

---

***Workshop III (15.30 – 16.30 Uhr)***

**Angebots- und Abfindungspreise bei  
öffentlichen Übernahmen aus Sicht der  
Bieter, Zielgesellschaften und Aktionäre**

***Moderation Dr. Michael Drill (Lincoln International AG)***



---

***„Aktionäre sind nicht nur dumm, sondern auch frech.  
Erstens geben sie ihr Geld in fremde Hände, und  
Zweitens verlangen sie auch noch eine Dividende.“***

**Carl Fürstenberg (Berliner Bankier 1850 – 1933)**

**Gilt dies noch im heutigen M&A-Zeitalter, wo spektakuläre  
öffentliche Übernahmen auf der Tagesordnung stehen?**

---

***„Aktionäre – allen voran größere institutionelle Investoren aus dem angelsächsischen Bereich – sind intelligent und selbstbewusst:***

***Intelligent, weil sie reiflich überlegen, wie sie sich in konkreten Übernahmesituationen zu verhalten haben, und selbstbewusst, weil sie ihre Ansprüche und Rechte kennen, unter anderem auf Spruchstellenverfahren, Sonderprüfungen und Anfechtungsklagen. “***

---

## Divergierende Interessenlagen der Akteure



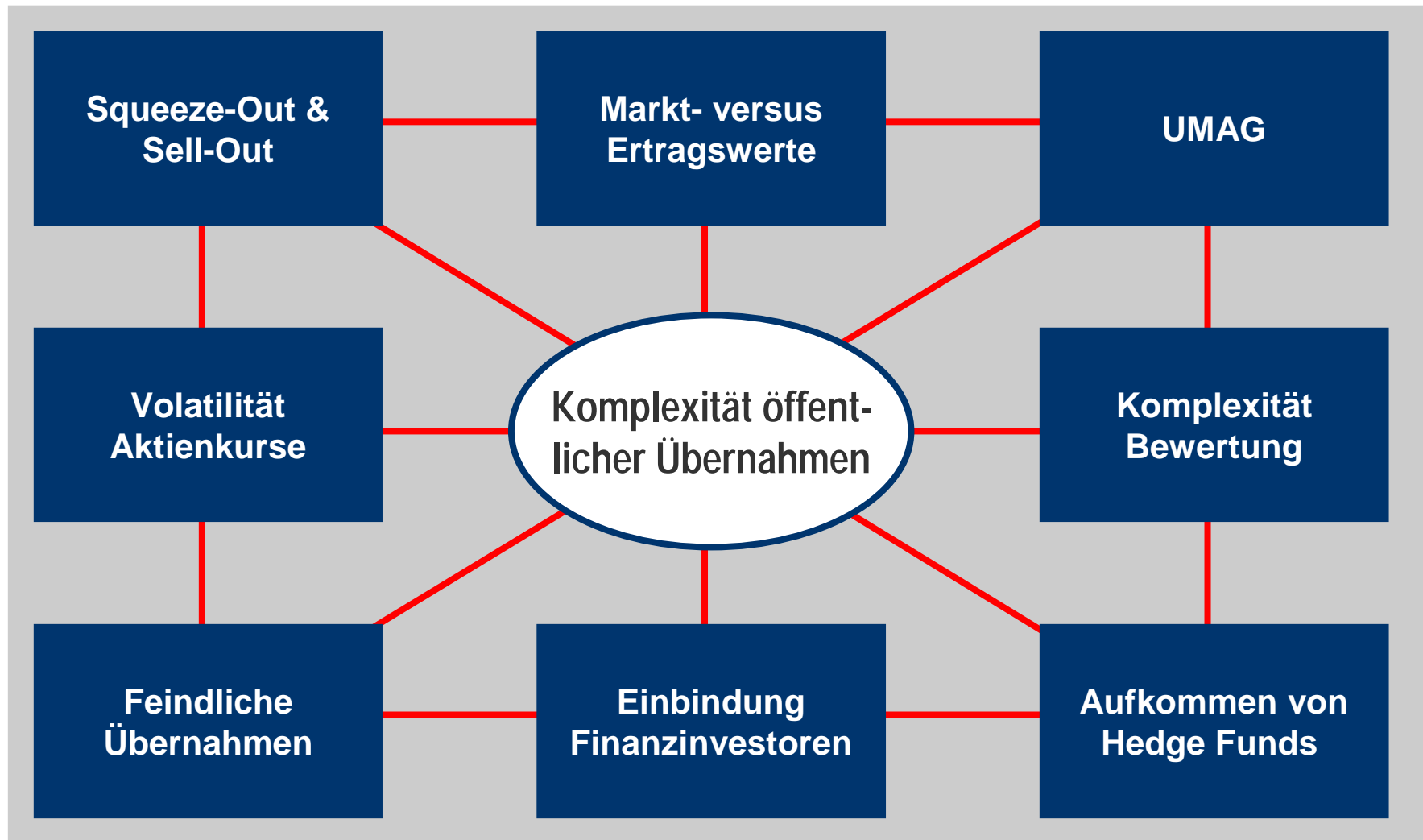
**Aktionäre**  
Preismaximierung  
Merger-Arbitrage  
(„Windfall profits“)



