



Hogan
Lovells

Öffentliche Übernahmen in Deutschland 2017

Newsletter



Contents

Einleitung	5
Statistiken	6
Überblick - Markttrends	6
Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten	6
Angebotsvolumen	7
Angebotsprämien	7
Erfolgreiche Übernahmen	9
Übernahmen nach Sektoren	9
Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat	10
Fairness Opinions	10
Herkunft der Bieter	11
Steckbrief	12
Die STADA Übernahme	12
Aktuelle Rechtsentwicklungen	14
BGH, 07.11.2017, Az. II ZR 37/16 (McKesson/Celesio)	14
Sachverhalt	14
Rechtliche Würdigung des BGH	14
Unser Team in Deutschland	16



Einleitung

Herzlich willkommen zu der ersten Ausgabe unseres Newsletters “Öffentliche Übernahmen in Deutschland”. Er gibt einen Marktüberblick über die im zurückliegenden Jahr 2017 in Deutschland nach dem Wertpapier- und Übernahmegesetz (*WpÜG*) durchgeführten öffentlichen Übernahmen und aktuellen Rechtsentwicklungen im deutschen Übernahmerecht.

Als eine global agierende Rechtsanwaltskanzlei beobachten wir konstant den M&A-Markt im In- und Ausland. Die hierbei gewonnen Erkenntnisse möchten wir mit Ihnen mittels dieses Newsletters teilen.

In seinem Hauptteil enthält dieser Newsletter eine umfassende statistische Auswertung der im vergangenen Kalenderjahr in Deutschland nach dem *WpÜG* erfolgten öffentlichen Übernahmen. Diese Zusammenstellung basiert auf der Datenbank für deutsche Übernahmeangebote, welche durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (*BaFin*) veröffentlicht wird. Zusätzlich haben wir hierfür die veröffentlichten Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaften ausgewertet. Sofern ein öffentliches Angebot geändert wurde, bezieht sich unsere Analyse nachstehend – soweit nicht anders angegeben – immer auf die Daten der letzten geänderten Fassung des jeweiligen Angebots.

Im dritten Abschnitt des Newsletters stellen wir das nach unserer Einschätzung für den deutschen Übernahmemarkt wichtigste Übernahmeangebot des vergangenen Kalenderjahres vor. In 2017 war dies unzweifelhaft das öffentliche Übernahmeangebot für den Erwerb der STADA Arzneimittel AG durch Bain Capital und Cinven.

Abschließend greift dieser Newsletter einzelne, wichtige, aktuelle, rechtliche Entwicklungen des deutschen Übernahmerechts heraus. In dieser Ausgabe blicken wir hierfür auf das Urteil des Bundesgerichtshofs (BGH) zur Übernahme der Celesio AG durch McKesson und die dazu entschiedene Frage, ob der im Rahmen eines abgeleiteten Erwerbs für Wandelanleihen des Zielunternehmens gezahlte Preis für die Zwecke der Mindestpreisregelungen des *WpÜG* zu berücksichtigen ist.



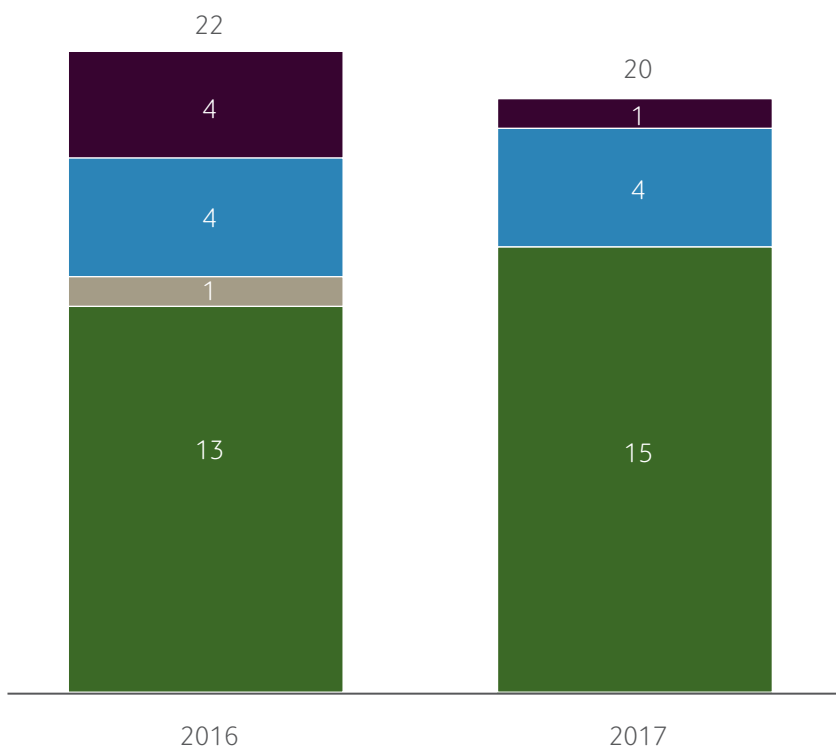
Statistiken

Überblick – Markttrends

Im Jahr 2017 sind auf dem deutschen Übernahmemarkt folgende Trends zu erkennen:

- Die Entwicklung von Delisting-Angeboten als eine etablierte Option für öffentliche Angebote hat sich auch im Jahr 2017 fortgesetzt.
- Die durchschnittliche Angebotsprämie von 14,10 % in Bezug auf den Drei-Monats-Durchschnittskurs vor dem Angebot ist erheblich niedriger als noch im vorherigen Jahr 2016.
- Neben der weiterhin hohen Attraktivität des Technologiesektors sind vor allem die Übernahmen im Gesundheitssektor gestiegen.
- Ein signifikanter Anteil von Stellungnahmen des Vorstands- und Aufsichtsrats haben im vergangenen Jahr das jeweilige Übernahmeangebot abgelehnt (30 %) bzw. sich dazu neutral verhalten (15 %).

