

A photograph of the St. Peter's Church in Munich, featuring its iconic green domes and brick tower with a clock face. The image is partially obscured by a white diagonal graphic element.

KIRKLAND & ELLIS

22 APRIL 2021

Cross-Border- Tauschangebote

DR. ACHIM HERFS

Presentation to:



The views, opinions, statements, analysis and information contained in these materials are those of the individual presenters and do not necessarily reflect the views of Kirkland & Ellis or any of its past, present and future clients. These materials (1) do not constitute legal advice; (2) do not form the basis for the creation of the attorney/client relationship; and (3) should not be relied upon without seeking specific legal advice with respect to the particular facts and current state of the law applicable to any situation requiring legal advice. These materials may only be reproduced with the prior written consent of Kirkland & Ellis. These materials are provided with the understanding that the individual presenters and Kirkland & Ellis are not rendering legal, accounting, or other professional advice or opinions on specific facts or matters, and, accordingly, such entities assume no liability whatsoever in connection with their use. Kirkland & Ellis International LLP is authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority. Pursuant to applicable U.S. rules of professional conduct, this material may constitute Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome. © 2021 Kirkland & Ellis International LLP. All rights reserved.

Grundlagen von Tauschangeboten

Warum Tauschangebote?

- ▶ Schont Liquidität für Bieter, keine Finanzierung erforderlich
- ▶ Löst Bewertungsprobleme, insbesondere in einem überhitzten Markt
- ▶ Macht ein Angebot attraktiver, weil Aktionäre der Zielgesellschaft an Synergien des Zusammenschlusses partizipieren können

Warum so selten?

- ▶ 20 Tauschangebote seit 2010 (einschließlich gemischtes Angebot)
- ▶ Hoher Dokumentationsaufwand, höhere Transaktionskosten
- ▶ Komplexe Struktur
- ▶ Verwässerungsrisiko für Bieter Aktionäre
- ▶ Relative Bewertung erforderlich, ggfs. Doppelnotierung erforderlich

Dokumentation

- ▶ Kapitalerhöhung für Bieter
- ▶ Angebotsunterlage plus kompletter Wertpapierprospekt für Angebot und Zulassung der Gegenleistungsaktien
- ▶ Bei Notierung des Bieters außerhalb der EU: Zweitnotierung

Gegenleistung

- ▶ § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG: Liquide Aktien gleicher Art, die an einem organisierten Markt zugelassen sind
- ▶ Prinzip der Gleichwertigkeit von Bar- und Tauschangebot
- ▶ "organisierter Markt" (§ 2 Abs. 7 WpÜG)
geregelter Markt innerhalb des EU-Wirtschaftsraums)
Zweck: Anlegerschutz, Sicherung von Mindeststandard für Offenlegung und Transparenz
- ▶ "liquide Aktien" (OLG Frankfurt, Beschluss 11.01.21 – WpÜG 1/20)
Eine Aktie ist dann liquide, wenn sie so gut wie ein Geldbetrag in EUR ist, also zeitnah (nach Vollzug des Angebots) verkauft werden kann und davon ausgegangen werden kann, dass der Aktionär bei einem solchen Verkauf den nach §§ 1 Abs. 1 Satz 2 WpÜG i.V.m. §§ 3-7 WpÜG-AV als angemessen bestimmten Wert der ursprünglich von ihm gehaltenen Aktien der Zielgesellschaft erhält
- ▶ Liquide auf jeden Fall dann, wenn die Voraussetzungen nach Art. 22 Abs. 1 VO EU 1287/2006 (Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht-Durchführungs-VO) erfüllt sind (500 Mio EUR Market Cap, 2 Mio EUR Tagesumsatz, 500 trades)

Grundlagen von Tauschangeboten

Sicherstellung der Gegenleistung (§ 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG)

- ▶ Angebotsaktien müssen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage ohne weiteren Gesellschafterbeschluss ausgegeben werden können, Aktionäre der Zielgesellschaft sollen nicht das Beschlussfassungsrisiko tragen
- ▶ § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG erfüllt, wenn vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage (i) der Kapitalerhöhungsbeschluss gefasst ist oder (ii) ein ausreichendes genehmigtes Kapital besteht, aus dem die Angebotsaktien ausgegeben werden können

