

Valentin Jentsch*

Prämienanalyse bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetzgebung in der Schweiz

Eine empirische Untersuchung

Inhaltsübersicht

- I. Problemstellung
- II. Rechtliche Grundlagen
 1. Anwendbarkeit der Mindestpreisregel
 2. Bestimmung des Mindestpreises
 3. Wert von Umtauschangeboten
- III. Vorgehen und Methodik
 1. Vorgehen bei der Datenbeschaffung
 2. Methodik bei der Datenauswertung
- IV. Ergebnisse der Untersuchung
 1. Öffentliche Übernahmeangebote
 2. Freiwillige und Pflichtangebote
 3. Freundliche und feindliche Angebote
 4. Bar-, Umtausch- und gemischte Angebote
 5. Einfache und konkurrierende Angebote
- V. Zusammenfassung und Fazit

I. Problemstellung

Im Rahmen von Unternehmensübernahmen erhalten die Aktionäre der Zielgesellschaft regelmässig eine Prämie im Hinblick auf den Wert ihrer Beteiligung. Eine Vielzahl von Studien untermauert diese These, wobei ein Grossteil dieser Untersuchungen aus den Vereinigten Staaten stammt¹. Die Ergebnisse dieser Studien können jedoch nicht unbeschadet der rechtlichen Regeln des jeweiligen Landes übernommen werden. Auch die in diesen Studien verwendete Methodik ist jeweils sehr unterschiedlich. Ausserdem gibt es bisher keine publizierten Forschungsarbeiten zu dieser Thematik mit

Daten aus der Schweiz². Aus all diesen Gründen drängt sich eine vertiefte Analyse der im schweizerischen Markt für Unternehmenskontrolle realisierten Preisprämien auf.

Der vorliegende Kurzbeitrag untersucht die in der Schweiz bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetz (BEHG), Börsenverordnung der Finanzmarktaufsicht (BEHV-FINMA) und Übernahmeverordnung (UEV) bezahlten Prämien. Bei dieser Prämienanalyse werden die wichtigsten Transaktionseigenschaften unterschieden und separat ausgewertet. Zu diesem Zweck werden in Kapitel II. kurz die bei öffentlichen Übernahmeangeboten zu beachtenden Preisregeln mit der entsprechenden Praxis der Übernahme-kommission (UEK) dargestellt. Kapitel III. beschreibt das Vorgehen und die Methodik bei der hier durchgeführten Untersuchung und Kapitel IV. präsentiert deren Ergebnisse. In Kapitel V. folgt schliesslich eine kurze Zusammenfassung und es wird ein Fazit aus den gewonnenen Erkenntnissen gezogen.

II. Rechtliche Grundlagen

Um die nachfolgende Prämienanalyse in die gesetzlichen Rahmenbedingungen einzuordnen, befasst sich dieses Kapitel mit den hierfür relevanten Einzelheiten der Mindestpreisregel.

1. Anwendbarkeit der Mindestpreisregel

Die Mindestpreisregel ist in Art. 32 Abs. 4 BEHG gesetzlich verankert und lautet wie folgt: «Der Preis des Angebots muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten

* M.A. HSG, Doktorand an der Universität Zürich.

¹ Vgl. hierzu die klassische Untersuchung von MICHAEL C. JENSEN/RICHARD S. RUBACK, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 5–50, 10 und die daran anschliessende Analyse von GREGG A. JARRELL/JAMES A. BRICKLEY/JEFFREY M. NETTER, The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980, *Journal of Economic Perspectives* 2 (1988), 49–68, 53, s. auch die beiden aktuellen Fachartikel zum Thema von MARINA MARTYNOVA/LUC RENNEBOOG, A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand, *Journal of Banking and Finance* 32 (2008), 2148–2177, 2152 ff. und B. ESPEN ECKBO, Bidding Strategies and Takeover Premiums: A Review, *Journal of Corporate Finance* 15 (2009), 149–178, 153 ff.

² Erwähnenswert ist aber die Studie von FELIX LOWINSKI/DIRK SCHIERECK/THOMAS W. THOMAS, The Effect of Cross-Border Acquisitions on Shareholder Wealth: Evidence from Switzerland, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 22 (2004), 315–330, 318 ff., welche allerdings die Vermögens-effekte von internationalen Unternehmenszusammenschlüssen mit Schweizer Beteiligung auf die übernehmende Gesellschaft untersucht.

Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat»³. Als Mindestpreis gilt jeweils der höhere Wert von Börsenkurs (Bewertung) bzw. Preis des vorausgegangenen Erwerbs⁴.

Anwendbar ist die Mindestpreisregel grundsätzlich bei einem Pflichtangebot i.S.v. Art. 32 BEHG, dies unter Vorbehalt von Art. 45 BEHV-FINMA⁵. Im Rahmen eines freiwilligen Angebotes kann der Anbieter den Preis des Angebotes grundsätzlich frei bestimmen⁶. Umfasst ein freiwilliges Angebot aber Beteiligungspapiere, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes i.S.v. Art. 32 BEHG auslösen würde, so müssen die Mindestpreisbestimmungen wiederum beachtet werden⁷.

2. Bestimmung des Mindestpreises

Einerseits muss der Angebotspreis für jede Art von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft mindestens dem Börsenkurs entsprechen⁸. Fraglich ist somit zunächst, wie sich dieser Börsenkurs definieren lässt. In diesem Zusammenhang ist insbesondere auf die mit der Revision des Offenlegungsrechts einhergehende Änderung der Berechnungsbasis für den Börsenkurs hinzuweisen.

Nach der alten Regel von Art. 37 der Börsenverordnung der Eidgenössischen Bankenkommision (BEHV-EBK), welche vom 1. Januar 1998 bis zum 30. Juni 2007 in Kraft war, hat sich der Börsenkurs i.S.v. Art. 32 Abs. 4 BEHG nach dem Durchschnitt der während der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebotes an einer Schweizer Börse ermittelten Eröffnungskurse berechnet⁹. Gemäss der neuen Regel von Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA, welche am 1. Juli 2007 in Kraft getreten ist, entspricht der Börsenkurs i.S.v. Art. 32 Abs. 4 BEHG dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmel-

dung¹⁰. Dieser Börsenkurs ist ferner von erheblichen Kurseinflüssen durch besondere Ereignisse (z.B. Dividendenausschüttungen oder Kapitaltransaktionen) innerhalb dieses Zeitraumes zu bereinigen¹¹.

Im Rahmen von konkurrierenden Angeboten ist neuerdings eine zusätzliche Regel bei der Berechnung des Mindestpreises zu beachten: Falls die Mindestpreisbestimmungen auf das konkurrierende Angebot anwendbar sind, so gilt für die Ermittlung des Börsenkurses i.S.v. Art. 32 Abs. 4 BEHG der volumengewichtete Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung der Voranmeldung des vorhergehenden Angebotes bzw. Veröffentlichung des Angebotsprospektes zum vorhergehenden Angebot, wenn keine Voranmeldung veröffentlicht wurde¹². Neu ist für die Mindestpreisberechnung somit stets jener Zeitpunkt massgebend, in welchem das vorhergehende Angebot i.S.v. Art. 48 Abs. 1 UEV seine rechtlichen Wirkungen entfaltet.

Sind die kotierten Beteiligungspapiere vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung jedoch nicht liquid, so ist indessen nicht auf den Börsenkurs, sondern auf die Bewertung einer Prüfstelle abzustellen¹³. Die zentrale Frage diesbezüglich lautet somit, wann ein Titel als liquid betrachtet werden kann bzw. muss.

Die übernahmerechtlichen Liquiditätsregeln ihrerseits sind erst kürzlich einer Revision unterzogen worden¹⁴. Nach der älteren Praxis der UEK galt ein Titel dann als liquid, wenn er an mindestens 15 der relevanten 30 Börsentage vor der Publikation des Angebotes bzw. der

³ Konkretisiert wird diese Regel in Art. 40–45 BEHV-FINMA.