Öffentliche Angebote und Angebotsarten

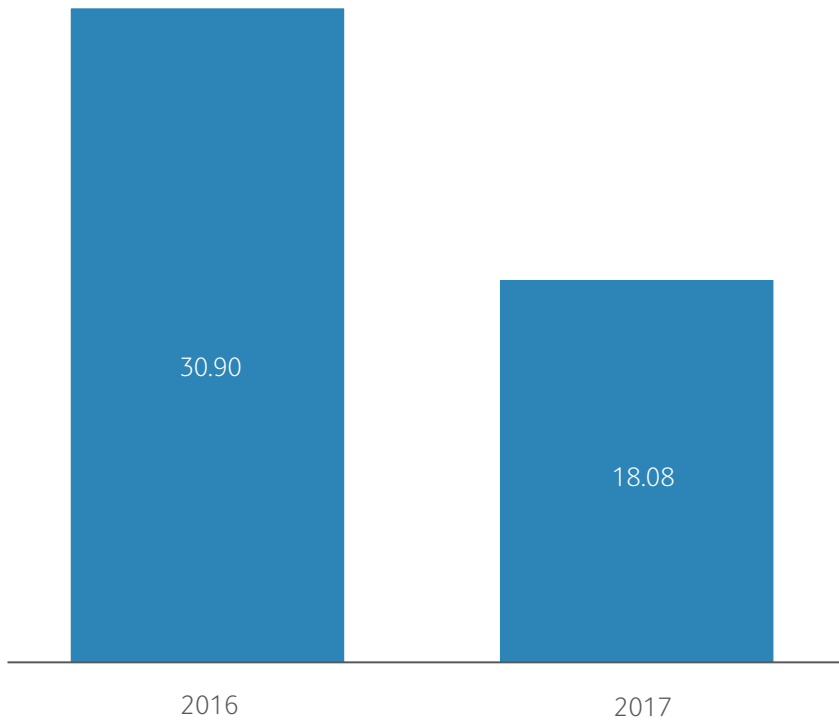


Zusammenfassung

- Bis zum Ende des Jahres 2017 gab es in Deutschland insgesamt 20 öffentliche Angebote. Im Vergleich zum Jahr 2016 (22 öffentliche Angebote) stellt dies eine geringfügige Verringerung dar.
- Die meisten Angebote waren auch im Jahr 2017 Übernahmeangebote. Während die Anzahl der Delisting-Angebote gleich blieb, hat die Zahl der Pflichtangebote und einfachen Erwerbsangebote abgenommen.

- Pflichtangebot
- Delisting Kaufangebot
- Erwerbsangebot
- Übernahmeangebot

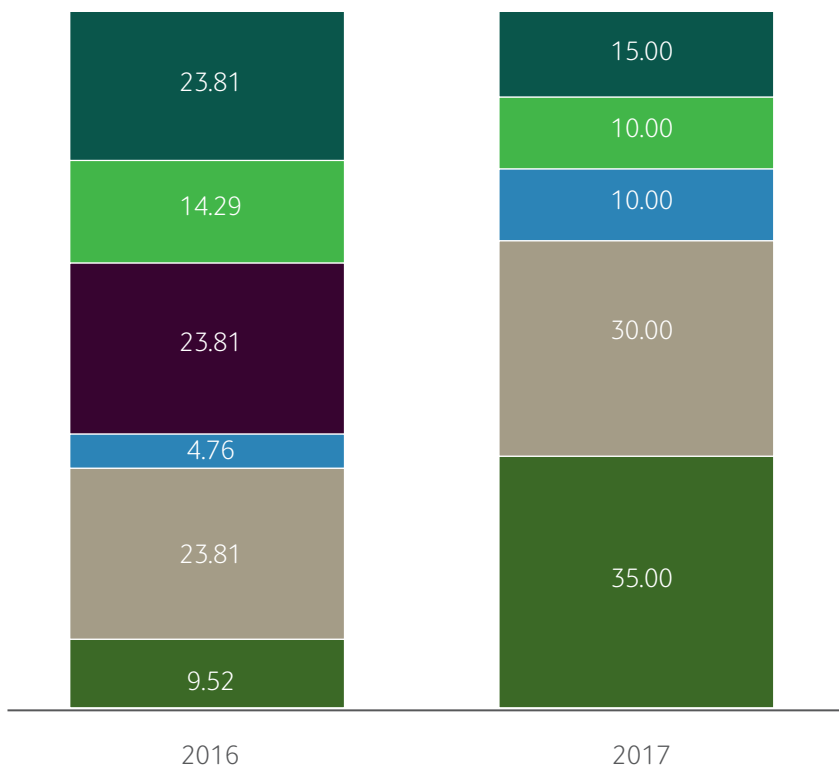
Angebotsvolumen (EUR Milliarden)



Zusammenfassung

- Insgesamt belief sich das Angebotsvolumen in 2017 auf EUR 18,08 Mrd. Im Vergleich zum Vorjahr zeigt sich damit eine deutliche Reduzierung.
- Jedoch war das hohe Angebotsvolumen im Jahr 2016 von EUR 30,90 Mrd. vorrangig auf die gescheiterte Übernahme der Deutschen Börse AG (Angebotsvolumen von EUR 22,07 Mrd.) zurückzuführen.
- Die größten deutschen Übernahmen im Jahr 2017 waren die Übernahme der Uniper SE (EUR 7,80 Mrd.), die Übernahme der STADA Arzneimittel AG (EUR 4,13 Mrd.) und die Übernahme der Drillisch AG (EUR 2,45 Mrd.).

