

Takeover Report Deutschland 2017

Prof. Dr. Christian Aders ist Vorstandsvorsitzender der ValueTrust Financial Advisors SE. **Maximilian Schreiter, M.Sc.**, ist Doktorand am Lehrstuhl für Finanzmanagement der Handelshochschule Leipzig.

Prof. Dr. Bernhard Schwetzler ist Inhaber des genannten Lehrstuhls und Geschäftsführer der finexpert GmbH.

Kontakt: autor@cf-fachportal.de

finexpert.info veröffentlicht in Zusammenarbeit mit ValueTrust jährlich den Takeover Report Deutschland. Der Report gibt einen fundierten Marktüberblick über öffentliche Übernahmen in Deutschland. Dieser Beitrag fasst die Ergebnisse des Reports 2017 zusammen.

I. Die Datenbasis

Die durchgeführte Marktstudie basiert auf einer seit 2005 bestehenden Datenbank mit allen nach WpÜG veröffentlichungspflichtigen Übernahmeangeboten. Die Datenbasis enthält neben den Angebotsdaten und den Kapitalmarktreaktionen auch die entsprechenden Stellungnahmen nach § 27 WpÜG und ggf. 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 2016. Um Trends und Entwicklungen besser erkennen zu können, werden die entsprechenden Daten der Vorjahre in die Betrachtung einbezogen.¹

II. Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick

Nachfolgend werden wesentliche Ergebnisse des aktuellen Takeover Reports zusammengefasst:

- Die Anzahl an Übernahmeangeboten ist 2016 mit 22 Erstgeboten auf das Niveau von 2013 und 2014 zurückgekehrt.
- Für knapp weniger als ein Drittel aller Angebote (27%) liegen 2016 die gebotenen Preise nur 0% – 5% über dem gesetzlich geforderten Mindestpreis. Dies liegt leicht unter dem langjährigen Mittel (38%).
- Die Kapitalmarktreaktion wird mithilfe von kumulierten abnormalen Renditen (KAR) gemessen. Für die Zielunternehmen korrelieren die KARs stark positiv mit den gebotenen Übernahmeprämien (Korrelationskoeffizient: 90%).
- Die Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens zum vorliegenden Angebot nach § 27 WpÜG werden i.d.R. (92% der Fälle zwischen 2012 und 2016) gemeinsam erstellt.
- Im Jahr 2016 wurde in über 60% aller Fälle zusätzlich eine externe Fairness Opinion durch die Organe der Zielgesellschaft eingeholt.
- Fairness Opinions und Stellungnahmen wiesen 2016 in 90% der Fälle identische Beurteilungen und Empfehlungen auf.

- In 2016 wurden 72% aller Angebote erfolgreich abgeschlossen, 50% mit dem ersten Angebot. Letztere Quote liegt deutlich unter dem Fünfjahreschnitt (70% mit 61% im ersten Versuch).

III. Ausgewählte Analysen im Detail

1. Marktübersicht

Im Jahr 2016 wurden 22 veröffentlichungspflichtige Erstgebote abgegeben. Dies liegt im historischen Mittel der letzten acht Jahre (22,6). Durch die Fusionsbestrebungen der Deutschen Börse AG und der London Stock Exchange (mit einem Volumen von 22,0 Mrd. €) ist das Angebotsvolumen das höchste seit 2011 (Gesamtvolumen: 30,7 Mrd. €).² Abb. 1 fasst die Entwicklung von Anzahl und Volumen der Angebote im Zeitablauf zusammen.