⁴ Vgl. RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Öffentliche Kaufangebote (2. Auflage), Zürich/Basel/Genf 2010, N 408, m.w.N.

⁵ Gemäss Art. 45 BEHV-FINMA kann die UEK der Anbieterin aus wichtigen Gründen eine Ausnahme von der Mindestpreisregel gewähren. Besonders zu beachten ist sodann, dass die Mindestpreisregel durch ein *opting up* oder *opting out* i.S.v. Art. 32 Abs. 1 Satz 2 BEHG bzw. Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG ausgeschaltet werden kann.

⁶ Vgl. Art. 9 Abs. 5 Satz 1 UEV.

⁷ Art. 9 Abs. 6 UEV; zu diesen sog. gemischten freiwilligen Angeboten TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 4), N 107 ff.

⁸ So Art. 40 Abs. 1 BEHV-FINMA.

⁹ Dieser Börsenkurs ist ferner von erheblichen Kurseinflüssen durch besondere Ereignisse innerhalb dieses Zeitraumes zu bereinigen (vgl. Art. 37 Abs. 3 BEHV-EBK). Ein Praxisbeispiel für die Mindestpreisberechnung in Anwendung dieser alten Regelung findet sich bei CLAUDIA SCHÄRER/THOMAS AREGGER, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2003, 146–157, 152 ff.

¹⁰ Dieser sog. *volume weighted average price* (VWAP) wird von der SIX Swiss Exchange für die bei ihr kotierten Titel täglich berechnet und online publiziert, vgl. die Berechnungsformel unter <http://www.six-swiss-exchange.com/bonds/explorer/download/vwap_calculation_de.html> (zuletzt besucht am 31. Juli 2010).

¹¹ Art. 40 Abs. 3 BEHV-FINMA. Gleichzeitig mit der Revision des Offenlegungsrechts per 1. Juli 2007 wurde die zusätzliche Regel erlassen, wonach die Prüfstelle in ihrem Bericht die Angemessenheit der Bereinigung von solchen besonderen Ereignissen zu bestätigen und deren Berechnungsgrundlagen aufzuzeigen hat.

¹² Vgl. Art. 48 Abs. 3 UEV. Diese Regel ist mit der neuen UEV vom 21. August 2008 auf den 1. Januar 2009 in Kraft getreten, die alte UEV vom 21. Juli 1997 kannte keine entsprechende Regelung. Bei sämtlichen konkurrierenden Angeboten wurde der Mindestpreis bisher in Bezug auf jenen Zeitpunkt berechnet, an dem das konkurrierende Angebot seine rechtlichen Wirkungen entfaltet hat, s. bspw. die Empfehlung 0301/03 i.S. *Bank Linth* vom 4. Januar 2007, E. 4.3.

¹³ Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA. Seit dem 1. Juli 2007 hat die Prüfstelle gemäss dieser Bestimmung in ihrem Bericht die Bewertungsmethode sowie die Bewertungsgrundlagen aufzuzeigen; dies war gemäss ständiger UEK-Praxis auch schon vorher der Fall, vgl. die Empfehlung 0179/01 i.S. *Gerolag* vom 16. Januar 2004, E. 4.3.2.

¹⁴ Für einen kursorischen Überblick zum übernahmerechtlichen Liquiditätsbegriff SONJA BLAAS/JÉRÔME BARRAUD, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2008, 335–349, 348 f.

Voranmeldung gehandelt worden ist¹⁵. Am 3. September 2007 wurde sodann die Mitteilung Nr. 2 der UEK zum Begriff der Liquidität veröffentlicht, dies kurz im Anschluss an die obgenannte Revision betreffend die Änderung der Berechnungsgrundlage beim Börsenkurs¹⁶. Darin hat die UEK eine lineare Anpassung der damals bestehenden Praxis an jene Revision vorgenommen, so dass ein Titel nur dann als liquid angesehen wird, wenn er während einer Periode von 60 Börsentagen vor der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung an mindestens 30 Börsentagen gehandelt wird¹⁷.

Am 4. März 2010 wurde schliesslich das UEK-Rundschreiben Nr. 2 betreffend Liquidität im Sinne des Übernahmerechts, datiert vom 26. Februar 2010, auf der Internetseite der UEK publiziert¹⁸. Nach der neuen Regelung gelten die Beteiligungspapiere des SLI Swiss Leader Index der SIX Swiss Exchange (SLI) stets als liquid i.S.v. Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA; andere Beteiligungspapiere, welche nicht dem SLI angehören, gelten dann als liquid i.S.v. Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens zehn von zwölf der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04 % des handelbaren Teiles der Beteiligungspapiere (*free float*) ist¹⁹.

Andererseits muss der Angebotspreis mindestens 75 % des Preises des vorausgegangenen Erwerbs entsprechen, d.h. dem höchsten Preis, den die Erwerbsperson im Laufe der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat²⁰. Falls beim vorausgegangenen Erwerb neben den Hauptleistungen andere wesentliche Leistungen der erwerbenden bzw. veräussernden Person (z.B. die Gewährleistung von Sicherheiten oder Sachleistungen) erfolgt sind, ist

der Preis für den vorausgegangenen Erwerb um den Wert dieser Leistungen zu erhöhen bzw. zu mindern²¹.

3. Wert von Umtauschangeboten

Für die Bestimmung des Wertes der zum Tausch angebotenen Effekten im Rahmen eines Umtauschangebotes verweist Art. 44 BEHV-FINMA auf die soeben besprochenen Regeln zur Ermittlung des Börsenkurses²². Demnach richtet sich der Wert für die vor dem 30. Juni 2007 erfolgten Umtauschangebote nach dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der zum Tausch angebotenen Effekten während der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebotes²³. Der Wert aller Umtauschangebote nach dem 1. Juli 2007 bestimmt sich nach dem volumengewichteten Durchschnittskurs sämtlicher börslichen Abschlüsse der zum Tausch angebotenen Effekten während der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung²⁴. Hinzu kommt, dass überdies auch der durchschnittliche Wechselkurs für die Referenzperiode (30 bzw. 60 Börsentage) zu berechnen ist, falls die angebotenen Beteiligungspapiere auf eine andere Währung als Schweizer Franken lauten²⁵.

Auch hier gilt, dass dieser Wert nur dann massgebend ist, falls es sich um einen liquiden, an einer Börse kotierten Titel handelt; andernfalls ist eine Bewertung durch eine Prüfstelle vorzunehmen²⁶. Erwähnenswert in diesem Zusammenhang ist schliesslich, dass die UEK im Rahmen öffentlicher Angebote auf Investmentgesellschaften, welche die Zielgesellschaft in einen nicht kotierten Anlagefonds umwandeln wollen, unter gewissen Voraussetzungen eine Ausnahme von der Bewertungspflicht gewährt²⁷.

¹⁵ Begründet wurde diese als «15/30-Regel» bezeichnete Praxis im Fall *Optic*, vgl. die Empfehlung 0147/01 vom 22. Oktober 2002, E. 3.3.

¹⁶ Genau genommen ist Mitteilung Nr. 2 der UEK aufgrund des Falles *Unilabs* veröffentlicht worden, vgl. bereits die Empfehlung 0329/01 vom 22. August 2007, E. 3.4 sowie insbesondere die Empfehlung 0329/03 vom 6. Oktober 2007, E. 2.2.2.3; dieser Test wird auch als «30/60-Regel» bezeichnet.

¹⁷ Die UEK hat sich in ihrer Mitteilung Nr. 2 allerdings vorbehalten, nicht nur das Kriterium der Anzahl Handelstage, sondern insbesondere auch die während der Referenzperiode gehandelten Volumina zu berücksichtigen, falls die Umstände dies rechtfertigen.

¹⁸ Das UEK-Rundschreiben Nr. 2 wurde wohl hauptsächlich durch den Fall *Harwayne* provoziert, wo die UEK gestützt auf ihren Vorbehalt in Mitteilung Nr. 2 von der 30/60-Regel abgewichen ist.