**Bietergesellschaft**  
Preisminimierung  
Schnelle Integration  
(„Delisting“)



**Zielgesellschaft**  
Wahrung  
Eigenständigkeit  
Loyalität vis-a-vis  
neuem Eigentümer



- **Übernahmeangebote und Abfinden i.d.R. sehr umstritten**
- **Unsicherheiten/Transaktionsrisiken für Unternehmen und Anleger**

# Zielsetzungen des Workshops

---

**1**

- **Kurzüberblick zu den relevanten gesetzlichen Regelungen zur Thematik Angebots- und Abfindungspreise**

**2**

- **Gemeinsame Diskussion ausgewählter Schlüsselfragen zu konkreten Praxisbeispielen**

**3**

- **Regelung von bzw. Erfahrungen mit bestimmten Schlüsselthemen in Großbritannien**

**4**

- **Gemeinsame Ableitung von konkreten Handlungsempfehlungen für**
  - **Bietergesellschaften**
  - **Zielgesellschaften**
  - **Aktionäre**

## Expertenrunde *Workshop III*

---

- Stefan Seip, *Hauptgeschäftsführer Bundesverband Investment und Asset Management (BVI)*
- Dr. Christian O. Zschocke, *Partner bei Morgan, Lewis & Bockius LLP in Frankfurt*
- Noel P. Hinton, *Deputy General Director Takeover Panel UK*
- Dr. Michael R. Drill, *Vorstandssprecher Lincoln International AG*



# “Kleines ABC” des deutschen Übernahme- und Aktienrechts

---

- Angebotspreise gemäss WpÜG
- Begründete Stellungnahme Zielgesellschaft
- Squeeze-Out und Abfindungspreise

# Angebotspreise gemäss WpÜG (Übernahmegesetz)

---

## Mindestpreis



- Gewichteter Durchschnittskurs der letzten 3 Monate vor Veröffentlichung Angebotsabsicht bzw. der Kontrollerwerbsmitteilung
- Bei Vorerwerben höchster Wert, den Bieter in den letzten 3 (neu 6) Monaten für Aktien der Zielgesellschaft als Gegenleistung gewährt hat
  - Aktionäre partizipieren an einem Paketzuschlag

## Nachzahlungspflicht



- Bei Aktienerwerb
  - nach Veröffentlichung Angebotsunterlage und vor Bekanntgabe des Angebotsergebnisses
  - innerhalb eines Jahres nach Ende Angebotsfrist, falls dieser außerhalb der Börse erfolgt
- Zahlung Unterschiedsbetrag, falls Erwerbspreis höher als Angebotspreis

# Stellungnahme der Zielgesellschaft

---

## § 27 WpÜG



- Vorstand und Aufsichtsrat müssen innerhalb von 14 Tagen nach Vorlage der Angebotsunterlage schriftlich eine begründete Stellungnahme abgeben
- Stellungnahme insbesondere zur Art und Höhe der gebotenen Gegenleistung
- Verwaltung kann
  - Annahme des Angebots empfehlen
  - Ablehnung des Angebots empfehlen
  - neutral bleiben (keine Empfehlungspflicht)
- Möglichkeit, Stellungnahme auf eine sachverständige Wertschätzung einer Investmentbank in Form einer Fairness Opinion abzustützen – allerdings gesetzlich nicht normiert