Angemessenheit der Gegenleistung

- ▶ Keine Berücksichtigung von Vorerwerben (§ 7 WpÜG-AV), Behandlung von Parallelerwerben und Nacherwerben unklar
- ▶ Festlegung des Umtauschverhältnisses
 - 3-Monats VWAP der Aktie des Bieters ist der Höchstwert, mit dem diese angesetzt werden darf
 - 3-Monats-VWAP der Aktie der Zielgesellschaft ist Mindestwert, mit dem diese angesetzt werden darf

Probleme bei Tauschangebot mit U.S.-Bietergesellschaft

Voraussetzungen nach U.S.-Recht

- ▶ Ausreichende Authorized Shares (viel unproblematischer als bei deutscher Bietergesellschaft, da keine starre Begrenzung)
- ▶ Zustimmungsbeschluss der Aktionäre
 - Nach NYSE/ NASDAQ Listing Rules ist ein Zustimmungsbeschluss erforderlich, wenn mehr als 20 % neuer Aktien ausgegeben werden (auch wenn genügend "authorized Shares" vorhanden sind)
- ▶ Der Zustimmungsbeschluss darf nur gefasst werden, wenn den Aktionären ein "Proxy Statement" zugänglich gemacht wird, das auch von der SEC geprüft wird
- ▶ S-4 Registration Statement
 - Voraussetzung für die Ausgabe von Aktien an Investoren bei Business Combination

U.S. Tender Offer Rules

- ▶ Überwiegend verfahrensbezogen
- ▶ Mindestdauer von 20 Geschäftstagen für Angebot
- ▶ Keine großen Schwierigkeiten, beide Regelungssysteme in Einklang zu bringen