¹⁹ Gemäss Übergangsbestimmungen ist das UEK-Rundschreiben Nr. 2 auf alle Angebote anwendbar, die nach dem 31. März 2010 veröffentlicht bzw. vorangemeldet werden.

²⁰ Art. 32 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 41 Abs. 1 BEHV-FINMA. Dieser Preis ist für jede Art von Beteiligungspapieren getrennt zu ermitteln (Art. 41 Abs. 2 Satz 1 BEHV-FINMA).

²¹ Vgl. Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA. Genau dieser Aspekt, nämlich ob eine solche Zusatzleistung vorliegt, war im *Quadrant* Fall umstritten, vgl. die Verfügung 0410/02 vom 16. Juni 2009, E. 3.3 sowie die veröffentlichte Verfügung der FINMA vom 8. Juli 2009, E. B.2 (der entsprechende Entscheid des Bundesverwaltungsgerichtes steht im Zeitpunkt der Drucklegung noch aus).

²² Gemeint ist die analoge Anwendung von Art. 40 Abs. 2–4 BEHV-FINMA. Ein Spezialfall betrifft die Berechnung des Umtauschverhältnisses anhand des sog. *net asset value* (NAV), vgl. die Empfehlung 0103/03 i.S. *Altin* vom 13. Juli 2001, E. 2, s. aber auch die Empfehlung 0058/01 i.S. *India* vom 11. April 2000, E. 1.

²³ Analog Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK, vgl. auch Art. 37 Abs. 3 BEHV-EBK.

²⁴ Analog Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA, s. auch Art. 40 Abs. 3 BEHV-FINMA.

²⁵ Vgl. die Empfehlung 0069/02 i.S. *Alusuisse* vom 18. August 2000, E. 1.3 oder die Empfehlung 0260/01 i.S. *Berna Biotech* vom 13. Dezember 2005, E. 3.3.2.

²⁶ Analog Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA. Für die relevante Definition des Liquiditätsbegriffes kann vollends auf die obigen Ausführungen in Kap. II. Ziff. 2. verwiesen werden.

²⁷ Vgl. dazu TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 4), N 423 und die dort zitierte UEK-Praxis.

III. Vorgehen und Methodik

In diesem Kapitel wird kurz das Vorgehen und die Methodik bei der hier durchgeführten Prämienanalyse beschrieben.

1. Vorgehen bei der Datenbeschaffung

Im Rahmen der Datenbeschaffung wurde ein Vorgehen in zwei Schritten gewählt: Zunächst wurden die öffentlichen Übernahmeangebote in der Schweiz identifiziert und anschliessend die dazugehörigen Preisinformationen gesammelt.

Als Informationsquelle zum Zwecke der Identifikation aller öffentlichen Übernahmeangebote in der Schweiz wurde die Transaktionsliste auf der Internetseite der UEK verwendet²⁸. Keine öffentlichen Übernahmeangebote im hier verwendeten Sinne sind insbesondere die sog. Rückkaufprogramme (Rückkauf eigener Aktien) oder Verfahren betreffend Ausnahmen von der Angebotspflicht bzw. Nichtbestehen einer Angebotspflicht. Mit dieser Vorgehensweise konnten von den gesamthaft 450 Transaktionen, mit welchen sich die UEK in der Zeit vom 1. Januar 1998 bis zum 31. Juli 2010 (d.h. innerhalb einer Zeitspanne von über zwölf Jahren) zu befassen hatte, 128 öffentliche Übernahmeangebote identifiziert werden²⁹.

Primäre Informationsquelle für die Beschaffung der entsprechenden Preisinformationen waren die Angebotsdokumente, welche jeweils auf der Internetseite der UEK publiziert sind³⁰. Das wichtigste Dokument war dabei der Angebotsprospekt, welcher entweder den Angebotspreis oder das Umtauschverhältnis nennt und manchmal auch Informationen zu verschiedenen Über-

nahmeprämien enthält³¹. Andere wichtige Dokumente bildeten allfällige Bewertungsberichte oder der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft. Zusätzlich zu den Angebotsdokumenten wurden Informationen zu den Börsenkursen bzw. Wechselkursen durch die sekundären Informationsquellen «Bloomberg» und «Oanda» verfügbar gemacht³².

2. Methodik bei der Datenauswertung

Eine Vielzahl von Studien untersucht die Vermögenseffekte bei Übernahmeangeboten, doch beinahe jede dieser Studien verwendet eine andere Methodik, weshalb die Vergleichbarkeit von deren Ergebnissen oft hinkt. Im Rahmen dieses Kurzbeitrages sollen die grundlegenden Berechnungsmodelle erwähnt und die hier verwendete Methodik beschrieben werden.

Gesamthaft betrachtet können zwei Grundmodelle zur Messung solcher Vermögenseffekte unterschieden werden, die klassische *event study* und die moderne Prämienanalyse. Bei einer *event study* wird die Entwicklung des Aktienkurses einer Zielgesellschaft während eines gewissen Zeitraumes (*event window*) um den Zeitpunkt der Ankündigung der Transaktion (*event date*) betrachtet³³. Mit dieser Methodik werden sog. *cumulative abnormal returns* gemessen, welche als Approximation für Übernahmeprämien gelten³⁴. Entscheidend für die Höhe der Prämie bei dieser Art der Datenauswertung ist die Bestimmung des Zeitfensters (*event window*), weshalb diese Methodik besonders anfällig ist für etwaige Manipulationen³⁵.

Die Verfügbarkeit von elektronischen Datenbanken mit Transaktionsdaten hat sich auf die Methodik von Prämienanalysen ausgewirkt: Mit direkt abrufbaren Angebotspreisen reduziert sich die Prämien-schätzung auf die Verwendung eines geeigneten Referenzpreises³⁶. In aka-

²⁸ Verfügbar online unter <<http://www.takeover.ch/transactions/list>> (zuletzt besucht am 31. Juli 2010). Zur Erfassung eines Übernahmeangebotes in dieser Liste reicht bereits dessen Voranmeldung aus; nicht entscheidend ist, ob das Angebot später widerrufen worden oder überhaupt zustande gekommen ist.

²⁹ Vgl. hierzu auch die aktuelle tabellarische Übersicht aller öffentlichen Kaufangebote in der Schweiz vom 1. Januar 1998 bis zum 31. Dezember 2009 von HENRY PETER/SONJA BLAAS/LUKAS ROOS, Ausgewählte Aspekte des Übernahmerechts: sneaking tactics, level playing field und Auktionspflicht, SZW 2010, 173–185, 173 ff., wonach in diesem Zeitraum insgesamt 137 solcher Kaufangebote lanciert worden sind. Die unterschiedliche Anzahl Angebote hier und in diesem Aufsatz erklärt sich dadurch, dass vorliegend zwei konkurrierende Angebote auf dieselbe Zielgesellschaft nicht doppelt berücksichtigt werden (deshalb werden hier zehn und nicht 20 konkurrierende Angebote untersucht, s. auch FN 44); zudem wird vorliegend ein weiteres Übernahmeangebot aus dem Jahre 2010 berücksichtigt, Transaktion 450 (*Day Software*), das am 28. Juli 2010 vorangemeldet wurde, im Zeitpunkt der Drucklegung aber noch nicht abgeschlossen ist.

³⁰ Vgl. bspw. die Angebotsdokumente der hier zuletzt berücksichtigten Transaktion 450 (*Day Software*), welche abrufbar sind unter <<http://www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0450>> (zuletzt besucht am 31. Juli 2010).

³¹ Art. 21 Abs. 2 UEV. Die Anbieterin ist frei in der Wahl des Referenzpreises bei den im Angebotsprospekt wiedergegebenen Prämienangaben, weshalb diese vielfach im Interesse der Anbieterin sind, d.h. unter Angabe möglichst hoher Prämien. Im Sinne der Transparenz wäre hier wohl eine einheitliche Regelung wünschenswert.

³² Die Finanzinformation von Bloomberg sind kostenpflichtig, die historischen Wechselkurse sind aber frei zugänglich unter <<http://www.oanda.com/lang/de/currency/historical-rates>> (zuletzt besucht am 31. Juli 2010).

³³ Im Einzelnen zu dieser Methodik JOHN J. BINDER, *The Event Study Methodology Since 1969, Review of Quantitative Finance and Accounting* 11 (1998), 111–137, 111 ff.

³⁴ Diese Proxy ist nicht unproblematisch, weil solche *abnormal returns* nicht nur den Angebotspreis reflektieren, sondern auch die Vollzugswahrscheinlichkeit im Zeitpunkt des *event date* einschliessen, s. auch ECKBO (FN 1), 153.

³⁵ Denkbar sind hier unendlich viele Varianten, so etwa ein Vergleich der Börsenkurse der Zielgesellschaft zwei Tage vor und einen Tag nach dem *event date* oder etwa 20 Tage vor und 10 Tage nach dem *event date*, etc.

³⁶ So auch ECKBO (FN 1), 154.

Abbildung 1: Mittelwert-Prämien und Median-Prämien nach Transaktionseigenschaft

Prämienanalyse	Transaktions-eigenschaften	Vollständige Stichprobe		Bereinigte Stichprobe	
		Mittelwert	Median	Mittelwert	Median
Durchschnitt	Übernahmeangebote	22.35 %	12.83 %	19.60 %	13.88 %
Variable A Anbieterin	Freiwillige Angebote	21.60 %	15.00 %	20.63 %	15.05 %
	Pflichtangebote	24.51 %	6.33 %	16.68 %	5.53 %
Variable B Zielgesellschaft	Freundliche Angebote	23.96 %	15.00 %	20.61 %	15.00 %
	Feindliche Angebote	10.18 %	4.33 %	11.81 %	6.62 %
Variable C Zahlungsmittel	Barangebote	27.64 %	16.22 %	22.23 %	15.90 %
	Umtauschangebote	5.30 %	2.37 %	7.45 %	3.70 %
	Gemischte Angebote	27.09 %	32.38 %	27.09 %	32.38 %
Variable D Auktion	Einfache Angebote	21.40 %	11.36 %	18.35 %	11.79 %
	Konkurrierende Angebote	33.55 %	35.39 %	33.55 %	35.39 %

demischen Publikationen und in der Praxis finden sich die unterschiedlichsten Referenzpreise, wobei meistens ein Preis gewählt wird, bei dem angenommen wird, dass dieser das später initiierte Übernahmeangebot noch nicht antizipiert³⁷. Die wohl umfassendste empirische Untersuchung betreffend Übernahmeprämien basiert auf einer Stichprobe von knapp 50'000 Transaktionen und stützt sich sowohl auf die 1-Tag-Prämie als auch auf die 1-Monat-Prämie ab³⁸. Obwohl viele dieser Datenbanken qualitativ hochwertige Transaktionsdaten liefern, werden vereinzelt weiterhin unkorrekte Prämien ausgewiesen³⁹.

Um den obgenannten Nachteilen einer klassischen *event study* und der soeben beschriebenen modernen Prämienanalyse entgegenzuwirken, wird hier eine neue Methodik entwickelt: Eine (objektivierte) Prämienanalyse basierend auf dem sog. Mindestpreismodell. Dieses Modell ist weitestgehend integriert in die rechtlichen Regeln betreffend die Preisbestimmung bei öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz⁴⁰. Vorliegend

wird die Übernahmeprämie demnach berechnet durch einen Vergleich des Angebotspreises mit dem jeweiligen Mindestpreis⁴¹.

Der Angebotspreis ergibt sich bei Barangeboten direkt aus dem Angebotsprospekt und kann bei Umtauschangeboten (und gemischten Angeboten) nach den oben beschriebenen Regeln berechnet werden⁴². Als Referenzpreis (Mindestpreis) gilt entsprechend der relevante Börsenkurs der Zielgesellschaft (d.h. der 30-tägige Durchschnittskurs bzw. der 60-tägige volumengewichtete Durchschnittskurs) oder falls für die Titel der Zielgesellschaft kein liquider Markt besteht der massgebende Preis gemäss Bewertungsbericht⁴³. Schliesslich müssen bei der Berechnung der Übernahmeprämien mit diesem Mindestpreismodell drei weitere Besonderheiten beachtet werden⁴⁴.

³⁷ Üblich ist die Wahl eines Referenzpreises zwei bis drei Monate vor der Ankündigung der Transaktion.

³⁸ Vgl. dazu ANDREAS R. DOMBRET, Übernahmeprämien im Rahmen von M&A-Transaktionen: Bestimmungsfaktoren und Entwicklungen in Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und den USA, Diss. Erlangen-Nürnberg, Wiesbaden 2006, 142 f.

³⁹ Zu dieser Problematik MICAH S. OFFICER, Termination Fees in Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial Economics* 69 (2003), 431–467, 443 oder THOMAS W. BATES/MICHAEL L. LEMON, Breaking Up is Hard to Do? An Analysis of Termination Fee Provisions and Merger Outcomes, *Journal of Financial Economics* 69 (2003), 469–504, 492, vgl. aber auch DAN JORDAN/PAUL HOPPE, Is the Mergerstat Control Premium Overstated?, *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis* 3 (2008), 1–11, 5 ff.

⁴⁰ Vgl. dazu eingehend oben in Kap. II.

⁴¹ Nicht separat berücksichtigt wird jedoch der Preis des vorausgegangenen Erwerbs, da dies in manchen Fällen zu erheblichen Schwankungen führen würde, die nicht Gegenstand der vorliegenden Prämienanalyse sein sollen.

⁴² Vgl. dazu oben in Kap. II. Ziff. 3.

⁴³ Vgl. dazu oben in Kap. II. Ziff. 2.

⁴⁴ Bezieht sich das Angebot auf mehrere Kategorien von Beteiligungspapieren, so ist die Prämie für jene Kategorie mit der grössten Marktkapitalisierung zu berechnen. Falls die Anbieterin den ursprünglichen Angebotspreis erhöht, berechnet sich die Prämie im Vergleich des erhöhten Angebotspreises mit dem Referenzpreis des ursprünglichen Angebotes. Bei konkurrierenden Angeboten errechnet sich die Prämie durch einen Vergleich des Angebotes der erfolgreichen Anbieterin (d.h. die gewünschten Beteiligungspapiere werden im Rahmen dieses Angebotes angeboten) mit dem Referenzpreis des vorhergehenden Angebotes, vgl. dazu auch Kap. II. Ziff. 2. und insbesondere FN 12.

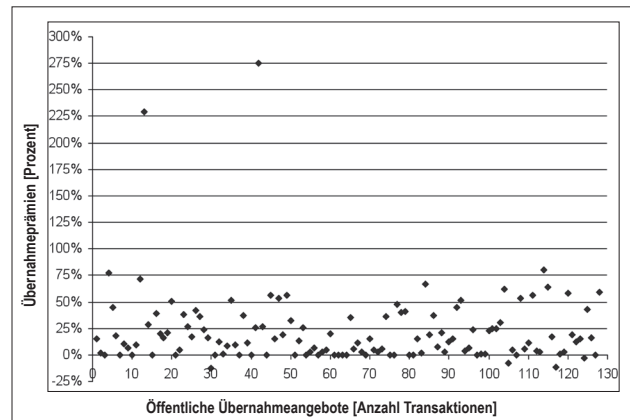
IV. Ergebnisse der Untersuchung

Nachfolgend werden die wichtigsten Ergebnisse der besagten Prämienanalyse diskutiert, sowohl aggregiert über alle öffentlichen Übernahmeangebote als auch aufgeschlüsselt nach Transaktionseigenschaft⁴⁵. Dies unter anderem deshalb, weil verschiedentlich argumentiert wird, dass Transaktionseigenschaften besonders wichtig sind für die Bestimmung der Höhe von Übernahmeprämien⁴⁶. Die im Rahmen von diesem Kurzbeitrag wiedergegebenen Untersuchungsergebnisse beschränken sich im Wesentlichen auf die Angabe von Durchschnittsprämien (Mittelwert und Median) sowie deren gegenseitigen Vergleich⁴⁷. Abbildung 1 zeigt überblicksartig die einzelnen durchschnittlichen Übernahmeprämien auf.

