

Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen im ersten Halbjahr 2017

04.07.2017

Gesellschaftsrecht | Kapitalmarktrecht | Mergers & Acquisitions | Öffentliche Übernahmen | Hamburg

Marktentwicklung

- ▶ Anstieg der Marktaktivitäten bezogen auf die Transaktionszahl im Vergleich zu den Vorjahren
- ▶ Weiterhin starke Konzentration des Angebotsvolumens auf eine kleine Zahl von Transaktionen
- ▶ Geringfügiger Rückgang der durchschnittlich angebotenen Prämien im Vergleich zu H1 2016

Anzahl und Volumen von Angeboten

Im ersten Halbjahr 2017 wurden elf öffentliche Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“) von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) gestattet und veröffentlicht (wie im Einzelnen in der unten stehenden Grafik wiedergegeben). Diese Angebote betreffen Zielgesellschaften mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis von EUR 10,3 Mrd. (H1 2016: EUR 28,6 Mrd.)*. Sie umfassten neun Übernahmeangebote und zwei Delisting-Angebote. Erwerbs- oder Pflichtangebote wurden dagegen nicht abgegeben. Im Vergleich zu den Vorjahren steigen die Aktivitäten im Markt für öffentliche Übernahmen, bezogen auf die Zahl der Transaktionen, im ersten Halbjahr 2017 an.

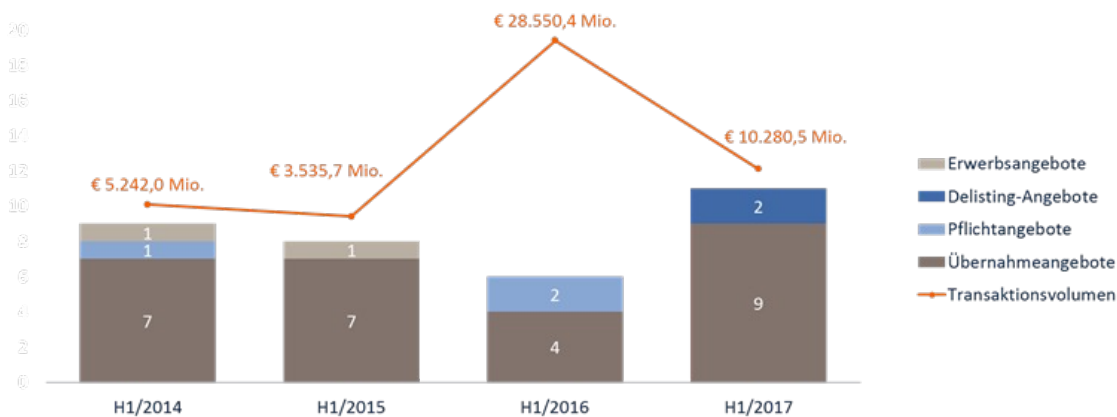


Abb. 1: Anzahl, Art und Volumen der Angebote
Quelle: Noerr Research

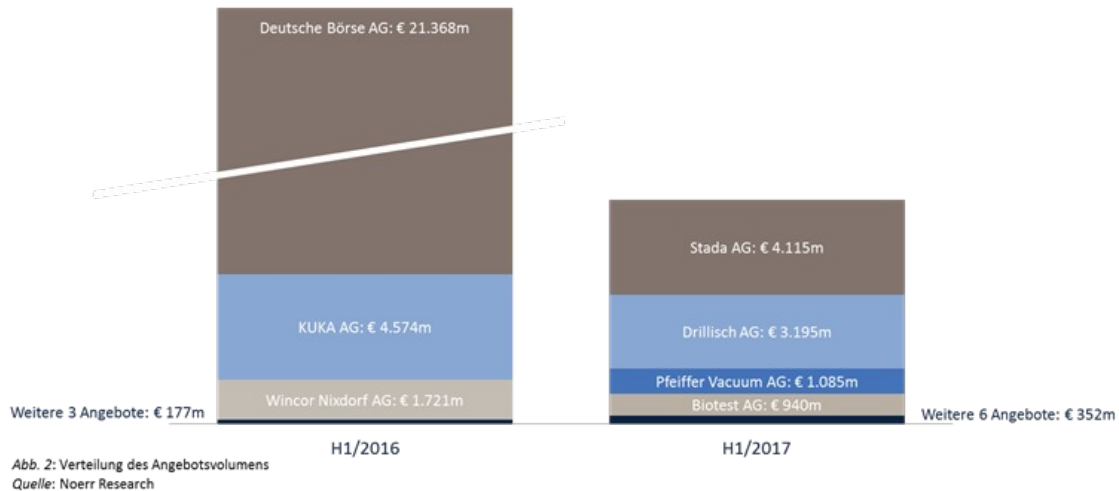
* Nicht berücksichtigt wurde das erste Übernahmeangebot an die Aktionäre der Pfeiffer Vacuum Technology AG, das nicht vollzogen wurde.

Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Im Allgemeinen zeigt sich am Markt für öffentliche Übernahmen eine ungleichmäßige Verteilung des Angebotsvolumens über

die Anzahl der Transaktionen. Während einige wenige Zielgesellschaften über sehr hohe Marktkapitalisierungen verfügen, sind die meisten Zielgesellschaften niedrig bewertet.

Im ersten Halbjahr 2017 stellten vier der zehn Zielgesellschaften 96,2 % der gesamten Marktkapitalisierung der Zielgesellschaften zum jeweiligen Angebotspreis** dar, wie das Diagramm rechts zeigt. Im ersten Halbjahr 2016 ergab sich eine ähnlich unausgewogene Verteilung, bei der drei Zielgesellschaften (von sechs) zusammen 99,4 % der gesamten Marktkapitalisierung zum Angebotspreis ausmachten. Dabei sticht im ersten Halbjahr 2016 allerdings das Umtauschangebot an die Aktionäre der Deutsche Börse AG heraus, das Teil des geplanten Zusammenschlusses mit der London Stock Exchange Group plc war und sich allein auf eine Marktkapitalisierung zum Angebotspreis von EUR 22,1 Mrd. bezog.

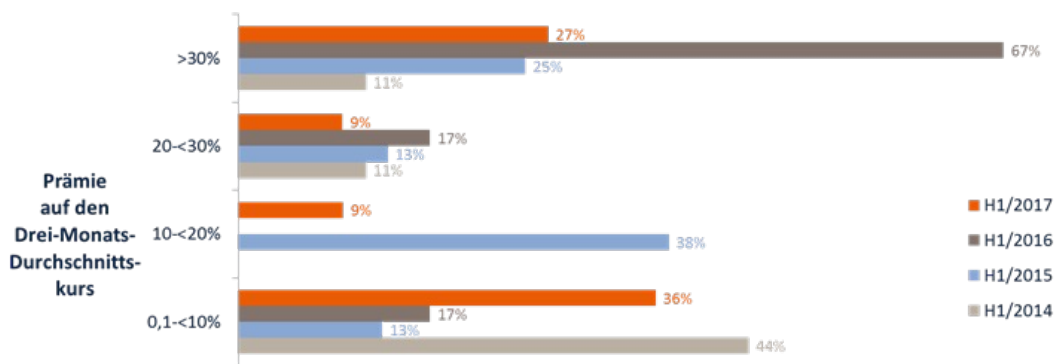


** Nicht berücksichtigt wurden Zielgesellschaften, für welche die BaFin keinen volumengerichteten Durchschnittskurs in Bezug auf die drei Monate vor Bekanntgabe ermitteln konnte.

Prämienhöhe

Im Vergleich zum ersten Halbjahr des Jahres 2016 gingen die offerierten Angebotsprämien leicht zurück. Der durchschnittliche Aufschlag auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten vor Bekanntgabe des Angebots betrug 21,08 % (H1 2016: 23,96 %), was einem Rückgang von 12,02% entspricht.

Die untenstehende Grafik zeigt, die bei den Angeboten des ersten Halbjahr 2017 angebotenen Prämien, aufgeteilt in verschiedene Kategorien.



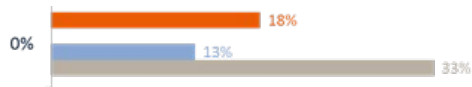


Abb. 3: Prämienhöhe, Rundungsfehler
Quelle: Noerr Research

Anteil der Transaktionen mit entsprechender Prämienklasse

Die Grafik zeigt, dass die Zahl der Angebote, bei denen Prämien in der Größenordnung von 10% bis 30% angeboten werden, tendenziell niedriger ist als in den anderen Prämienkategorien. Bei den Angeboten in den zwei niedrigeren Kategorien dürfte es sich um Transaktionen handeln, bei denen der unmittelbare Erwerb einer Maximalzahl von Aktien nicht unbedingt beabsichtigt war. Wenn ein solcher Erwerb allerdings beabsichtigt ist, haben die angebotenen Prämien regelmäßig eine signifikante Höhe, häufig von mehr als 20% auf den Durchschnittskurs.

