

# Takeover Report Deutschland 2018

Prof. Dr. Christian Aders, ValueTrust Financial Advisors SE, München, Renata Lavrova, M.Sc., Handelshochschule Leipzig & Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, Handelshochschule Leipzig und finexpert GmbH

## 1. Die Datenbasis

Die durchgeführte Marktstudie basiert auf einer seit 2005 durchgehend gepflegten Datenbank mit allen nach WpÜG veröffentlichungspflichtigen Übernahmeangeboten. Die Datenbasis enthält neben den Angebotsdaten und den Kapitalmarktreaktionen auch die entsprechenden Stellungnahmen nach § 27 WpÜG und gegebenenfalls eingeholte Fairness Opinions. Im jährlichen Takeover Report werden Variablen wie Angebotsprämie, Zahlungsart, Kapitalmarktreaktion für Bieter- und Zielunternehmen und die im Rahmen der Stellungnahme nach § 27 WpÜG gegebene Empfehlung von Vorstand, Aufsichtsrat und Opinion Writer sowie der finale Erfolg des Angebotes und die Annahmequote analysiert.

Die aktuelle Ausgabe betrachtet das Jahr 2017. Um Trends und Entwicklungen besser erkennen zu können, werden die entsprechenden Daten der Vorjahre in die Betrachtung einbezogen.<sup>1</sup>

## 2. Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick

Nachfolgend werden wesentliche Ergebnisse des aktuellen Takeover Reports zusammengefasst:

- Die Anzahl an Übernahmeangeboten weist in 2017 mit 20 Erstgeboten das niedrigste Niveau seit 2010 auf.
- 40% der Angebote weisen eine Prämie von lediglich 0%–5% auf den gesetzlich geforderten Mindestpreis auf. Die durchschnittliche Prämie liegt mit 12,5% deutlich unterhalb des langjährigen Mittels von 18,5%.
- Die Kapitalmarktreaktion wird mithilfe von kumulierten abnormalen Renditen (KAR) gemessen. Die durchschnittliche KAR weist mit 10,9% ebenfalls einen deutlich unterdurchschnittlichen Wert auf.

- Die Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens zum vorliegenden Angebot nach § 27 WpÜG wurden in 2017 durchgehend gemeinsam erstellt.
- In über 70% aller Fälle wurde zusätzlich eine externe Fairness Opinion durch die Organe der Zielgesellschaft eingeholt. Fairness Opinions und Stellungnahmen wiesen in mehr als 95% der Fälle identische Beurteilungen und Empfehlungen auf.
- Im Jahr 2017 wurden, gemessen an der Überschreitung der 50%- oder einer vorgegebenen Mindestschwelle, 72% aller Angebote erfolgreich abgeschlossen.
- Alternativ wird der „Erfolg“ des Angebots über die Relation „zusätzlich erhaltene Anteile/ausstehende Anteile bei Angebotsabgabe“ gemessen. Hier zeigt sich ein deutlich positiver Einfluss der gebotenen Prämie auf den Erfolg.

## 3. Ausgewählte Analysen im Detail

### 3.1 Marktübersicht

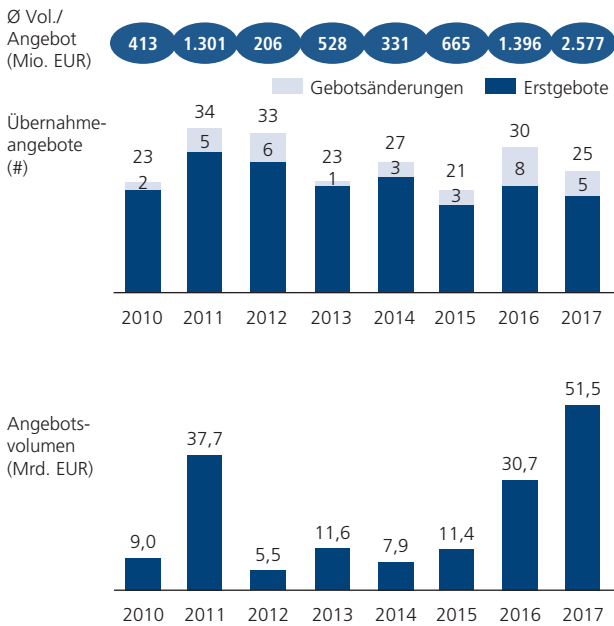
Im Jahr 2017 wurden 20 veröffentlichungspflichtige Erstgebote abgegeben. Das Angebotsvolumen ist mit 51,45 Mrd. EUR allerdings das höchste seit im betrachteten Zeitraum. Ursache hierfür ist das Angebot der Linde PLC an die Aktionäre der Linde AG im Zuge des Mergers Linde/Praxair mit einem Volumen von 34,7 Mrd. EUR. Abbildung 1 fasst die Entwicklung von Anzahl und Volumen der Angebote im Zeitablauf zusammen.

