

HENGELERMUELLER

Symposium
Unternehmensübernahmen

20 Jahre nach Mannesmann/Vodafone

Merger of Equals und
Übernahmeverfahren

Prof. Dr. Jochen Vetter

München, 22. April 2021

HENGELERMUELLER

- I. Einleitung
- II. Warum Merger of Equals durch Übernahme?
- III. Beschreibung Linde/Praxair Transaktion
- IV. Zusammenspiel Übernahmerecht mit Vertragsrecht (BCA)
- V. Zusammenspiel Übernahmerecht/Aktienrecht
- VI. Zusammenspiel Übernahmerecht/Kapitalmarktrecht
- VII. Zusammenspiel Übernahmerecht/Kartellrecht

HENGELERMUELLER

I. Einleitung

Kennzeichnung Merger of Equals



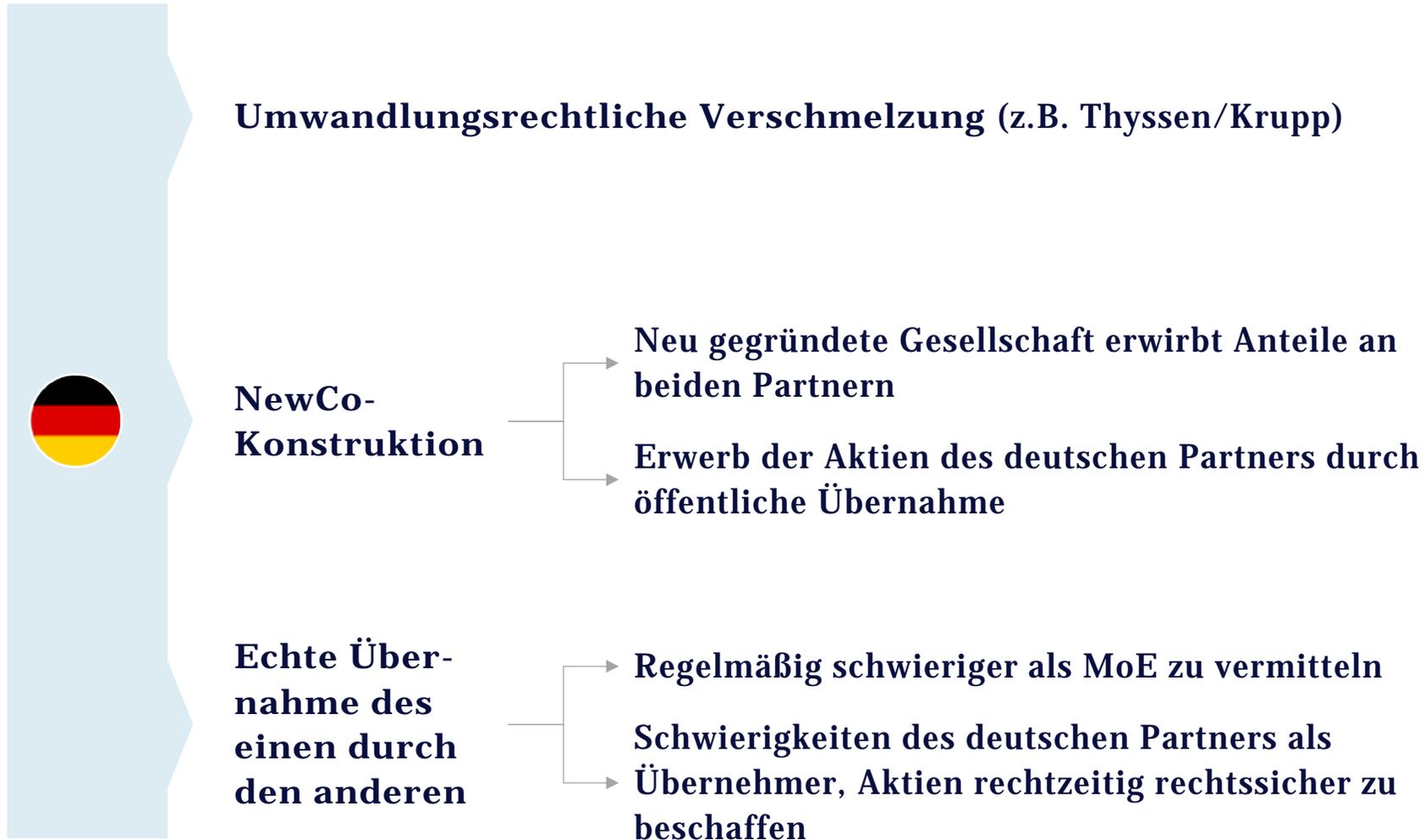
Zusammenführung von Unternehmen unter einheitlicher Leitung

