

Grenzüberschreitende M&A**„Das Klima für Übernahmen in den USA ist derzeit sehr günstig“**

Der niedrige Dollarkurs lockt deutsche und europäische Investoren in die Vereinigten Staaten. Unternehmen, die M&A-Transaktionen in den USA in Erwägung ziehen, müssen dabei grundlegende Unterschiede des amerikanischen Rechtssystems berücksichtigen. Welche das sind, weiß Gesellschaftsrechtler Dr. Joachim von Falkenhausen (Latham & Watkins).

▲ Worauf muss ein deutsches Unternehmen, das sich für eine US-amerikanische Gesellschaft interessiert, sein Augenmerk in rechtlicher Hinsicht richten?

Das Rechtssystem der USA basiert auf dem Common Law und ist daher anders strukturiert als das europäische Recht auf der Basis des Civil Law. Aus dem Common Law hat sich ein detaillierter Vertragsstil entwickelt, der bei Unternehmenskäufen inzwischen aber auch in Europa Standard ist. Weitgehend angeglichen hat sich der rechtliche Rahmen bei privaten Transaktionen, d.h. beim Kauf nicht börsennotierter Gesellschaften. Dennoch wird sich der deutsche Interessent darauf einstellen müssen, dass die Due Diligence intensiver und der Unternehmenskaufvertrag in den USA in einigen Punkten wesentlich ausführlicher ausfallen wird, insbesondere bei den Gewährleistungsbestimmungen zu Prozessrisiken, Produkthaftung sowie Umweltfragen. Im Mittelpunkt stehen außerdem mögliche finanzielle Belastungen aus Pensionssystemen, Altersvorsorgeeinrichtungen und Auswirkungen von Anreizsystemen wie Aktienoptionen, während arbeitsrechtliche Fragen weniger ins Gewicht fallen.

▲ Wie ist die Lage, wenn das Kaufobjekt börsennotiert ist?

Bei öffentlichen Übernahmen zeichnet sich ein völlig anderes Bild. Gleichzeitig spielen solche Transaktionen eine größere Rolle, weil mehr Unternehmen in den USA börsennotiert sind. Auch sind ihre Strukturen vielfältiger als in Deutschland. Im Gegensatz zu Deutschland werden freundliche Übernahmen dort üblicherweise nicht als Übernahmeangebot (Tender Offer), sondern als Verschmelzung (Merger) strukturiert. Diese sind hierzulande seltener, weil die Zustimmung der Hauptversammlung erforderlich ist, was die Gefahr unzumutbarer Verzögerungen durch Anfechtungsklagen birgt. In den USA hingegen erlaubt es die Merger-Struktur, die Zielgesellschaft vollständig zu übernehmen und somit in einem Schritt in die Gruppe des Erwerbers zu integrieren. Aus steuerlichen Gründen wird dabei meist eine Tochtergesellschaft des Käufers mit der Zielgesellschaft verschmolzen (Reverse Triangular Merger). Weiterer Unterschied: Aktionären der Zielgesellschaft können als Gegenleistung für ihre Aktien an dem Unternehmen (Merger Consideration) nicht nur Aktien des Erwerbers, sondern auch ein Barkaufpreis angeboten werden. Problematisch ist der Triangular Merger, wenn die Käuferin eine deutsche börsennotierte Gesellschaft ist und deswegen nicht eigene Aktien einer Tochtergesellschaft zur Verfügung stellen kann. In der Praxis lösen wir dies mit Treuhandkonstruktionen.

▲ Wie läuft eine Verschmelzung in den USA ab?

Die Verschmelzung muss auch in den USA durch die Hauptversammlung der Zielgesellschaft genehmigt werden. Der Erwerber erstattet dazu einen Bericht, das Proxy

Statement, das die SEC (Securities and Exchange Commission) prüft und freigibt. Anders als in Deutschland gibt es Anfechtungsklagen der Aktionäre aber nicht. Wiederum ähnlich ist, dass Aktionäre der Zielgesellschaft die Merger Consideration gerichtlich prüfen lassen können. Verbesserungen kommen jedoch nur denjenigen Aktionären zugute, die es beantragt haben. Gängig ist deshalb die Bedingung im Verschmelzungsvertrag, dass nicht mehr als 10% der Aktionäre die Überprüfung beantragen dürfen.



Dr. Joachim Freiherr von Falkenhausen, Partner bei Latham & Watkins

▲ Spielen bei der Dominanz von Verschmelzungen Übernahmeangebote in den USA überhaupt eine Rolle?

Tender Offers waren in den vergangenen Jahren tatsächlich eine Seltenheit, weil nicht klar war, ob nicht Anreize für das Management, z.B. Abfindungszahlungen, berücksichtigt werden und sich dadurch die Übernahmepreise erhöhen. Inzwischen kehren Übernahmeangebote aber wieder in den Markt zurück, nachdem sich die SEC Ende 2006 mit einer Klarstellung geäußert hatte. Wie in Deutschland erfordert ein Übernahmeangebot die Veröffentlichung einer Angebotsunterlage, die von der SEC geprüft wird. Sie kann verlangen, dass die Verhandlungen zwischen dem Käufer und der Zielgesellschaft in einem in Deutschland unbekanntem Ausmaß beschrieben werden. Das kann den Aufwand signifikant erhöhen und ist deutschen Unternehmen manchmal schwer zu vermitteln.

▲ Welche Vorteile bieten sich aus Ihrer Sicht einem deutschen potenziellen Käufer?

Das amerikanische Übernahmerecht ist wesentlich flexibler als das deutsche. Der Bieter kann sein Angebot in erheblichem Umfang ändern und einseitig die Übernahmefrist verlängern. Mit Ausnahme der Best-Price-Rule gibt es keine Preisvorschriften. Der Bieter kann sein Angebot leichter an Bedingungen knüpfen. Bei einer freundlichen Übernahme kann der Käufer erwarten, mindestens 90% der Aktien zu erwerben. Die verbleibenden Aktionäre kann er im Wege eines Back-End Merger verdrängen.

▲ Wie werden sich die Rahmenbedingungen entwickeln?

Das politische Klima für Übernahmen ist derzeit sehr günstig. Es bleibt aber abzuwarten, ob dies nach der US-Präsidentenwahl so bleibt. Denkbar ist, dass die kartellrechtliche Kontrolle nach der Wahl schärfer gehandhabt wird. Mit der Kontrolle ausländischer Investitionen sind die USA uns Europäern übrigens voraus; im sog. CFIUS-Verfahren können auch politische Bedenken berücksichtigt werden. Das geht erheblich weiter als die Pläne der Bundesregierung zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes.