

Noerr Public M&A Report 02/2020

Der deutsche Markt für öffentliche Übernahmen im ersten Halbjahr 2020

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

/ Marktentwicklung und Trends

- Das Angebotsvolumen hat sich im Vergleich zum ersten Halbjahr 2019 mehr als verdoppelt, ist aber noch entfernt von historischen Höchstständen. Auch die Zahl der Transaktionen erreicht mit vierzehn einen höheren Wert als im Vorjahreszeitraum.
- Bei Betrachtung der Angebotsvolumina gibt es mit dem Delistingangebot von KKR an die Aktionäre der Axel Springer SE zwar wieder eine einzelne herausstechende Offerte. Deren Anteil am Gesamtangebotsvolumen ist mit 41,41% jedoch deutlich niedriger als das der Highlight-Transaktionen der ersten Halbjahre 2019 (62,89%) und 2018 (94,25%).
- Größere Zielgesellschaften im Fadenkreuz der Bieter: Es gab sechs Transaktionen im Large-Cap-Segment und damit mehr als in jedem entsprechenden Vergleichszeitraum der letzten fünf Jahre.
- Bei gleicher Transaktionszahl hat sich das durchschnittliche Angebotsvolumen im Mid-Cap-Segment im Vergleich zum ersten Halbjahr 2019 mehr als verdoppelt und übertrifft auch die in den ersten Halbjahren 2015 bis 2018 erzielten Werte.
- Die durchschnittliche Prämienhöhe ist auf 14,99% gesunken. Bei vier Transaktionen wurde keine Prämie gezahlt.
- Erste Einschätzungen zu den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Markt für öffentliche Übernahmen.

/ Anzahl und Volumen von Angeboten

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) hat im ersten Halbjahr 2020 vierzehn öffentliche Angebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz („WpÜG“) gestattet und veröffentlicht. Die Angebote betrafen Zielgesellschaften mit einer Marktkapitalisierung zum Angebotspreis („MKA“) von insgesamt EUR 16.415,4 Mrd. Von den vierzehn Offerten waren acht Übernahme-, drei Pflicht-, zwei kombinierte Übernahme- und Delistingangebote sowie ein Delistingangebot. Zwei wurden untersagt; eines wegen Illiquidität der zum Tausch angebotenen Aktien und eines mangels rechtzeitiger Veröffentlichung einer Angebotsunterlage.