1. Öffentliche Übernahmeangebote

Im Rahmen dieser Prämienanalyse werden 128 öffentliche Übernahmeangebote untersucht⁴⁸. Die Mittelwert-Prämie all dieser Übernahmeangebote beträgt 22.35 %, deren Median-Prämie beträgt 12.83 %. Aus dem Verteilungsdiagramm in Abbildung 2 wird bald ersichtlich, dass die überwiegende Mehrheit aller Übernahmeprämien innerhalb einer Bandbreite von 0 % und 100 % liegt. Unter Berücksichtigung dieser Verteilung können bei der vollständigen Stichprobe zwei positive und vier negative Ausreisser definiert werden⁴⁹. Die entsprechenden Werte der bereinigten Stichprobe, welche ohne diese sechs Ausreisser 122 Übernahmeangebote umfasst, betragen 19.60 % (Mittelwert-Prämie) bzw. 13.88 % (Median-Prämie). Unter Verrechnung der Durchschnittswerte beider Stichproben resultieren für die öffentlichen Übernahmeangebote in der Schweiz durchschnittliche Preisprämien von 21 % (Mittelwert-Prämie) bzw. 13 % (Median-Prämie).

Abbildung 2: Verteilung der Übernahmeprämien



2. Freiwillige und Pflichtangebote

Zum Zwecke dieser Untersuchung definiert sich ein Pflichtangebot dadurch, dass im Zeitpunkt der Prüfung des Angebotsprospektes eine Angebotspflicht besteht⁵⁰. Sämtliche anderen Angebote gelten in diesem Zusammenhang als freiwillige Angebote⁵¹. Basierend auf dieser Begriffsbestimmung können vorliegend insgesamt 95 (90) freiwillige Angebote und 33 (32) Pflichtangebote unterschieden werden⁵².

Unter Verwendung der vollständigen Stichprobe erscheinen die Durchschnittsprämien bei Pflichtangeboten (Mittelwert-Prämie von 24.51 %) zunächst höher als jene bei freiwilligen Angeboten (Mittelwert-Prämie von 21.60 %). Dieser Zusammenhang dreht sich jedoch unter Berücksichtigung der Ausreisser (Mittelwert-Prämie von 16.68 % bei Pflichtangeboten und Mittelwert-Prämie von 20.63 % bei freiwilligen Angeboten). Auch die (aussagekräftigeren) Median-Prämien führen zum Ergebnis, dass die Durchschnittsprämien bei Pflichtangeboten (Median-Prämie von 6.33 % in der vollständigen Stichprobe und Median-Prämie von 5.53 % in der bereinigten Stichprobe) deutlich geringer sind als bei freiwilligen Angeboten (Median-Prämie von 15.00 % in der vollständigen Stichprobe und Median-Prämie von 15.05 % in der bereinigten Stichprobe). Diese Ergebnisse sind jedoch nicht statistisch signifikant⁵³.

Trotz fehlender statistischer Signifikanz kann behauptet werden, dass die Übernahmeprämien bei Pflichtangeboten tendenziell tiefer sind als bei freiwilligen Angeboten. Dies kann sich einerseits dadurch erklären,

⁴⁵ Die vier erklärenden Variablen A-D betreffen die Anbieterin (freiwilliges bzw. Pflichtangebot), die Zielgesellschaft (freundliches bzw. feindliches Angebot), das Zahlungsmittel (Bar-, Umtausch- bzw. gemischtes Angebot) sowie das Vorliegen einer Auktion (einfaches bzw. konkurrierendes Angebot).

⁴⁶ Statt vieler DOMBRET (FN 38), 102.

⁴⁷ Überdies wurde eine Regressionsanalyse durchgeführt; die Werte der entsprechenden *t*-Statistiken werden hier diskutiert. Auf weitere statistische Tests wird an dieser Stelle bewusst verzichtet.

⁴⁸ Der Vollständigkeit halber sei angemerkt, dass das Heranziehen des 30-tägigen Durchschnittskurses bis zum 30. Juni 2007 bzw. das Abstützen auf den 60-tägigen volumengewichteten Durchschnittskurs ab dem 1. Juli 2007 gemäss mehrerer Robustheits-Tests (die hier nicht wiedergegeben sind) keinen Einfluss auf die Prämienhöhe bzw. deren Struktur hat.

⁴⁹ Es sind dies die Transaktionen 42 (*Calanda Bräu*) und 145 (*UDT*) mit Prämien im dreistelligen Prozent-Bereich sowie die Transaktionen 103 (*Altin*), 341 (*Atel*), 387 (*Golay-Buchel*) und 422 (*LO/JJM*) mit einstelligen negativen Prozent-Prämien.

⁵⁰ So auch die UEK, vgl. <<http://www.takeover.ch/transactions/info>> (zuletzt besucht am 31. Juli 2010).

⁵¹ Vgl. dazu auch oben Kap. II. Ziff. 1.

⁵² Die Anzahl Angebote nach Transaktionseigenschaft wird sowohl für die vollständige Stichprobe als auch für die bereinigte Stichprobe ausgewiesen. Die Zahl in Klammern steht jeweils für die Anzahl Angebote unter Verwendung der bereinigten Stichprobe.

⁵³ Die *t*-Statistik beträgt bloss 0.401 in der vollständigen Stichprobe bzw. 0.926 in der bereinigten Stichprobe.

dass eine Anbieterin im Rahmen eines Pflichtangebotes nicht an der Kontrolle über die Zielgesellschaft interessiert ist, sondern lediglich per Gesetz zu einem solchen Angebot gezwungen wird; tiefe Übernahmeprämien bei dieser Art von Angebot widerspiegeln das fehlende Interesse der Anbieterin am Zustandekommen des Angebotes. Andererseits kann sich dies dadurch erklären, dass die Prämie beim Pflichtangebot mehrheitlich im vorausgegangenen Erwerb bezahlt wird; tiefe Übernahmeprämien bei solchen Angeboten widerspiegeln die verhältnismässig unterschiedliche Aufteilung des Kaufpreises zwischen dem/den Hauptaktionär(en) und den Minderheitsaktionären⁵⁴.

3. Freundliche und feindliche Angebote

Das relevante Abgrenzungsmerkmal für die Unterscheidung von freundlichen und feindlichen Angeboten im Rahmen dieser Prämienanalyse ist die zum betreffenden Angebot geäusserte Ansicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft in seinem Bericht⁵⁵. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann den Aktionären ein Angebot entweder zur Annahme oder Ablehnung empfehlen oder aber einen neutralen Standpunkt einnehmen⁵⁶. In Anlehnung an die UEK-Praxis wird vorliegend ein freundliches Angebot definiert als ein solches, wo der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft das Angebot entweder zur Annahme empfiehlt oder auf eine Empfehlung verzichtet; ein feindliches Angebot definiert sich folglich dadurch, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dieses in seinem Bericht zurückweist⁵⁷. In Anwendung dieser Regeln werden für die vorliegende Analyse 113 (108) freundliche und 15 (14) feindliche Angebote unterschieden.

Die Empirie führt bei dieser Begriffsbestimmung zum Ergebnis, dass feindliche Angebote (Mittelwert-Prämie von 10.18 % und Median-Prämie von 4.33 % in der vollständigen Stichprobe bzw. Mittelwert-Prämie von 11.81 % und Median-Prämie von 6.62 % in der bereinigten Stichprobe) deutlich tiefere Durchschnittsprämien haben als freundliche Angebote (Mittelwert-Prämie von 23.96 % in der vollständigen Stichprobe und Mittelwert-Prämie von 20.61 % in der bereinigten Stichprobe sowie eine Median-Prämie von jeweils 15.00 % in beiden Stichproben). Es muss jedoch darauf hingewiesen

werden, dass auch diese Ergebnisse nicht statistisch signifikant sind⁵⁸.

