



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
*Goethe-Universität Frankfurt am Main*

## **ILF Seminar: Unternehmensübernahmen und – zusammenschlüsse, 5. Dezember 2013**

**Rechtliche Fragen bei der Strukturierung  
von Übernahmeangeboten**

**Dr. Ulrich Brandt**



1

**Transaktionsbeispiel: Deutsche Wohnen/ GSW**

2

Weitere Überlegungen zur Strukturierung der Gegenleistung

3

Post Merger Integration

4

Diskussion

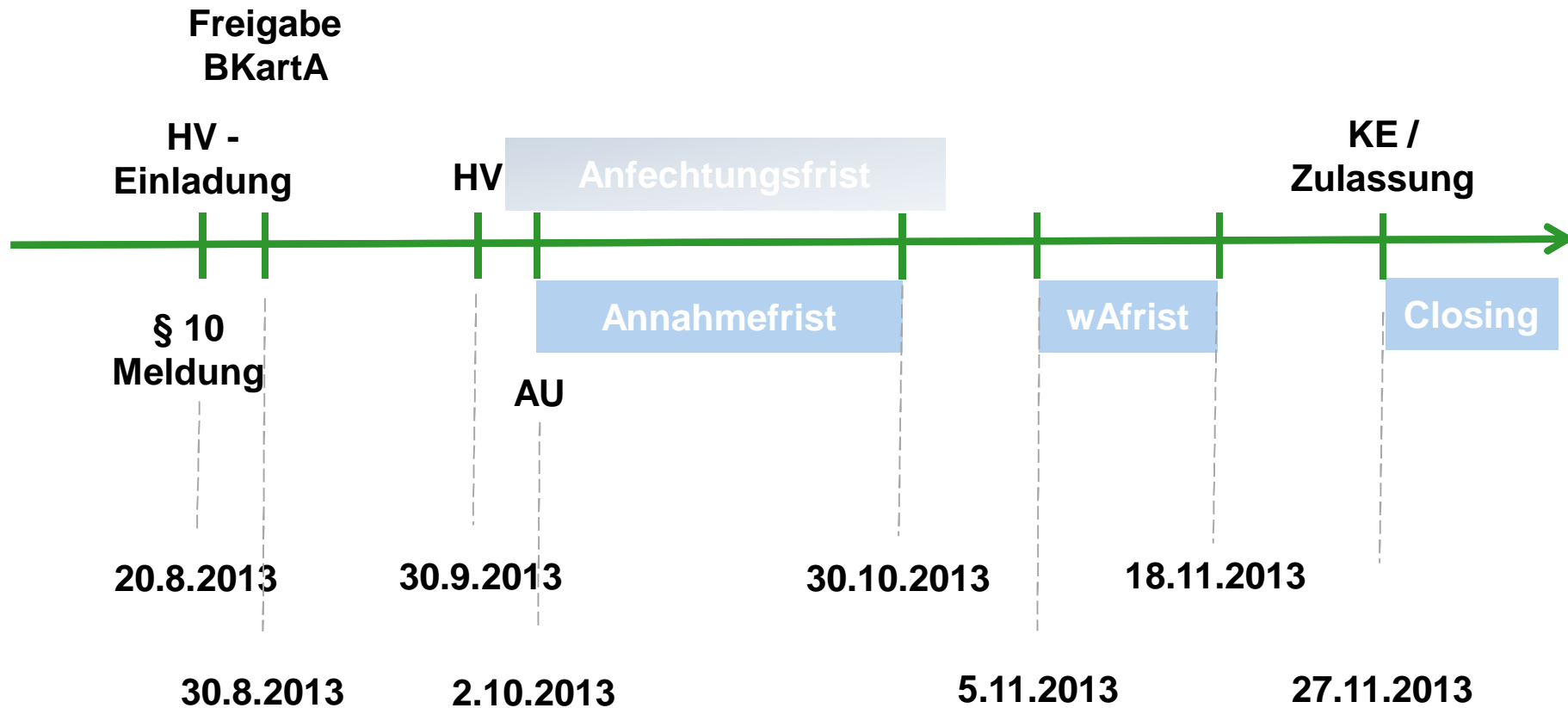
# Umtauschangebote in Deutschland (2002-2013)

