendermaßen darstellen:



Abb. 2: Entwicklung in den Segmenten
Quelle: Noerr Research

Das durchschnittliche Angebotsvolumen im Large-Cap-Segment war mit EUR 3.236,84 Mio. im Vergleich zum ersten Halbjahr 2018 und zum ersten Halbjahr 2016 extrem niedrig. Dies liegt wiederum daran, dass in diesen Halbjahren nur jeweils ein einzelnes Angebot mit einem extrem hohen Angebotsvolumen abgegeben wurde: In H1 2018 war es das Übernahmeangebot an die Aktionäre der innogy SE, in H1 2016 das Umtauschangebot an die Aktionäre der Deutsche Börse AG. Ein solches Angebot fehlte im ersten Halbjahr 2019 (ebenso wie in den ersten Halbjahren 2015 und 2017). Die Gesamtzahl von zwei Transaktionen im Large-Cap-Segment ist im Vergleich zu den Vorjahreszeiträumen als mittlerer Wert einzustufen.

Die Transaktionszahl und das durchschnittliche Angebotsvolumen im Mid-Cap-Segment (EUR 241,6 Mio.) sind gegenüber dem Vorjahr weitgehend stabil geblieben. Damit setzt sich ein Trend aus den Vorjahreszeiträumen fort.

Im Small-Cap-Segment hat sich die Zahl der Transaktionen im Vergleich zu den Vorjahreszeiträumen von zwei auf vier Transaktionen verdoppelt. Die durchschnittliche MKA im ersten Halbjahr 2019 lag mit EUR 47,15 Mio. deutlich über dem Wert für den Vorjahreszeitraum, der mit nur EUR 3,3 Mio. außerordentlich niedrig war.

Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

In den ersten sechs Monaten des Jahres 2019 konnten zwei Angebote im Large-Cap-Segment verzeichnet werden. Diese machten 82,26% des Gesamtangebotsvolumens von EUR 7.870,04 Mio. aus. Alle anderen Zielgesellschaften wiesen dagegen eine niedrige MKA auf. Die Verteilung des Angebotsvolumens über die Anzahl der Transaktionen war damit zwar – so wie in den Vorjahreszeiträumen – ungleichmäßig, jedoch nicht in so signifikant wie im ersten Halbjahr 2018, als sich das Angebotsvolumen auf nur eine einzige Zielgesellschaft konzentrierte.

Besonders stach im ersten Halbjahr 2019 das Übernahmeangebot der Pulver BidCo GmbH an die Aktionäre der Scout24 AG hervor, das 62,89% des Gesamtangebotsvolumens ausmachte. Anders als im Vorjahreszeitraum gab es aber immerhin noch ein weiteres Angebot im Large-Cap-Bereich (Warwick Holding GmbH an die Aktionäre der VTG AG).

