

RECHT UND KAPITALMARKT

Belebung des Marktes für Tauschangebote?

Die Rahmenbedingungen für Übernahmen unter Beteiligung von US-Unternehmen sind attraktiv

Von Karsten Müller-Eising und Johannes Perliitt*)

Börsen-Zeitung, 30.5.2015

Übernahmen unter Beteiligung deutscher Unternehmen erfolgen zumeist in bar und nicht gegen Aktien. Verschiedene Faktoren könnten allerdings zu einer Belebung des Marktes für Tauschangebote führen. Dazu gehören nachhaltig hohe Aktienkurse sowie der Mangel an attraktiven alternativen Anlageformen.

Tauschangebote vermeiden eine Erhöhung der Verschuldung durch Akquisitionsfinanzierungen und können in der Form einer Fusion unter Gleichen (Merger of Equals) ohne Prämie erfolgen. Gleichzeitig ist eine Zunahme von M&A-Transaktionen zu beobachten, an denen als Parteien US-amerikanische Konzerne und deren europäische Wettbewerber beteiligt sind. Teilweise sind die vorgesehenen Strukturen auch steuerlich motiviert und intendieren die Verlegung des steuerlichen Sitzes aus den USA nach Europa im Rahmen der Übernahmetransaktion (sogenannte Inversion Deals).

Steuerliche Möglichkeiten

Aus Sicht des US-Steuerrechts ist eine Verlegung des steuerlichen Sitzes nicht möglich, wenn in der neuen Gesellschaft 80 % der Anteilseigner US-Personen sind; allerdings haben die US-Steuerbehörden im September 2014 Regeln erlassen, die erhebliche steuerliche Nachteile auch für Unternehmen bringen können, die nach Sitzverlegung noch zwischen 60 % bis 80 % US-Anteilseigner haben. Aktuell sind daher Inversion Deals interessant, wenn nach Vollzug eines Tauschangebots die US-amerikanischen Personen unter den Anteilseignern nur etwa 50 % ausmachen.

Am Beispiel einer US-amerikanischen und einer deutschen Gesellschaft, beide börsennotiert, soll aufgezeigt werden, welche Möglichkeiten einer Zusammenführung der Unternehmen ohne Barangebot an die

Aktionäre bestehen. Eine solche Transaktion bedarf in jedem Fall mehrerer Schritte, da es für die Verschmelzung mit einer Gesellschaft mit Sitz außerhalb der EU keinen gesicherten Rechtsrahmen gibt. Am Ende wird nicht selten eine neue Holding stehen, die ihren Sitz in einem anderen Land der EU hat, wie zum Beispiel den Niederlanden, Irland oder auch Großbritannien, das in letzter Zeit vermehrt in Betracht gezogen wird.

Bei einem Merger of Equals soll oft der Sitz der Holding in einem Drittland sein, um zu unterstreichen, dass keine Seite die andere dominiert. Auch ist in einigen Ländern der Rechtsrahmen für die Gestaltung der Unternehmensstruktur flexibler und das Unternehmenssteuerrecht attraktiver. Eine Sitzverlegung innerhalb der EU ist zwar möglich, aber komplex und langwierig und scheidet deshalb als erster Schritt im Rahmen einer Unternehmenszusammenführung eher aus. Unattraktiv sind dabei Barabfindungsrechte widersprechender Aktionäre und die Perpetuierung deutscher Mitbestimmungsregelungen.

Damit kommt zunächst ein Tauschangebot der US-Gesellschaft in Betracht, die den Aktionären der deutschen Gesellschaft Aktien anbietet (bezüglich der Attraktivität des Tauschangebots muss abgeschätzt werden, ob ein sogenannter Flow-back der US-Aktien zu erwarten ist). Nach erfolgreichem Übernahmeangebot kann die deutsche Gesellschaft gegebenenfalls in eine SE umgewandelt und ihr Sitz verlegt werden; oder sie kann grenzüberschreitend verschmolzen werden. Theoretisch ist sogar eine Verschmelzung der US-Muttergesellschaft auf ihre EU-Tochtergesellschaft denkbar.

Zweitlisting in Europa

Um in Deutschland ein Übernahmeangebot ohne angemessene Bargegenleistung durchzuführen, muss die US-Gesellschaft für ihre in den USA gelisteten Aktien an einem re-

gulierten Markt innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) ein Zweitlisting erhalten. Wenn gleich dies auch parallel zur Übernahme vorbereitet werden kann (seit 2009 auch auf der Grundlage von US-GAAP-Abschlüssen), wird ein Zweitlisting oft als nachteilig empfunden. Immerhin haben bereits heute eine Reihe von bekannten US-Unternehmen ein Zweitlisting an einem regulierten Markt in Europa, insbesondere an der London Stock Exchange oder der Euronext.