Abbildung 2 zeigt die Verteilung der Angebotsprämien für das Jahr 2017. 40% (35%) der Angebote wiesen eine Prämie von 0%–5% (0%) auf das gesetzlich vorgeschriebene Mindestgebot auf. Die hohe Anzahl von Angeboten ohne Prämie ist auch auf die Neuregelung des De-Listing zurückzuführen: § 39 BörsG fordert im Falle eines Delisting für das notwendige Abfindungsangebot die Anwendung der WpÜG-Regulativen. In 2017 waren vier Delisting-Angebote mit einer Prämie von null zu verzeichnen.

<sup>1</sup> Der vollständige finexpert-Value Trust Takeover Report Deutschland 2018 ist im Mitgliederbereich von [www.finexpert.info](http://www.finexpert.info) in englischer Sprache zum Download verfügbar. Dort finden Sie auch die Vorjahresausgabe.

**Abb. 1 • Übernahmeangebote und Angebotsvolumen**

Quelle: Eigene Darstellung



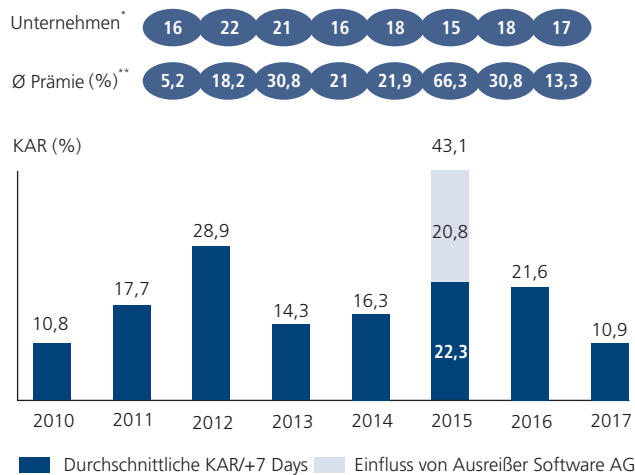
**Abb. 2 • Verteilung Angebotsprämien (%)**

Quelle: Eigene Darstellung



**Abb. 3 • Ø KAR +/-7 für Zielunternehmen (%)**

Quelle: Eigene Darstellung



\* Nur Erstgebote berücksichtigt, für die Marktdaten verfügbar waren  
 \*\* Angebotsprämie = (Angebotspreis)/(Aktienkurs -8 Tage) -1

In 2017 wurden deutlich niedrigere Prämien gezahlt; die ungewichtete Durchschnittsprämie lag mit 12,5% deutlich unter dem langjährigen Mittel von 18,5%.

**3.2 Kapitalmarktreaktion**

Um die Reaktion des Kapitalmarktes auf die jeweiligen Erstgebote zu messen, wurden für Ziel- und Bieterunternehmen (im Fall ihrer Börsennotierung) die kumulierten abnormalen Renditen (KARs) der jeweiligen Aktienkurse um den Tag der Angebotsveröffentlichung