Angebotsprämien (%)

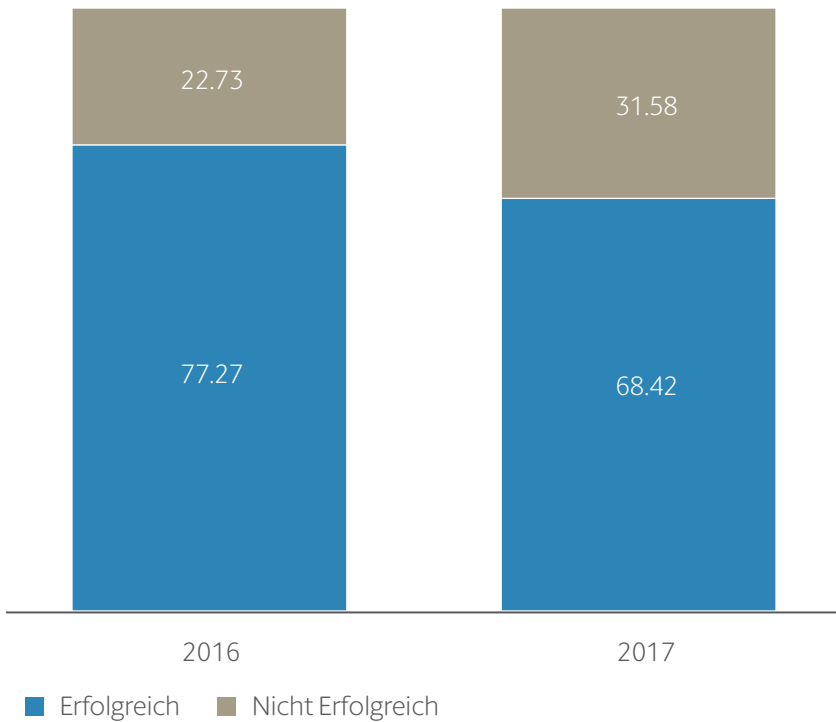


Zusammenfassung

- Die Grafik zeigt die Angebotsprämie im Verhältnis zum gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der letzten drei Monate (für Delisting-Angebote wurde der gesetzlich maßgebliche Sechs-Monate-Durchschnittskurs berücksichtigt).
- Die durchschnittliche Angebotsprämie im Jahr 2017 betrug 14,10 %. Dies ist ein signifikanter Rückgang im Vergleich zum Vorjahr 2016 (31,66 %).
- Im vergangenen Jahr wurde bei der Mehrzahl der Angebote eine Prämie von maximal 10 % geboten. Demgegenüber dominierten im Jahr 2016 Angebotsprämien von 20 % und mehr.



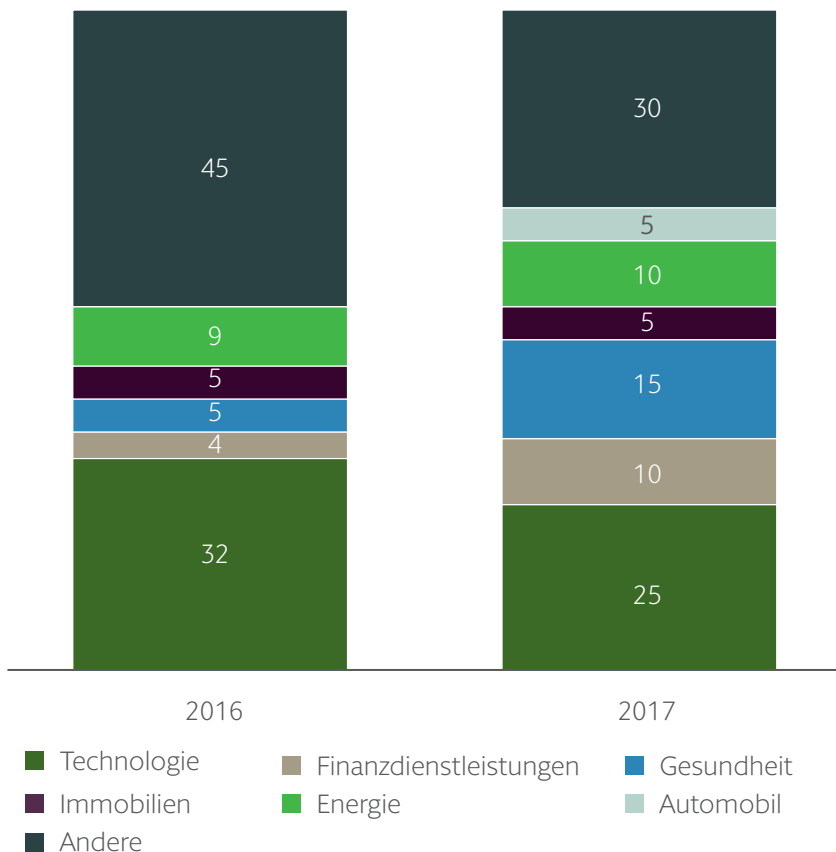
Erfolgreiche Übernahmen (%)



Zusammenfassung

- Zum Ende des Jahres 2017 waren 68,42 % der Übernahmen erfolgreich, wohingegen 31,58 % der abgegebenen Angebote nicht zum Erfolg führten.
- Im Vergleich zum vorherigen Jahr 2016 sind damit geringfügig mehr Übernahmen gescheitert.