Diese Erkenntnis ist in der Tat erstaunlich, da die empirische Forschung betreffend Unternehmensübernahmen stets davon ausgeht, dass feindliche Transaktionen höhere Prämien bezahlen als freundliche Transaktionen⁵⁹. In diesen Studien werden feindliche Übernahmen immer als Funktion des Widerstandes vom Management der Zielgesellschaft gegen das ihm unterbreitete Angebot definiert, was nicht nur die Stellungnahme im Bericht des Verwaltungsrates einschliesst, sondern auch die von der Zielgesellschaft implementierten Abwehrmassnahmen oder das Einsteigen von einem *white knight* in den Auktionsprozess. Demnach erweist sich die hier verwendete Definition eines feindlichen Angebotes als relativ eng (allenfalls zu eng), was sich auch daran zeigt, dass die grosse Mehrheit aller Transaktionen als «freundlich» eingestuft wird⁶⁰.

Ein genauerer Blick auf die entsprechenden Resultate macht schliesslich deutlich, dass es sich vorliegend um einen typischen Fall von umgekehrter Kausalität handelt: Die Prämienhöhe ist demnach nicht bedingt durch die Transaktionseigenschaft «freundlich» bzw. «feindlich», sondern diese Transaktionseigenschaft hängt von der Höhe der offerierten Übernahmeprämie ab, d.h. der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft weist ein Angebot dann in seinem Bericht zurück, wenn keine oder eine sehr geringe Prämie angeboten wird. Diese These kann unter anderem dadurch belegt werden, dass mehr als die Hälfte aller Übernahmeangebote, bei denen die Anbieterin ihr ursprüngliches Angebot erhöht hatte, als feindliche Angebote im obgenannten Sinn gelten⁶¹.

4. Bar-, Umtausch- und gemischte Angebote

Die Unterscheidung von Bar-, Umtausch- und gemischten Angeboten ergibt sich bereits aus dem Wortlaut und muss hier nicht weiter erläutert werden. Untersucht

⁵⁴ Art. 32 Abs. 4 BEHG erlaubt bekanntlich eine 25 %-Prämie gemessen am bezahlten Preis für den vorausgegangenen Erwerb.

⁵⁵ Bei konkurrierenden Angeboten ist die Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zum Angebot der erfolgreichen Anbieterin (derjenigen der am meisten Beteiligungspapiere angedient werden) massgebend.

⁵⁶ Vgl. die Bestimmung von Art. 30 Abs. 3 UEV.

⁵⁷ So auch die UEK-Praxis, s. <<http://www.takeover.ch/transactions/info>> (zuletzt besucht am 31. Juli 2010).

⁵⁸ Der Wert der *t*-Statistik ist 1.403 in der vollständigen Stichprobe und 1.504 in der bereinigten Stichprobe.

⁵⁹ Stellvertretend dazu YEN-SHENG HUANG/RALPH A. WALKLING, Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance, *Journal of Financial Economics* 19 (1987), 329–349, 344 sowie CHRIS PARKINSON, Hostile Takeover Bids and Shareholder Wealth: Some UK Evidence, *European Management Journal* 9 (1991), 454–458, 456.

⁶⁰ Die hier verwendete Abgrenzung für das Begriffspaar freundlich/feindlich führt letzten Endes sogar dazu, dass kein konkurrierendes Angebot als feindlich eingestuft wird. Dies mag auf den ersten Blick zwar erstaunlich sein, findet seine Berechtigung jedoch darin, dass die Konstellation mit mehreren Bietern im Rahmen dieser Untersuchung von einer anderen (direkteren) Variablen bestimmt wird, s. sogleich unter Kap. IV. Ziff. 5.

⁶¹ Dies ist der Fall in sieben der zwölf erhöhten Angebote, namentlich in den Transaktionen 88 (Sulzer), 103 (Altin), 113 (ERN), 171 (EIC), 293 (Saurer), 318 (Converium) und 403 (Harwanne).

werden vorliegend insgesamt 85 (83) Barangebote, 30 (26) Umtauschangebote und 13 gemischte Angebote⁶².

Die Prämienanalyse führt zum Ergebnis, dass die Durchschnittsprämien bei Barangeboten (Mittelwert-Prämie von 27.64 % und Median-Prämie von 16.22 %) und insbesondere bei gemischten Angeboten (Mittelwert-Prämie von 27.09 % und Median-Prämie von 32.38 %) deutlich höher ausfallen als bei Umtauschangeboten (Mittelwert-Prämie von 5.30 % und Median-Prämie von 2.37 %). Diese Werte nähern sich einander leicht an, wenn man die beiden positiven Ausreisser bei den Barangeboten (Mittelwert-Prämie von 22.23 % und Median-Prämie von 15.90 %) und die vier negativen Ausreisser bei den Umtauschangeboten (Mittelwert-Prämie von 7.45 % und Median-Prämie von 3.70 %) mitberücksichtigt. Besonders erwähnenswert ist aber, dass die Übernahmeprämien sowohl bei Barangeboten als auch bei gemischten Angeboten auf dem 99 %-Konfidenzintervall signifikant höher sind als bei Umtauschangeboten; dies trifft auf beide Stichproben zu⁶³.

Bei Barangeboten weisen eine Vielzahl von empirischen Untersuchungen darauf hin, dass diese in höhere Übernahmeprämien resultieren als Umtauschangebote⁶⁴. Vielfach wird das Argument der Steuern für diesen Zusammenhang verantwortlich gemacht mit der Begründung, dass Barangebote für die Aktionäre der Zielgesellschaft weniger attraktiv seien als Umtauschangebote⁶⁵. Dieses Argument zieht allerdings im vorliegenden Kontext nicht, denn im schweizerischen Steuerrecht werden die bei Bar- und Umtauschangeboten bezahlten Prämien genau gleich behandelt: Falls die betreffenden Aktien im Privatvermögen gehalten wer-

den, liegt nämlich in beiden Fällen ein steuerfreier Kapitalgewinn vor⁶⁶.

Ein anderer Ansatz beruht sodann auf der Annahme, dass Investoren grundsätzlich Liquidität einer illiquiden Position bevorzugen. Demnach müssten aber Umtauschangebote höhere Prämien bezahlen als Barangebote, um die Aktionäre der Zielgesellschaft für die reduzierte Fungibilität zu kompensieren; dieser Ansatz greift folglich auch nicht. Vorliegend verfängt lediglich die Argumentation, dass es von gewissen Aktionären der Zielgesellschaft bevorzugt wird, auch weiterhin eine Beteiligung an der Zielgesellschaft zu halten. Der Grund für solche Präferenzen mag womöglich in der Absicht liegen, von den künftigen Wachstumsaussichten der neuen Unternehmenseinheit zu profitieren⁶⁷.

Gemäss der eindeutigen Empirie offerieren Umtauschangebote deutlich tiefere Prämien als Barangebote oder gemischte Angebote. Ausgangspunkt aus der Perspektive der Anbieterin sollte daher die Fragestellung sein, weshalb und in welchen Situationen sich diese für eine Finanzierung durch eigene Beteiligungspapiere entscheidet. Das Hauptargument basierend auf der Theorie der asymmetrischen Information lautet, dass dies der Fall ist, wenn die Anbieterin davon ausgeht, dass ihre Beteiligungspapiere überbewertet sind⁶⁸. Doch auch diese Theorie ist vorliegend nicht einschlägig, da nach deren Logik bei Umtauschangeboten höhere Prämien gefordert werden, um die Aktionäre der Zielgesellschaft für die Unsicherheit zu kompensieren, dass die ihnen angebotenen Beteiligungspapiere überbewertet sind.

Für die relativ niedrigen Prämien bei Umtauschangeboten kann jedoch das Argument angeführt werden, dass diese zwar im Vergleichszeitpunkt deutlich unter dem Durchschnitt notieren, dass diesen aber ein zusätzlicher innerer Wert dadurch zukommt, dass die besagten Beteiligungspapiere der Anbieterin künftig steigen werden. Dadurch könnte ein gewisser Ausgleich geschaffen werden; ob dies jedoch auch in jedem Einzelfall bzw. in der Mehrheit dieser Fälle zutrifft, ist wohl sehr fraglich.