Darüber hinaus auch Zusammenführung der Aktionärskreise

Keine Kontrollprämie für die Aktionäre eines der Partner

Typischerweise Zusammensetzung des Managements aus Vertretern beider Partner (auf Dauer allerdings meist Dominanz eines Partners)

Gestaltungsoptionen (für deutschen Partner)



Typische Besonderheiten/Schwierigkeiten

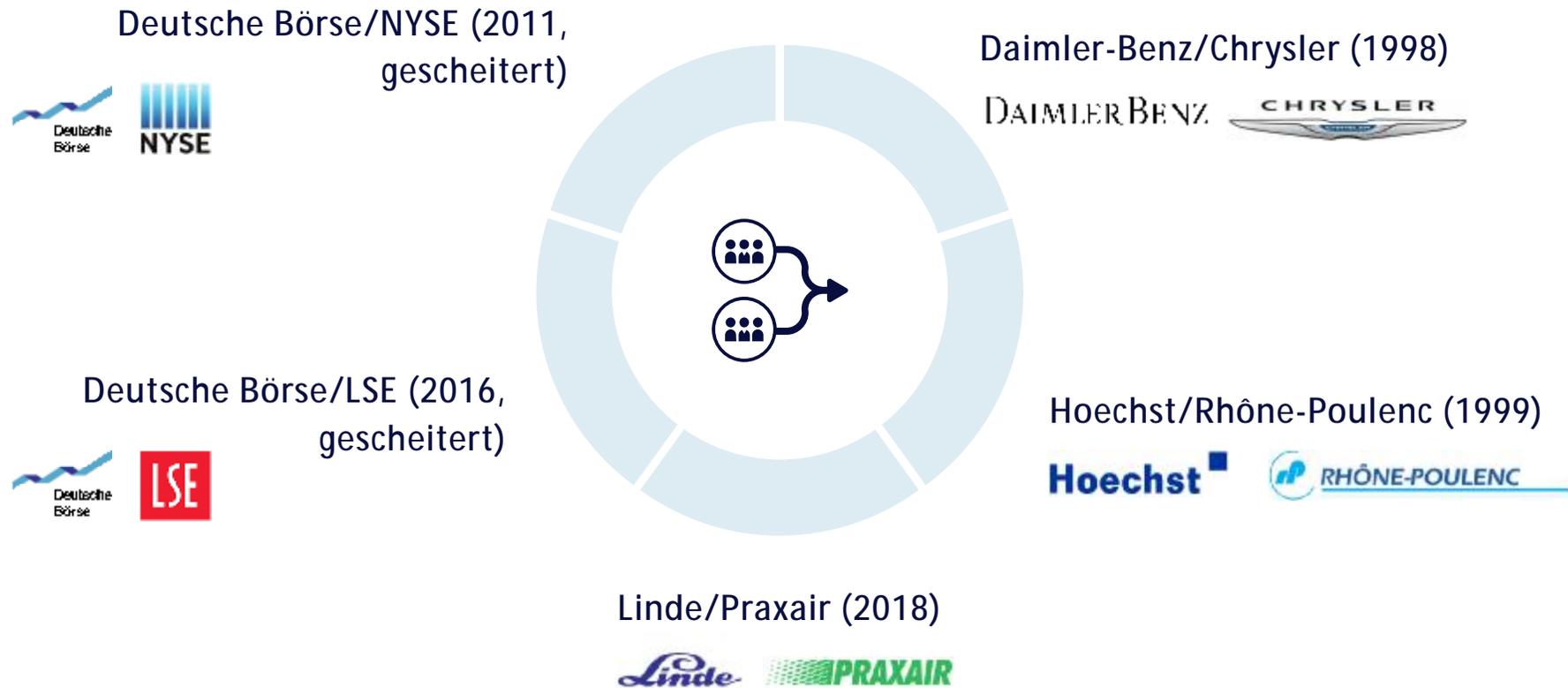
Zusammenspiel zwischen frei verhandeltem BCA als Grundlage des Zusammenschlusses und eng reglementiertem übernahmerechtlichen Vorgaben