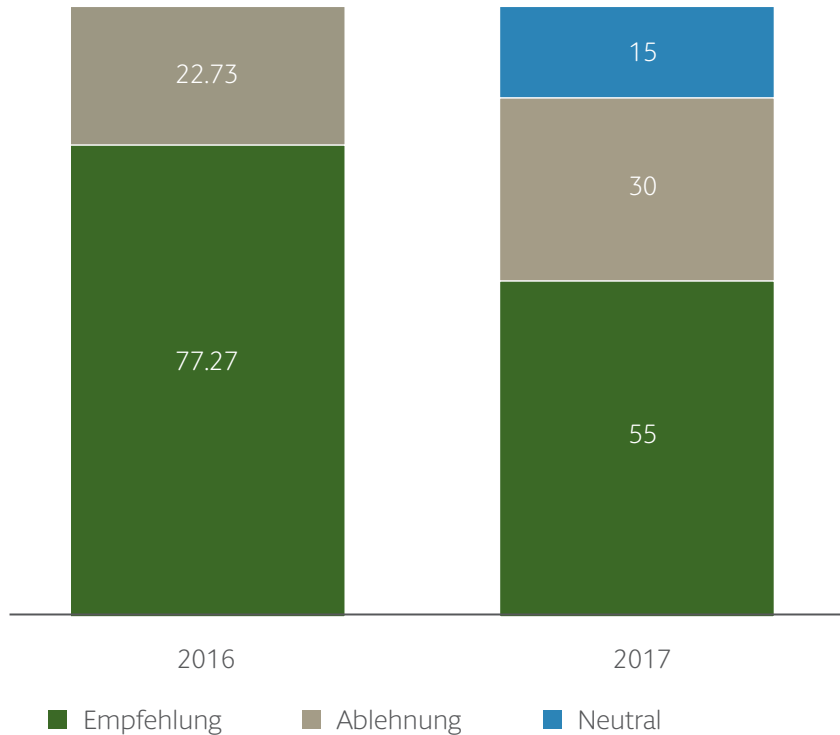
Übernahmen nach Sektoren (%)



Zusammenfassung

- Auch in 2017 fanden die meisten Übernahmen im Technologiesektor statt. Das hohe Maß an Aktivität im Technologiesektor aus dem Vorjahr setzt sich also fort.
- Jedoch haben sich im Jahr 2017 die Angebote insgesamt gleichmäßiger über die einzelnen Industriesektoren als im Vorjahr verteilt.

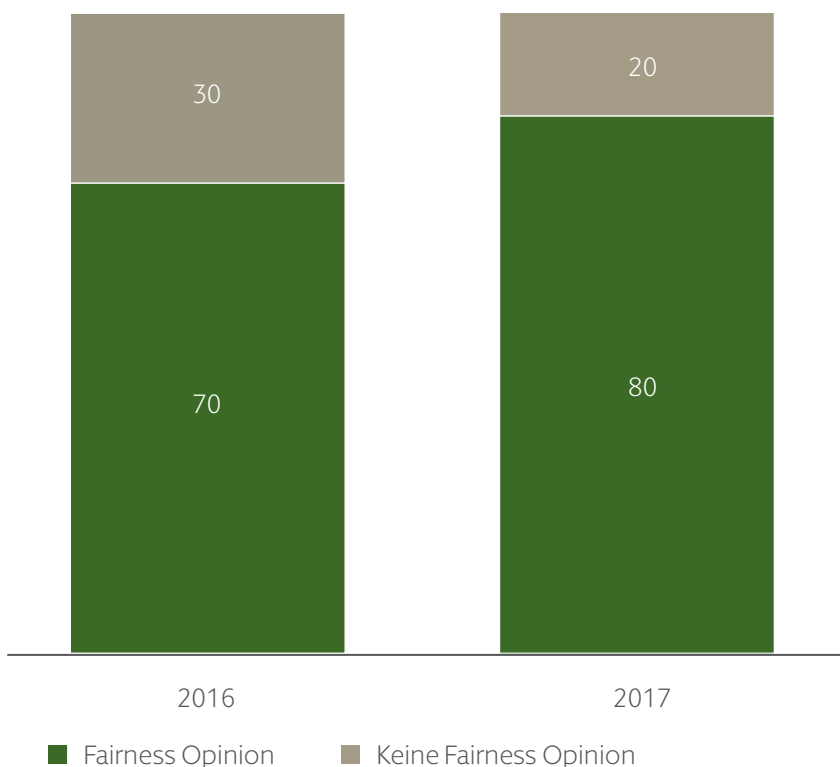
Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat (%)



Zusammenfassung

- Gemäß § 27 WpÜG haben der Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem öffentlichen Angebot abzugeben.
- Im Jahr 2017 haben 55 % der Stellungnahmen die Annahme des Angebots empfohlen, während 30 % der Stellungnahmen sich gegen eine Annahme des Angebots aussprachen. 15 % der Stellungnahmen im Jahr 2017 äußerten sich neutral zum Angebot.