Abb. 1: Übernahmeangebote & Angebotsvolumen

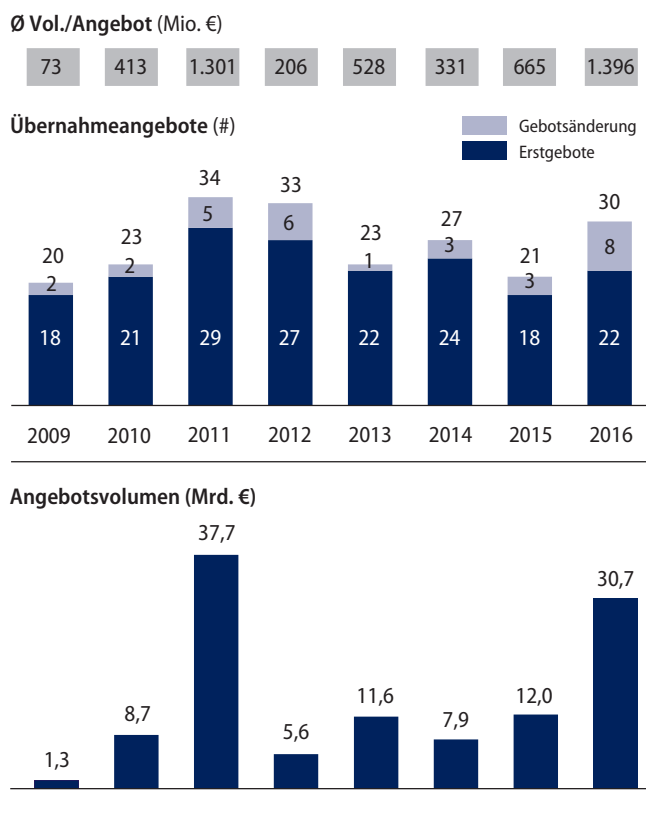


Abb. 2 zeigt die Verteilung der Angebotsprämien für das Jahr 2016. 27,3% der Angebote wiesen eine Prämie von 0% – 5% auf das gesetzlich vorgeschriebene Mindestgebot auf.

Die Verteilung der Angebotsprämien weicht etwas vom Schnitt der letzten acht Jahre (2009-2016) ab. Es wurden 2016 höhere Prämien gezahlt. So lag die ungewichtete Durchschnittsprämie im vergangenen Jahr 30,3% über dem Mindestgebot, während sich das historische Mittel der letzten acht Jahre auf 19,0% belief.

¹ Der vollständige finexpert Takeover Report Deutschland 2017 ist im Mitgliederbereich von www.finexpert.info zum Download verfügbar. Dort finden Sie auch die Vorjahresausgabe.

² 2011 gab es innerhalb eines Jahres drei Großofferten (VW – MAN, NYSE – Deutsche Börse, Land Baden-Württemberg – EnBW).

Abb. 2: Verteilung Angebotsprämien (%)

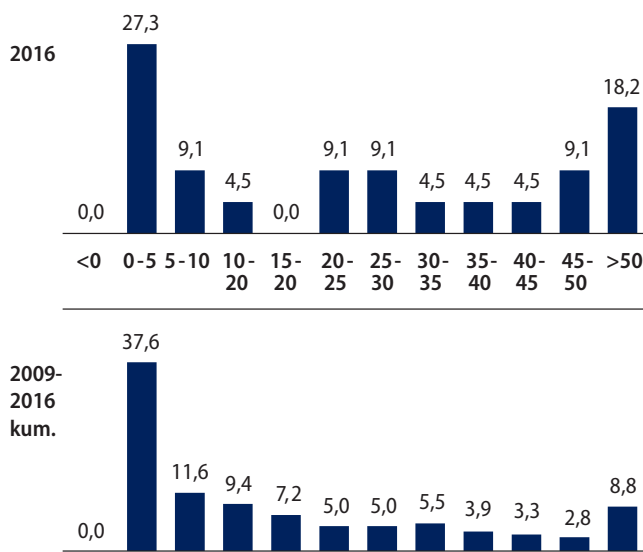
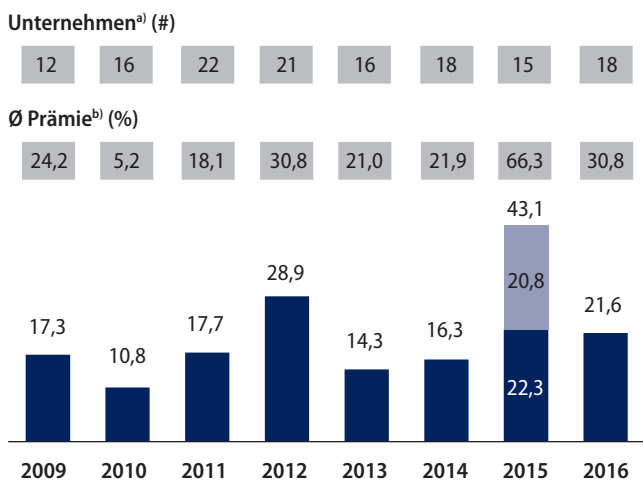


Abb. 3: Ø KAR +/-7 für Zielunternehmen (%)



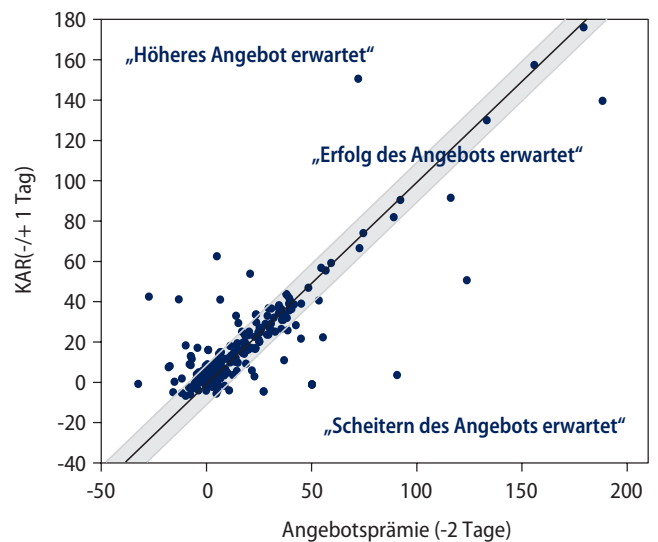
a) Nur Erstgebote berücksichtigt für die Marktdaten verfügbar waren
 b) Angebotsprämie = (Angebotspreis) / (Aktienkurs -8 Tage) - 1