**Merger of Equals heute typischerweise Cross Border
(→ zwingende Vorgaben verschiedener Jurisdiktionen zu beachten)**

Hohe Vollzugsrisiken (Kartellfreigaben, unterschiedliche Wertentwicklung)

Beispiele



II. Warum Merger of Equals durch Übernahme?

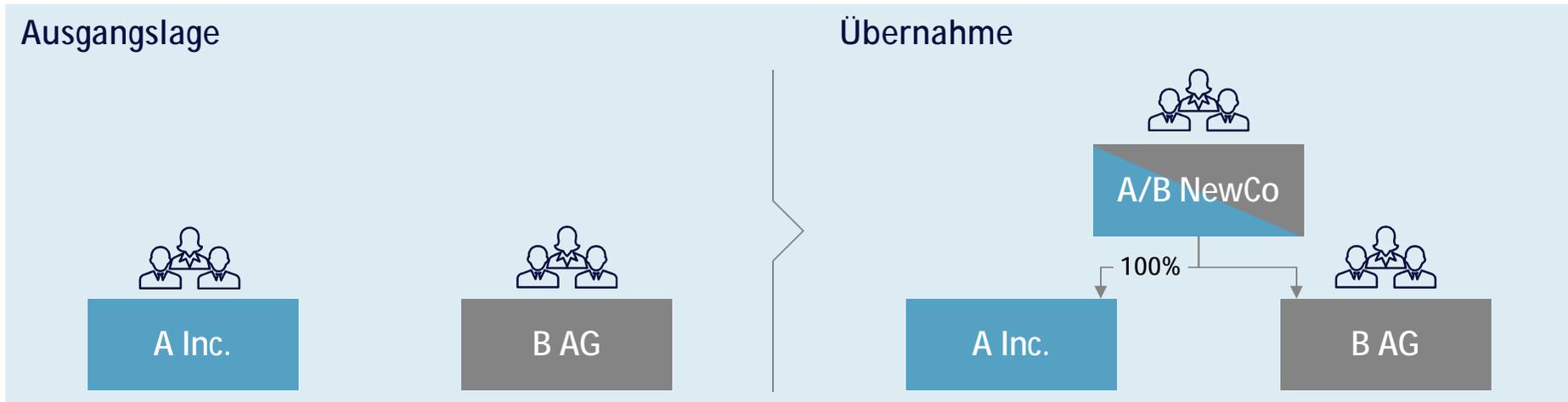
Nachteile MoE

Übernahme führt nicht zu einem echten Zusammenschluss

Realisierung von Synergien erfordert zweiten Schritt (Squeeze-out, BGAV) (→Risiko des "*German Back-end Trade*")

Enges übernahmerechtliches Zeitkorsett

Feste Frist von maximal 12–15 Monaten zum Erhalt der erforderlichen behördlichen Freigaben