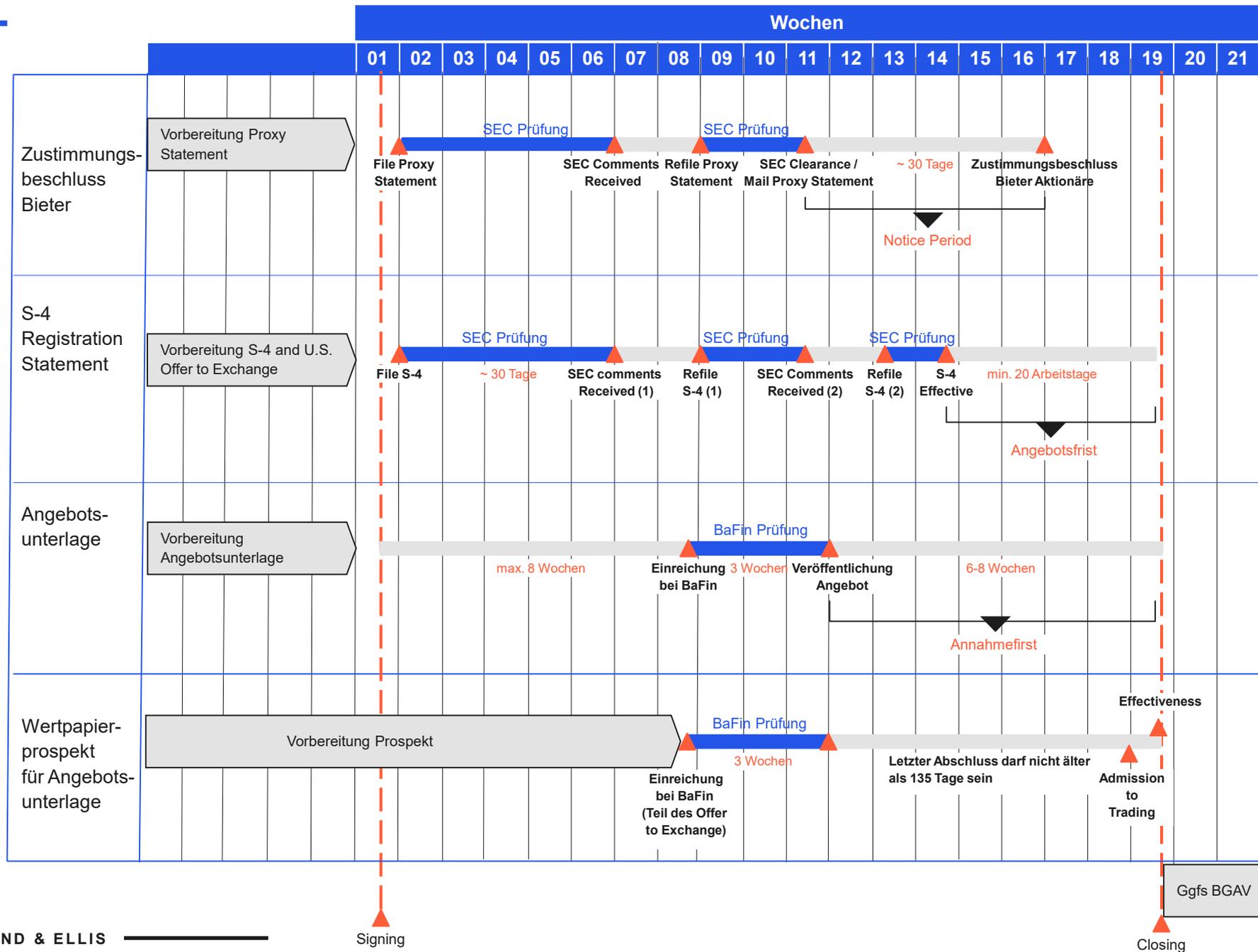
Gesamtdauer für SEC Review

- ▶ 16-20 Wochen, kann schneller sein, es gibt keine festen Fristen, wenn Prüfung begonnen wird

Voraussetzungen nach deutschem Recht

- ▶ Angebotsunterlage
- ▶ Wertpapierprospekt für Angebot der Bieteraktien und Zulassung an einem reguliertem Markt in der EU (Amsterdam/Frankfurt) (§ 7 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 2 WpÜG-AngVO, bei Linde/Praxair rund 800 Seiten)
- ▶ Prüfungsfrist (einschließlich Prospekt): 15 Werktage
- ▶ Frist zwischen Ankündigung (§ 10 WpÜG) und Einreichung der Angebotsunterlage von 4 Wochen, Verlängerung um 4 Wochen möglich (§ 14 Abs. 1 WpÜG)
- ▶ Maximaler Zeitraum zwischen Ankündigung von Angebot und Veröffentlichung Angebotsunterlage: 11 Wochen

Zeitleiste für U.S.-Cross-Border Tauschangebot



Lösung für Konflikt zwischen zwei Regelungssystemen

Mehrmalige Verlängerung der Übermittlungsfrist

- ▶ Keine Vorgabe in EU-Übernahmerichtlinie für eine Übermittlungsfrist
- ▶ Nach Gesetzesmaterialien war Festsetzung der Frist von 4 bzw. 8 Wochen relativ willkürlich
- ▶ In den wichtigsten EU Jurisdiktionen Übermittlungsfrist mit flexibler Befreiungsmöglichkeit
 - UK: 28 Tage mit Befreiungsmöglichkeit
 - Frankreich: keine feste Übermittlungsfrist
 - NL: 12 Wochen mit Befreiungsmöglichkeit
 - Lux: keine feste Frist
- ▶ Zweck: Schutz des Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre vor zu langem Schwebezustand? Aber grenzüberschreitende Angebote mit der Geltung verschiedener Rechtsordnungen solle ermöglicht werden. Aber warum dann "one size fits all"?
- ▶ Wortlaut

Zustimmungs- beschluss als Vollzugsbedingung

- ▶ Zustimmungsbeschluss erfolgt während der Annahmefrist
- ▶ Vereinbarkeit mit §13 WpÜG?
 - Genehmigtes Kapital (= authorized shares) liegt vor
 - Beschluss ist nicht gesellschaftsrechtlich erforderlich, sondern kapitalmarktrechtlich (wie S-4 Registration Statement)
 - Listing Rules wollen Mitwirkung der Aktionäre bei wichtigen Entscheidungen sicherstellen. Proxy Statement stellt Transaktion und Folgen dar, daher Entscheidung über die Transaktion
 - § 25 WpÜG lässt Beschluss der Gesellschafterversammlung des Bieters zu (z.B. "Holzmüller"-Beschluss)
 - Linde/Praxair: Verschmelzung von Praxair in Bieter ist Bedingung für Tauschangebot des Bieters