## § 93 Abs. 1 AktG



- Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) erhöht Haftungsgefahr für Vorstände
- Gewissenhafte Auseinandersetzung mit einem etwaigen Angebot (Sorgfaltspflicht)

## Squeeze-Out (*aktienrechtlicher Ausschluss von Minderheitsaktionären*)

### Voraussetzung



- Hauptaktionär hält über 95% des Grundkapitals
- HV-Beschluss mit  $\frac{3}{4}$  Mehrheit

### Barabfindung



- Vorstand legt Höhe der angemessenen Barabfindung fest
- Prüfung der Angemessenheit durch einen vom Gericht auf Antrag des Hauptaktionärs bestellten sachverständigen Prüfer (WP-Gesellschaft)
- Unternehmensbewertung auf Basis Ertragswertmethode
- Börsenkurs bildet die Untergrenze (gemäß DAT-Altana-Entscheidung des BVerfG)
- Keine Anfechtungsmöglichkeiten der Barabfindung – nur Beanstandung der Angemessenheit im Spruchverfahren
- Etwaiger Paketzuschlag bei der Abfindung von Aktionären ist nicht vorgesehen

### Konsequenz



- Alle Aktien der Minderheitsaktionäre gehen auf den Hauptaktionär über
- Wegfall des ordnungsgemäßen Börsenhandels (Delisting)

## Squeeze-Out (neue Anpassung WpÜG - Umsetzung EU-Richtlinie)

### Squeeze-Out

- Alternativ zum bisherigen Squeeze Out nach Aktienrecht
- Innerhalb 3-Monatsfrist nach einem Übernahme-oder Pflichtangebot
- Voraussetzungen: Hauptaktionär verfügt über mind. 95%
- Abfindung mind. in Höhe Gegenleistung Übernahme-/ Pflichtangebot, bei Paperdeal auch Gegenleistung in bar
- Abfindung dann angemessen, wenn im vorangegangenen Übernahme-/Pflichtangebot mind. 90% des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben wurde

### Sell-Out

- Andienungsrecht Minderheiten innerhalb von 3 Monaten nach einem Übernahme-/Pflichtangebot, bei dem der Bieter 95%-Schwelle erreicht hat
- Preis = wie bei Squeeze-Out-Regelung

## Teil 1

- ▼ **Dezember 2003:** Angebotspreis €32,50 – allerdings an Bedingung einer Annahmquote von mindestens 85% geknüpft; gleichzeitig gibt Blackstone bekannt, dass ein Squeeze-Out angestrebt wird
- ▼ **März 2004:** Blackstone im Besitz von 84% nachdem Mindestannahmquote gesenkt und Angebotsfrist verlängert wurde
- ▼ **Anfang Juni 2004:** Vorstand und AR empfehlen Annahme des Angebots
- ▼ **Ende Juni 2004:** Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages – Abfindungsangebot von €41,92 (keine Nachforderungsmöglichkeiten für Aktionäre, die kurz zuvor Angebot angenommen haben); nur wenige Institutionelle geben ihre Anteile ab
- ▼ **Januar 2005:** Celanese wird in New York zu einem Preis von €72,86 wieder an die Börse geführt (like for like je Aktie)

### Teil 2

- ▼ **Sommer 2005:** Paulsen (US Hedge Fund) mit 11% und Arnhold & Bleichroeder verkaufen für €53 je Aktie; Blackstone kommt damit auf über 95%
- ▼ **Sommer 2005:** Verbleibenden Minderheiten wird €51 angeboten, falls sie auf Ergebnis des damals laufenden Spruchverfahrens verzichten
- ▼ **März 2006:** Celanese legt Barabfindungspreis in Höhe von €62,22 auf Basis eines WP-Gutachtens fest
- ▼ **Mai 2006:** Hauptaktionär (von Blackstone kontrollierte Celanese Europe Holding) hält 98% der Anteile
- ▼ **Mai 2006:** Umsetzung Squeeze-Out mit HV-Beschluss
- ▼ **Mai 2006:** Aktueller Celanese-Kurs €68,35

**1**

### ■ Abfindungsangebot

- Relative Höhe zum Börsenkurs / Angebotspreis marktgerecht?
- Höhere Marktkonformität des neuen IDW-Bewertungsstandards?