- 2013 (1):** Deutsche Wohnen AG / GSW Immobilien AG (Umtauschangebot über HV Direktbeschluss)
- 2012 (0): ./.
- 2011 (1): Deutsche Börse AG/Alpha Beta Netherlands Holding N.V., NYSE (Umtauschangebot durch SPV)
- 2010 (2):** Solarparc AG/SolarWorld AG (Umtauschangebot mit eigenen Aktien)  
**ACS/ Hochtief AG (Direktbeschluss, Spanien)**
- 2009 (0): ./.
- 2008 (0): ./.
- 2007 (0): ./.
- 2006 (4):** Pixelpark AG / Elephant Seven (genehmigtes Kapital)  
QSC AG / Broadnet AG (genehmigtes Kapital)  
**UCB SA / Schwarz Pharma AG (Direktbeschluss, Belgien)**  
**Delta Beteiligungen AG / Beta Sytems Software AG (Direktbeschluss)**
- 2005 (2):** Unicredito Italiano S.p.A. / Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG (Direktbeschluss, Italien)  
E.ON / Contigas (Erwerbsangebot mit alternativ eigene Aktien)
- 2004 (0): ./.
- 2003 (3):** Brain Force Software AG / NSE Software AG (bestehende Aktien des Großaktionärs)  
Ontario Inc. / IXOS Software AG (HV Zustimmung für Aktienausgabe, Kanada)  
**Buzzi Unicem / Dyckerhoff (Erwerbsangebot auf Vz-Aktien , Direktbeschluss, Italien)**
- 2002 (1):** DePfa Holding plc / DePfa Deutsche Pfandbriefbank AG (genehmigtes Kapital)