Alternative Lösungen

Kombinierte Gegenleistung

Gemischte Gegenleistung (Diebold/Winco Nixdorf)

- ▶ Gegenleistung besteht aus Bar- und Aktienkomponente, die zusammen die Mindestpreisregeln erfüllen
- ▶ Aktienkomponente ist so bemessen, dass sie 19 % des Grundkapitals nicht übersteigt

Alternative Gegenleistung (Ontario Inc./IXOS Software)

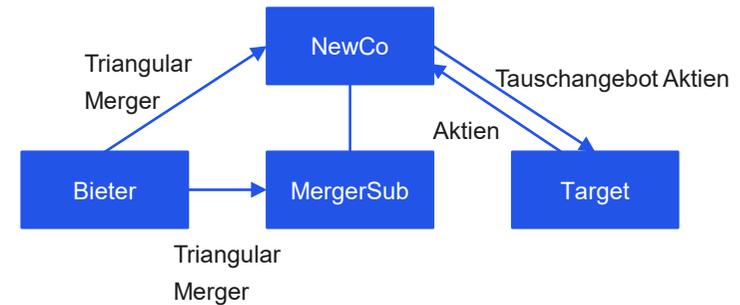
- ▶ Barleistung als Pflichtgegenleistung (muss Mindestpreisregeln erfüllen)
- ▶ Aktien als alternative zusätzliche Gegenleistung (kann auch attraktiver sein als Barleistung)
- ▶ Finanzierungsbestätigung liegt für die Barleistung vor
- ▶ § 13 Abs. 1 WpÜG für alternative Gegenleistung in Aktien nicht anwendbar
- ▶ Gesamtes Angebot steht unter der Bedingung der Zustimmung der Bieter Aktionäre zur Ausgabe der Aktien

Alternative Lösungen

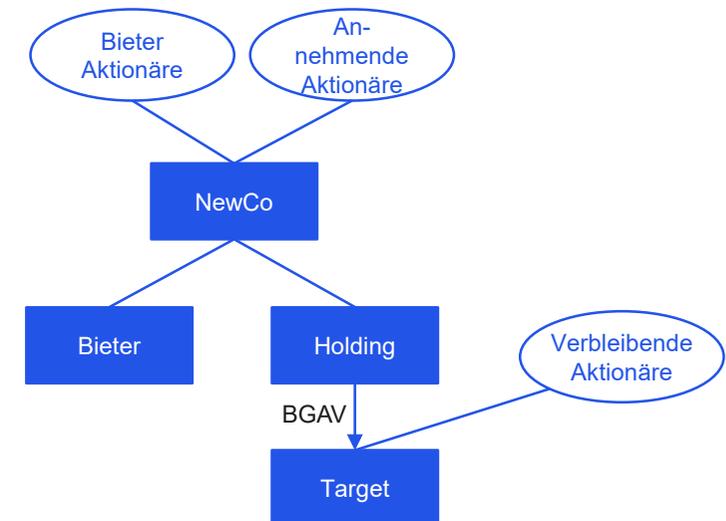
NewCo Struktur

1. NewCo wird durch Treuhänder gegründet
2. NewCo gründet MergerSub
3. Bieter beschließt Merger mit MergerSub. Bieter und Aktionäre bekommen Aktien von NewCo (Triangular Merger)
4. NewCo macht Tauschangebot für Zielunternehmen (Target)
5. Da NewCo noch nicht börsennotiert ist, kein Zustimmungsbeschluss der Aktionäre erforderlich
6. Zustimmungsbeschluss zum Merger ist Bedingung des Übernahmeangebots (zulässige Bedingung siehe Linde/Praxair,
7. Komplexe Struktur