Nachteile grenzüberschreitender Verschmelzung

Werden regelmäßig als noch gravierender angesehen

Typischerweise bleibt Mitbestimmung erhalten

Barabfindungsangebot an widersprechende Aktionäre

Verzögerungs- und Vollzugsrisiken aufgrund von Anfechtungsklagen

Häufig steuerlich nachteilig

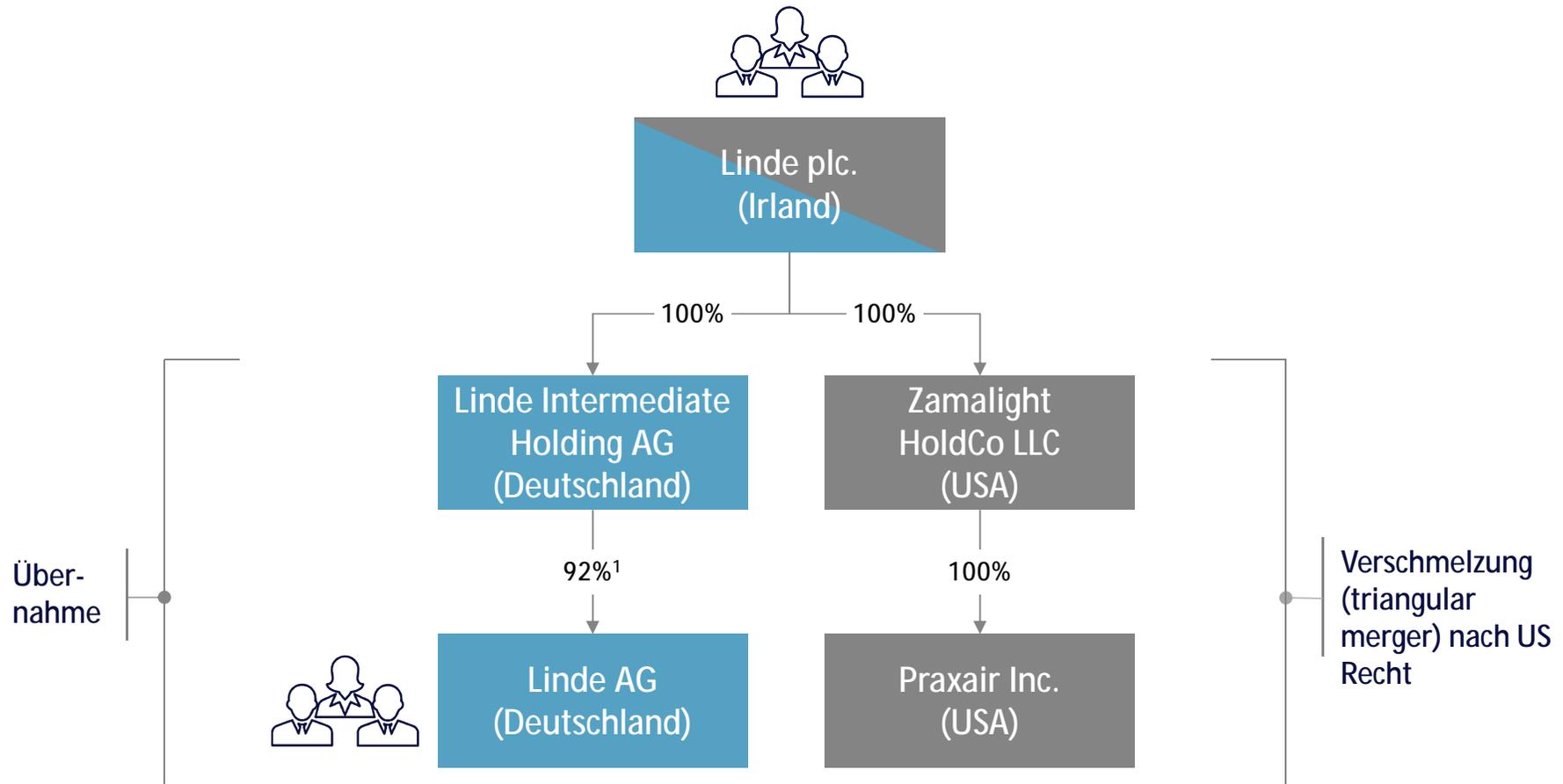
Grenzüberschreitende Verschmelzung



A/B NewCo

III. Beschreibung Linde/Praxair Transaktion

Transaktionsmodell (etwas vereinfacht)



Wesentliche Milestones (2016 – 2019)

2016–2017	20.12.2016	01.06.2017	15.08.2017	27.09.2017	23.10.2017	24.10.2017	07.11.2017	24.11.2017
	Unterzeichnung Term Sheet	<ul style="list-style-type: none"> • Unterzeichnung BCA • Mitteilung nach § 10 WpÜG 	Veröffentlichung von der BaFin gebilligter Angebotsunterlage	Billigung Business Combination/Merger durch die Praxair-Aktionäre	Herabsetzung Mindestannahmequote von 75% auf ca. 60%	Ablauf der ursprünglichen Annahmefrist	Ablauf der verlängerten Annahmefrist (Annahmequote: 76%)	Ende der Zaunkönigfrist (Annahmequote: 92%)
2018–2019	22.10.2018	24.10.2018	31.10.2018	01.11.2018	02.11.2018	12.12.2018	08.04.2019	
	Erhalt der letzten Kartellbedingung	Finaler Börsenzulassungsspekt veröffentlicht	Settlement des Übernahmeangebots	<ul style="list-style-type: none"> • Abschluss Verschmelzungsvertrag Linde AG/Linde Intermediate Holding AG • Übertragungsverlangen Linde Intermediate Holding AG • Unterzeichnung Übertragungsbericht, Verschmelzungsbericht und Prüfungsberichte 	Veröffentlichung Einberufung aoHV im Bundesanzeiger	ao Squeeze-out HV Linde AG	Wirksamwerden des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der Linde AG auf die Linde Intermediate Holding AG	