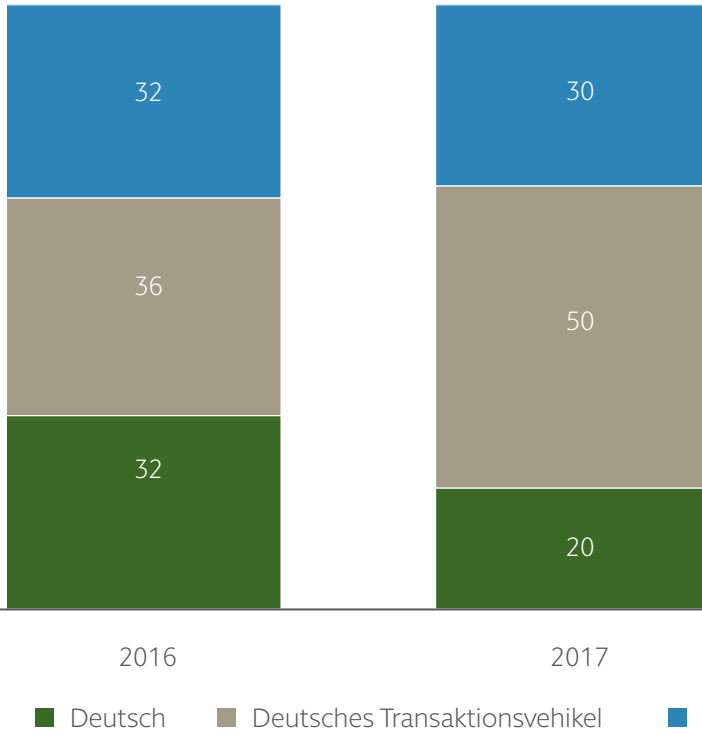
Fairness Opinions (%)



Zusammenfassung

- *Fairness Opinions* sind gutachterliche Stellungnahmen von externen Experten, die die Angemessenheit des Angebots beurteilen. Diese werden häufig vom Vorstand und Aufsichtsrat als Grundlage für ihre eigene Stellungnahme eingeholt.
- Im Jahr 2017 haben Vorstand bzw. Aufsichtsrat bei 80 % der Angebote Fairness Opinions eingeholt. Dies stellt eine Zunahme von 10 % im Vergleich zum Vorjahr dar. Wird in der Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats nicht auf eine Fairness Opinion Bezug genommen, haben wir angenommen, dass keine eingeholt wurde.

Herkunft der Bieter (%)



Zusammenfassung

- Im Vergleich zum Vorjahr 2016 nahm im Jahr 2017 die Anzahl ausländischer Bieter im Verhältnis zu inländischen Bietern zu. Als ausländische Bieter werden zu diesem Zweck solche Bieter angesehen, die ihr Angebot entweder direkt über eine ausländische Bietergesellschaft oder indirekt über ein deutsches Transaktionsvehikel unterbreitet haben.



Steckbrief

Die STADA Übernahme

Nidda Healthcare Holding AG (Bain Capital/Cinven) – STADA Arzneimittel AG

Im Februar 2017 beschlossen Bain Capital und Cinven als Bieter-Konsortium die gemeinsame Übernahme der STADA Arzneimittel AG (“**STADA AG**”), einer deutschen Aktiengesellschaft mit Sitz in Bad Vilbel. Die STADA AG ist ein international operierendes Unternehmen im Bereich Gesundheitswesen mit Fokus auf dem Pharmazeutik-Markt. Das Konsortium setzte sich gegenüber anderen Bietern in einem Bieterwettstreit durch, der durch die STADA AG vor dem Übernahmeangebot durchgeführt wurde.

Am 22. Juni 2017 scheiterte das erste Übernahmeangebot aufgrund Nichterreichens der Mindestannahmequote von 67,5 % des Grundkapitals.

Der zweite Anlauf im Juli 2017 war dagegen erfolgreich. Nach der von der BaFin gewährten Freistellung von der obligatorischen Sperrfrist wurde ein geändertes Angebot eingereicht. Am 16. August 2017 wurde die neue Mindestannahmequote von 63 % mit 63,87 % des Grundkapitals knapp überschritten.

Überblick

Bieterin	Nidda Healthcare Holding AG (Bain Capital/Cinven)
Zielgesellschaft	STADA AG
Sektor	Gesundheitswesen und Pharmazeutik
Status	Erfolgreich
Annahmequote	63,87%
Offer volume (max)	Ca. EUR 4.130 Mrd.
Angebotstyp	Freiwilliges Übernahmeangebot im Wege des Barangebots
Angebotspreis	EUR 65,53 pro STADA Aktie (letztes Angebot, plus EUR 0,72 mögliche Dividendenausschüttung; erstes Angebot: EUR 65,28 pro Aktie; das erste Angebot wurde wegen Nichterreichens der Mindestannahmequote geändert.)
Annahmefrist	19 Juli 2017 bis 16 August 2017, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main)
Beteiligungsaufbau	Keine vorangegangener Anteilerwerb; die Bieterin schloss unwiderrufliche Vereinbarungen mit verschiedenen Aktionären (ca. 19,6 % des Grundkapitals) ab, bevor sie den zweiten Übernahmeversuch startete
Business combination agreement	Die Bieterin und die STADA AG schlossen ein Investment Agreement ab, das die wichtigsten Vollzugsbedingungen und die gegenseitigen Absichten und Pläne hinsichtlich des Angebots festlegte
Konkurrierendes Angebot	Es erfolgte kein paralleles Übernahmeangebot während des Übernahmeprozesses. Jedoch fand im Vorfeld ein durch das Management der STADA AG initiiertes strukturierter Bieterwettkampf mit einem weiteren Bieter-Konsortium (vermutlich Advent International und Permira) statt

