

Noerr Public M&A Report 01/2018

Der deutsche Markt für öffentliche
Übernahmen im Jahr 2017

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

/ Noerr Public M&A Report

Marktentwicklung

- Das Marktvolumen erreichte in 2017 erneut einen Höchststand, getrieben vom Umtauschangebot an die Aktionäre der Linde AG. Die Zahl der Transaktionen blieb dagegen im Vergleich zu 2016 gleich und stieg auch im Mehrjahresvergleich nur geringfügig.
- Die durchschnittliche Angebotsprämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten vor Bekanntgabe des Angebots betrug in 2017 rd. 12,09%. Bei einer im Mehrjahresvergleich zu betrachtenden uneinheitlichen Entwicklung der durchschnittlichen Prämien ist dieser Wert relativ niedrig.
- Der Anteil der begründeten Stellungnahmen der Organe zu den Angeboten (§ 27 WpÜG) ohne Fairness Opinion bleibt im Mehrjahresvergleich etwa konstant bei rd. 25% (2017: 22,73%).
- Im Mehrjahresvergleich nimmt die Praxis, mehrere Fairness Opinions zur Unterstützung von begründeten Stellungnahmen einzuholen, insbesondere bei Large Cap-Transaktionen, besonderer Komplexität der Transaktionsstruktur oder kontroversen Übernahmen zu.
- Im Vergleich zum Vorjahr wurde in 2017 eine höhere Zahl von sog. „neutralen Stellungnahmen“ abgegeben.

Anzahl und Volumen der öffentlichen Angebote

Im Jahr 2017 wurden 22 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).¹ Diese Angebote betreffen Zielgesellschaften² mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („MKA“) von insgesamt EUR 58,6 Mrd. (2016: EUR 32,8 Mrd.). Sie umfassten 18 Übernahmeangebote, ein Pflichtangebot und drei Delisting-Angebote. Es wurden im gesamten Jahr 2017 keine einfachen Erwerbsangebote abgegeben.