**IV. Zusammenspiel Übernahmerecht mit Vertragsrecht
(BCA)**

Umgang mit Mindestannahmequote

Mindestannahmequote aus verschiedenen Gründen erforderlich, gerade bei MoE

**Absicherung einer
nachträglichen Strukturmaßnahme**

Problem: Aufgrund von Indexfonds kann 75%-Mehrheit bei deutschen DAX-Gesellschaften typischerweise nicht bis zum Ablauf der Annahmefrist erreicht werden

**Teilweise auch
steuerliche Gründe**

Bieter muss auf Risiko Annahmeschwelle vermindern in der Erwartung, dass Indexfonds nach Wechsel im Index Aktien rechtzeitig anbieten

Fallback-Lösung im BCA für den Fall, dass Mindestannahmequote erreicht wird

Schutz vor nachteiligen Entwicklungen

Typischerweise in BCA deutlich weitergehender Schutz bei nachteiligen Veränderungen als übernahmerechtlich anerkannt



Dies muss BCA berücksichtigen

- Entsprechend insb. für die ca. 1-jährige Phase 3 keine weitergehenden MAC-Klauseln mit typischer Rechtsfolge des Rücktritts
- Entsprechend im Grundsatz auch keine weitergehenden Rechtsfolgen an die Verletzung von Gewährleistungen

Lösung: Kartellrechtliche Bedingungen

- BCA definiert Verpflichtungen zum Akzeptieren von Kartellbedingungen (z.B. gewisse Umsatz- oder EBITDA-Schwellen)
- Insoweit sind Übernahmerecht/BaFin großzügig: Eine Verpflichtung, behördliche Kartellauflagen hinzunehmen, besteht nicht
- Lösung über Modifikation der Verpflichtung, Kartellauflagen zu erfüllen, bei Eintritt eines unerwünschten Ereignisses (insb. MAC, Verstoß gegen Gewährleistungen/ Covenants, Nichterreichen Mindestannahmequote innerhalb der Zaunkönigfrist)
- Transaktion scheitert in diesen Fällen an fehlender Kartellfreigabe, die nicht erteilt wird, weil mindestens eine Partei eine gesetzte Auflage nicht akzeptiert oder erfüllt

V. Zusammenspiel Übernahmerecht/Aktienrecht

Governance/Undertakings



BCA enthält typischerweise gleichförmigen Katalog für beide Unternehmen, bestimmte Maßnahmen zu unterlassen, z.B.

- Kapitalerhöhungen
- Aktienrückerwerb
- Veräußerung eigener Aktien
- wesentliche Umstrukturierungen
- M&A-Aktivitäten



Darüber hinaus verpflichten sich Vorstand und Aufsichtsrat, die Transaktion und damit das Übernahmeangebot durch empfehlende Stellungnahme zu unterstützen



Unzulässige Selbstbindung?

- Gewisse Selbstverpflichtungen für M&A-Verträge typisch
- Bei der Formulierung sind Vorbehalte zu Gunsten aktienrechtlicher Zulässigkeit aufzunehmen ("*fiduciary out*")