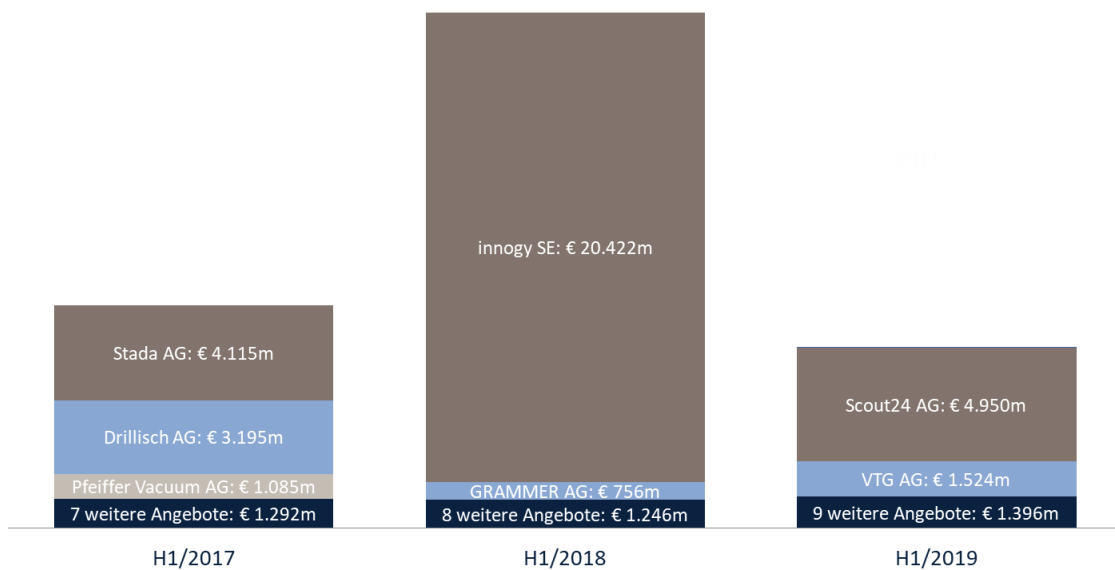


Abb. 3: Verteilung des Angebotsvolumens
Quelle: Noerr Research

Prämienhöhe

Im ersten Halbjahr 2019 betrug die Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten vor Bekanntgabe des Angebots durch den Bieter („3-Monats-VWAP“) durchschnittlich 20,12%. Dabei wurde mit 158,33% die höchste Prämie an die Aktionäre der Fyber N.V. im Rahmen des Pflichtangebots der Advert Finance B.V. gezahlt. In drei Fällen erhielten die Aktionäre der Zielgesellschaft keine Prämie, namentlich bei den Angeboten an die Aktionäre der Wild Bunch AG, der TOM TAILOR Holding SE und der SHW AG.

Zwar lagen nur zwei der im ersten Halbjahr 2019 gezahlten Prämien über 20%, jedoch ist ein Anstieg um 98,6% der durchschnittlichen Prämienhöhe gegenüber dem ersten Halbjahr 2018, in welchem sie nur 10,13% betrug, zu verzeichnen. Die deutliche Zunahme lässt sich vor allem durch die beachtliche Prämienhöhe von 158,33% beim Angebot an die Aktionäre der Fyber N.V. begründen. Die durchschnittliche Prämienhöhe hat sich damit wieder ungefähr auf dem Niveau der ersten Halbjahre 2016 und 2017 eingependelt.

Die folgende Grafik veranschaulicht die bei den Angeboten jeweils im ersten Halbjahr 2015-2019 erzielten Prämien, aufgeteilt in verschiedene Kategorien:

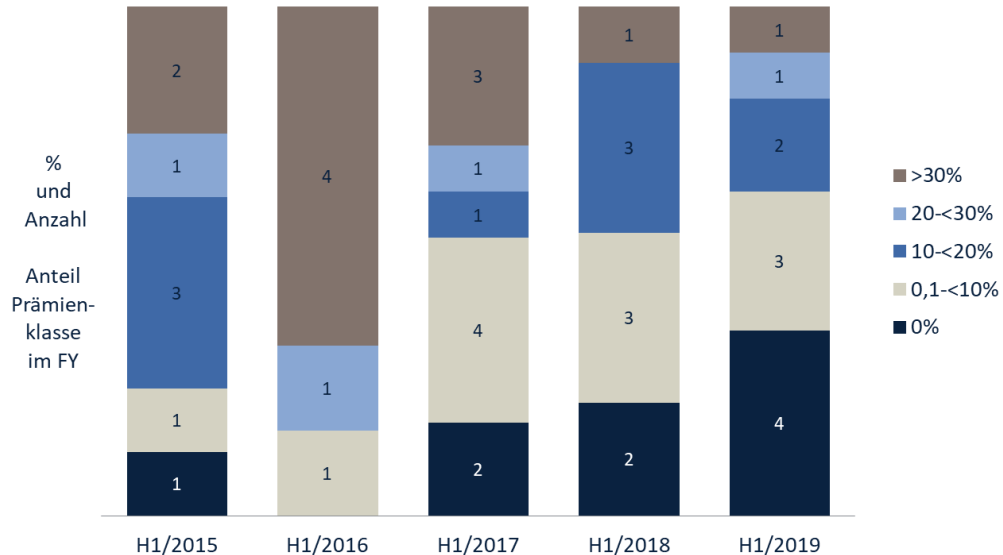


Abb. 4: Prämienhöhe. Ausschluss von Ausreißer Clere AG (Prämie 971%, 2016) und Biofrontera AG (ungewöhnlich strukturierte Gegenleistung, 2018).
Quelle: Noerr Research

