

Rolf Watter*

M & A: Bringt der Frühling 2010 Neues?

Eine Kurzanalyse von drei in den Monaten März und April angekündigten «Deals»

Inhaltsübersicht

- I. Kooperation statt Transaktion?
- II. Andere Länder, andere Sitten: Mit Intensität ausgetragene Graben- und Grubenkämpfe
- III. Schlankere Zusicherungen, speziell bei *dual tracks*?

Seit in den letzten Wochen die M&A-Aktivitäten weltweit wieder zugenommen haben, bietet es sich für den Deal Watch dieser GesKR an, zu untersuchen, ob sich im ersten Frühling nach der Krise neue Trends abzeichnen:

I. Kooperation statt Transaktion?

Am 7. April 2010 wurde eine «weitreichende strategische Kooperation» zwischen Renault, Nissan und Daimler angekündigt¹, die bei der Entwicklung von Kleinwagen und leichten Nutzfahrzeugen und der gemeinsamen Nutzung und Entwicklung von Antriebskomponenten auf eine engere Zusammenarbeit abzielen soll. Verbunden ist diese Zusammenarbeit mit einer gegenseitigen Kapitalbeteiligung in der Höhe von 3.1 %. Vor dem Hintergrund der im Jahr 1998 geschlossenen und neun Jahre später wieder aufgelösten «Ehe» von Daimler und Chrysler kommt die Frage auf, ob sich eine Tendenz weg von Fusionen bzw. gesellschaftsrechtlich abgesicherten Zusammenschlüssen hin zu vertraglich vereinbarten Kooperationen abzeichnen könnte, die – so glaubt man es wenigstens – einfacher zu bewältigen sind als Vollintegrationen. Ein Grund für die im vorliegenden Fall gewählte blosse Kooperationsform könnte neben offensichtlichen nationalen Sensitivitäten aber auch im Umstand liegen, dass auch Renault und Nissan nie voll fusioniert haben, sondern «nur» über (allerdings

ziemlich weitgehende) Kreuzbeteiligungen miteinander verbunden sind.²

Tatsächlich ist das Erreichen von Skaleneffekten und anderen Vorteilen, die sich aus Zusammenschlüssen ergeben, auch in blossen Kooperationen möglich. Muss eine Industrie allerdings ganz oder teilweise restrukturieren (was in der Automobilbranche ja an sich der Fall ist), oder können Interessenkonflikte zwischen Kooperationspartnern nicht eliminiert werden (weil sie ausserhalb des Kooperationsbereichs Wettbewerber sind), wird sich zeigen müssen, ob blosses Zusammenarbeiten ohne formelles Zusammengehen langfristig wirtschaftlich wirklich zielführend ist. Im Bereich der Fluggesellschaften etwa ist nach anfänglichen Kooperationen die Einsicht gereift, dass diese nicht genügen, und es letztlich nur ein System der Vollintegration erlaubt, alle Vorteile eines gemeinsamen Vorgehens zu verwirklichen. Neuestes Beispiel dazu ist die am 10. April 2010 erfolgte Ankündigung, dass British Airways und Iberia nun einen Fusionsvertrag unterzeichnen.³

Interessant ist die Frage, was die Parteien genau mit der gegenseitigen Beteiligung von 3.1 % erreichen wollen⁴ (diese Beteiligungen unterliegen auch einem Veräusserungsverbot und einer *stand-still*-Vereinbarung); der Jurist kann hinter solch geringen Kreuzbeteiligungen eigentlich nur eine psychologische Bedeutung erkennen. Rechtlich erwähnenswert ist weiter, dass zumindest in den grösseren Jurisdiktionen keine zusammenschlussrechtliche Meldung der Kooperation notwendig war.⁵

* Prof. Dr. iur. Rolf Watter, Rechtsanwalt bei Bär & Karrer, Zürich;

¹ Vgl. die Pressemitteilung von Daimler, abrufbar unter http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1825907_IRRelease_dt.pdf und diejenige von Renault, abrufbar unter http://www.renault.com/SiteCollectionDocuments/Communiqué%20de%20presse/en-EN/Pieces%20jointes/22333_20100407_PR_AllianceDaimler_EN_8473468D.pdf.

² Vgl. <http://www.renault.com/en/Lists/ArchivesDocuments/alliance-facts-and-figures-2009.pdf>. Renault hält rund 40 % an Nissan, Nissan umgekehrt 15 % an Renault.

³ Vgl. <http://www.bashares.com/phoenix.zhtml?c=69499&p=irol-rns0804>.

⁴ Daimler wird 3.1 % an Nissan und 3.1 % an Renault halten, Renault und Nissan je 1.55 % an Daimler, wobei Renault zuerst 3.1 % der Daimler Aktien erhält und die Hälfte dann an Nissan weitergibt, dies gegen 2 % Nissan Aktien.

⁵ Dies, da Kreuzbeteiligungen zumindest nach dem Recht der EU keinen Zusammenschlusstatbestand darstellen, solange keine der beiden Gesellschaften an der Generalversammlung der anderen faktisch die Mehrheit besitzt oder aufgrund vertraglicher Vereinbarungen die Möglichkeit der Kontrolle hat.