Markttrends

Im Allgemeinen zeigte der Markt für öffentliche Übernahmen in Deutschland in den letzten sechs Monaten die folgenden Besonderheiten:

- ▶ Der Anteil der Angebote, die von Investoren aus Staaten außerhalb der Europäischen Union abgegeben werden (27,27%), ist im Vergleich zum ersten Halbjahr 2016 (50,00%) relativ niedrig.
- ▶ Delisting-Angebote machen 18,18% der Gesamtzahl von öffentlichen Angeboten aus und entwickeln sich zu einem etablierten Phänomen des Markts für öffentliche Übernahmen in Deutschland.
- ▶ Eine Transaktion entwickelte sich in auffälliger Weise: Das Übernahmeangebot an die Aktionäre der Pfeiffer Vacuum AG wurde beendet, nachdem eine Vollzugsbedingung ausgefallen war. Der Bieter kündigte nur zwei Wochen nach Bekanntgabe der Beendigung des Angebots ein zweites Angebot (zu einem höheren Preis) an.

Aktuelle Themen im Fokus

Außenwirtschaftsrechtliche Regulierung

Es ist schwierig zu beurteilen, ob die niedrige Zahl öffentlicher Angebote, die von ausländischen Investoren im ersten Halbjahr 2017 initiiert und veröffentlicht wurden, auf eine Änderung des politischen Klimas zurückzuführen ist. Nach unserer Marktbeobachtung ist jedenfalls festzustellen, dass internationale Investoren, die ein Angebot für eine in Deutschland börsennotierte Gesellschaft in Betracht ziehen, ein erhöhtes Interesse an den Regelungen des deutschen Außenwirtschaftsrechts zeigen. Nach diesen Vorschriften kann das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie eine Transaktion untersagen, wenn ein Investor aus einem Land außerhalb der Europäischen Union und der EFTA den Erwerb einer Beteiligung an einem Unternehmen von mehr als 25 % der Stimmrechte anstrebt und sie erforderlich ist, um die öffentliche Ordnung oder Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland zu gewährleisten. Diese Befugnis gilt unabhängig von der Branche, in der die Zielgesellschaft tätig ist. Für bestimmte Branchen (z.B. Rüstungsgüter, IT-Sicherheit) hat das Ministerium weitergehende Rechte. Der Bieter hat allerdings die Möglichkeit, vor Abschluss der Transaktion beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie eine Unbedenklichkeitsbescheinigung zu beantragen.

Die gestiegene Aufmerksamkeit für die Risiken einer außenwirtschaftsrechtlichen Untersagung öffentlicher Angebote beruht auf den prominenten Fälle Aixtron, KUKA und Osram. Bei diesen Transaktionen wurde eine mögliche Untersagung jeweils erörtert und im Fall Aixtron wurde sogar eine zunächst erteilte Unbedenklichkeitsbescheinigung wieder zurückgezogen. Die jüngsten Angebotsunterlagen zeigen, dass Bieter, die von Gesellschaftern aus den betreffenden unionsfremden Ländern kontrolliert werden, sich zum Teil vor Veröffentlichung des Angebots eine Unbedenklichkeitsbescheinigung hatten erteilen lassen, dies aber

nicht durchgängig der Fall war. Allerdings zeigt sich in jüngerer Zeit, dass das Ministerium das Verfahren zur Erlangung einer Unbedenklichkeitsbescheinigung aufwendiger gestaltet. Eine Analyse der gegenwärtigen Rechtslage sowie der geplanten Verschärfung des deutschen Außenwirtschaftsrechts findet sich in einem [Artikel](#) unserer Berliner Kollegen Bärbel Sachs und Johannes Schäffer.

Delisting-Angebote

Im ersten Halbjahr 2017 wurden zwei weitere Delisting-Angebote veröffentlicht (dies entspricht einem Anteil von 18.18% an der Gesamtzahl der öffentlichen Angebote im ersten Halbjahr 2017). Delisting-Angebote wurden in Deutschland durch eine Änderung des Börsengesetzes im November 2015 eingeführt. Zuvor war es möglich, die Zulassung zum Börsenhandel im regulierten Markt von Aktien einer Gesellschaft auf Antrag der Gesellschaft zu widerrufen, ohne dass die Aktionäre ein Recht zur Veräußerung ihrer Aktien im Rahmen eines öffentlichen Angebots gehabt hätten. Diese Möglichkeit ergab sich aufgrund eines Urteil des Bundesgerichtshofs aus dem Oktober 2013, in dem dieser seine frühere strengere Rechtsprechung aufgegeben hatte.