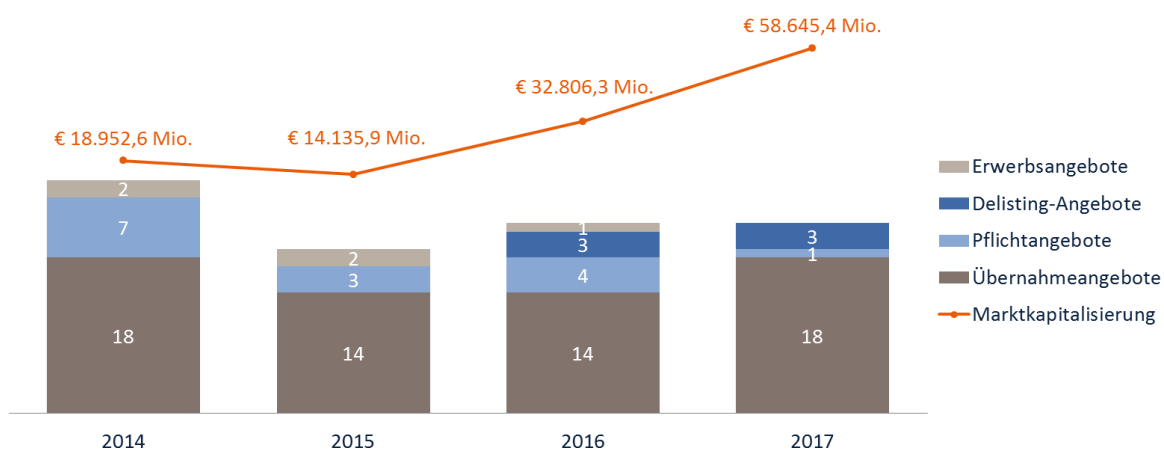


Abb. 1: Anzahl, Art und Volumen der Angebote
Quelle: Noerr Research

Das Angebotsvolumen des deutschen Markts für öffentliche Übernahmen (ausgedrückt im MKA) weist im Jahr 2017 einen Mehrjahres-Spitzenwert auf. Die Steigerung gegenüber 2016 beträgt 78,76%. Bereits der Wert des Jahres 2016 von EUR 32,8 Mrd. war ein Spitzenwert mit einer Steigerung von 132,08% gegenüber 2015. Allerdings beruht der Anstieg des Angebotsvolumens auf den Großtransaktionen der Jahre 2017 und 2016. In 2017 bezog sich allein das Umtauschangebot an die Aktionäre der Linde AG zum Zwecke des Zusammenschlusses mit der Praxair, Inc. auf eine MKA von EUR 34,5 Mrd. (entspricht 58,78% des Gesamtmarkts in 2017). Im Jahr 2016 hatte das (letztlich nicht vollzogene) Umtauschangebot an die Aktionäre der Deutsche Börse AG zum Zusammenschlusses mit der London Stock Exchange Group plc eine ähnlich herausragende Stellung. Die MKA der Deutsche Börse AG betrug EUR 22,1 Mrd. (entspricht 65,19% des Gesamtmarkts in 2017).

¹ Ein Angebot (Pflichtangebot der Handgo (China) Holding Co. Limited an die Aktionäre der Panamax AG) wurde von der BaFin nach der Bekanntgabe des Kontrollerwerbs durch die Bieterin untersagt.

² In Bezug auf die STADA Arzneimittel AG und die Pfeiffer Vacuum Technology AG wurden jeweils zwei Angebot abgegeben. Für die Zwecke des Reports (Anzahl Zielgesellschaften; Marktkapitalisierung) wurde jedes Angebot separat gezählt.

Betrachtet man die Zahl der Transaktionen, so ergibt sich ein anderes Bild. Insoweit blieben die Aktivitäten im Markt für öffentliche Übernahmen gegenüber 2016 konstant und liegen leicht über den Marktaktivitäten des Jahres 2015 (19 Angebote).

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

Unterteilt man den Markt nach der Marktkapitalisierung der Zielgesellschaften in die drei Segmente Small-Cap, Mid-Cap und Large-Cap,³ so ergibt sich folgendes Bild:

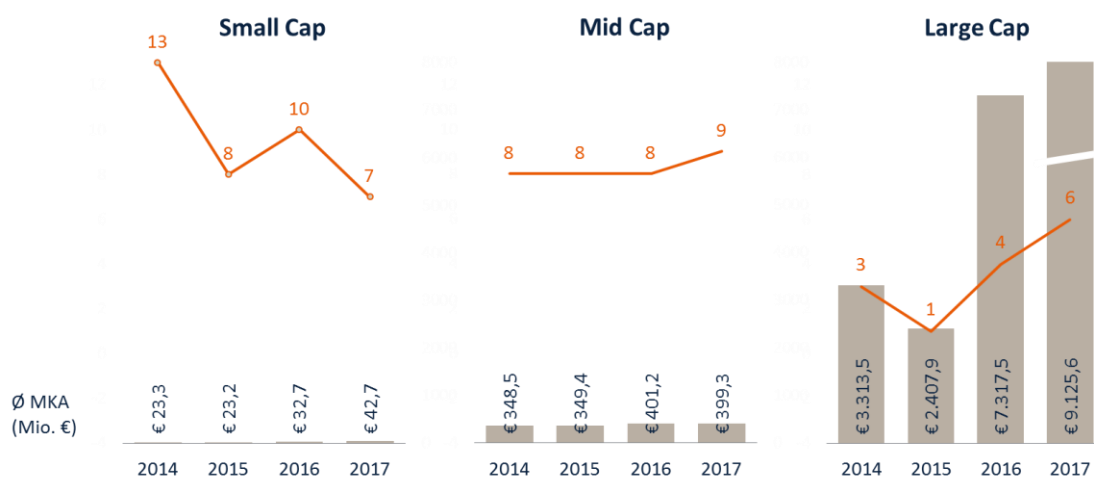


Abb. 2: Entwicklung in den Segmenten
Quelle: Noerr Research

Die Betrachtung der Marktsegmente zeigt, dass vor allem der Bereich der Large Cap-Transaktionen in 2016 und 2017 von großer Dynamik geprägt war. Die (niedrige) Zahl der Transaktionen stieg deutlich gegenüber den Jahren 2014 und 2015 an. Noch deutlicher stieg das Angebotsvolumen.

Stabil verlief die Entwicklung dagegen sowohl in Bezug auf die Transaktionszahl als auch in Bezug auf das Transaktionsvolumen im Mid Cap-Bereich. In diesem Segment fällt unter beiden Aspekten eine geringe Schwankungsbreite auf.

