

# Takeover Report Deutschland 2016

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

**Prof. Dr. Bernhard Schwetzler** ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzmanagement der Handelshochschule Leipzig 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 Unternehmenstransaktionen in Deutschland. Dieser Beitrag fasst die Ergebnisse des Reports 2016 zusammen. Trotz der seit 2009 niedrigsten Anzahl von Übernahmeangeboten (21) lag im zurückliegenden Jahr 2015 wegen eines großen Angebotes das durchschnittliche Volumen mit 663 Mio € deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Die (bereinigte) Angebotsprämie, die Kapitalmarktreaktion und die Anzahl/Aussagen der Stellungnahmen und Fairness Opinions lagen im langjährigen Trend.

## I. 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 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 Annahmquote analysiert.

Die aktuelle Ausgabe betrachtet das Jahr 2015. Um Trends und Entwicklungen besser erkennen zu können, werden die entsprechenden Daten der Vorjahre in die Betrachtung einbezogen.<sup>1</sup>

## II. Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick

Nachfolgend werden wesentliche Ergebnisse des aktuellen Reports zusammengefasst:

- Die Anzahl an Übernahmeangeboten ist 2015 mit 18 Erstgeboten auf den niedrigsten Stand seit 2009 gefallen.
- Für mehr als ein Drittel aller Angebote (39%) liegen 2015 die gebotenen Preise nur 0-5% über dem gesetzlich geforderten Mindestpreis. Dies entspricht dem langjährigen Mittel.
- Die Kapitalmarktreaktion wird mithilfe von kumulierten abnormalen Renditen (KAR) gemessen. Für die Zielunternehmen korrelieren die KARs stark positiv mit den

gebotenen Übernahmeprämien (Korrelationskoeffizient: 92%).

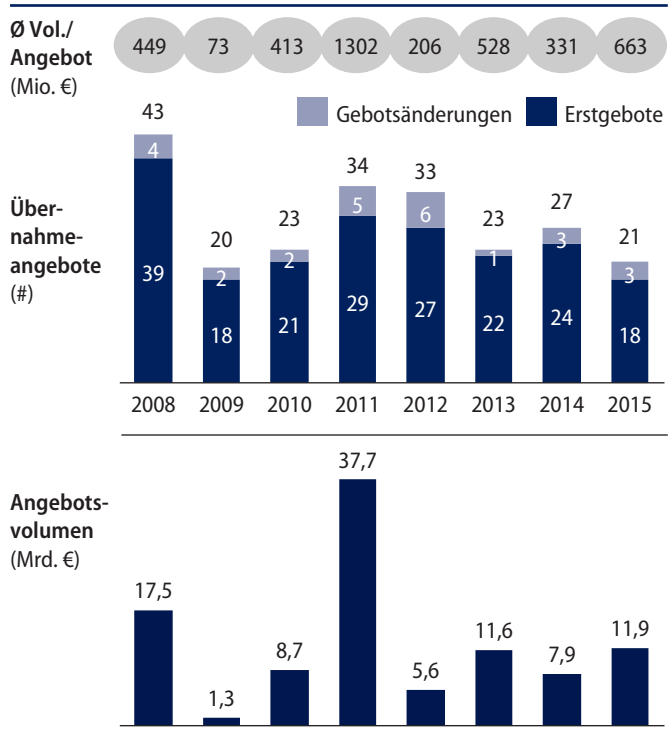
- Die Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens zum vorliegenden Angebot bezüglich des Angebots werden i.d.R. (84% der Fälle) gemeinsam erstellt.
- In 2015 wurde in knapp 60% aller Fälle eine externe Fairness Opinion durch die Organe der Zielgesellschaft eingeholt.
- Fairness Opinions und Stellungnahmen weisen in 94% der Fälle identische Beurteilungen und Empfehlungen auf.
- Im Jahr 2015 wurden 79% aller Angebote erfolgreich abgeschlossen, davon 65% mit dem ersten Angebot. Diese Quote liegt deutlich über dem Fünfjahresschnitt (69% mit 61% im ersten Versuch).

## III. Ausgewählte Analysen im Detail

### 1. Marktübersicht

Im Jahr 2015 wurden lediglich 18 veröffentlichungspflichtige Erstgebote abgegeben. Dies ist die niedrigste Anzahl seit dem Krisenjahr 2009. Allerdings führte das Angebot von Vonovia für Deutsche Wohnen (mit einem Volumen von 8,7 Mrd. €) zu einem 50%-igen Anstieg beim gesamten Angebotsvolumen im Vergleich zum Vorjahr. Das Gesamtvolumen von 11,9 Mrd. € für das Jahr 2015 wurde letztmalig 2011 übertroffen; dort gab es innerhalb eines Jahres drei Großofferten (VW – MAN, NYSE – Deutsche Börse, Land Baden-Württemberg – EnBW). Abb. 1 fasst die Entwicklung im Zeitablauf zusammen.