Nach neuem Recht wird die Börse, sofern nicht Ausnahmen (z.B. bei Zweitnotiz) eingreifen, den Widerruf der Börsenzulassung von Aktien nur gestatten, wenn zuvor ein Delisting-Angebot an alle Aktionäre veröffentlicht worden ist. Generell gelten für Delisting-Angebote die Vorschriften des WpÜG. Allerdings werden diese Vorschriften modifiziert: Vor allem muss der Mindestpreis mindestens dem volumengewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Aktien während der sechs Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. vor Kontrollerlangung entsprechen. Für Übernahme- und Pflichtangebote nach dem WpÜG ist dieser Mindestpreis auf der Grundlage eines Zeitraums von drei Monaten zu berechnen.

Das erste Delisting-Angebot, das aufgrund der Neuregelungen abgegeben und vollzogen wurde, ist das Angebot von Lone Star an die Aktionäre der ISARIA Wohnbau AG im Juli 2016 (weitere Informationen über die Rolle von Noerr als Berater der Zielgesellschaften in dieser Transaktion finden Sie [hier](#)). Seitdem wurden vier weitere Delisting-Angebote abgegeben. Diese empirische Grundlage erlaubt eine erste Analyse der typischen Eigenschaften von Delisting-Angeboten.

- ▶ Wir erwarten, dass die Delisting-Angebote nur freundlich, also **mit Unterstützung des Vorstands der Zielgesellschaft** abgegeben werden. Diese Einschätzung beruht darauf, dass nur die Gesellschaft (und nicht der Bieter) den Widerruf der Börsenzulassung der Aktien beantragen kann.
- ▶ Während Delisting-Angebote bislang in den meisten Fällen von Aktionären abgegeben wurden, die bereits einen signifikanten Anteil an der Zielgesellschaft hielten (die durchschnittliche Beteiligungshöhe einschließlich dem Bieter zugerechneter Stimmrechte betrug 50,99%), ist es rechtlich zulässig und von der BaFin anerkannt, dass ein **Übernahmeangebot (d.h. ein Angebot mit dem Ziel, die Kontrolle über die Zielgesellschaft i.S.v. mehr als 30% der Stimmrechte zu erwerben) mit einem Delisting-Angebot kombiniert werden kann**. Eine solche Verbindung kann für Bieter interessant sein, die von vornherein ein Delisting der Zielgesellschaft beabsichtigen. In diesem Fall kann die Aussicht, nach dem Delisting nicht-börsennotierte und damit illiquide Aktien zu halten, für bestimmte Aktionäre einen weiteren Anreiz bieten, das Angebot anzunehmen.
- ▶ Der Bieter muss das Angebot angekündigt und veröffentlicht haben, bevor die Zielgesellschaft den Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung stellt. Um sich der Unterstützung des Angebots zu sichern, sollte der Bieter mit der Zielgesellschaft eine **Delisting-Vereinbarung** abschließen. In einer solchen Vereinbarung (die bislang in drei von fünf Fällen von Delisting-Angeboten abgeschlossen wurde) verpflichtet sich die Zielgesellschaft, den Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung zu stellen und das Delisting zu unterstützen.
- ▶ Eine Delisting-Vereinbarung wird typischerweise abgeschlossen, kurz bevor der Bieter seine Entscheidung zur Abgabe des Angebots veröffentlicht. Das bedeutet, dass der Vorstand und der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft über die Billigung des

Delisting (einschließlich der Bedingungen des Delisting-Angebots und des Angebotspreises) bereits zu einem sehr frühen Zeitpunkt beschließen müssen, selbst wenn ihnen die Angebotsunterlage zu diesem Zeitpunkt noch nicht (oder noch nicht in finaler Form) zur Verfügung steht. Eine solche frühzeitige Billigung kann unter bestimmten Voraussetzungen **im Interesse der Gesellschaft** sein und im Einklang mit den Verpflichtungen des Vorstands und des Aufsichtsrats gegenüber der Gesellschaft stehen. Sofern die Organe ihre Stellungnahmen zum Angebot durch eine Fairness Opinion unterlegt haben möchten, sollte ein solches Gutachten bereits zu diesem Zeitpunkt vorliegen (jedenfalls in Form eines finalen Entwurfs).

Absicherung des Bieters durch Vollzugsbedingungen

Potenziellen Bietern stellt sich oft die Frage, wie sie sich vor Verteidigungsmaßnahmen der Zielgesellschaft schützen können (z.B. Kapitalerhöhungen oder hohen Dividenden). Eine Möglichkeit hierzu ist der Abschluss eines **Business Combination Agreement**, in dem sich die Zielgesellschaft von vornherein verpflichtet, das Angebot zu unterstützen. Wenn eine solche Vereinbarung allerdings nicht abgeschlossen werden kann, besteht die einzige Möglichkeit des Bieters zur Verringerung des Risikos von Verteidigungsmaßnahmen darin, aufschiebende Bedingungen für den Vollzug des Angebots in die Angebotsunterlage aufzunehmen.