Im Bereich Small Cap scheint der Mehrjahrestrend auf einen Rückgang der Marktaktivitäten hinzuweisen. Das Ansteigen der durchschnittlichen Angebotsvolumina in diesem Segment nach 2015 (um 40,67% von 2015 auf 2016 und um 30,71% von 2016 auf 2017) mag als Folge der zahlreichen Delistings im Zeitraum von Oktober 2013 bis zum November 2015 zu interpretieren sein. In diesem Zeitraum war in Folge des „Frosta“-Beschlusses des BGH (Beschl. v. 8.

³ **Definition der Marktsegmente:** *Large Cap Transaktionen:* MKA der Zielgesellschaft gleich oder über EUR 1.000 Mio.; *Mid Cap-Transaktionen:* MKA der Zielgesellschaft gleich oder über EUR 100 Mio. und weniger als EUR 1.000 Mio.; *Small Cap-Transaktionen:* MKA der Zielgesellschaft weniger als EUR 100 Mio.

Oktober 2013, Az: II ZB 26/12, NJW 2014, 146) und vor Inkrafttreten der Neufassung des § 39 BörsG ein Delisting vom regulierten Markt an vielen deutschen Börsen ohne zustimmenden Hauptversammlungsbeschluss und ohne Abfindungsangebot an die Aktionäre möglich. In der Folge zogen sich viele Unternehmen, vor allem solche mit geringer Marktkapitalisierung, vom regulierten Markt zurück.

Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Das Angebotsvolumen war im Jahr 2017 ungleich über die Zahl der Transaktionen verteilt. Während einige wenige Zielgesellschaften über sehr hohe Marktkapitalisierungen verfügen, waren die meisten Zielgesellschaften niedrig bewertet.

Von den 22 Angeboten des Jahres 2017 stellten die sechs Large Cap-Transaktionen 93,36% der MKA des Gesamtmarktes dar. Im Jahr 2016 zeigte sich ein ähnliches, wenngleich nicht ganz so extremes Bild. In diesem Jahr umfassen die vier Large Cap-Transaktionen 75,28% der MKA des Gesamtmarktes mit 22 Angeboten.

Die folgende Grafik zeigt die Anteile der Large Cap-Transaktionen der Jahre 2016 und 2017 an der MKA des jeweiligen Gesamtmarkts.

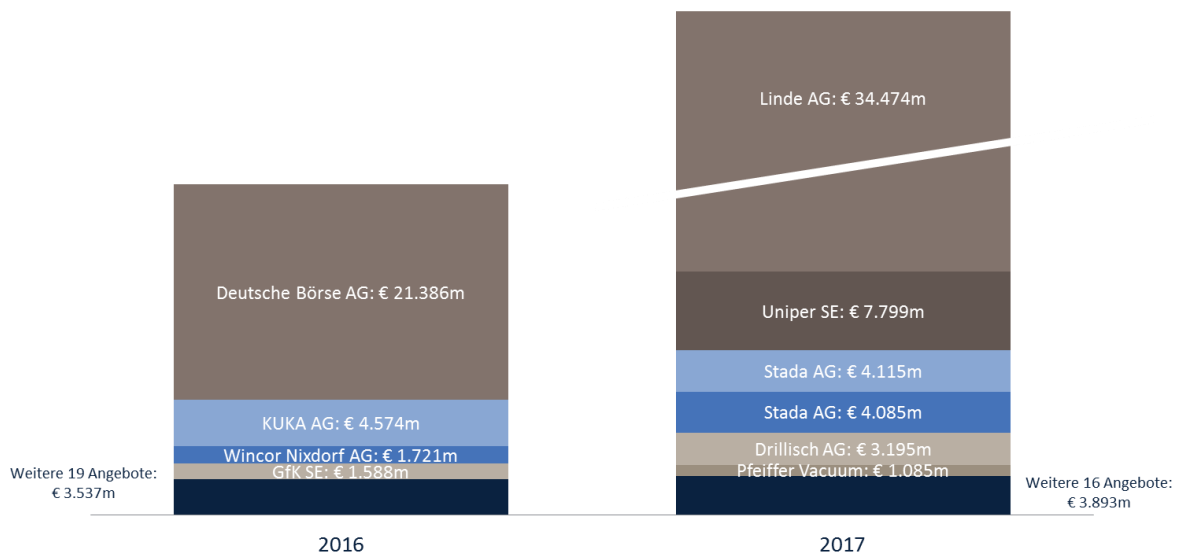


Abb. 3: Verteilung des Angebotsvolumens
Quelle: Noerr Research

Durchschnittliche Angebotsprämien

Die Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten vor Bekanntgabe des Angebots betrug bei den Angeboten des Jahres 2017 durchschnittlich 12,09%.