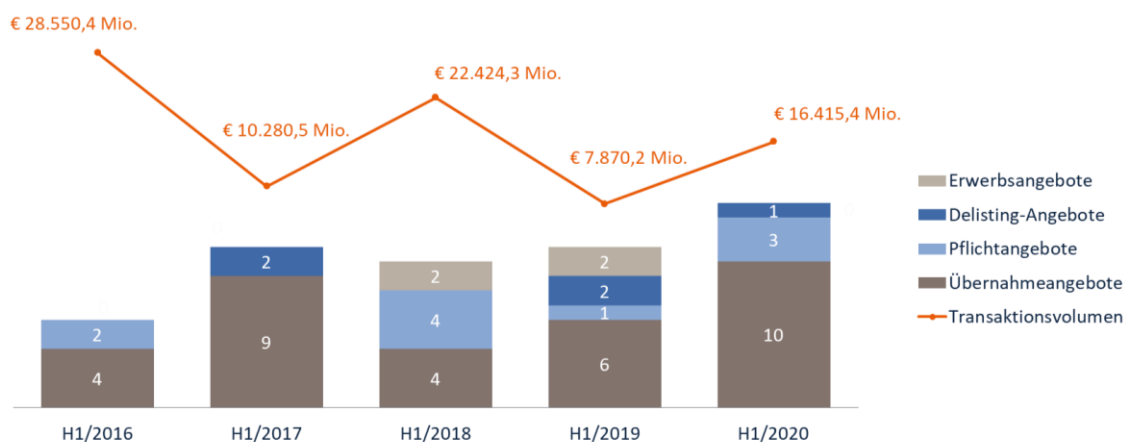


Abb. 1: Anzahl, Art und Volumen der Angebote
Quelle: Noerr Research

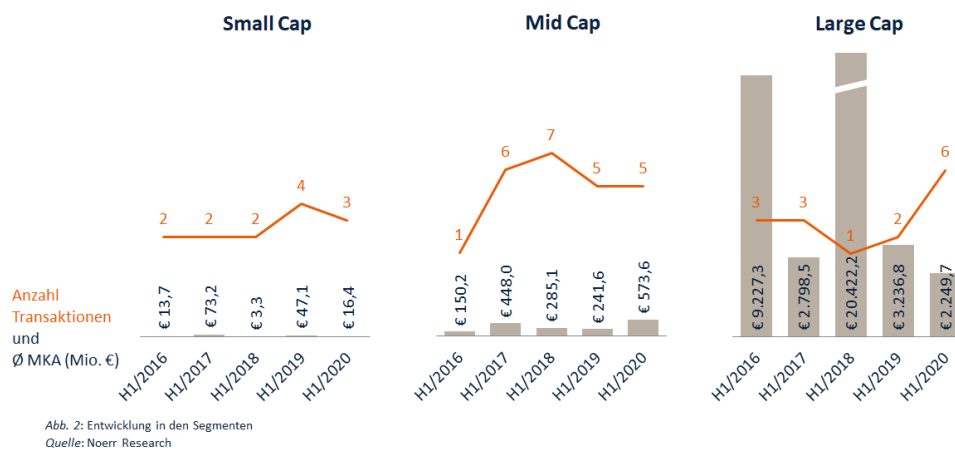
Mit vierzehn Angeboten ist die Zahl der Transaktionen im deutschen Markt für öffentliche Übernahmen im ersten Halbjahr 2020 im Vergleich zum ersten Halbjahr 2019 gestiegen: Damals gab es elf Offerten. Das Angebotsvolumen (ausgedrückt in der MKA) hat sich von EUR 7.870,2 Mio. im ersten Halbjahr 2019 auf EUR 16.415,4 Mio. mehr als verdoppelt. Die entspricht einer prozentualen Zunahme von 108,6%.

Anders als etwa im ersten Halbjahr 2018 ist die Erhöhung des Gesamtangebotsvolumens nicht auf eine einzelne großvolumige Transaktion zurückzuführen, sondern vor allem auf die große Transaktionszahl im Large-Cap-Segment und das hohe durchschnittliche Angebotsvolumen im Mid-Cap-Segment.

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

Anhand der MKA lassen sich die Transaktionen in drei Segmente unterteilen: Small Cap (MKA der Zielgesellschaft < EUR 100 Mio.), Mid Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 100 Mio. und < EUR 1.000 Mio.) und Large Cap (MKA der Zielgesellschaft ≥ EUR 1.000 Mio.).

Die Entwicklung der durchschnittlichen MKA in den einzelnen Segmenten lässt sich folgendermaßen darstellen:



Das durchschnittliche Angebotsvolumen im Large-Cap-Segment war mit EUR 2.249,7 Mio. niedriger als dasjenige im ersten Halbjahr 2019, welches EUR 3.236,8 Mio. betragen hatte, und auch niedriger als die durchschnittlichen Angebotsvolumina in den ersten Halbjahren der vergangenen fünf Jahre. Deren hohen Werte waren jedoch jeweils auf eine einzelne Offerte mit einem extrem hohen Angebotsvolumen zurückzuführen: In H1 2018 war es das Übernahmeangebot an die Aktionäre der innogy SE, in H1 2016 das Umtauschangebot an die Aktionäre der Deutschen Börse AG. Mit insgesamt sechs Transaktionen im Betrachtungszeitraum ist wiederum die Angebotsanzahl im Large-Cap-Segment deutlich höher als in den ersten Halbjahren 2016 bis 2019.

Im Mid-Cap-Segment gab es fünf Transaktionen mit einem durchschnittlichen Angebotsvolumen von EUR 573,6 Mio. Die Transaktionszahl entspricht daher dem Niveau von H1 2019. Das durchschnittliche Angebotsvolumen hat sich jedoch im Vergleich mit dem Vorjahreszeitraum mehr als verdoppelt und ist auch höher als in den ersten Halbjahren der vorangegangenen Jahre.

Im Small-Cap-Segment bleibt die Transaktionszahl mit drei stabil. Das durchschnittliche Angebotsvolumen im ersten Halbjahr 2020 lag mit EUR 16,39 Mio. deutlich unter dem Wert für den Vorjahreszeitraum.