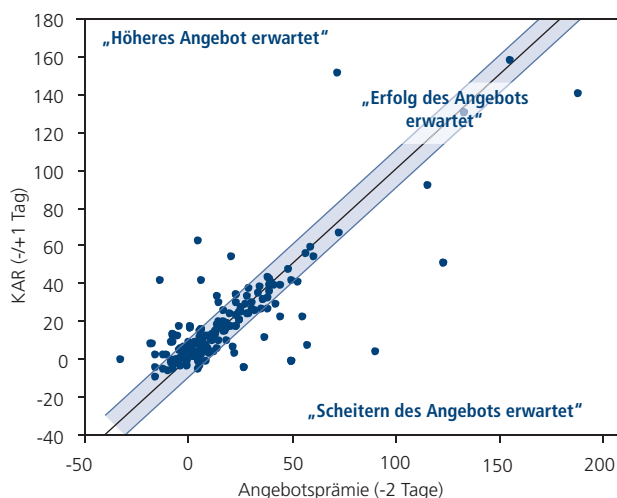
ermittelt.<sup>2</sup> Für die Bestimmung werden zwei Ereignisfenster verwendet: -1 bis +1 Tage und -7 bis +7 Tage. Als Vergleichsindex zur Berechnung der Überrenditen dient der DAX Prime All Share als breiter nationaler Performance-Index.

Für die Zielunternehmen sind die durchschnittlichen KARs über den gesamten Beobachtungszeitraum positiv, aber im Vergleich zu den Vorjahren mit

<sup>2</sup> Es werden nur Erstgebote berücksichtigt, bei denen der Bieter vor Angebotsunterbreitung weniger als 75% der Anteile am Zielunternehmen hielt.

**Abb. 4 • Prämie vs. KAR für Zielunternehmen**

Quelle: Eigene Darstellung



durchschnittlich 10,9% deutlich niedriger. Ursache hierfür sind unter anderem die niedrigeren gebotenen Prämien. Abbildung 3 zeigt die Ergebnisse.

Die durchschnittliche KAR des Jahres 2016 lag bei 21,6%.<sup>3</sup>

Im Gegensatz dazu konnte für die börsennotierten Bieterunternehmen keine einheitliche signifikant positive Kapitalmarktreaktion festgestellt werden. Dieses Ergebnis deckt sich mit denjenigen zahlreicher empirischer Studien: Die durchschnittlichen abnormalen Renditen für börsennotierte Bieterunternehmen liegen bei den meisten empirischen Untersuchungen um den Nullpunkt.

Für Zielunternehmen ermöglicht der Vergleich von Angebotsprämien und KARs weitere Einblicke in die Einschätzung des Marktes bezüglich der Erfolgsaussichten des Übernahmeangebotes. Zunächst bestätigen die Daten auch für das Jahr 2017 die generelle Hypothese eines positiven Zusammenhangs zwischen Prämie und KAR; der Korrelationskoeffizient zwischen den beiden Größen beträgt 79,5%.

Ist die KAR des Zielunternehmens geringer als die gebotene Prämie, dann wird die Erfolgswahrscheinlichkeit des Übernahmeangebotes von den Marktteilnehmern als eher gering eingestuft. Liegt andererseits die KAR des Zielunternehmens deutlich über der Angebotsprämie, dann spekuliert die Mehrheit der

Marktteilnehmer offensichtlich auf ein weiteres, verbessertes Angebot. Sind die KAR des Zielunternehmens und die Angebotsprämie in etwa gleich hoch, geht der Markt von einem Erfolg des aktuell vorliegenden Angebots aus.

Abbildung 4 stellt den Vergleich der beiden Größen für die Jahre 2010–2017 grafisch dar. Vergleicht man nun die Erwartung des Kapitalmarktes nach der hier beschriebenen Hypothese mit dem tatsächlichen weiteren Verlauf der Transaktion, so wurde diese in 55% der Fälle bestätigt.