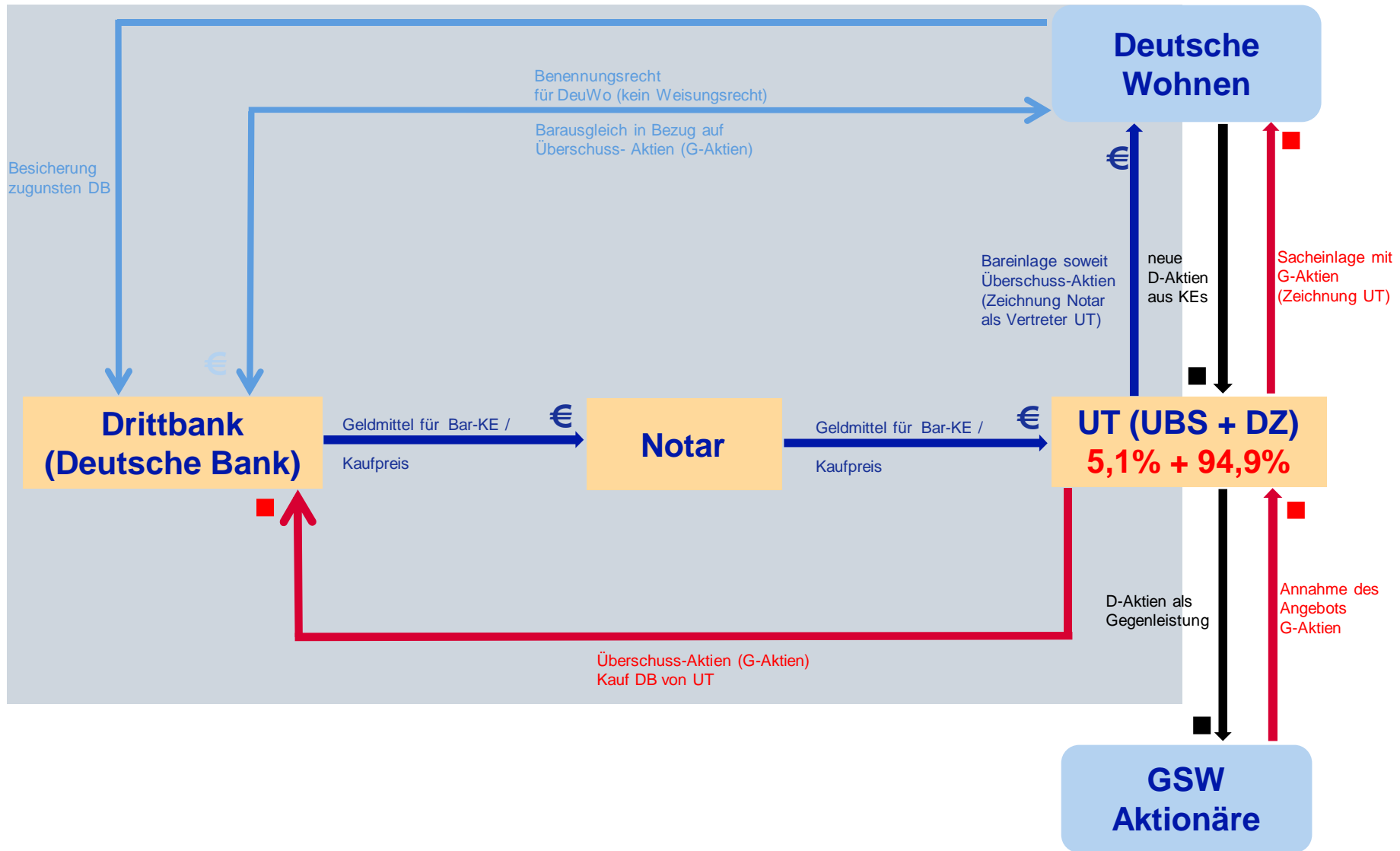
## Deutsche Wohnen/ GSW in Stichworten

- **Übernahmeangebot** der **Deutsche Wohnen** AG an Aktionäre der **GSW** Immobilien AG
- freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot nach §§ 29ff. WpÜG
- **Gegenleistung**: für 20 GSW Aktien 51 neue DeuWo-Aktien (**Umtauschangebot**)
- Implizite Bewertung der GSW € 1.750 Mio., Prämie von 15,4% auf Aktienkurs
- **Angebotsbedingungen**: Annahmquote von min. 75%; Kapitalerhöhung; [Kartellfreigabe]; weitere “target MAC” in Bezug auf Geschäftstätigkeit, Eigenkapital und Compliance.
- **Zeitplan** (Projektstart Januar/April 2013, Ankündigung 20.08.2013, Settlement 2013/14)
- Beteiligte / Berater
- Tätigkeiten der Banken: M&A Beratung; Fairness Opinion; Abwicklungsstelle (tender agent); Umtauschtreuhänder und Drittbank-Struktur (Kapitalerhöhung); Zulassungsprospekt
- Rechtliche Herausforderung:
  - Kapitalerhöhung aus Direktbeschluss in Hauptversammlung
  - Grunderwerbsteuer (GrESt)

# Deutsche Wohnen / GSW: Zeitstrahl



# Umtauschangebot mit „Überlauf“-Schutz



# Deutsche Wohnen/ GSW: ausgewählte Aspekte

## 1. Gesellschaftsrechtliche Fragen

- Kapitalerhöhung aus Direktbeschluss/ Anfechtungsrisiken
- Drittbank-Struktur

## 2. Kapitalmarktrechtliche Aspekte

- Andienungsrecht nach § 39c WpÜG
- Zulassungsprospekt
- Gemeinsam handelnde Personen / Pflichtangebot
- § 24 WpÜG (grenzüberschreitende Angebote)
- Kauf von Wandelanleihen