Überblick

Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrates	Für das ursprüngliche Angebot und das geänderte Angebot wurden Annahmempfehlungen durch den Vorstand und den Aufsichtsrat ausgesprochen. Die Stellungnahmen wurden durch drei Fairness Opinions flankiert, die mit den Empfehlungen korrespondierten
Finanzierung	Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung
Freundlich/Feindlich	Freundliche Übernahme
Vollzugsbedingungen	<ul style="list-style-type: none"> – Kartellrechtliche Freigabe durch die Europäische Kommission und sieben weitere Drittstaaten – Mindestannahmequote von 63 % (erstes Angebot: zunächst 75 %; abgesenkt auf 67,5 %; zweites Angebot: 63 %) – Keine Beschlussfassung auf der Jahreshauptversammlung von STADA hinsichtlich Dividendenausschüttung über EUR 0,72 hinaus – Kein Insolvenzverfahren – Keine wesentliche Kapitalerhöhung
Sonstiges	Das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie veranlasste eine Prüfung nach der Außenwirtschaftsverordnung, ob die indirekte Übernahme von STADA-Aktien durch Bain Capital und Cinven die öffentliche Ordnung und Sicherheit der Bundesrepublik Deutschland gemäß der Außenwirtschaftsverordnung gefährdet.
Links	<p>Offer document 27 April 2017</p> <p>Offer document 19 July 2017</p>

Aktuelle Rechtsentwicklungen

BGH, 07.11.2017, Ref. II ZR 37/16 (McKesson/Celesio/Magnetar)

Im Rahmen unserer Besprechung aktueller Entwicklungen im deutschen Übernahmerecht soll im Folgenden das Urteil des Bundesgerichtshofes (BGH) vom 07.11.2017 (Az.: II ZR 37/16) in der Angelegenheit McKesson/Celesio/Magnetar vorgestellt werden.

Sachverhalt

In seinem Urteil hatte der BGH über eine Klage von Aktionären (darunter der US-Fonds Magnetar Capital) der Celesio AG zu entscheiden, die das Übernahmeangebot von McKesson zwar angenommen hatten, im Nachhinein den Angebotspreis jedoch für zu niedrig hielten und auf Zahlung einer angemessenen Gegenleistung klagten. Der Rechtsstreit drehte sich dabei um die Frage, ob im Rahmen der Ermittlung der angemessenen Gegenleistung auch der Kaufpreis für Wandelanleihen zu berücksichtigen ist, die der Bieter im relevanten Zeitraum derivativ (d.h. von einem anderen Anleihegläubiger) erworben hat.

Die beklagte McKesson plante die Übernahme der Celesio AG seit dem Jahr 2013. Dabei strebte sie eine Beteiligung von 75 % an, um nach der Übernahme einen Beherrschungsvertrag mit der Zielgesellschaft abschließen zu können. Ein erster Übernahmeversuch scheiterte am Erreichen der durch McKesson bestimmten Mindestannahmeschwelle. Sodann erwarb McKesson im zweiten Anlauf Celesio-Aktien in Höhe von 50,01% von der Haniel-Gruppe zu einem Kaufpreis von EU 23,50 pro Aktie sowie Wandelanleihen der Celesio AG von dem Hedgefonds Elliot zu einem Kaufpreis von EUR 30,95 bzw. EUR 30,94 pro Celesio-Aktie. Ende Januar 2014 übte McKesson die im Rahmen der Wandelanleihen gewährte Wandlungsoption aus, womit McKesson weitere Aktien an der Celesio AG erwarb. Am 28. Februar 2014 gab McKesson ein öffentliches Übernahmeangebot zum Preis von EUR 23,50 für die ausstehenden Aktien der Celesio AG ab, nachdem die

Angebotsunterlage mit diesem Angebotspreis durch die BaFin genehmigt worden war. Die Vorerwerbe der Wandelschuldverschreiben und den hierfür gezahlten Preis hatte McKesson gegenüber der BaFin zuvor offengelegt.

Die Kläger beehrten die Zahlung des Differenzbetrages i.H.v. EUR 7,45 zwischen dem Angebotspreis von EUR 23,50 und dem höchsten für die Wandelanleihen gezahlten Kaufpreis von EUR 30,95 pro Aktie.

Rechtliche Würdigung

Bei freiwilligen Übernahmeangeboten hat der Bieter gem. § 31 Abs. 1 WpÜG den Aktionären der Zielgesellschaft eine angemessene Gegenleistung anzubieten. Die Einzelheiten für die Berechnung der angemessenen Gegenleistung ergeben sich aus §§ 3 – 7 WpÜG-AngebotsVO. Fraglich war im gegenständlichen Fall, ob auch der derivative Vorerwerb von Wandelanleihen gem. § 31 Abs. 1, Abs. 6 WpÜG als einem Kauf gleichzustellende Vereinbarung, aufgrund derer die Übereignung von Aktien verlangt werden kann, zu berücksichtigen ist, wenn die Wandelanleihen ausschließlich zum Zwecke der Erleichterung der Übernahme der Zielgesellschaft erworben wurden. Unter derivativem Erwerb ist der Kauf bereits existierender Wandelanleihen von anderen Anleihegläubigern in Abgrenzung zum Bezug neu emittierter Wandelanleihen vom Emittenten, d.h. der Zielgesellschaft, zu verstehen.