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.³ 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 deutlich positiv. Sie hängen zudem eng mit den jeweiligen Angebotsprämien (gemessen am Börsenkurs im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotes) zusammen. Abb. 3 zeigt die Ergebnisse.

3 Es werden nur Erstgebote berücksichtigt, bei denen der Bieter vor Angebotsunterbreitung weniger als 75% der Anteile am Zielunternehmen hielt.

Abb. 4: Angebotsprämie vs. KAR für Zielunternehmen



Nur Erstgebote berücksichtigt für die Marktdaten verfügbar waren
 Angebotsprämie = (Angebotspreis) / (Aktienkurs -2 Tage) - 1

Die durchschnittliche KAR des Jahres 2016 liegt mit 21,6% leicht über dem historischen Durchschnitt.⁴

Im Gegensatz dazu konnte für die börsennotierten Bieterunternehmen keine einheitliche signifikant positive Kapitalmarktreaktion festgestellt werden: Die KAR für 2016 war mit -2,6% (-1/+1) und -6% (-7/+7) negativ. Die durchschnittliche KAR der letzten acht Jahre belief sich auf +1,1%. Dieses Ergebnis deckt sich mit denjenigen zahlreicher empirischer Studien:⁵ 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 2016 die generelle Hypothese eines positiven Zusammenhangs zwischen Prämie und KAR; der Korrelationskoeffizient zwischen den beiden Größen beträgt 90%.

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.

Abb. 4 stellt den Vergleich der beiden Größen für die Jahre 2009-2016 graphisch 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.

4 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.

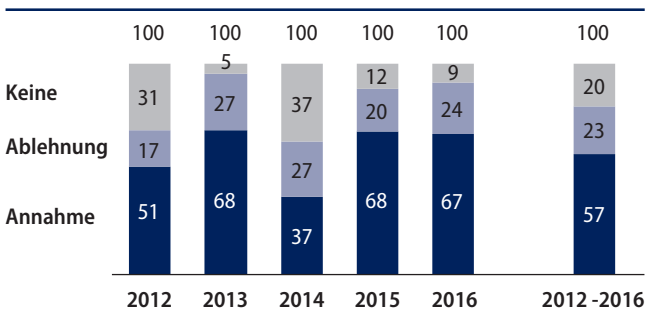
5 Z.B. Bradley/Desai/Kim, Journal of Financial Economics 1988 S. 3-40; Betton/Eckbo/Thorburn, in: Eckbo (Hrsg.), Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate, 2. Aufl. 2008.

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 sog. Fairness Opinions von Dritten eingeholt, die ergänzend die Angemessenheit des Angebotes beurteilen. Die Stellungnahme der Organe und die ggf. eingeholte Fairness Opinion stellen ein wichtiges Instrument der Kommunikation zwischen Management und Anteilseignern der Zielgesellschaft dar und beeinflussen so den Erfolg des Übernahmeangebotes. I.d.R. nehmen Aufsichtsrat und Vorstand gemeinsam Stellung zum vorgelegten Angebot (2012-2016: in 92% aller Stellungnahmen).

Zwischen 2012 und 2016 haben sich Vorstand und Aufsichtsrat in 80% aller Stellungnahmen klar positioniert: 57% der Stellungnahmen empfahlen die Annahme des Angebots, während in 23% eine Ablehnung empfohlen wurde. In 20% der Fälle gaben die Organe der Zielgesellschaft keine eindeutige Empfehlung zum Angebot ab. Im Jahr 2016 lag die Zahl der positiven Stellungnahmen (wie 2015) deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Abb. 5 zeigt die Zusammensetzung der Empfehlungen im Zeitablauf.

Abb. 5: Empfehlung der Stellungnahmen (%)



Eine Fairness Opinion ist die Stellungnahme eines externen Sachverständigen zur finanziellen Angemessenheit einer vorgeschlagenen Unternehmenstransaktion bzw. eines vorliegenden Übernahmeangebotes. Sie wird im Regelfall von Investmentbanken bzw. 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 63% der Stellungnahmen nach §27 WpÜG durch eingeholte Fairness Opinions ergänzt.