Die hier vertretene Ansicht stellt demgegenüber im Wesentlichen darauf ab, dass die tiefen Prämien bei Umtauschangeboten auf einer mangelnden Transparenz des Übernahmemarktes in dieser Hinsicht bzw. auf

⁶² Die Transaktionen 88 (*Sulzer*) und 177 (*Absolute Invest*) sind genau genommen Umtauschangebote mit einer Baralternative, werden für die Zwecke dieser Prämienanalyse jedoch als gemischte Angebote qualifiziert. Auch Transaktion 117 (*Netstal-Maschinen*) hat eine besondere Angebotsstruktur, die weder als Fixpreis- (bzw. Bar-) noch als Umtauschangebot im herkömmlichen Sinne gilt, sondern Elemente von beiden Angebotsarten aufweist und deshalb hier als gemischtes Angebot betrachtet wird, s. auch die Empfehlung 0117/01 vom 4. Februar 2002, E. 3.

⁶³ Die *t*-Statistik in Bezug auf Umtauschangebote beträgt 2.920 (Barangebot) bzw. 4.601 (gemischtes Angebot) in der vollständigen Stichprobe und 3.348 (Barangebot) bzw. 4.094 (gemischtes Angebot) in der bereinigten Stichprobe.

⁶⁴ Dieser Zusammenhang wird insbesondere von amerikanischen Studien immer wieder bestätigt, vgl. bspw. DAVID R. PETERSON/PAMELA P. PETERSON, *The Medium of Exchange in Mergers and Acquisitions*, *Journal of Banking and Finance* 15 (1991), 383–405, 395, MICHAEL J. SULLIVAN/MARLIN R. H. JOHNSON/CARL D. HUDSON, *The Role of Medium of Exchange in Merger Offers: Examination of Terminated Merger Proposals*, *Financial Management* 23 (1994), 51–62, 56 ff. sowie WALLACE N. DAVIDSON/LOUIS T. W. CHENG, *Target Firm Returns: Does the Form of Payment Affect Abnormal Returns?*, *Journal of Business Finance and Accounting* 24 (1997), 465–479, 471 ff.

⁶⁵ So auch DOMBRET (FN 38), 103 ff.

⁶⁶ Vgl. dazu URS SCHENKER, *Schweizerisches Übernahmerecht*, Habil. St. Gallen, Bern 2009, 709 ff.

⁶⁷ Dies trifft insbesondere für die Schweiz und allgemein für Europa zu, weil viele der hier angesiedelten Unternehmen (zu einem grossen Teil) im Familienbesitz stehen und solche Investoren vielfach eine andauernde Verbindung zu deren traditionellen Geschäftsbetrieben wünschen.

⁶⁸ Vgl. hierzu den grundlegenden Aufsatz von STEWART C. MYERS/NICHOLAS S. MAJLUF, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have*, *Journal of Financial Economics* 13 (1984), 187–221, 187 ff.

entsprechenden Markteffizienzen beruhen, da davon ausgegangen werden muss, dass die (andienenden) Aktionäre der Zielgesellschaft den Wert des Umtauschangebotes nicht korrekt bewerten, d.h. überbewerten⁶⁹.

Gesamthaft betrachtet resultieren gemischte Angebote in den höchsten Übernahmeprämien im Vergleich zu den anderen Zahlungsmitteln⁷⁰. Die hier zu belegende These ist, dass gemischte Angebote insbesondere dann häufig sind, wenn die Anbieterin unter Druck gesetzt wird, ihr ursprüngliches Angebot zu erhöhen; dieser Druck kann entweder direkt von den Aktionären der Zielgesellschaft kommen oder aber indirekt durch eine konkurrierende Anbieterin. Die Überlegung hierbei ist, dass es bei reinen Bar- bzw. Umtauschangeboten ab einem gewissen Punkt nicht mehr möglich ist, zusätzliche Barmittel aufzunehmen (Verschuldungsgrad) bzw. weitere eigene Beteiligungspapiere herauszugeben (Verwässerung), sodass die notwendigen finanziellen Mittel lediglich durch ein gemischtes Angebot beschafft werden können. Diese These stellt sich für die gemischten Angebote in der Schweiz als richtig heraus⁷¹.

5. Einfache und konkurrierende Angebote

Konkurrierende Angebote sind solche Angebote, bei denen mehr als eine Anbieterin ein öffentliches Übernahmeangebot für die Zielgesellschaft unterbreitet⁷². Einfache Angebote sind solche, bei denen bloss ein einziger Bieter auftritt. Unter der Börsengesetzgebung in der Schweiz gab es bis anhin lediglich zehn konkurrie-

rende Angebote; dies im Vergleich zu 118 (112) einfachen Angeboten⁷³.

Die hier durchgeführte Prämienanalyse ergibt, dass konkurrierende Angebote (Mittelwert-Prämie von 33.55 % und Median-Prämie von 35.39 %) deutlich höhere Durchschnittsprämien ausweisen als einfache Angebote (Mittelwert-Prämie von 21.40 % und Median-Prämie von 11.36 % in der vollständigen Stichprobe sowie Mittelwert-Prämie von 18.35 % und Median-Prämie von 11.79 % in der bereinigten Stichprobe). Anzumerken bleibt, dass die Übernahmeprämien bei konkurrierenden Angeboten auf dem 98 %-Konfidenzintervall signifikant höher sind als bei einfachen Angeboten; dies jedoch nur unter Verwendung der bereinigten Stichprobe⁷⁴.

Sämtliche akademischen Studien, die den Einfluss der Anzahl Anbieterinnen auf die Höhe der Übernahmeprämie untersuchen, führen zu demselben Ergebnis⁷⁵. Deren Erkenntnis, dass die Anzahl Anbieterinnen mit der Höhe der Übernahmeprämie positiv korreliert ist, ergibt sich bereits aus dem Phänomen des *winner's curse*, wonach diejenige Anbieterin, welche die Auktion für sich entscheidet, in der Regel zu viel für die Zielgesellschaft bezahlt⁷⁶.

Eine besonders interessante Eigenschaft des Schweizer Übernahmemarktes ist schliesslich, dass es in einer Situation mit mehreren Anbieterinnen bislang keiner als feindlich eingestuften Anbieterin gelungen ist, die Zielgesellschaft zu übernehmen. Dies unterstreicht die Bedeutung der Unterstützung des Managements der Zielgesellschaft für das Übernahmeangebot, was insbesondere durch den Abschluss einer Transaktionsvereinbarung verwirklicht werden kann.

V. Zusammenfassung und Fazit

Der vorliegende Kurzbeitrag untersucht die bei der Übernahme von in der Schweiz kotierten Gesellschaften bezahlten Preisprämien. Diese Prämienanalyse ba-

⁶⁹ An dieser Stelle ist eine unwesentliche Einschränkung dahingehend zu machen, dass sieben der hier untersuchten Übernahmeangebote, namentlich die Transaktionen 6 (Zürich) 31 (ABB), 36 (Kuoni Reisen), 45 (BVZ) 149 (Gétag Romang), 209 (Société du Gaz) und 210 (Compagnie du Gaz), keinen eigentlichen Kontrollwechsel, sondern eine konzerninterne Umstrukturierung (Einführung einer Holdingstruktur) bezwecken und dementsprechend keine Übernahmeprämie offerieren. Da es sich bei all diesen kontrollneutralen Transaktionen um Umtauschangebote handelt, könnte man meinen, diese seien verantwortlich für die hier beschriebenen Zusammenhänge (signifikant tiefere Durchschnittsprämien bei Umtauschangeboten). Dem ist aber nicht so, denn selbst unter Ausschluss dieser Transaktionen aus der Stichprobe liegen die Prämien bei Umtauschangeboten unterhalb der zweistelligen Prozent-Grenze und die obgenannten Zusammenhänge bleiben auch ohne diese Werte statistisch signifikant.