Im Fokus: Konkurrierende Angebote

Der Fall des Biotechunternehmens Biofrontera AG hat den Blick der an Public M&A in Deutschland interessierten Öffentlichkeit im ersten Halbjahr 2019 auf ein konkurrierendes Angebot gelenkt. Darunter versteht man ein Angebot nach dem WpÜG, das während der Laufzeit der Annahmefrist eines anderen Angebots von einem Dritten abgegeben wird (§ 22 Abs. 1 WpÜG). Sowohl die Maruho Deutschland GmbH („**Maruho Deutschland**“), eine Tochtergesellschaft des japanischen Herstellers von dermatologischen Medikamenten Maruho, als auch eine Bietergemeinschaft um die Beteiligungsgesellschaft Deutsche Balaton Biotech AG (die „**DB-Bietergemeinschaft**“) gaben in H1 2019 Angebote zum Erwerb von Biofrontera-Aktien ab. Dabei handelt es sich um ein in Deutschland eher seltenes Phänomen: Seit Anfang 2014 ist der Bieterwettstreit bei Biofrontera das einzige konkurrierende Angebot.¹

Dieser Befund erstaunt auf den ersten Blick. Die Suche nach einem „weißen Ritter“ in der Gestalt eines –aus Sicht der Organe der Zielgesellschaft – vorzugswürdigen Investors gehört schließlich zu den Klassikern der Abwehrmaßnahmen gegen ein missliebiges Angebot. Führt man sich hingegen den mit einem konkurrierenden Angebot verbundenen Aufwand und Kosten sowie die damit einhergehenden Unsicherheiten (verstärkt durch mögliche Reaktionen des ersten Bieters) vor Augen, überrascht der empirische Befund nicht mehr ganz so sehr. Das Interesse des Konkurrenten an der Zielgesellschaft bzw. das von ihm gesehene Wertpotential muss schon sehr groß sein, um diese Nachteile und Risiken in Kauf zu nehmen.

Ein solches attraktives Target stellte die Biofrontera AG offenbar dar, wie der Verlauf des Bieterwettstreits zeigt. Die Maruho Deutschland gab ihre Entscheidung, ein öffentliches Teilangebot zum Erwerb von Biofrontera-Aktien zu einem Angebotspreis von EUR 6,60, am 1. April 2019 bekannt. Die Angebotsunterlage wurde am 15. April 2019 veröffentlicht, und die Annahmefrist sollte zunächst bis zum 27. Mai 2019 laufen. Später erhöhte sie die Gegenleistung auf EUR 7,20. Während der Annahmefrist wurde aufgrund eines Einberufungsverlangens der Deutsche Balaton AG eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen, wodurch sich die Annahmefrist für das Angebot gem. § 16 Abs. 3 Satz 1 WpÜG auf den 24. Juni 2019 verlängerte. Am 29. Mai 2019 gab dann die DB-Bietergemeinschaft ihre Entscheidung bekannt, ebenfalls ein Teilangebot an die Aktionäre der Biofrontera AG richten zu wollen. Am 21. Juni 2019 wurde die entsprechende Angebotsunterlage veröffentlicht, die eine Annahmefrist bis zum 19. Juli 2019 vorsah. Der von der DB-Bietergemeinschaft aufgerufene Angebotspreis betrug zunächst EUR 7,20 und wurde später auf EUR 8,00 angehoben.

Das WpÜG sieht im Fall von konkurrierenden Angeboten eine Reihe von Schutzvorschriften zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft vor, durch die sichergestellt wird, dass die Aktionäre stets die Wahl zwischen beiden Angeboten haben. Zum einen werden die Annahmefristen beider Angebote synchronisiert: Die Annahmefrist für das erste Angebot verlängert sich kraft Gesetzes bis zum Ende der Annahmefrist des konkurrierenden Angebots, sofern die-

¹ Beispiele aus der älteren Vergangenheit betrafen die Zielgesellschaften Techem AG (2006), die REpower Systems AG (2007) und die Allerthal-Werke AG (2012).

ses später ist als das Fristende des ersten Angebots (§ 22 Abs. 2 WpÜG). Zum anderen steht den Aktionären, die das erste Angebot angenommen haben, ein gesetzliches Rücktrittsrecht zu, sofern der Vertragsschluss vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage des konkurrierenden Angebots erfolgte (§ 22 Abs. 3 WpÜG).