### 3.3 Stellungnahmen der Organe der Zielgesellschaft und Fairness Opinions

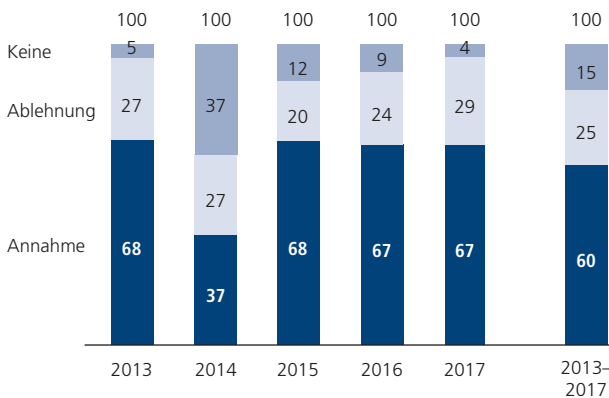
§27 WpÜG fordert, dass die Organe der Zielgesellschaft (Aufsichtsrat und Vorstand) zur Angemessenheit des vorliegenden Angebotes Stellung nehmen. In den vergangenen Jahren hat eine zunehmende Anzahl von Zielgesellschaften zusätzlich sogenannte Fairness Opinions von Dritten eingeholt, die ergänzend die Angemessenheit des Angebotes beurteilen. Die Stellungnahme der Organe und die gegebenenfalls eingeholte Fairness Opinion stellen ein wichtiges Instrument der Kommunikation zwischen Management und Anteilseignern der Zielgesellschaft dar und beeinflussen so den Erfolg des Übernahmeangebotes. In der Regel nehmen Aufsichtsrat und Vorstand gemeinsam Stellung zum vorgelegten Angebot (2013–2017: in 94% aller Stellungnahmen).

Zwischen 2013 und 2017 haben sich Vorstand und Aufsichtsrat im Durchschnitt in 85% aller Stellungnahmen klar positioniert: 60% der Stellungnahmen emp-

<sup>3</sup> Die hohe durchschnittliche abnormale Rendite in 2015 wurde durch einen Ausreißer verursacht: Das Gebot von Livia für die insolvente Softmatic AG hatte eine abnormale Rendite von knapp 600% zur Folge. Nach der Bereinigung um diesen Ausreißer liegt die KAR 2015 nur noch leicht über dem langjährigen Mittelwert.

**Abb. 5 • Empfehlung der Stellungnahmen (%)**

Quelle: Eigene Darstellung



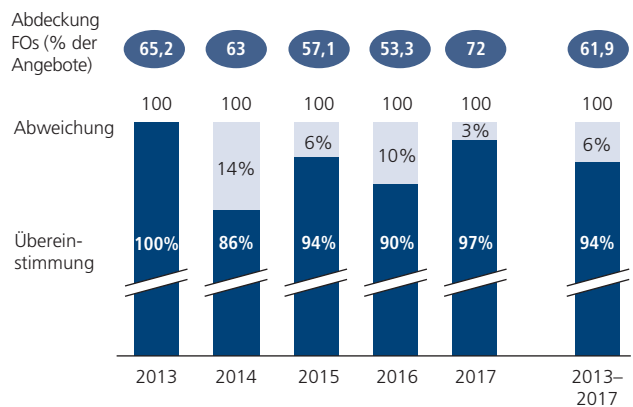
fahlen die Annahme des Angebots, während in 25% eine Ablehnung empfohlen wurde. In 15% der Fälle gaben die Organe der Zielgesellschaft keine eindeutige Empfehlung zum Angebot ab. Im Jahr 2017 lag die Zahl der positiven Stellungnahmen leicht über dem langjährigen Durchschnitt. Abbildung 5 zeigt die Zusammensetzung der Empfehlungen über den Zeitablauf.

Eine Fairness Opinion ist die Stellungnahme eines externen Sachverständigen zur finanziellen Angemessenheit einer vorgeschlagenen Unternehmenstransaktion beziehungsweise eines vorliegenden Übernahmeangebotes. Sie wird im Regelfall von Investmentbanken beziehungsweise Financial Advisors erstellt, die das Management auch im Zusammenhang mit der zu beurteilenden Transaktion beraten. In Deutschland holen die Organe der Zielgesellschaft zur rechtlichen Absicherung und zur Objektivierung ihrer Stellungnahmen häufig Fairness Opinions als unabhängige Meinung Dritter ein. Über die letzten Jahre wurden durchschnittlich 62% der Stellungnahmen nach § 27 WpÜG durch eingeholte Fairness Opinions ergänzt; damit liegt die Coverage des Jahres 2017 mit 72% oberhalb des langjährigen Mittels.