Bei den Angeboten des Jahres 2016 lag dieser Durchschnitt dagegen (unbereinigt) bei 73,21%. Bereinigt um das Pflichtangebot der Elector GmbH an die Aktionäre der Clere AG, bei dem aufgrund eines kurstechnischen Effekts durch eine Kapitalherabsetzung eine rechnerische Prämie von 971,43% gezahlt wurde, betrug der Durchschnitt dagegen 33,81%.

Die entsprechenden Durchschnittswerte beliefen sich im Jahr 2015 auf (bereinigt⁴) 19,87% und im Jahr 2014 auf 7,58%.⁵

Die Entwicklung der durchschnittlichen Angebotsprämien auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten vor Bekanntgabe des Angebots entwickelt sich über die Jahre recht uneinheitlich. Verallgemeinernde Aussagen sind daher kaum möglich.

Ein ähnlich uneinheitliches Bild ergibt sich, wenn man die Angebote der Jahre 2014 bis 2017 nach der Prämienhöhe in Klassen einteilt und über diesen Zeitraum vergleicht:

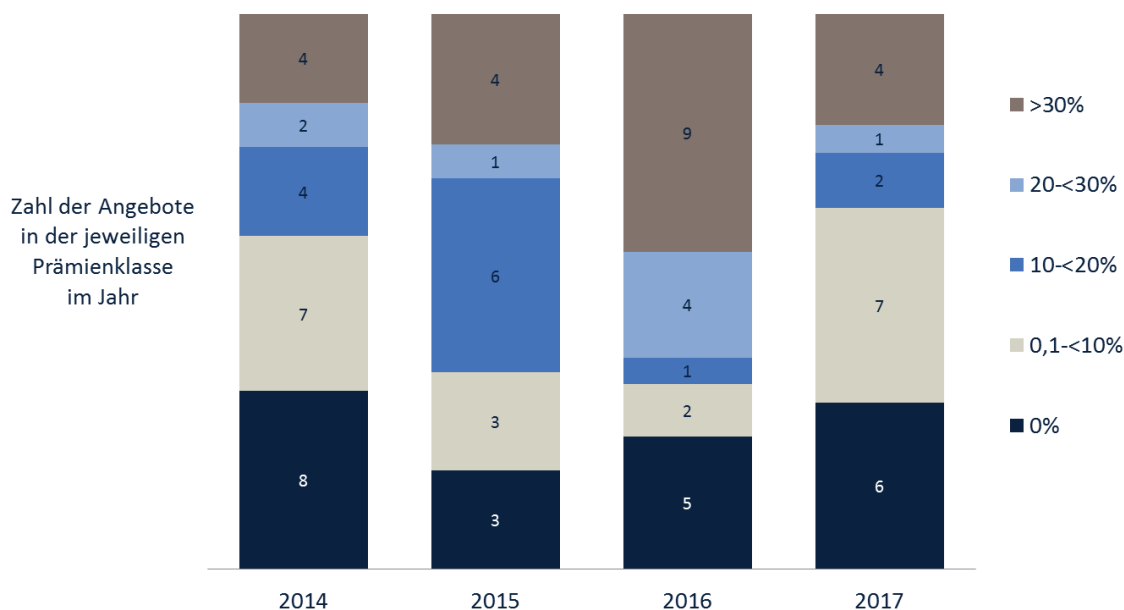


Abb. 4: Prämienhöhe, Ausschluss von Ausreißern Clere AG (Prämie 971%, 2016) und Softmatic AG (Prämie 431%, 2015)
Quelle: Noerr Research

⁴ Bei der Ermittlung der Durchschnittsprämie für das Jahr 2015 wurde das Pflichtangebot der LIVIA Corporate Development SE an die Aktionäre der Softmatic AG unberücksichtigt gelassen, bei dem bei einer MKA der Zielgesellschaft von nur rd. EUR 4,2 Mio. eine rechnerische Prämie von rd. 431,1% gezahlt wurde.