Für den Bieterwettstreit um die Biofrontera AG bedeutete dies, dass die Annahmefristen beider Angebote bis zum 19. Juli 2019 liefen. Es wäre möglich gewesen, dass die Bieter durch Änderungen der Angebotsbedingungen, insbesondere Erhöhungen der Gegenleistung, die Annahmefristen weiter verlängert hätten (siehe dazu noch im Folgenden). Dazu kam es bei der Biofrontera AG jedoch nicht. Da beide Bieter Teilangebote abgegeben hatten – die Maruho Deutschland hatte für maximal 4.322.530 und die DB-Bietergemeinschaft für maximal 500.000 Biofrontera-Aktien geboten – und keine Vollzugsbedingungen vorsahen, wurden beide Angebote vollzogen.

Komplex werden konkurrierende Angebote, wenn es zu Angebotsänderungen kommt (insbesondere Erhöhungen der Gegenleistung). Erhöht der konkurrierende Bieter den Angebotspreis in den letzten zwei Wochen seiner Annahmefrist, verlängert sich die Annahmefrist des konkurrierenden Angebots gemäß § 21 Abs. 5 Satz 1 WpÜG um zwei Wochen. Gleiches gilt für die Annahmefrist des ursprünglichen Angebots, so dass für beide Angebote dann dieselbe Annahmefrist gilt. Dem Konkurrenten ist danach grundsätzlich eine weitere Erhöhung gemäß § 21 Abs. 6 WpÜG untersagt, nicht jedoch dem ursprünglichen Bieter. Erhöht dieser aber in der verlängerten Annahmefrist seine Gegenleistung, tritt nach herrschender Meinung erneut eine Fristverlängerung für beide Angebote ein. Dem Bieter des konkurrierenden Angebots soll es dann wiederum möglich sein, sein Angebot erneut zu ändern. Dem Anleger droht also in Extremfällen eine „unendliche“ Übernahmeschlacht.

Bislang ist es in der deutschen Praxis noch nicht zu einer derartigen ausufernden Übernahmeschlacht gekommen. Die Rechtslage ist daher auch noch in vielerlei Hinsicht umstritten. Dennoch zeigt auch das Beispiel Biofrontera, dass Bieterwettkämpfe die Zielgesellschaft belasten können. Das Verfahren kann sich über Monate hinziehen und die Aufmerksamkeit der Organe, die zu jeder Angebotsänderung eine begründete Stellungnahme gem. § 27 WpÜG abgeben müssen, binden. Verstärkt wird dieser Effekt noch, wenn die Beteiligten zusätzlich – wie bei Biofrontera – rechtliche Schritte gegen die andere Partei einleiten oder ihre Auseinandersetzung auf außerordentlichen Hauptversammlungen austragen. Der BaFin steht dabei in extremen Auseinandersetzungen, die die Zielgesellschaft und ihre weiteren Aktionäre belasten, grundsätzlich die allgemeine Eingriffsbefugnis gem. § 14 Abs. 1 WpÜG zur Verfügung, mit der sie in einen aus dem Ruder geratenen Bieterwettstreit eingreifen kann.