Verteilung von Angebotsvolumen und Anzahl der Transaktionen

Sechs der vierzehn Angebote in den ersten sechs Monaten des Jahres 2020 erfolgten im Large-Cap-Segment. Diese machten 82,23% des Gesamtvolumens von EUR 16,415 Mio. aus. Der Anteil der Offerten im Large-Cap-Segment am Gesamtangebotsvolumen in H1 2020 entspricht daher dem Anteil im Vorjahreszeitraum. Anders als in den ersten Halbjahren von 2019 und 2018 setzt sich dieser Anteil in H1 2020 jedoch aus deutlich mehr Angeboten zusammen.

Die Offerte mit der höchsten MKA war das Delistingangebot der Traviata B.V., einem Erwerbshohel von KKR, an die Aktionäre der Axel Springer SE, das 41,41% des Gesamtvolumens ausmachte. Die fünf weiteren Angebote im Large-Cap-Bereich machten jeweils nur zwischen 6,65% und 10,83% des Gesamtvolumens aus. Wenn auch nicht so deutlich wie in den beiden Vorjahreszeiträumen, lässt sich in H1 2020 erneut eine ungleichmäßige Verteilung des Angebotsvolumens über die Anzahl der Transaktionen beobachten.



Abb. 3: Verteilung des Angebotsvolumens
Quelle: Noerr Research

Prämienhöhe

Im ersten Halbjahr 2020 betrug die Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaften in den drei Monaten vor Bekanntgabe des Angebots durch den Bieter („3-Monats-VWAP“) durchschnittlich 14,99%. Dabei wurde mit 39,19% die höchste Prämie den Aktionären der ADLER Real Estate Aktiengesellschaft im Rahmen des Übernahmeangebots der ADO Properties S.A. angeboten, wobei es sich hierbei um ein Umtauschangebot gegen Aktien der Bietergesellschaft handelte. In vier Fällen erhielten die Aktionäre der Zielgesellschaft keine Prämie, namentlich bei den Angeboten an die Aktionäre der RENK Aktiengesellschaft, der TELES Aktiengesellschaft Informationstechnologien, der MVV Energie AG und der Vita 34 AG. Für zwei Zielgesellschaften, die Phicomm AG und die WEST-

GRUND Aktiengesellschaft, konnte die BaFin keinen 3-Monats-VWAP feststellen. Stattdessen wurde zur Ermittlung des maßgeblichen Mindestpreises gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AV eine Unternehmensbewertung durchgeführt.

Die durchschnittliche Prämienhöhe hat im Vergleich zur durchschnittlichen Prämienhöhe des ersten Halbjahrs 2019 von 20,12%, im ersten Halbjahr 2020 um ca. 25% abgenommen. Damals wurde dieser Wert jedoch maßgeblich durch die Prämienhöhe von 158,33% beim Angebot an die Aktionäre der Fyber N.V. beeinflusst. Im Vergleich zu H1 2018 (10,13%) ist dieser Wert jedoch wieder gestiegen, bleibt aber weiterhin hinter den über 20% liegenden durchschnittlichen Prämienhöhen der ersten Halbjahre 2017 und 2016 zurück.

Die folgende Grafik veranschaulicht die bei den Angeboten jeweils in den ersten Halbjahren 2016 bis 2020 erzielten Prämien auf den 3-Monats-VWAP bzw. den im Rahmen der Unternehmensbewertung ermittelten Wert, aufgeteilt in verschiedene Kategorien.