Grundsätzlich ist es nach dem WpÜG gestattet, ein Angebot von Bedingungen abhängig zu machen, sofern deren Eintritt nicht durch den Bieter, mit ihm gemeinsam handelnde Person oder deren Tochterunternehmen oder im Zusammenhang mit dem Angebot für diese Personen oder Unternehmen tätige Berater ausschließlich selbst herbeigeführt werden kann. Für Pflicht- oder Delisting-Angebote gelten allerdings strengere Regeln. Hierbei sind Bedingungen grundsätzlich unzulässig; es sei denn, sie sind gesetzlich notwendig (z.B. hinsichtlich der Kartellfreigabe). Wenn ein Angebot unter Bedingungen steht, müssen diese Bedingungen so formuliert sein, dass ihr Eintritt oder Ausfall objektiv und ohne eine Möglichkeit der Beeinflussung durch den Bieter bestimmt werden kann. Sofern eine solche Beurteilung zulässige Spielräume eröffnet (z.B. im Hinblick auf finanzielle Auswirkungen auf die Zielgesellschaft), ist es übliche und von der BaFin akzeptierte Praxis, dass die Beurteilung des Eintritts oder Ausfalls der Bedingungen von einem neutralen Dritten (etwa einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) vorgenommen wird.

Die Frage, welche Bedingungen in die Angebotsunterlage aufzunehmen und wie diese im Einzelnen zu formulieren sind, kann schwierig sein, insbesondere wenn die Bedingungen auf Verteidigungsmaßnahmen abzielen. Der Bieter sieht sich zwei Risiken ausgesetzt:

- ▶ Wenn sich die Bedingungen auf Handlungen oder Ereignisse in der Sphäre der Zielgesellschaft beziehen und weit formuliert sind (z.B. keine Kapitalerhöhung durch die Gesellschaft), kann der Gesellschaft eine Möglichkeit in die Hand gegeben werden, den Vollzug des Angebots zu verhindern (z.B. indem eine sehr kleine Kapitalerhöhung aus dem genehmigten Kapital beschlossen wird). Kürzlich hat die BaFin ihre Rechtsauffassung bestätigt (die von einer Literaturmeinung bestritten wird), dass der Bieter auf den Bedingungseintritt nicht mehr verzichten kann, sobald der Ausfall einer Bedingung sicher geworden ist, und damit bestätigt, dass Bietern dieser denkbare Weg aus dem Dilemma nicht zur Verfügung steht.
- ▶ Wenn die Bedingungen dagegen sehr eng formuliert sind (z.B. keine Kapitalerhöhung, die einen bestimmten Schwellenwert übersteigt), wird es für die Zielgesellschaft schwieriger werden, den Vollzug des Angebots zu verhindern. Allerdings geht dies für den Bieter mit dem Nachteil einher, dass er durch das Angebot gebunden bleibt, auch wenn bestimmte nachteilige Maßnahmen (z.B. Kapitalerhöhungen unterhalb des Schwellenwertes) von der Zielgesellschaft unternommen werden.

Die Beurteilung, welche Bedingungen in die Angebotsunterlage aufzunehmen sind und wie sie formuliert werden, richtet sich einerseits nach den Zielen und dem Maß an Risikogenigkeit des Bieters und andererseits nach einer Einschätzung der Wahrscheinlichkeit, mit der die Zielgesellschaft Abwehrmaßnahmen erfolgreich umsetzen können.



Der Noerr Public M&A Report für das erste Halbjahr 2017 analysiert die Entwicklung von öffentlichen Übernahmen in einem Vierjahreszeitraum nach Anzahl und Volumen ebenso wie die Entwicklung der Prämienhöhen und Markttrends.

Zudem nehmen die Autoren Volker Land und Stephan Schulz einige für öffentliche Übernahmen aktuell relevante Themen aus rechtlicher Sicht unter die Lupe: Außenwirtschaftliche Regulierung, Delisting-Angebote und der Schutz potentieller Bieter vor Verteidigungsmaßnahmen der Zielgesellschaft sind dabei von besonderem Interesse.

[> Noerr Public M&A Report H1 2017 als PDF](#)

Contact Person



Dr. Volker Land

Mitglied der Practice Group Kapitalmarktrecht
Mitglied der Practice Group Gesellschaftsrecht/M&A
Rechtsanwalt

T +49 40 300397 102



Dr. Stephan Schulz

Mitglied der Practice Group Kapitalmarktrecht
Rechtsanwalt

T +49 40 3003970