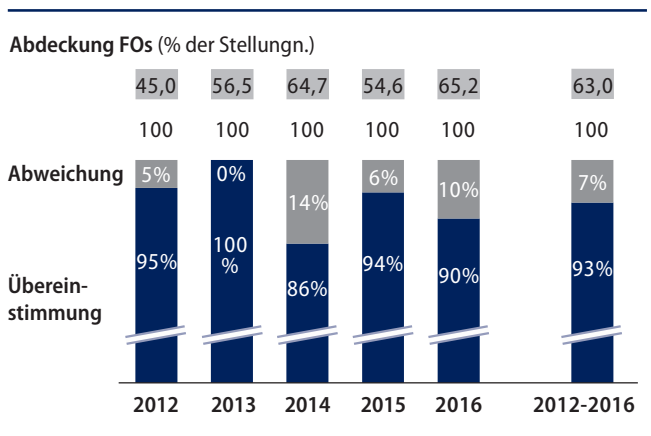
Abb. 6 zeigt, dass regelmäßig in mehr als 90% der Fälle eine Übereinstimmung zwischen den abgegebenen Empfehlungen der Stellungnahme und dem Urteil der eingeholten Fairness Opinions (93%) vorliegt. 2016 stellt hier keine Ausnahme dar.

4. Angebotserfolg

Von besonderem Interesse ist die Frage nach dem Erfolg des Übernahmeangebotes. „Erfolg“ ist in dieser Analyse definiert als das Überschreiten einer Anteilsquote von mindestens 50% oder das Erreichen der vom Bieter definierten Mindestannahmeschwelle innerhalb der verlängerten Annahmefrist nach WpÜG.⁶

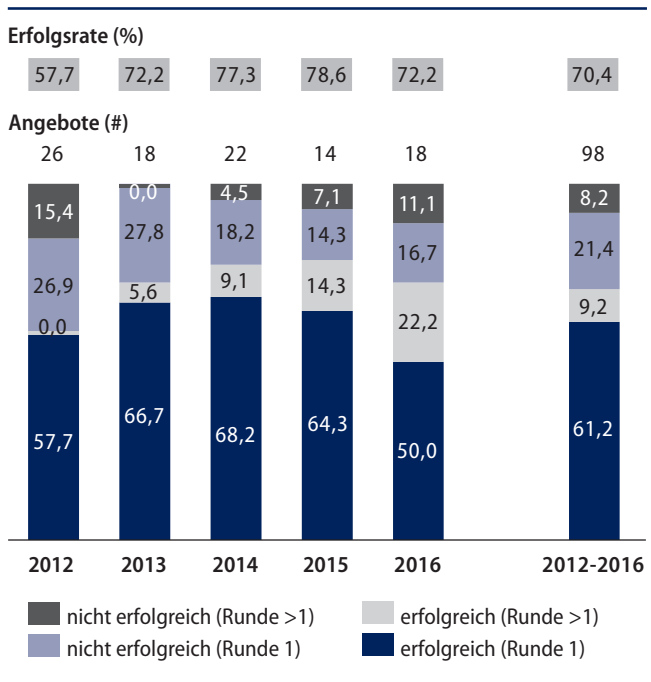
⁶ Fälle bei denen der Anteil sechs Monate vor Angebotsunterbreitung bereits bei über 50% lag, werden mangels objektivem Erfolgskriterium nicht berücksichtigt. Fälle bei denen eine Mehrheit im Laufe der sechs Monate vor Angebotsunterbreitung durch Einigungen mit Großinvestoren erreicht worden, gehen allerdings in die Berechnung ein.

Abb. 6: Fairness Opinions vs. Stellungnahmen



Gemessen an dieser Definition waren 70% der Angebote zwischen 2012 und 2016 erfolgreich, davon 61% bereits in der ersten Angebotsrunde. Abb. 7 verdeutlicht die Ergebnisse.

Abb. 7: Angebotserfolg (Prozent-Verteilung)



IV. Zusammenfassung

Der Beitrag fasst die wichtigsten Ergebnisse des finexpert/Value-Trust Takeover Report Deutschland 2017 zusammen. Während die Anzahl der Übernahmeangebote sich im langjährigen Mittel bewegte (30, davon 22 Erstgebote), war wegen der großen (fehlgeschlagenen) Fusion von Deutscher Börse AG und London Stock Exchange ein deutlich überdurchschnittlich hohes Angebotsvolumen (im Durchschnitt 1.396 Mio. € je Angebot) festzustellen. Für Zielunternehmen ergaben sich in Abhängigkeit von der gebotenen Prämie signifikant positive Kursreaktionen, während für börsennotierte Bieterunternehmen 2016 im Durchschnitt sogar eine negative Marktreaktion auf das Angebot festgestellt werden konnte.