**2**

### ■ Begründete Stellungnahme

- Sinnhaftigkeit einer Vorstandsempfehlung bei einem Buy-out?
- Interessenskonflikte bei Investmentbanken?

**3**

### ■ Bekanntgabe Squeeze-Out-Absicht

- Pflichtgemäß WpÜG zur frühzeitigen Bekanntgabe?
- Vorteilhaftigkeit der frühen Bekanntgabe?

**4**

### ■ Private Equity als Bieter

- Zunehmende Going Privates mit Finanzinvestoren?
- Problembereiche aus Sicht von Finanzinvestoren?

## Praxisbeispiel Schering: Übernahme durch "White Knight" Bayer

---

- ▼ **März 2006: Überraschender feindlicher Übernahmeversuch durch Merck; Angebotspreis €77 (ca. 35% Prämie auf Ø-Kurs letzten 3 Monate)**
- ▼ **März 2006 (2 Wochen später): Bayer bietet Alternativangebot von €86**
  - Transaktionsvolumen ca. €16 Mrd.
  - erwartete Synergien von €700 Mio. nach 3 Jahren
  - Bedingung Mindestannahmequote von 75%
- ▼ **März 2006: Kapitalmarkt und Aktienanalysten erachten Angebotspreis aus Sicht von Bayer für sehr hoch**
- ▼ **April 2006: Begründete Stellungnahme von Schering empfiehlt Annahme gestützt auf ein Bewertungsgutachten von BDO , dass Schering Stand Alone – also ohne Synergien – mit €80,80 bewertet**
- ▼ **Mai 2006: Bayers Ziel ist es, bis zu 100% zu übernehmen; abhängig von der Übernahmequote werde Bayer in Erwägung ziehen, die Schering-Aktie von der Börse zu nehmen – aktueller Schering-Kurs €85,24**

**1**

## ■ **Fairness Opinion**

- WP-Bewertungsansatz auf Stand Alone Basis realistisch?
- Berücksichtigung von Synergien erforderlich?
- Praxis in Großbritannien?

**1**

## ■ **Späterer Squeeze Out**

- Erfahrungen bezüglich Preisdifferenzen Angebots- versus Abfindungspreis seit Inkrafttreten WpÜG?
- Verhalten Investoren?

**3**

## ■ **Freiwillige Nachbesserung im Angebot zwecks Verbesserung Annahmequote**

- Funktionsweise?
- Möglicher Zeitraum?
- Zweckmäßigkeit?

## **Praxisbeispiel DIS: *Freundliches Übernahmeangebot durch Schweizer Großkonzern Adecco***

---

- ▼ **Januar 2006: Bekanntgabe Übernahmeangebot in Höhe von €54,50 (entspricht 7% Prämie gegenüber Vortag)**
- ▼ **Februar 2006: Anhebung um €4,00 auf €58,50, um Annahme der Großaktionäre Voit (29%) und Jupiter Asset Management (8%) zu erhalten**
- ▼ **März 2006: Adecco hält nach Ablauf Angebotsfrist ca. 83% der Anteile**
- ▼ **April 2006: Adecco gibt Barabfindungsangebot von €55,80 im Zusammenhang mit dem geplanten Widerruf der Börsenzulassung (Delisting) bekannt**
- ▼ **April 2006: Aktionäre beantragen Sonderprüfung wegen**
  - Wechsel DIS-Vorstand an die Adecco-Spitze
  - Kürzung Dividendenzahlung
  - Streichung DIS-Aktie vom Kurszettel
- ▼ **Mai 2006: Opponierende Aktionäre Dorchester Asset Management (UK) und Elliot Hedge Fund (USA) halten zusammen 13%**
- ▼ **Mai 2006: Aktueller DIS-Kurs €72,02**