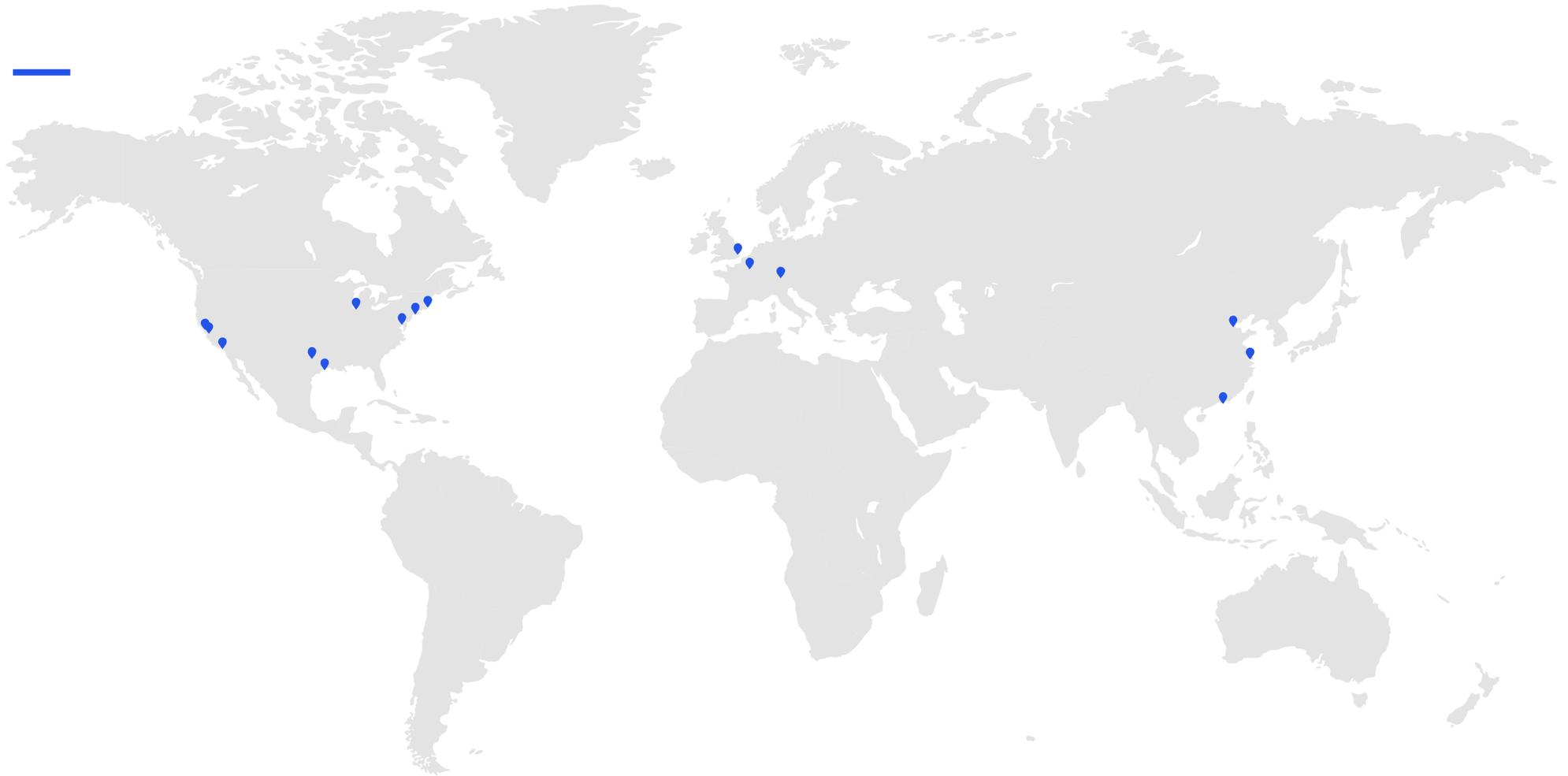
1.



2.



International Reach



Munich

Kirkland & Ellis International LLP
Maximilianstrasse 11
80539 Munich
Germany
T +49 89 2030 6000