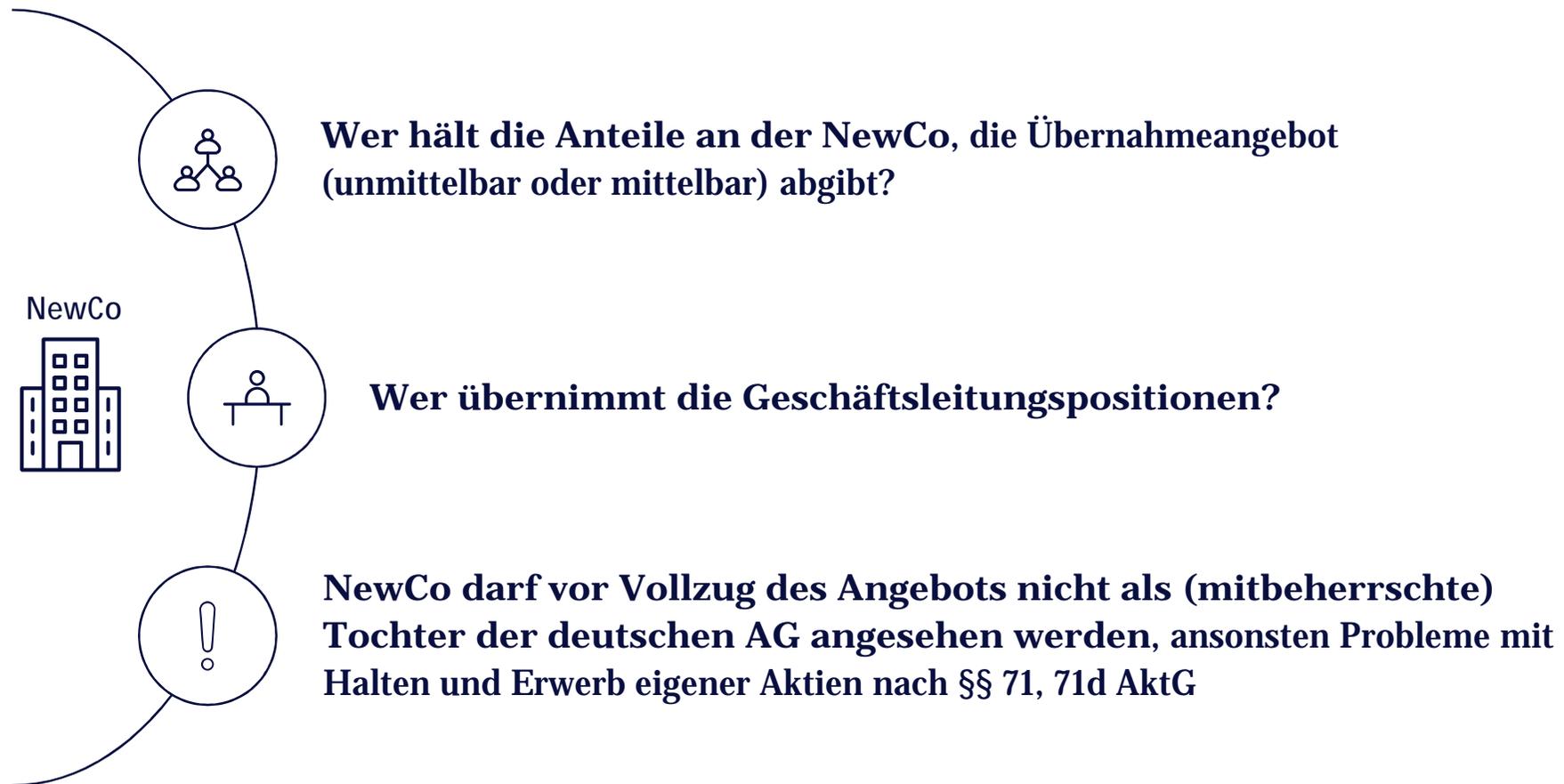
Erfordert BCA Zustimmung der Hauptversammlung?

Denkbare Ansatzpunkte

Holz Müller ver- gleichbare Bedeutung	"Mediatisierung nach oben"	"Verdeckter" Beherrschungsvertrag	Zusammenhang mit Strukturmaßnahme im zweiten Schritt
Nur so gerichtliche Kontrolle des Umtausch- verhältnisses möglich	Verpflichtungen, die Ver- waltung/Hauptversammlung binden, z.B. bis zum Vollzug keine Kapitalerhöhungen durchzuführen	Regelungen zur künftigen Corporate Governance	

**Im Ergebnis sind alle diese Punkte nicht überzeugend
(wohl h.M. in der Literatur und ebenso bei Linde/Praxair LG und OLG München)**

Bei NewCo-Konstruktionen

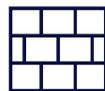


Koordination mit nachfolgender Strukturmaßnahme

Erhebung der beabsichtigten Synergien erfordert aufgrund der Beschränkungen im faktischen Konzern typischerweise BGAV oder Squeeze-out