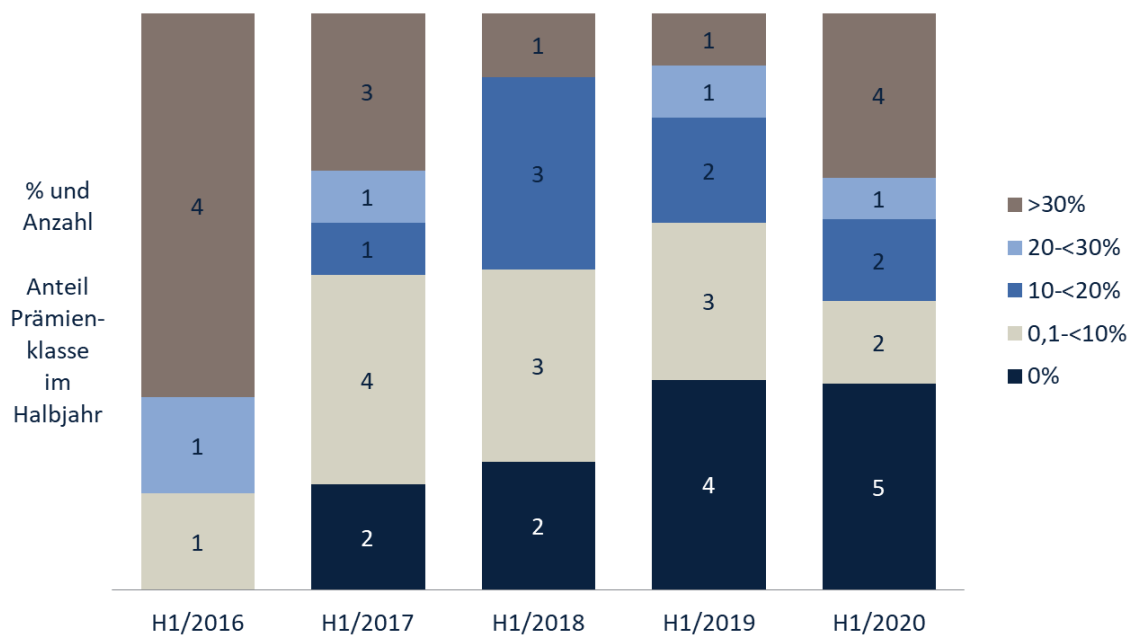


Abb. 4: Prämienhöhe. Ausschluss von Ausreißer Clere AG (Prämie 971%, 2016) und Biofrontera AG (ungewöhnlich strukturierte Gegenleistung, 2018).

Quelle: Noerr Research

Begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Zu den vierzehn öffentlichen Angeboten im ersten Halbjahr 2020 veröffentlichten die Organe der Zielgesellschaften insgesamt fünfzehn begründete Stellungnahmen nach § 27 WpÜG. Bei dreizehn Angeboten verfassten die Organe eine gemeinsame begründete Stellungnahme. Separate begründete Stellungnahmen veröffentlichten Vorstand und Aufsichtsrat der RHÖN-KLINIKUM Aktiengesellschaft („RHÖN“) zu dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA. Ausweislich der begründeten Stellungnahme des Aufsichtsrats der RHÖN habe der Vorstand der RHÖN den Aufsichtsrat darüber informiert, dass der Koordinierungsaufwand eine fristgerechte Veröffentlichung seiner eigenen Stellungnahme gefährde und eine gemeinsame begründete Stellungnahme daher nicht in Betracht komme.¹

Die abschließende Bewertung der Angebote durch die Organe der Zielgesellschaften fiel wie folgt aus:

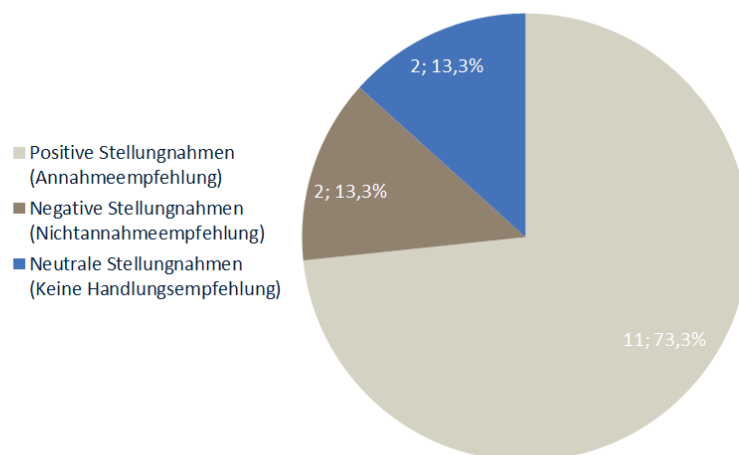


Abb. 5: Stellungnahmen (Anzahl; %)
Quelle: Noerr Research | Die Summe der aufaddierten Werte kann durch Rundung 100 Prozent unter- bzw. überschreiten.