Public M&A-Splitter: Verteilung von Angeboten im Jahresverlauf

Für diese Ausgabe des Public M&A Reports haben wir untersucht, wie die öffentlichen Angebote in den vergangenen Jahren im Jahresverlauf verteilt waren. Die folgende Tabelle zeigt die Zahl der bekanntgegebenen Angebote nach dem WpÜG² für jeden Monat im Zeit-

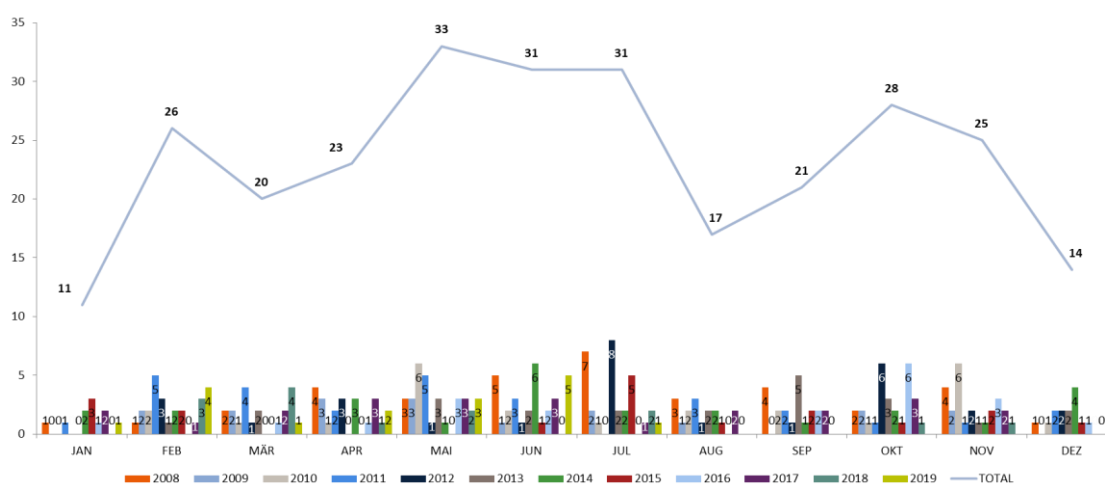


Abb. 5: Verteilung von Bekanntmachungen zu Angeboten im Jahresverlauf
Quelle: Noerr Research

raum von 2008 bis einschließlich H1 2019 sowie aggregiert für den Gesamtzeitraum:

Es zeigt sich, dass die Entscheidungen zur Abgabe relativ gleichmäßig über das Jahr verteilt sind, mit Spitzen im Februar, in den Monaten Mai bis Juli und im Oktober/November. Eine Deutung des Kurvenverlaufs erweist sich als schwierig, da es keine regulatorischen Aspekte gibt, welche den Zeitpunkt für die Abgabe eines Angebots bestimmen. Die Schwäche in den Monaten Dezember und Januar dürfte darauf beruhen, dass Bieter bei Zielgesellschaften, deren Geschäftsjahr dem Kalenderjahr entspricht, mit der Abgabe des Angebots abwarten, bis die Ergebnisse des vergangenen Geschäftsjahrs veröffentlicht worden sind.

² Maßgeblich war jeweils die Mitteilung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots gem. § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG oder der Kontrollerlangung gem. § 35 Abs. Satz 1 WpÜG.

/ Ihre Ansprechpartner

Hamburg



Dr. Volker Land

Partner, Noerr

T +49 40 300397102

volker.land@noerr.com



Dr. Stephan Schulz

Partner, Noerr

T +49 40 3003970

stephan.schulz@noerr.com

/ Ihre Ansprechpartner

Frankfurt am Main



Dr. Holger Alfes, LL.M.

Partner, Noerr
T +49 69 971477231
holger.alfes@noerr.com



Dr. Laurenz Wieneke, LL.M.

Partner, Noerr
T +49 69 971477231
laurenz.wieneke@noerr.com



Dr. Julian Schulze De la Cruz

Associated Partner, Noerr
T +49 69 971477213
julian.schulzedelacruz@noerr.com

/ Ihre Ansprechpartner

München



Dr. Gerald Reger

Partner, Noerr

T +49 89 28628155

gerald.reger@noerr.com



Dr. Michael Brellochs, LL.M.

Partner, Noerr

T +49 89 286283603

michael.brellochs@noerr.com



Dr. Ralph Schilha

Partner, Noerr

T +49 89 28628167

ralph.schilha@noerr.com

Alicante
Berlin
Bratislava
Brüssel
Budapest
Bukarest
Dresden
Düsseldorf
Frankfurt/M.
Hamburg
London
Moskau
München
New York
Prag
Warschau

noerr.com