Abbildung 6 zeigt, dass regelmäßig in mehr als 90% der Fälle eine Übereinstimmung zwischen den abgegebenen Empfehlungen der Stellungnahme und dem Urteil der eingeholten Fairness Opinions (93%) vorlag. 2017 liegt mit 98% Übereinstimmung sogar noch leicht darüber.

**Abb. 6 • Fairness Opinions & Stellungnahmen**

Quelle: Eigene Darstellung



### 3.4 Angebotserfolg

Von besonderem Interesse ist die Frage nach dem Erfolg des Übernahmeangebotes. In einem ersten Schritt definieren wir „Erfolg“ als das Überschreiten einer Anteilsquote von mindestens 50% oder das Erreichen der vom Bieter definierten Mindestannahmeschwelle innerhalb der verlängerten Annahmefrist nach WpÜG.<sup>4</sup>

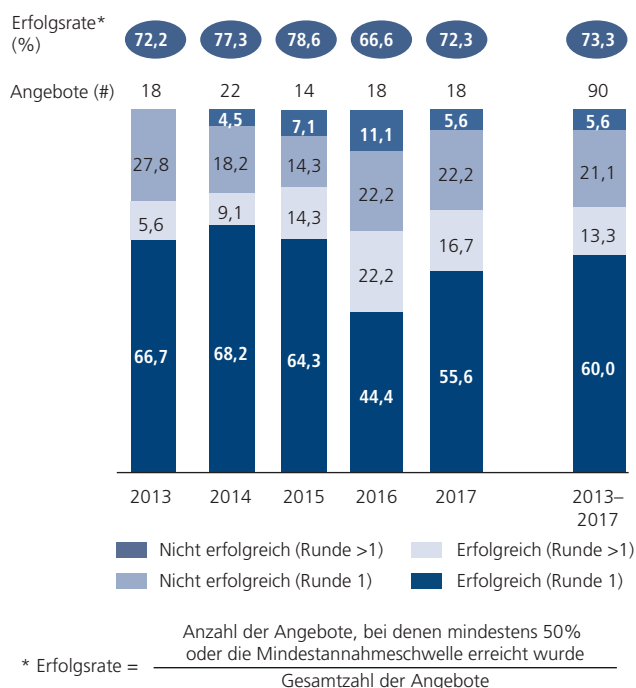
Gemessen an dieser Definition waren 73% der Angebote zwischen 2013 und 2017 erfolgreich, davon 60% bereits in der ersten Angebotsrunde. Abbildung 7 verdeutlicht die Ergebnisse.

Aufgrund des starken Minderheitenschutzes im Aktiengesetz ist die oben verwendete Erfolgsdefinition nicht eindeutig.<sup>5</sup> Eine aktuelle Studie mit 305 deutschen Übernahmeangeboten zwischen 2005 und 2016<sup>6</sup> zeigte, dass in 45% der Fälle ein Angebot bereits aus einer bestehenden Mehrheitsposition gemacht wurde. Ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (DPLTA), der einen unmittelbaren Einfluss des Mehrheitsaktionärs auf die Geschäftspolitik der Gesellschaft vorsieht, bedarf nach dem Aktiengesetz einer Zustimmung von mindestens 75% der Aktien in einer Hauptversammlung. Die Erlangung der Anteilsmehrheit ist also nicht notwendigerweise als „Erfolg“ eines

<sup>4</sup> Fälle, bei denen der Anteil sechs Monate vor Angebotsunterbreitung bereits bei über 50% lag, werden mangels objektivem Erfolgskriterium nicht berücksichtigt. Fälle, bei denen eine Mehrheit im Laufe der sechs Monate vor Angebotsunterbreitung durch Einigungen mit Großinvestoren erreicht wurde, gehen allerdings in die Berechnung ein.  
<sup>5</sup> Im Falle des Übernahmeangebots der Nidda Healthcare Holding AG an die STADA Arzneimittel AG bot die Bieterin zunächst einen Preis mit 18,2% Agio an; da das Angebot aber die Mindestannahmeschwelle nicht erreichte, war es im ersten Anlauf erfolglos. Kurz darauf erneuerte die Bieterin das Angebot und erhöhte den Angebotspreis pro Aktie; angesichts des neuen entsprechenden 3-Monats-Durchschnittskurses betrug die Angebotsprämie jedoch nur 2,28%. Dieses Angebot war erfolgreich.  
<sup>6</sup> Aders/Schnell/Schwetler, Erfolgsfaktoren für Übernahmeangebote in Deutschland, CF 2018, 53- 60