Zur Unterlegung von elf der fünfzehn begründeten Stellungnahmen (ca. 73,3 %) wurden sog. *Fairness Opinions* von externen Beratern zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung eingeholt. In drei Fällen (ca. 20 %) holten die Organe der Zielgesellschaft jeweils zwei Fairness Opinions ein, dabei (Zielgesellschaften: ADLER Real Estate AG; RIB Software SE; QI-AGEN N.V.) handelte es sich dabei um Übernahmeangebote im Large-Cap-Segment, in denen die Zielgesellschaft eine MKA von mehr als EUR 1 Milliarde hatte (zu dieser Praxis siehe bereits [Noerr Public M&A Report FY 2019](#)).

¹ Begründete Stellungnahme des Aufsichtsrats der RHÖN vom 22. April 2020, S. 5.

Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Markt für öffentliche Übernahmen – erste Einschätzungen

Von besonderem Interesse ist die Frage, inwieweit der Markt für öffentliche Übernahmen von der Covid-19-Pandemie beeinträchtigt wurde. Natürlich kann dies noch nicht abschließend beurteilt werden, weil die Krise keineswegs überwunden ist. Die nun vorliegenden Daten für das erste Halbjahr 2020 lassen jedoch erste Rückschlüsse zu, die wir im Folgenden darlegen. Dabei betrachten wir zum einen die Auswirkungen auf die Zahl der neuen und zum anderen die Auswirkungen auf laufende Transaktionen.

Neutransaktionen

Die Zahl der veröffentlichten Angebotsunterlagen, die sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum erhöht hat (siehe oben), deutet zwar *prima facie* auf einen Anstieg der Marktaktivitäten hin. Bei deren Interpretation ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Angebotsunterlage meist deutlich (in Betrachtungszeitraum H1 2020 im Durchschnitt 40,1 Tage) nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. der Kontrollerlangung (sog. „10er-Mitteilung“) veröffentlicht wurde. Aussagekräftiger sind in diesem Zusammenhang daher die Zahl und die Verteilung der 10er-Mitteilungen. Im Betrachtungszeitraum wurden sechzehn solcher Mitteilungen abgegeben, die sich wie folgt verteilen:

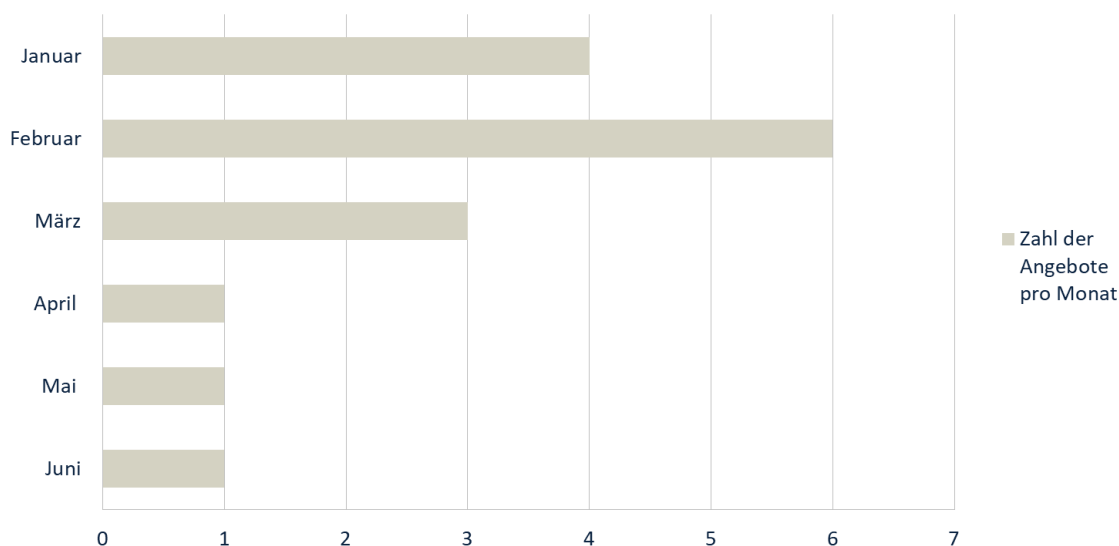


Abb. 6: Veröffentlichungen von Entscheidungen zur Abgabe von Angeboten bzw. von Kontrollerlangungen in H1 2020
Quelle: Noerr Research

Damit lagen zwölf der 10er-Mitteilungen im Betrachtungszeitraum vor dem Tiefststand des DAX-Schlusskurses am 18. März 2020 mit 8.441,40 Punkten. In den Monaten April, Mai und Juni wurde jeweils nur eine 10er-Mitteilung veröffentlicht, was deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt liegt, der in etwa drei 10er-Mitteilungen pro Monat beträgt (siehe hierzu eingehend [Noerr Public M&A Report H1 2019](#)). Die Covid-19-Pandemie hat also unmittel-

bar zu einer signifikanten Zurückhaltung bei Neutransaktionen am Markt für öffentliche Übernahmen geführt.