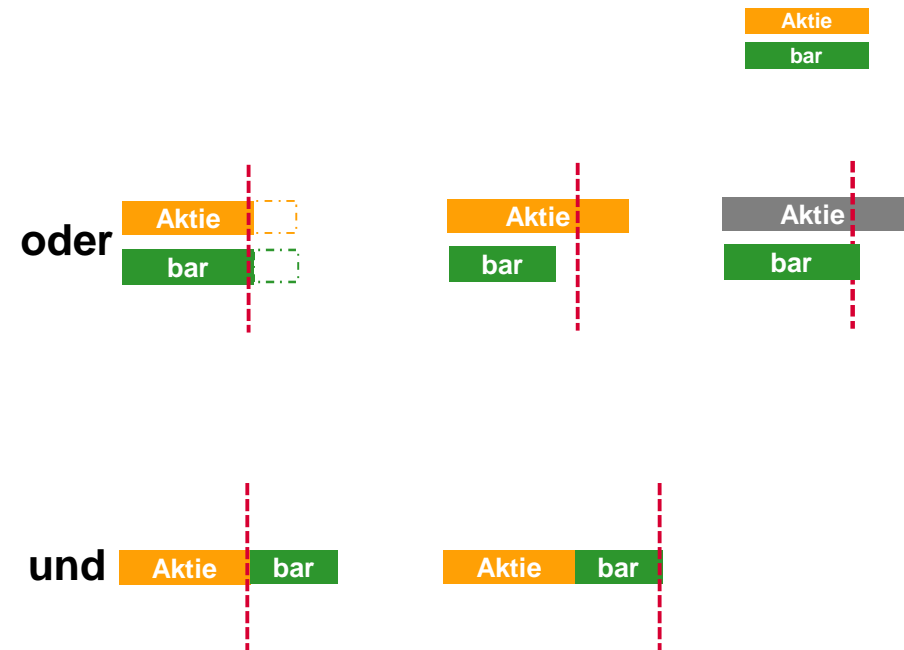
## 3. Grunderwerbsteuer

- Neue Regelung zur Eingrenzung sog. „RETT-Blocker“ Strukturen
- Wirtschaftliche Betrachtung in § 1 Abs. 3a GrEStG-neu

# Überlegungen zur Strukturierung der Gegenleistung

## 1. Aktien als Gegenleistung

- Alternative Gegenleistung
  - Rechtliche Zulässigkeit
  - Transaktionsbeispiele
  
- Gemischte Gegenleistung
  - Rechtliche Zulässigkeit
  - Transaktionsbeispiele



## 2. „Mix and Match“

- Vorteil für Bieter
- Transaktionsbeispiele
- Rechtliche Zulässigkeit?

Aktie	bar
3,2 Aktien	USD 30
3,765 Aktien	
	USD 200



# Überlegungen zur Strukturierung der Gegenleistung

## 3. Nachbesserung, Earn-Out, Contingent Value Rights (CVR)

- Ergänzung der Gegenleistung
- Transparenzgebot
- Transaktionsbeispiele:
  - Nachbesserung: Vodafone/KDD (2013); Azkoyen / primion (2013)
  - Earn-Out: Augur / Schnigge (2008); HSH / Hamborner (2007)
  - CVR: Fresenius / APP Pharmaceuticals (2008)
- Finanzierungsbestätigung nach § 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG
- Prospektpflicht nach WpPG/ VermAnlG?

# An das Ende denken - Post-Merger Integration

## Wenn es schief geht...

- Erneutes Übernahmeangebot nach Scheitern und Sperrfrist
- BGH vom 11.06.2013 (II ZR 80/12): Kein Anspruch auf ein Pflichtangebot

## Post-Merger Integration:

- Squeeze-Out nach § 39a WpÜG:
  - BGH vom 18.12.2012 (II ZR 198/11) „LBBH“: Relevante Erwerbe
- Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag
  - BGH vom 19.07.2010 (II ZB 18/09) „Stollwerck“ sowie BGH vom 28.06.2011: Berechnung des 3m VWAP für Abfindungszahlungen
- Delisting
  - BGH vom 08.10.2013 (II ZB 26/12): keine Barabfindung bei Delisting; Aufgabe von „Macrotron“

**Vielen Dank!**