**Abb. 7 • Angebotserfolg (%-Verteilung)**

Quelle: Eigene Darstellung



Angebotes einzuordnen. Schließlich erlauben binäre Erfolgsvariablen bei der Analyse des Einflusses bestimmter Variablen, wie zum Beispiel der Angebotsprämie auf den Übernahmeerfolg, nicht immer aussagekräftige Ergebnisse und Interpretationen, da sie bei der Angebotsabgabe nicht den Vorhalt der Bieter berücksichtigen. Das Überschreiten der 75%-Schwelle erfordert vermutlich eine niedrigere Prämie, wenn man bereits 74,5% der Aktien besitzt, im Vergleich zu einer Ausgangsquote von 0%. Die verwendete Erfolgsmessung muss also die Anzahl und den Anteil der ausstehenden Aktien berücksichtigen, die noch nicht unter der Kontrolle des Bieters stehen.

Daher definieren wir eine „Erfolgsquote“ als die Anzahl der vom Bieter während der gesamten Annahmefrist erworbenen Aktien dividiert durch die Anzahl der Aktien, die zum Zeitpunkt der Angebotsabgabe nicht unter der Kontrolle des Bieters stehen. Diese Variable berücksichtigt die bereits im Besitz des Bieters befindliche Quote und weist einen Wertebereich von 0% bis 100% für alle Angebote auf.

Abbildung 7 zeigt die durchschnittlichen Erfolgsquoten von Übernahmeangeboten über verschiedene Prämienintervalle im Jahr 2017 im Vergleich zu den kumulierten Durchschnittswerten der Jahre 2010 bis 2017. Man erkennt deutlich, dass im langjährigen Mittel höhere Prämien zu höheren Anteils-Zugewinnen (in% der bei Angebotsabgabe ausstehenden noch nicht kontrollierten Anteile) führen. Allerdings ist hier festzuhalten, dass der hier gemessene Erfolg zusätzlich von der Höhe der gehaltenen Anteilsquote (Toehold) bei Angebotsabgabe beeinflusst wird.

#### 4. Zusammenfassung

Dieser Artikel fasst die wichtigsten Ergebnisse des finexpert/ValueTrust Takeover Report Deutschland 2018 zusammen. Während die Anzahl der Übernahmeangebote leicht unterhalb des langjährigen Mittels lag (25, davon 20 Erstgebote), war wegen des großen Angebots an die Aktionäre der Linde AG ein deutlich überdurchschnittlich hohes Angebotsvolumen (im Durchschnitt 2.577 Mio. EUR je Angebot) festzustellen. Für Zielunternehmen ergaben sich in Abhängigkeit von der gebotenen Prämie signifikant positive Kursreaktionen, die allerdings wegen der deutlich niedrigeren Prämien unterhalb des langjährigen Durchschnitts lagen.



**Prof. Dr. Christian Aders** ist Vorstandsvorsitzender der ValueTrust Financial Advisors SE, einer Unternehmensberatung mit Schwerpunkt auf Unternehmensbewertung und Corporate Finance. Außerdem ist er Honorarprofessor für „Praxis der transaktionsorientierten Unternehmensbewertung und der wertorientierten Unternehmensführung“ der LMU München. christian.aders@value-trust.com  
**Renata Lavrova**, M.Sc., ist Doktorandin am Lehrstuhl für Finanzmanagement der Handelshochschule Leipzig. renata.lavrova@hhl.de  
**Prof. Dr. Bernhard Schwetzler** ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzmanagement der Handelshochschule Leipzig und Geschäftsführer der finexpert GmbH. bernhard.schwetzler@hhl.de