**1**

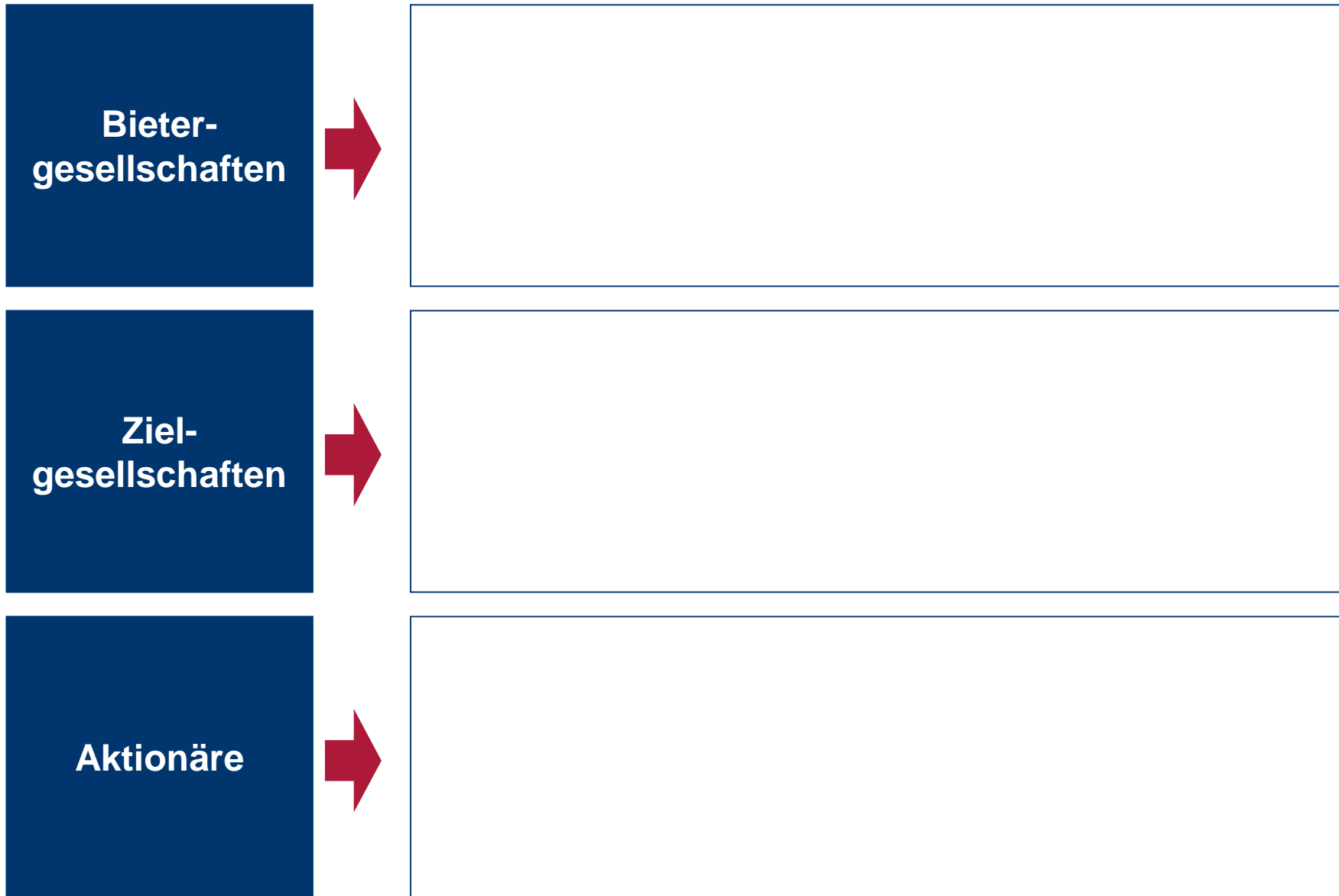
- **„Warmes“ Delisting**
  - Voraussetzungen aus rechtlicher Sicht?
  - Mindestpreis für Abfindungsangebot?
  - Zweckmäßigkeit?

**2**

- **Aktionärsaktivismus**
  - Deutsche Institutionelle zu harmlos und/oder Trittbrettfahrer?
  - Erfahrungen in Großbritannien?