Laufende Transaktionen

Ferner lohnt auch ein Blick auf die im Zeitpunkt des Höhepunkts der Krise laufenden Transaktionen, d.h. solche, für die die 10er-Mitteilung am 18. März 2020 bereits veröffentlicht worden war. So stellt sich die Frage, ob der durch die Covid-19-Pandemie verursachte Kurseinbruch und die mit der Pandemie einhergehende Eintrübung der allgemeinen wirtschaftlichen Lage zu Transaktionsabbrüchen geführt haben.

Im Hinblick auf die Möglichkeiten zu einem Transaktionsabbruch sind übernahmerechtlich die Transaktionsphasen vor und nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage durch die BaFin zu unterscheiden.

Vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage

In der Phase zwischen Veröffentlichung der 10er-Mitteilung und Veröffentlichung der Angebotsunterlage sieht das Gesetz für den Bieter keine Möglichkeit vor, den Angebotsprozess sanktionslos zu beenden. Eine bedingte 10er-Mitteilung wird allgemein als unzulässig angesehen.² Die Veröffentlichung der 10er-Mitteilung begründet gem. § 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG die Pflicht für den Bieter zur Übermittlung der Angebotsunterlage an die BaFin. Wird diese Pflicht nicht erfüllt oder ist die übermittelte Angebotsunterlage unvollständig oder nicht gesetzeskonform, untersagt die Behörde das Angebot gem. § 15 Abs. 1 WpÜG. Die Untersagung führt dazu, dass für den Bieter und bestimmte weitere Personen gem. § 26 Abs. 1 WpÜG eine Sperrfrist von einem Jahr gilt, während der ein weiteres Angebot unzulässig ist. Dieser Rechtsfolge wird ein Bieter, der die Pflicht zur Übermittlung einer gesetzeskonformen Angebotsunterlage nicht erfüllt, realistischerweise kaum entgehen können.

Im Betrachtungszeitraum ist es zu zwei Untersagungen von öffentlichen Angeboten gekommen. Diese Zahl ist ins Verhältnis zum langjährigen Trend bei der Zahl von Untersagungen von öffentlichen Offerten zu setzen. Danach wird jährlich im Durchschnitt etwas mehr als ein Angebot untersagt (siehe hierzu [Noerr Public M&A Report H1 2018](#)). Vor diesem Hintergrund erscheint die Zahl an Untersagungen im Berichtszeitraum noch nicht dramatisch erhöht. Eine Analyse der veröffentlichten Untersagungsverfügungen der BaFin bestätigt, dass der Ausbruch der Covid-19-Pandemie in beiden Fällen wohl keine Rolle gespielt hat. Insbesondere wurden die Untersagungsentscheidungen am 15. Januar 2020 (Travel24.com AG) und am 6. März 2020 (Biofrontera AG), mithin vor Beginn des Lockdowns, verfügt und der ihnen zugrunde liegende Sachverhalt ereignete sich zeitlich noch früher.

² Davon zu unterscheiden ist der rechtlich unbedenkliche Fall, dass in der 10er-Mitteilung bereits auf Vollzugsbedingungen hingewiesen wird, die im Einklang mit § 18 WpÜG in die Angebotsunterlage aufgenommen werden sollen.

Nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage

Nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage gilt der Grundsatz, dass der Bieter an sein Angebot gebunden bleibt und es ihm nur unter besonderen Voraussetzungen gestattet sein soll, sich vom Angebot zurückzuziehen. Ohne weiteres bilden weder ein Rückgang des Kurses der Aktie der Zielgesellschaft bzw. des allgemeinen Kursniveaus noch die Eintrübung der wirtschaftlichen Aussichten der Zielgesellschaft oder der Wirtschaft insgesamt für den Bieter einen Grund, sich von der Offerte wieder zu lösen. Anders kann die Rechtslage aber sein, wenn der Bieter sein Angebot unter eine Vollzugsbedingung gestellt hat, deren Tatbestand durch einen der vorgenannten Sachverhalte erfüllt wurde.