⁷⁰ RAYMOND DA SILVA ROSA/IZAN Y. IZAN/ADAM STEINBECK/TERRY WALTER, The Method of Payment Decision in Australian Takeovers: An Investigation of Causes and Effects, *Australian Journal of Management* 25 (2000), 67–94, 85 berichten exakt dieselben Ergebnisse.

⁷¹ Vgl. die Transaktionen 88 (Sulzer) und 318 (Converium), in denen die Anbieterin ihr ursprüngliches Angebot auf Verlangen der Aktionäre der Zielgesellschaft erhöht hat, sowie die Transaktionen 161 (InCentive), 162 (Centerpulse) und 243 (Leica), wo die Anbieterin ihr Angebot wegen einem Konkurrenzbieter erhöht hat.

⁷² Vgl. dazu die Bestimmungen im zehnten Kapitel (Art. 48 ff.) der UEV.

⁷³ Die besagten zehn konkurrierenden Angebote betreffen die Transaktionen 70 (Intersport), 78 (Axantis), 116 (Sopafin), 161 (InCentive), 162 (Centerpulse), 243 (Leica), 249 (Saia-Burgess), 294 (SIG), 301 (Bank Linth) und 384 (sia).

⁷⁴ Die *t*-Statistik beträgt 2.262 in der bereinigten Stichprobe und bloss 1.028 in der vollständigen Stichprobe.

⁷⁵ Vgl. etwa RALPH A. WALKLING/ROBERT O. EDMISTER, Determinants of Tender Offer Premiums, *Financial Analysts Journal* 41 (1985), 27–37, 31, ALEXANDER R. SLUSKY/RICHARD E. CAVES, Synergy, Agency, and the Determinants of Premiums Paid in Mergers, *Journal of Industrial Economics* 39 (1991), 277–296, 293 sowie DAVID J. FLANAGAN/KEVIN C. O'SHAUGHNESSY, Core-Related Acquisitions, Multiple Bidders, and Tender Offer Premiums, *Journal of Business Research* 56 (2003), 573–585, 581.

⁷⁶ Stellvertretend NIKHIL P. VARAIYA, Determinants of Premiums in Acquisition Transactions, *Managerial and Decision Economics* 8 (1987), 175–184, 181.

siert auf einer vollständigen Stichprobe sämtlicher 128 Übernahmeangebote vom 1. Januar 1998 bis zum 31. Juli 2010; unter Bereinigung jener Stichprobe um sechs Ausreisser umfasst diese 122 Transaktionen. Die Prämien werden berechnet durch einen Vergleich der einzelnen Angebotspreise mit den jeweiligen Mindestpreisen gemäss Börsengesetzgebung. Diese Methodik kann als Mindestpreismodell bezeichnet werden.

Die empirische Untersuchung hat durchschnittliche Übernahmeprämien von 21 % (Mittelwert-Prämie) bzw. 13 % (Median-Prämie) ergeben. Diese Werte resultieren aus einer Verrechnung der Mittelwert-Prämie von 22.35 % und der Median-Prämie von 12.83 % in der vollständigen Stichprobe mit der Mittelwert-Prämie von 19.60 % und der Median-Prämie von 13.88 % in der bereinigten Stichprobe. Sodann wurden mehrere Transaktionseigenschaften betreffend die Anbieterin, die Zielgesellschaft, das Zahlungsmittel sowie das Vorliegen einer Auktion vertieft untersucht.

Erstens wurde aufgezeigt, dass die Durchschnittsprämien bei Pflichtangeboten tendenziell tiefer sind als bei freiwilligen Angeboten. Dieses Ergebnis entspricht durchaus den Erwartungen: Bei einem Pflichtangebot sind gewisse Anbieterinnen am Zustandekommen des Angebotes gar nicht interessiert und offerieren deshalb geringe Preisauflagen. Zudem reflektiert diese Tatsache die Aufteilung des Kaufpreises zwischen Hauptaktionär(en) im vorausgegangenen Erwerb und Minderheitsaktionären im Rahmen des öffentlichen Angebotes.

Zweitens hat die Prämienanalyse ergeben, dass die Durchschnittsprämien bei feindlichen Angeboten deutlich tiefer ausfallen als bei freundlichen Angeboten. Obwohl dieser Zusammenhang zunächst nicht intuitiv ist, erklärt er sich durch einen klassischen Fall umgekehrter Kausalität: Vorliegend wird durch eine enge Definition des Begriffes «feindlich» nicht der Effekt dieser Unterscheidung auf die Prämienhöhe, sondern die Reaktion der Zielgesellschaft auf sehr tief angesetzte Übernahmeprämien seitens der Anbieterin gemessen.

Drittens konnte belegt werden, dass die Durchschnittsprämien bei Barangeboten und gemischten Angeboten signifikant höher sind als bei Umtauschangeboten. Dies wurde in der Literatur zwar mehrfach bestätigt, die jeweiligen Erklärungsansätze sind aber teilweise nicht nachvollziehbar. Nach der hier vertretenen Auffassung notieren die Prämien von Umtauschangeboten deshalb so tief, weil der Markt in dieser Hinsicht nicht effizient funktioniert und der Wert solcher Angebote von den Investoren regelmässig überschätzt wird.

Viertens hat die Prämienanalyse untermauert, dass bei konkurrierenden Angeboten (teilweise) signifikant höhere Durchschnittsprämien bezahlt werden als bei einfachen Angeboten. Der positive Einfluss eines ver-

stärkten Wettbewerbes auf die Prämienhöhe, wie dies in der Literatur vielfach postuliert wurde, kann demnach bestätigt werden. Schliesslich ist auf die zentrale Bedeutung der Unterstützung des Managements der Zielgesellschaft hinzuweisen, welche durchaus ausschlaggebend sein kann für den Erfolg eines konkurrierenden Angebotes.

Die vorausgehende Analyse hat gezeigt, dass die durchschnittlichen Preisprämien bei öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz durchaus im internationalen Vergleich liegen⁷⁷. Erwartungsgemäss befinden sich diese jedoch deutlich näher bei den (tieferen) kontinental-europäischen als bei den (höheren) angelsächsischen Werten⁷⁸. Dieses Ergebnis erklärt sich durch die verschiedenen Unternehmenskulturen (*shareholder value* bzw. *stakeholder value*) einerseits, aber auch durch die unterschiedlichen Regulierungsansätze in diesen Ländern (z.B. keine Auktionspflicht durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in der Schweiz) andererseits.

⁷⁷ Dies insbesondere unter Berücksichtigung des hier gewählten Vorgehens (auch einzelne kontrollneutrale Transaktionen, die definitionsgemäss keine Übernahmeprämie offerieren, werden in die Analyse miteinbezogen, vgl. FN 69) und der Methodik des Mindestpreismodells (Übernahmegerüchte kurz vor Ankündigung der Transaktion führen regelmässig zu einem Preisanstieg der Titel der Zielgesellschaft; da sich der Mindestpreis als Durchschnittskurs definiert, sind die hier berechneten Referenzpreise tendenziell höher als jene in vergleichbaren Studien, was sich in tieferen Übernahmeprämien widerspiegelt).

⁷⁸ Vgl. dazu bspw. ANDREAS R. DOMBRET/FERDINAND MAGER/TIMO REINSCHMIDT, Global Takeover Premiums: Country vs. Industry Impact, *Applied Financial Economics Letters* 4 (2008), 293–297, 294, s. auch DOMBRET (FN 38), 158. In diesen beiden umfangreichen empirischen Untersuchungen werden für die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich Mittelwert-Prämien von rund 36 % ausgewiesen, dies im Vergleich zu Mittelwert-Prämien um die 24 % in Deutschland und Frankreich; die Median-Prämien beziffern sich für die Vereinigten Staaten auf 25 % und für das Vereinigte Königreich sogar auf 32 %, in Deutschland und Frankreich belaufen sich die Median-Prämien demgegenüber lediglich auf knapp 20 % bzw. 18 % (all diese Werte beruhen auf 1-Monat-Prämien).