Die BaFin hatte in ihrem Jahresbericht von 2014 darauf hingewiesen, dass es dem Sinn und Zweck der Mindestpreisregelungen des WpÜG zuwiderlaufe, wenn man den derivativen Erwerb von Wandelanleihen als relevanten Vorerwerb i.S.v. § 4 S. 1 WpÜG-AngebotsVO qualifizieren würde und lehnte eine Berücksichtigung im Rahmen der Mindestpreisbestimmungen ab. Diesen Schluss begründete die BaFin maßgeblich mit der Überlegung, dass es für die Berücksichtigung als relevanter Vorerwerb nicht auf den Kaufpreis für den Erwerb der Anleihen, sondern lediglich auf

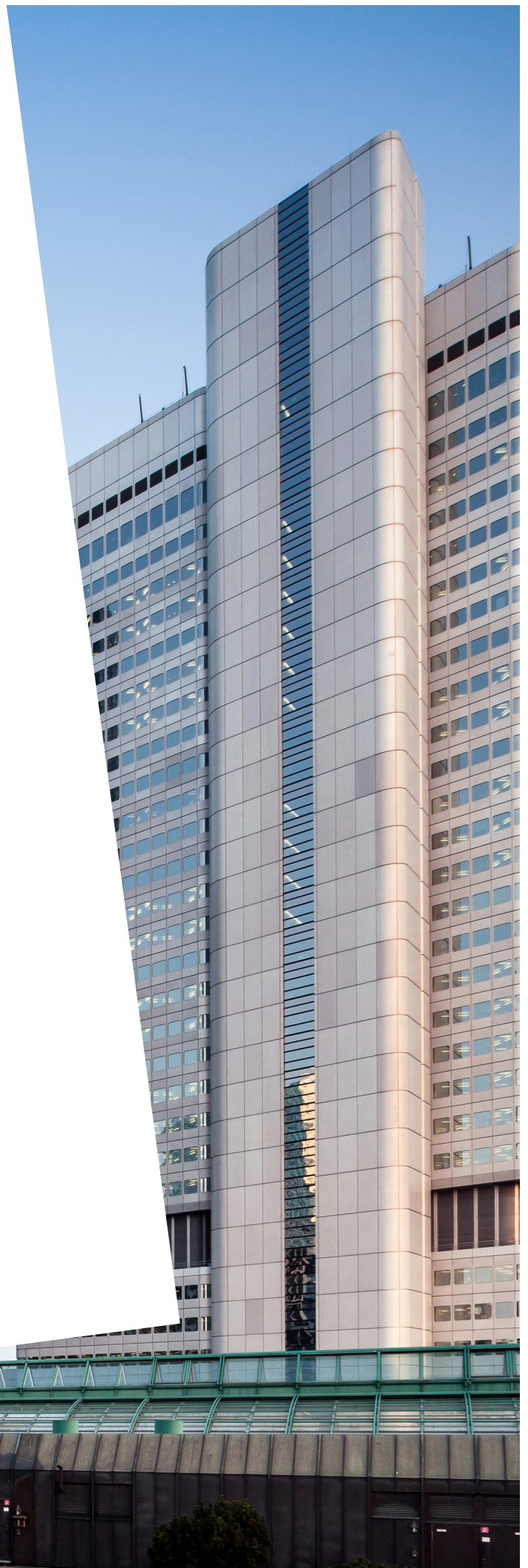


Wandlungspreis für die Wandlung der Anleihen ankomme. Als Konsequenz dieser Ansicht genehmigte sie die Veröffentlichung des Angebots durch McKesson.

Dieser Rechtsauffassung schloss sich das LG Frankfurt in erster Instanz an (Az.: 3-05 O 44/14). Der derivative Erwerb sei nicht bei der Berechnung der Angemessenheit zu berücksichtigen.

Das OLG Frankfurt wand sich im Berufungsverfahren (Az. 5 U 2/15) gegen diese Ansicht. In seiner Begründung argumentierte es, dass eine Gleichstellung von derivativem Anleiherwerb und Aktienerwerb jedenfalls dann geboten sei, wenn aufgrund eines zeitlichen Zusammenhangs des Erwerbs- mit dem Wandlungsvorgang deutlich würde, dass der Anleiherwerb nur zum Zweck des späteren Übernahmeangebotes erfolgte.

In dem Revisionsverfahren (Az. II ZR 37/16) schloss sich der BGH im Ergebnis dem OLG Frankfurt an und urteilte zugunsten der klagenden Aktionäre. Der BGH stellte maßgeblich auf dem Sinn und Zweck des § 31 Abs.6 WpÜG ab. Der Gesetzgeber wollte mit der Regelung in § 31 Abs.6 WpÜG Satz 1 einer Umgehung der in § 31 Abs. 1 Satz 2 WpÜG auf den dinglichen Erwerb bezogenen Regeln durch schuldrechtliche Vereinbarungen über ein Erwerbsrecht vorbeugen. Wenn eine schuldrechtliche Vereinbarung getroffen werde, die den dinglichen Erwerb ermöglicht, sei bei der Bestimmung des Vorerwerbspreises auf diese schuldrechtliche Vereinbarung abzustellen. Damit solle sichergestellt werden, dass der Bieter an dem Preis festgehalten werde, den er im zeitlichen Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot selbst als angemessen angesehen hat.