⁵ Bei den Berechnungen der Durchschnittsprämien blieben Angebote, die von der BaFin untersagt wurden, unberücksichtigt.

Die Verteilung der Angebote über die Prämienklassen schwankt stark. Gut erkennbar ist, dass in jedem Jahr ein signifikanter Anteil der Angebote ohne (d.h. auf Grundlage des gesetzlichen Mindestangebotspreises) oder nur mit minimaler Angebotsprämie abgegeben wird.

Im Fokus: Praxis der Abgabe begründeter Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 27 WpÜG⁶

Übernahmerechtlicher Hintergrund

Für Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft ist die Abgabe einer begründeten Stellungnahme nach § 27 WpÜG der zentrale Schritt im Angebotsverfahren. Sie enthält regelmäßig eine Empfehlung an die Aktionäre, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen. Ihr Inhalt findet daher bei Aktionären, anderen Marktteilnehmern und der allgemeinen Öffentlichkeit große Beachtung.

Die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft haben die begründete Stellungnahme unverzüglich, d.h. in der Regel innerhalb von etwa zwei Wochen, nach Übermittlung der Angebotsunterlage durch den Bieter zu veröffentlichen. Die Pflicht trifft Vorstand und Aufsichtsrat jeweils einzeln (als Gesamtorgan). Im Normalfall wird die Stellungnahme aber als einheitliches Dokument von beiden Organen gemeinsam abgegeben (sog. *gemeinsame Stellungnahme*). Das war auch bei allen Angeboten des Jahres 2017 der Fall. Inhaltlich müssen die Organe insbesondere zur Art und Höhe der Gegenleistung, zu den voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots, den Zielen des Bieters und zu den Annahmeabsichten der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder Stellung nehmen. Daneben haben sich in der Praxis weitere typische Inhalte einer Stellungnahme etabliert; in weiten Teilen orientiert man sich insoweit an den Inhalten der Angebotsunterlage.

Zwei Aspekte der begründeten Stellungnahme sollen im Folgenden anhand der Praxis im Jahr 2017 näher untersucht werden: Die Usancen hinsichtlich der Abgabe der Stellungnahme auf Grundlage sog. *Fairness Opinions* und das Phänomen der „neutralen Stellungnahme“.

Praxis der Einholung von Fairness Opinions

Im Zentrum der begründeten Stellungnahme steht die Einschätzung zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung. Dabei dürfen sich die Organe nicht darauf beschränken zu prüfen, ob der Bieter den Mindestpreisregelungen entsprochen hat. Vielmehr bedarf es einer Gegenüberstellung der Gegenleistung mit dem nach Einschätzung der Organe wahren Wert der Zielgesellschaft. Das WpÜG sieht für die Unternehmensbewertung durch die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft keine bestimmte Bewertungsmethode vor. Im Gegensatz zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen wird in der Praxis grundsätzlich keine fundamentale Unternehmensbewertung nach IDW S 1 durchgeführt (im Jahr 2017 nur in einem Fall). Vielmehr wird im Rahmen der begründeten Stellungnahmen nicht nur ein konkreter Un-

⁶ Die Autoren danken Herrn Philipp M. Scholl, Rechtsanwalt im Frankfurter Büro der Noerr LLP, für die Unterstützung beim Verfassen dieses Abschnitts.

ternehmenswert ermittelt, sondern die angebotene Gegenleistung durch kumulative Anwendung mehrerer Bewertungsmethoden und Kennzahlen mit einer Wertbandbreite verglichen. Bei den Stellungnahmen des Jahres 2017 wurde in den weit überwiegenden Fällen (18 von 22) auf eine Auswahl aus den folgenden Bewertungsverfahren und sonstigen Wertindikatoren zurückgegriffen:

- Vergleich mit aktuellen und historischen Börsenkursen und/oder Börsenkursanalysen;
- Vergleich mit Zielkursen von Finanzanalysten;
- Vergleich mit Vorerwerbspreisen bzw. Berücksichtigung von sog. *Irrevocable Undertakings*;
- Vereinfachte Unternehmensbewertung nach dem sog. *Discounted Cashflow-Verfahren*;
- Multiplikatorverfahren;
- Vergleich mit gezahlten Prämien anderer öffentlicher Angebote oder den durchschnittlich gezahlten Prämien.