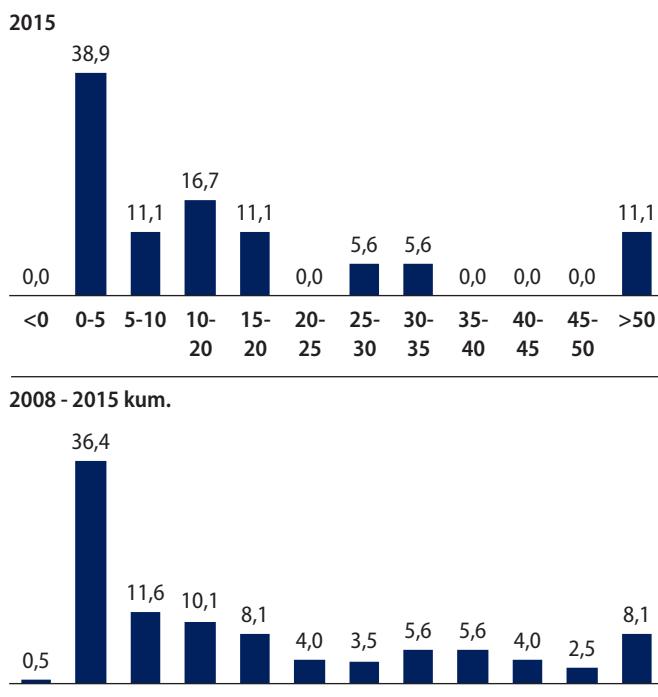
**Abb. 1: Übernahmeangebote & Angebotsvolumen**



<sup>1</sup> Der vollständige finexpert Takeover Report Deutschland 2016 ist im Mitgliederbereich von www.finexpert.info in englischer Sprache zum Download verfügbar. Dort finden Sie auch die Vorjahresausgabe.

Abb. 2 zeigt die Verteilung der Angebotsprämien für das Jahr 2015. 38,9% der Angebote wiesen eine Prämie von 0%-5% auf das gesetzlich vorgeschriebene Mindestgebot auf.

**Abb. 2: Verteilung Angebotsprämien (in %)**



Die Verteilung der Angebotsprämien ist vergleichbar mit derjenigen über die letzten acht Jahre (2008-2015).

**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 -14 bis +14 Tage. Als Vergleichsindex zur Berechnung der Überrenditen dient der DAX Prime All Share als breiter nationaler Performance-Index.

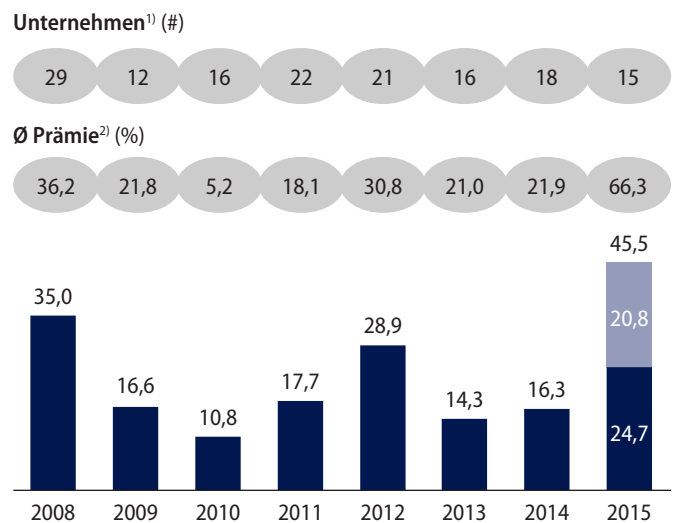
Für die Zielunternehmen sind die durchschnittlichen KARs über den gesamten Beobachtungszeitraum deutlich positiv. Sie hängen zudem eng mit den jeweiligen Angebotsprämien (gemessen am Börsenkurs im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotes) zusammen. Abb. 3 zeigt die Ergebnisse.

Die sehr hohe durchschnittliche KAR in 2015 wird durch einen Ausreißer verursacht: Das Gebot von Livia für die insolvente Softmatic AG hatte eine abnormale Rendite von knapp 600% zur Folge. Nach Bereinigung liegt die KAR nur noch leicht über dem langjährigen Mittelwert.