Besonders relevant können in diesem Zusammenhang sog. MAC-Klauseln (von engl. *material adverse change*) sein, die es dem Bieter erlauben, das Angebot nicht zu vollziehen, wenn während der Annahmefrist wesentliche nachteilige Umstände im Hinblick auf die Zielgesellschaft eintreten oder bekannt werden. MAC-Klauseln können einerseits an Veränderungen der Verhältnisse der Zielgesellschaft selbst anknüpfen (sog. *Business MAC* oder *Company MAC*, z.B. Eintritt von Ereignissen, welche negative Auswirkungen auf bestimmte Finanzkennzahlen der Zielgesellschaft haben). Andererseits können sie sich auf Veränderungen in den Märkten, in denen die Zielgesellschaft tätig ist, beziehen (sog. *Market MAC*, z.B. Rückgang des DAX oder eines anderen geeigneten Index um einen bestimmten Betrag). Im Hinblick auf die generell eingeschränkte Zulässigkeit von Bedingungen nach dem WpÜG müssen für die Zulässigkeit derartiger Klauseln nach h.M. und BaFin weitere Anforderungen erfüllt sein.

MAC-Klauseln wurde im Hinblick auf die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie zwar allgemein eine besondere Bedeutung zugesprochen (siehe hierzu auch unseren Beitrag [Öffentliche Übernahmen in der Covid-19-Pandemie](#)). Allerdings konnten wir bislang noch keine Fälle identifizieren, in denen Bieter im Zusammenhang mit den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie ein Angebot aufgrund einer MAC-Klausel nicht vollzogen haben.³ Allerdings ist unter den betreffenden Offerten auch nur eine, die eine MAC-Bedingung vorsieht (Angebot der Quebec B.V., einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft der Thermo Fisher Scientific Inc., an die Aktionäre der QIAGEN N.V.).

Fazit

Wie in vielen anderen gesellschaftlichen Bereichen prägt die durch die Covid-19-Pandemie verursachte Verunsicherung auch das Geschehen am Markt für öffentliche Übernahmen. Der Rückgang der Zahl der Neutransaktionen seit März 2020 lässt sich in diesem Sinne interpretieren. Andererseits hatte die Pandemie anscheinend weder auf den Vollzug der bereits vor ihrem Höhepunkt veröffentlichten noch auf die seitdem angekündigten Angebote Auswirkungen. Letzteres ist ein erfreulicher Befund, wurde doch das gesetzgeberische Ziel eines stabilen und verbindlichen Übernahmeprozesses auch in einer Krise von historischen Ausmaßen erreicht.

³ Dabei wurden alle Angebote betrachtet, deren Annahmefrist bzw. weitere Annahmefrist am 18. März 2020 begonnen hatte und noch nicht abgelaufen war oder danach begann (Stand: 12. August 2020).

/ Ihre Ansprechpartner

Hamburg



Dr. Volker Land
Partner, Noerr
+49 40 300397 102
volker.land@noerr.com



Dr. Stephan Schulz
Partner, Noerr
+49 40 300397 108
stephan.schulz@noerr.com

Frankfurt am Main



Dr. Holger Alfes, LL.M.
Partner, Noerr
+49 69 971477 231
holger.alfes@noerr.com



Dr. Laurenz Wieneke, LL.M.
Partner, Noerr
+49 69 971477 231
laurenz.wieneke@noerr.com



Dr. Julian Schulze De la Cruz
Partner, Noerr
+49 69 971477 213
julian.schulzedelacruz@noerr.com

München



Dr. Gerald Reger
Partner, Noerr
+49 89 28628 155
gerald.reger@noerr.com



Dr. Michael Brellochs, LL.M.
Partner, Noerr
+49 89 28628 3603
michael.brellochs@noerr.com



Dr. Ralph Schilha
Partner, Noerr
+49 89 28628 167
ralph.schilha@noerr.com

Alicante
Berlin
Bratislava
Brüssel
Budapest
Bukarest
Dresden
Düsseldorf
Frankfurt/M.
Hamburg
London
Moskau
München
New York
Prag
Warschau

noerr.com