Zur Unterstützung dieser Beurteilung besteht eine internationalen Gepflogenheiten entsprechende Marktusage, sog. *Fairness Opinions* von externen Beratern einzuholen (etwa von Investmentbanken, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften oder anderen Finanzberatern). Ein Teil der vorgenannten Bewertungsverfahren (insb. die Unternehmensbewertung nach dem sog. *Discounted Cashflow-Verfahren* und dem Multiplikatorverfahren) wird dabei im Rahmen der Fairness Opinion durch die externen Berater durchgeführt. Rechtlich verpflichtet sind die Organe zur Einholung einer Fairness Opinion allerdings nicht; die Stellungnahme kann grundsätzlich auch ohne externe Unterstützung abgegeben werden.

Fairness Opinions beurteilen ausschließlich die finanzielle Angemessenheit der Gegenleistung und bestehen meist aus einer Art Bewertungsgutachten (sog. *Valuation Memorandum*) und einem Brief an den Vorstand bzw. den Aufsichtsrat mit einer Zusammenfassung des Prüfungsergebnisses (sog. *Opinion Letter*). Letzterer wird den Stellungnahmen in der Praxis regelmäßig als Anlage beigelegt, während das Valuation Memorandum wegen darin enthaltener vertraulicher Informationen nicht offengelegt wird.

Der Anteil der Stellungnahmen, denen mindestens eine Fairness Opinion beigelegt ist, ist im Mehrjahresvergleich seit Anfang 2014 nahezu konstant geblieben. Im Jahr 2017 belief er sich auf 77,27 % (im Jahr 2016: 76,19%, im Jahr 2015: 75,00%, im Jahr 2014: 71,43%) der ausgewerteten⁷ Stellungnahmen. Damit verzichteten im Jahr 2017 nur fünf der 22 Zielgesellschaften auf die Einholung von externem Rat für die Erstellung der Fairness Opinion. Bei diesen Fällen

⁷ Die Zahl der von uns ausgewerteten Stellungnahmen ist niedriger als die Zahl der Angebote in den betreffenden Jahren, weil nicht mehr alle Stellungnahmen öffentlich verfügbar waren.

handelte es sich entweder um Angebote mit geringer MKA oder Einzelfälle, in denen die üblicherweise angewandten Bewertungsmethoden keine aussagekräftigen Bewertungsergebnisse erzielen konnten (etwa Gemeinsame Stellungnahme der Organe der CLERE AG vom 8. Juni 2017).

Eine Zunahme ist im Jahr 2017 bei der Zahl der Fairness Opinions je veröffentlichter Stellungnahme zu verzeichnen. In sieben der 17 Fälle (entspr. 41,18%), in denen Fairness Opinions eingeholt wurden, war den Stellungnahmen sogar mehr als eine Fairness Opinions beigefügt:

- Zwei gemeinsame Stellungnahmen der Pfeiffer Vacuum Technology AG vom 24.02.2017 bzw. 23.04.2017 sowie gemeinsame Stellungnahme der Drillisch AG vom 07.06.2017: jeweils zwei Fairness Opinions (gemeinsam eingeholt)
- Gemeinsame Stellungnahme der Uniper SE vom 21.11.2017: zwei Fairness Opinions (jeweils eine durch Vorstand und Aufsichtsrat eingeholt)
- Zwei gemeinsame Stellungnahmen der STADA Arzneimittel AG vom 10.05.2017 bzw. 24.07.2017: jeweils drei Fairness Opinions (zwei von Seiten des Vorstands und eine von Seiten des Aufsichtsrats eingeholt)
- Gemeinsame Stellungnahme der Linde AG vom 21.08.2017: vier Fairness Opinions (jeweils zwei durch Vorstand und Aufsichtsrat eingeholt)

Im Vorjahr 2016 wurden in vier von 15 Fällen (entspr. 26,67%), in denen auf Fairness Opinions zurückgegriffen wurde, mehr als eine Fairness Opinion erstellt. Die Höchstmarke von vier eingeholten Fairness Opinions wurde im Übernahmeverfahren betreffend die KUKA AG erreicht. Im Jahr 2015 gab es mehrere Fairness Opinions nur in zwei von 9 Fällen mit Fairness Opinions (entspr. 22,22%); beim Umtauschangebot an die Aktionäre der Deutsche Wohnen AG wurden sogar fünf Fairness Opinions eingeholt. Im Jahr 2014 gab es solche Fälle unter den ausgewerteten Stellungnahmen nicht.