Im Gegensatz dazu konnte für die börsennotierten Bieterunternehmen keine einheitliche signifikant positive Kapitalmarktreaktion festgestellt werden: Die Überrendite betrug 2015 + 0,9%. Dieses Ergebnis deckt sich mit denjenigen zahlreicher empirischer Studien: Die KARs für Bieterunternehmen liegen in den meisten Fällen um Null Prozent.

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

**Abb. 3: Ø KAR -/+14 für Zielunternehmen (%)**



1) Nur Erstgebote berücksichtigt für die Marktdaten verfügbar waren  
 2) Angebotsprämie = (Angebotspreis) / (Aktienkurs -15 Tage) -1

Tiefere Erkenntnisse bietet der Vergleich von Angebotsprämien und KARs der Zielunternehmen. Zunächst bestätigen die Daten auch für das Jahr 2015 die generelle Hypothese eines positiven Zusammenhangs; der Korrelationskoeffizient zwischen den beiden Größen beträgt 92%.

Weiterhin ermöglicht die Analyse der beiden Größen Einblicke in die Erwartungen des Marktes bezüglich des Angebotserfolgs: Wenn die KAR des Zielunternehmens geringer ist als die gebotene Prämie, sehen die Kapitalmarktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit für ein erfolgreiches Angebot als eher gering an. 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.

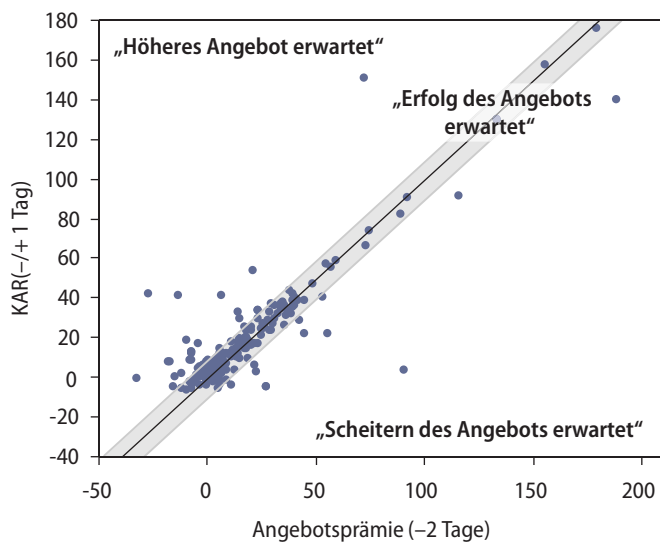
Abb. 4 auf S. 228 stellt den Vergleich der beiden Größen für die Jahre 2007-2015 graphisch dar. Vergleicht man nun die Erwartung des Kapitalmarktes nach dieser Hypothese mit dem tatsächlichen weiteren Verlauf der Transaktion, so wurde diese in 55% der Fälle bestätigt.

**3. Stellungnahmen der Organe der Zielgesellschaft und Fairness Opinions**

§27 WpÜG fordert, dass die Organe der Zielgesellschaft (Aufsichtsrat und Vorstand) zur Angemessenheit des Angebotes Stellung nehmen. In den vergangenen Jahren hat eine zunehmende Anzahl von Zielgesellschaften zusätzlich sog. Fairness Opinions von Dritten eingeholt, die 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 (2011-2015: in 89% aller Stellungnahmen).

Zwischen 2011 und 2015 haben sich Vorstand und Aufsichtsrat im Durchschnitt in 80% aller Stellungnahmen klar positioniert: 55% der Stellungnahmen empfahlen die Annahme des

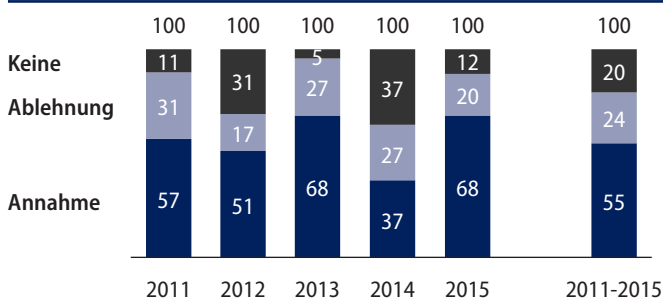
**Abb. 4: Prämie vs. KAR für Zielunternehmen**



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

Angebots, während in 25% eine Ablehnung empfohlen wurde. In 20% der Fälle gaben die Organe der Zielgesellschaft keine eindeutige Empfehlung zum Angebot ab. Abb. 5 zeigt die Zusammensetzung der Empfehlungen über den Zeitablauf.