Von vornherein **Einziehen einer AG auf Bieterseite**, um (verschmelzungsrechtlichen) Squeeze-out bereits ab einer **Annahmquote von 90%** zu ermöglichen



Entsprechend **Mindestannahmequote im Angebot**



(Außerordentliche) **HV, die über Strukturmaßnahme entscheidet, ist rechtzeitig zu planen**



Abgleich der Informationen für HV mit Prospekt zur Vermeidung von Prospekt haftungsrisiken

VI. Zusammenspiel Übernahmerecht/Kapitalmarktrecht

Zusammenspiel Prospektrecht

Angebotsunterlage muss praktisch alle Informationen eines Wertpapierverkaufsprospekts enthalten, da das Übernahmeangebot als Angebot von Wertpapieren gilt

Praxis: Vollständiger Prospekt wird als Anlage beigefügt

Prospekt muss häufig auch den rechtlichen Anforderungen an Übernahmeangebote in ausländischen Rechtsordnungen genügen

Außerdem erfordert das Dokument zur Verschmelzung bzw. Übernahme des ausländischen Partners durch NewCo ebenfalls einen Prospekt

Inhaltliche Differenzen zwischen den einzelnen Dokumenten und den Sprachfassungen sind zu vermeiden

Zeitliche Abstimmung der unterschiedlichen Billigungsverfahren erfordert sorgfältige Planung und Koordination

Weiterer Prospekt typischerweise vor Vollzug des Angebots erforderlich (reiner Zulassungsprospekt, kein Verkaufsprospekt)

Zusammenspiel Insiderrecht

Gerade bei Merger of Equals schwierig zu bestimmen, wann bei Anbahnung ein Ad-hoc-pflichtiger Zwischenschritt vorliegt

Angesichts der Bedeutung der Maßnahme führt *Probability Magnitude Test* bei Bestimmung der Kurserheblichkeit typischerweise recht früh zu einer Bejahung der Kurserheblichkeit

Problem: Erfordert Präzision der Information bei Zwischenschritt nicht überwiegende Wahrscheinlichkeit des Endereignisses, wenn Zwischenschritt seine Insiderrelevanz allein aus dem Endereignis (= MoE) bezieht?

- Zutr. Auffassung: ja²
- Aber: In der Lit. umstr.
- Position BaFin nicht klar

Ad-hoc-Bekanntmachung für Eintritt von Vollzugsbedingungen?

Bei komplexen Kartellfreigabeverfahren möglicherweise vielfache Ad-hoc-Mitteilungen, wenn sich aufgrund von Äußerungen der Kartellbehörden Aussichten für erfolgreichen Vollzug des Übernahmeangebots verändern

Beispiel Linde/Praxair

Insgesamt 25 Ad-hoc-Mitteilungen

Deutlich größere Anzahl an Selbstbefreiungen

Gegenstände: Signing Term Sheet, BCA, wesentliche Disposals zur Erfüllung von Kartellaufgaben, Erfüllung von Kartellbedingungen, veränderte Einschätzung der Transaktionssicherheit aufgrund von Verzögerungen/Bedenken von Kartellbehörden, Squeeze-out

VII. Zusammenspiel Übernahmerecht/Kartellrecht

Besonderheiten bei MoE

Gerade bei Merger of Equals typischerweise erhebliche kartellrechtliche Überschneidungen

Kartellfreigaben in vielen Ländern erforderlich (bei Linde/Praxair 9 Jurisdiktionen)

Absehbar, dass in vielen Ländern Freigabe nur unter Auflagen erteilt wird

Verhandlung der gegenseitigen Verpflichtungen, Kartellaufgaben zu akzeptieren und umzusetzen, einer der wesentlichsten Punkte des BCA

In den meisten Jurisdiktionen müssen die Kartellaufgaben vor Kartellfreigabe erfüllt sein

Über die Disposals ist auch im Börsenzulassungsprospekt zu berichten

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

Prof. Dr. Jochen Vetter

Partner | Rechtsanwalt | HengelerMueller Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB



Kontakt

jochen.vetter@hengeler.com

+49 89 383388 236

Leopoldstraße 8-10

80802 München