Bei den meisten Angeboten, bei denen mehrere Fairness Opinions eingeholt wurden, handelt es sich um Angebote aus dem Large Cap-Segment (d.h mit einer MKA von mehr als EUR 1 Mrd.). Häufig sind Fälle darunter, die eine besondere Komplexität aufweisen (z.B. Umtauschangebote) oder besonders kontrovers sind. In diesen Konstellationen kann die Einholung mehrerer Fairness Opinions daher im Large Cap-Bereich als üblich bezeichnet werden.

Neutrale Stellungnahmen

Im Jahr 2017 wurde zudem eine erhöhte Anzahl an sog. neutralen Stellungnahmen veröffentlicht. Stellungnahmen sind „neutral“, wenn sie im Ergebnis keine abschließende Handlungsempfehlung an die Aktionäre vorsehen. Handlungsempfehlungen können sowohl zustimmenden als auch ablehnenden Charakter haben. Im Einzelfall sind auch Stellungnahmen denkbar, die sich einer konkreten Handlungsempfehlung an die Aktionäre enthalten. Die BaFin hat im BaFin-Journal Juli 2014 (S. 19) ebenfalls ausdrücklich auf die Möglichkeit einer Enthaltung hingewiesen.

Fünf der 22 ausgewerteten Stellungnahmen (entspr. 22,73 %) im Jahr 2017 enthielten sich einer Empfehlung (neben 12 positiven und fünf negativen Stellungnahmen). Im Jahr 2016 wurden bei 21 ausgewerteten Stellungnahmen insgesamt nur eine neutrale Stellungnahme (entspr. 4,76%) abgegeben (neben 17 positiven und vier negativen Stellungnahmen). Im Jahr 2015 waren zwei von 12 ausgewerteten Stellungnahmen neutral (entspr. 16,67%); im Jahr 2014 sechs von 14 ausgewerteten Stellungnahmen (entspr. 42,86%).

In vier der fünf neutralen Stellungnahmen des Jahres 2017 wurde die Gegenleistung als finanziell angemessen angesehen. Dennoch sahen sich die Organ außerstande, eine befürwortende Stellungnahme abzugeben. Sie verwiesen auf die verschiedenen Argumente, die für und gegen die Annahme des Angebots sprächen und nur von den Angebotsadressaten unter Berücksichtigung ihrer individuellen Verhältnisse abgewogen werden könnten. Exemplarisch sei hier die Stellungnahme der Organe der Drillisch AG genannt. In diesem Dokument führten der Vorstand und der Aufsichtsrat die zahlreichen Synergiepotentiale auf, die der Zusammenschluss mit der United Internet AG herbeiführen könnte, überließen aber die abschließende Beurteilung den Aktionären. Die fünfte Stellungnahme betraf den umgekehrten Fall: Vorstand und Aufsichtsrat der NORDWEST Handel AG sahen von einer negativen Handlungsempfehlung ab, obwohl sie das Angebot für finanziell unangemessen hielten, weil die Organe die Ziele und Absichten des Bieters positiv bewerteten.

Insgesamt stellen neutrale Stellungnahmen in der Praxis keinen Ausnahmefall dar. Das Meinungsbild zur Zulässigkeit und Reichweite neutraler Stellungnahmen ist in der juristischen Literatur nicht eindeutig. Einerseits gibt es Stimmen, die neutrale Stellungnahmen nur in den Ausnahmefällen eines argumentativen Patts oder bei bestehenden Interessenkonflikten für zulässig erachten. Demgegenüber mehren sich Stimmen, die eine neutrale Stellungnahme stets für zulässig halten, da keine Pflicht der Verwaltungsorgane zur Abgabe einer eindeutig positiven oder negativen Handlungsempfehlung bestehe. In der Praxis sollte im Falle einer neutralen Stellungnahme jedenfalls auf eine sorgfältige Begründung der Enthaltung geachtet werden. Dies wird sowohl von der Literatur als auch von der BaFin verlangt.

/ Ihre Ansprechpartner

Hamburg



Dr. Volker Land

Partner, Noerr

T +49 40 300397191

volker.land@noerr.com



Dr. Stephan Schulz

Associated 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