**Abb. 5: Empfehlung der Stellungnahmen (in %)**

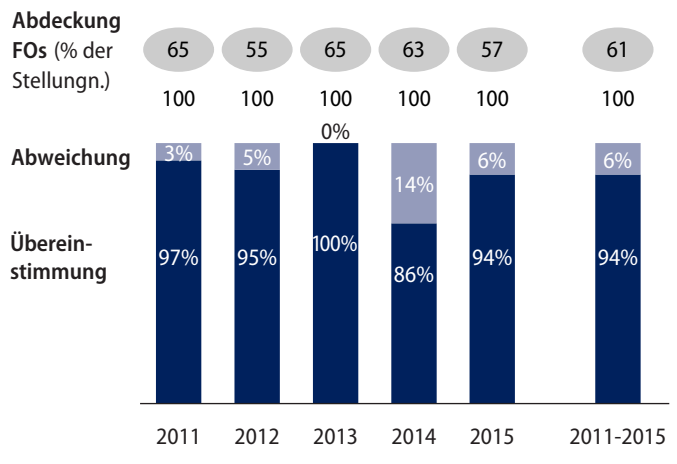


Eine Fairness Opinion ist die Stellungnahme eines externen Sachverständigen zur finanziellen Angemessenheit einer vorgeschlagenen Unternehmenstransaktion bzw. eines vorliegenden Übernahmeangebotes. Sie wird im Regelfall von Investmentbanken bzw. Financial Advisors erstellt, die das Management auch im 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 61% der Stellungnahmen nach §27 WpÜG durch eingeholte Fairness Opinions ergänzt. Es besteht eine deutliche Übereinstimmung zwischen den abgegebenen Empfehlungen der Stellungnahme und dem Urteil der eingeholten Fairness Opinions (94%) wie Abb. 6 zeigt.

**4. Angebotserfolg**

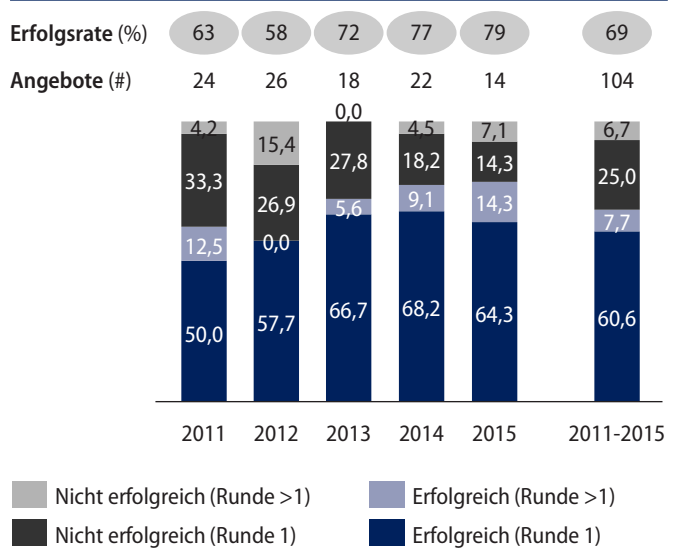
Von besonderem Interesse ist die Frage nach dem Erfolg des Übernahmeangebotes. Als „Erfolg“ ist in dieser Analyse das Erreichen einer Anteilsquote von mindestens 50% innerhalb der verlängerten Annahmefrist definiert.

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



Gemessen an dieser Definition waren 68% der Angebote zwischen 2011 und 2015 erfolgreich, 61% bereits in der ersten Angebotsrunde. Abb. 7 verdeutlicht die Ergebnisse.

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



**IV. Zusammenfassung**

Dieser Artikel fasst die wichtigsten Ergebnisse des finexpert/ ValueTrust Takeover Report Deutschland 2016 zusammen. Trotz der niedrigen Anzahl der Übernahmeangebote (21, davon 18 Erstgebote) war wegen des großen (fehlgeschlagenen) Angebotes für Deutsche Wohnen AG ein überdurchschnittlich hohes Angebotsvolumen (im Durchschnitt 663 Mio €) festzustellen. Für Zielunternehmen ergaben sich in Abhängigkeit von der gebotenen Prämie signifikant positive Kursreaktionen, während für börsennotierte Bieterunternehmen keine signifikant positive Marktreaktion auf das Angebot festgestellt werden konnte.