Unser Team in Deutschland

Hamburg



Dr. Andreas H. Meyer

Partner, Hamburg

T +49 40 419 93 0

andreas.meyer@hoganlovells.com

Düsseldorf



Dr. Christoph Louven

Partner, Düsseldorf

T +49 211 13 68 0

christoph.louven@hoganlovells.com



Birgit Reese

Partner, Düsseldorf

T +49 211 13 68 0

birgit.reese@hoganlovells.com



Johannes Lau

Associate, Düsseldorf

T +49 211 13 68 0

johannes.lau@hoganlovells.com

München



Dr. Lutz Angerer

Head of Corporate/M&A Germany, München

T +49 89 290 12 0

lutz.angerer@hoganlovells.com

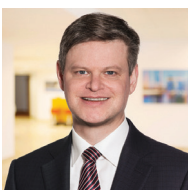


Thomas Weber

Counsel, München

T +49 89 290 12 0

thomas.weber@hoganlovells.com



Dr. Michael Rose

Partner, München

T +49 89 290 12 0

michael.rose@hoganlovells.com

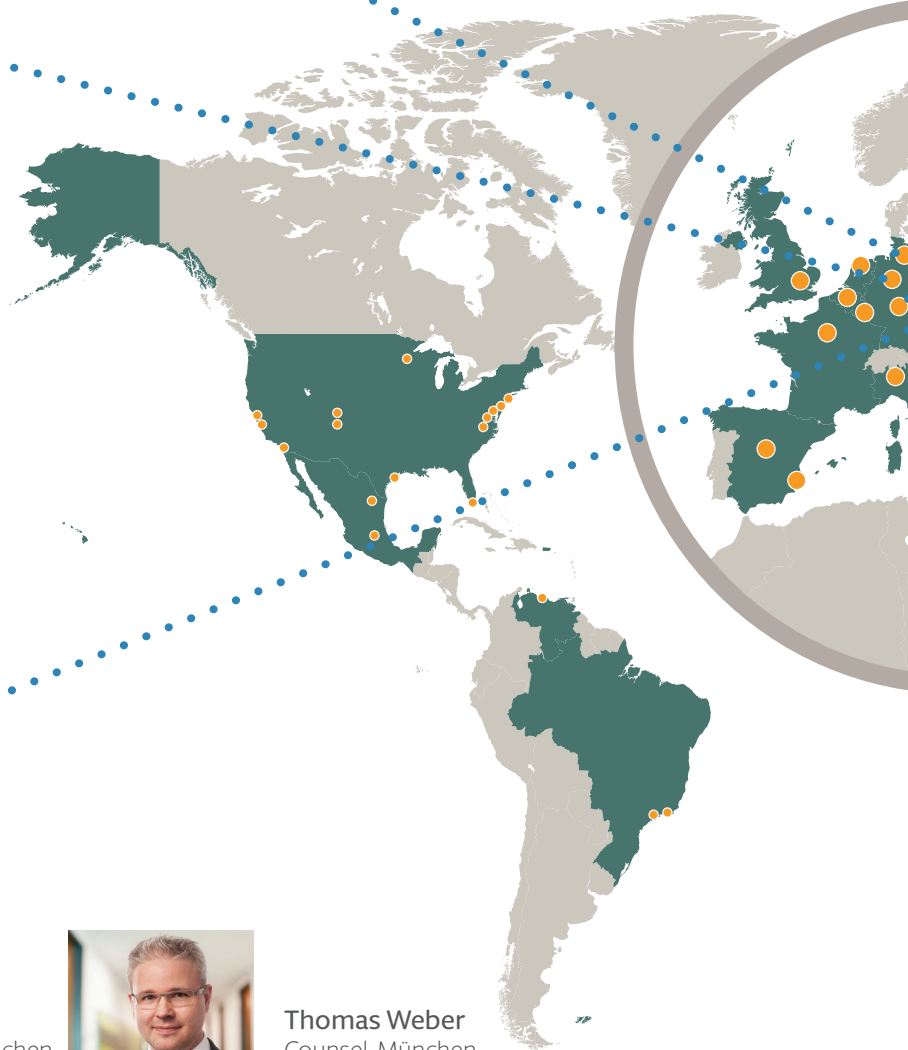


Tobias Kahnert

Senior Associate, München

T +49 89 290 12 0

tobias.kahnert@hoganlovells.com





• Frankfurt



Dr. Tim Oliver Brandi
Partner, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
tim.brandi@hoganlovells.com



Dr. Hanns Jörg Herwig
Partner, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
joerg.herwig@hoganlovells.com



Dr. Matthias Jaletzke
Head of Private Equity, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
matthias.jaletzke@hoganlovells.com



Prof. Dr. Michael Schlitt
Head of Corporate Capital Markets
and Securities Europe, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
michael.schlitt@hoganlovells.com



Philipp Weber
Senior Associate, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
philipp.weber@hoganlovells.com

Notes

Alicante
Amsterdam
Baltimore
Beijing
Birmingham
Boston
Brussels
Budapest
Colorado Springs
Denver
Dubai
Dusseldorf
Frankfurt
Hamburg
Hanoi
Ho Chi Minh City
Hong Kong
Houston
Jakarta
Johannesburg
London
Los Angeles
Louisville
Luxembourg
Madrid
Mexico City
Miami
Milan
Minneapolis
Monterrey
Moscow
Munich
New York
Northern Virginia
Paris
Perth
Philadelphia
Rio de Janeiro
Rome
San Francisco
São Paulo
Shanghai
Shanghai FTZ
Silicon Valley
Singapore
Sydney
Tokyo
Ulaanbaatar
Warsaw
Washington, D.C.
Zagreb

Our offices
Associated offices

www.hoganlovells.com

"Hogan Lovells" or the "firm" is an international legal practice that includes Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP and their affiliated businesses.

The word "partner" is used to describe a partner or member of Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP or any of their affiliated entities or any employee or consultant with equivalent standing. Certain individuals, who are designated as partners, but who are not members of Hogan Lovells International LLP, do not hold qualifications equivalent to members.

For more information about Hogan Lovells, the partners and their qualifications, see www.hoganlovells.com.

Where case studies are included, results achieved do not guarantee similar outcomes for other clients. Attorney advertising. Images of people may feature current or former lawyers and employees at Hogan Lovells or models not connected with the firm.

© Hogan Lovells 2018. All rights reserved. 12243_EUg_0218