# Fazit Workshop – Handlungsempfehlungen ?

---



---

■ **Besten Dank für Ihre aktive Teilnahme am Workshop**

# Kurzüberblick Lincoln International

---

**Integrierte Investmentbank mit Fokus auf M&A-Beratung**



# Track Record Lincoln International im Geschäftsjahr 2005

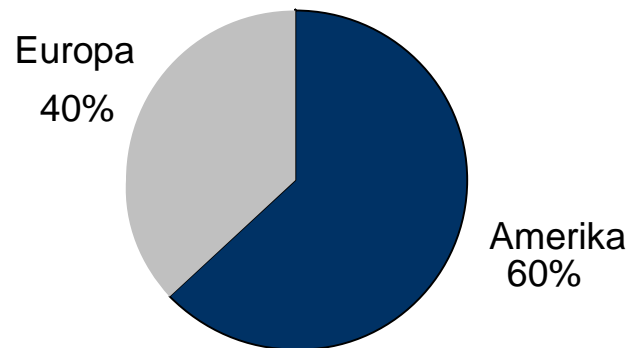
---

**Weltweit 65 abgeschlossene M&A-Deals – davon 17 in Deutschland**

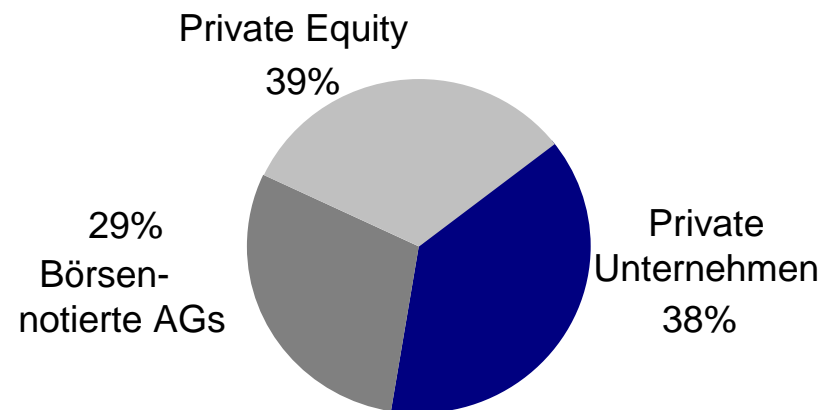
**Weltweit über 100 M&A-Professionals**

**Fokussierung auf Mid Cap-Transaktionen (€25 – 250 Mio.)**

*Regionale Verteilung der Deals in 2005 (ohne Asien)*



*Mandantenstruktur in 2005*



# Track Record Lincoln International im Geschäftsjahr 2005

M&A Ranking 2005			
Abgeschlossene Deals mit deutscher Beteiligung			
Rang	Investmentbank	Volumen in \$Mrd.	Anzahl Deals
1	Goldman Sachs	64.995	35
2	Deutsche Bank	57.945	56
3	Merrill Lynch	54.153	21
4	JP Morgan	49.921	38
5	Morgan Stanley	48.462	36
6	Citigroup	47.194	24
7	Lehman Brothers	39.153	19
8	UBS	23.841	27
9	Dresdner Kleinwort Wasserstein	19.800	18
10	Lazard	18.638	22
11	Rothschild	18.197	32
12	Credit Suisse First Boston	17.507	13
<b>13</b>	<b>Lincoln International</b>	<b>7.460</b>	<b>13</b>
14	Mediobanca	7.126	1
15	Hawkpoint Partners	5.507	4

Quelle: Thomson Financial, Januar 2006

Deutsche Post

World Net

2005

Erstellung einer Fairness Opinion  
im Auftrag der Deutsche Post AG bei  
der öffentlichen Übernahme von



**Fairness Opinions als eines  
der Spezialgebiete von  
Lincoln International AG**

## Kontaktinformation

---

Dr. Michael Drill  
CEO / Managing Director

Telefon +49 69 97105 461  
Mobil +49 172 103 2948  
Fax +49 69 97105 561  
Email [m.drill@lincolninternational.de](mailto:m.drill@lincolninternational.de)

**Lincoln International AG**  
Kettenhofweg 29  
60325 Frankfurt am Main

[www.lincolninternational.de](http://www.lincolninternational.de)