Das Übernahmeangebot kann dadurch attraktiver gestaltet werden, dass wahlweise unterschiedliche Gegenleistungen angeboten bzw. kombiniert werden:

- Der Bieter kann neben den in Europa gelisteten US-Aktien zusätzlich wahlweise eine mit einer Barleistung kombinierte Gegenleistung anbieten.
- Er kann zusätzlich eine reine Barleistung (zum Beispiel in Höhe des gesetzlichen Mindestangebotspreises) vorsehen, was den Vorteil hat, dass ein Zweitlisting von wahlweise ebenfalls angebotenen US-Gegenleistungsaktien (mit Prämie) in Europa nicht erforderlich ist.
- Schließlich kann die gesetzliche Mindestgegenleistung auch in der Weise dargestellt werden, dass sich der entsprechende Betrag teilweise aus in Europa zweitgelisteten US-Aktien und teilweise in bar zusammensetzt.

Zu beachten ist, dass die Angebotsunterlage zwingend auf deutsch abgefasst sein muss (anders als bei Börsenprospekten) und eine einem Prospekt vergleichbare Beschreibung des US-Bieters und seiner Aktien enthalten muss, deren englische Übersetzung als Basis für ein Listing an einer Börse im übrigen EWR verwendet werden kann.

Erprobte Praxis

Umgekehrt ist zu überlegen, ob es nicht leichter und strukturell vorteilhafter ist, wenn die deutsche Gesellschaft ihrerseits ein Tauschangebot

an die Aktionäre der US-Gesellschaft richtet, was die Börsennotierung der deutschen Gegenleistungsaktien in den USA voraussetzt. Daran wird man vor allem dann denken, wenn die deutsche Gesellschaft über ein hinreichendes genehmigtes Kapital verfügt. Soweit ein genehmigtes Kapital nicht in ausreichendem Umfang vorhanden ist, bedarf die Schaffung der Gegenleistungsaktien eines Hauptversammlungsbeschlusses.

Dies ist im Kontext des deutschen Übernahmerechts inzwischen leichter möglich und in der Praxis auch erprobt. Nachteilig ist aber die zwingend erforderliche Dreiviertelmehrheit; zudem ist der Kapitalerhöhungsbeschluss auch im Hinblick auf das Tauschverhältnis angreifbar. Mangels eines separaten Spruchverfahrens wird das Gericht im Freigabeverfahren summarisch die Angemessenheit der Gegenleistung prüfen, was das Verfahren zeitlich und inhaltlich schwerer kalkulierbar macht.

Die soeben aufgezeigten Probleme lassen sich wiederum vermeiden, wenn man eine Zweckgesellschaft verwendet, die als zukünftige Hol-

ding beide Gesellschaften durch Tauschangebote übernimmt und gegebenenfalls sogar von Anfang an ihren Sitz am (gesellschaftsrechtlich und steuerlich) bevorzugten Ort hat – sie kann unmittelbar nach Vollzug der Übernahmen ihren Holding-Aufgaben nachkommen.

Die Vorteile dieser – allerdings recht komplexen und aufwendigen – Struktur bestehen vor allem in der größeren Rechtssicherheit der einzelnen Schritte. In diesem Fall kombiniert man die Vorteile der relativ einfachen Übernahmestruktur in den USA im Wege des sogenannten Reverse Triangular Merger mit einem Übernahmeangebot der neuen Holding an die Aktionäre der deutschen Gesellschaft.

In der Vergangenheit wurde dabei in Bezug auf die US-Seite auch unter Beteiligung deutscher Gesellschaften (vgl. etwa bei Daimler-Benz/Chrysler im Jahr 1998) auf die Struktur eines Reverse Triangular Merger zurückgegriffen, bei dem der Bieter eine Zweckgesellschaft (Merger Subsidiary) gründet (bei deutschen Bietern mittels eines Exchange Agent), welche auf die US-

Zielgesellschaft verschmolzen wird. Dabei erhalten deren Aktionäre als Gegenleistung Aktien der deutschen bzw. europäischen Zweckgesellschaft (ähnlich im Fall der geschlechterten Kombination Deutsche Börse/Nyse). Sind die Tauschangebote erfolgreich, so kann anschließend eine Verschmelzung der deutschen Gesellschaft upstream auf die neue Holding erfolgen.

Komplex, aber durchführbar

Die vorstehende Analyse zeigt, dass Tauschangebote mit Beteiligung deutscher börsennotierter Gesellschaften zwar komplex, aber durchführbar sind. Im Ergebnis stehen damit deutsche börsennotierte Unternehmen für Fusionen mit US-amerikanischen Konzernen auch dann im Fokus, wenn der Sitz der neuen Holding in einem anderen EU-Land begründet werden soll.

.....
*) Dr. Karsten Müller-Eising und Johannes Perlitt sind Partner im Frankfurter Büro von Jones Day.