II. Andere Länder, andere Sitten: Mit Intensität ausgetragene Graben- und Grubenkämpfe

Einen *unusual approach*, wie es der *Economist*⁶ nannte (andere Kommentatoren sprachen von einem «*unusually colorful statement*»⁷) wählte unmittelbar nach den Ostertagen die in Hongkong domizilierte Noble Group («Noble»), als sie ihre eigenen Pläne bezüglich ihrer Mehrheitsbeteiligung an der in Australien kotierten Gloucester Coal Ltd. («Gloucester»), die ihrerseits ein Angebot von der Macarthur Coal Ltd. («Macarthur») erhalten hatte, durch eine Gegenofferte der amerikanischen Peabody Energy («Peabody») auf die Macarthur gefährdet sah. Es ist zu vermuten, dass hiesige PR-Experten die Pressemitteilung der Noble vom 5. April 2010 einigens zurückhaltender formuliert hätten:

«The Board of Directors of the Noble Group has noted with interest the recent developments regarding an unsolicited offer by the United States based Peabody Coal for Macarthur. The board of Macarthur reacted to their bid with the same enthusiasm as a lost and hungry hiker who stumbles across a road kill Roo⁸ that had been in the sun too long, and not surprisingly said «no thanks».

We at Noble noted that this unsolicited offer had, as one of its many conditions, a requirement that the merger between Gloucester and Macarthur not proceed. This merger had already been carefully considered over a substantial period of time by the boards of both companies and had been unanimously supported and recommended to Macarthur's shareholders (...). Without putting too fine a point on it, everyone at board level thought it was a great deal for their respective shareholders (...).

Life was great until a few days ago when, instead of jumping on their horses, the Americans charged into town on a Gulfstream jet for the afternoon and plunked a bid down that was a great deal for them, and not, in our view, anywhere near what was already on the table. Hats off to them for being opportunistic and crafty; it ruined our Easter weekend.

So, now, instead of looking for eggs with our kids, we have to draft this release and inform the market that the Noble Group will have to give long hard thought as to whether we will try to chase these chaps out of town by, among other things, exercising, if certain events occur, our option to increase our share of Middlemount mine to 50 percent, where we would have the right to sell 100 percent of the output for the life of the mine (...)

will also have to give thought to other ways in which we would make the interlopers from St. Louis leave us alone...

What we would really like is for the Americans to go back home. We busted our tail to put together a good fair deal that will build a great company. All they are doing is trying to throw a wrench in a well thought-out deal with a check book and try and turn people's heads with a short-term payoff (...).

Die von Noble favorisierte Transaktion bestand aus einer schon im Dezember 2009 publizierten Übernahmeofferte der Macarthur an die Gloucester Aktionäre, welche diesen die Wahl zwischen Macarthur-Aktien oder einer Barabfindung gab. Da Noble 87 % an Gloucester hält, war das Mitziehen von Noble essenziell: Noble und Macarthur hatten deshalb schon vor der Publikation des Angebotes vereinbart, dass, wenn Noble die Offerte annehme, sie Macarthur-Aktien als Gegenleistung wählen werde. Ein weiterer Teil dieser Vereinbarung war, dass Noble (falls die Gloucester Offerte erfolgreich sein würde) ihre Beteiligung in Höhe von 25 % an der in der Pressemitteilung erwähnten Middlemount Mine an Macarthur verkaufen würde, ebenfalls gegen die Ausgabe von Macarthur-Aktien. Nach der ursprünglichen Absicht wäre damit Gloucester zur vollen Tochter von Macarthur geworden, Macarthur hätte die Middlemount Mine ganz erworben, und Noble wäre zum 24 %igen Aktionär von Macarthur geworden. Zentrale Bedingung der Macarthur Offerte war (und ist), dass ihre eigenen Aktionäre der Transaktion (und der Ausgabe von Aktien) zustimmen.

Die zitierte Pressemitteilung von Noble war die Reaktion auf ein «non-binding indicative proposal» der Peabody zur Übernahme von Macarthur; dieses versprach den Aktionären von Macarthur A\$ 13 pro Aktie. Peabody betonte dabei, dass dieser Preis 34 % höher sei als der Preis, zu dem Macarthur ihre Aktien an Noble auszugeben plane. Speziell am Angebot war auch, dass den drei grössten Aktionären von Macarthur offeriert wurde, ihre Aktien zu behalten.⁹ Wie Noble erwähnte, empfahl der Verwaltungsrat («VR») von Macarthur «seinen» Aktionären, auf diese Offerte nicht einzutreten.

Am 5. April 2010 erhöhte Peabody ihr Angebot auf A\$ 14¹⁰ – auch diese Offerte fand aber keine Unterstützung von Macarthur.¹¹ Die vorläufig letzte Erhöhung

⁶ Ausgabe vom 10. April 2010, S. 9.

⁷ Vgl. Reuters: «Noble to Peabody: don't spoil our Australian party», abrufbar unter <http://www.reuters.com/article/idUSSGE6340BX20100405>; die Sprachwahl «colorful» ist evtl. auch von den in der Pressemitteilung genannten Ostereiern beeinflusst.

⁸ Frei übersetzt: Überfahrenes, totes und mittlerweile sonnengetrocknetes Känguruh.

⁹ Peabody Pressemitteilung vom 30.03.2010, Peabody submits proposal for Macarthur Coal, abrufbar unter <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=129849&p=irol-newsArticle&ID=1408016&highlight=#splash>.

¹⁰ Peabody Pressemitteilung vom 5.04.2010, Peabody Energy raises bid for Macarthur Coal, abrufbar unter <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=129849&p=irol-newsArticle&ID=1409687&highlight=#splash>.

¹¹ Macarthur Pressemitteilung vom 7.04.2010, Response to revised indicative proposal, abrufbar unter http://www.thisisnoble.com/index.php?option=com_content&view=article&id=1012%3A

auf A\$ 16 erfolgte am 15. April 2010, immerhin eine 39%ige Prämie über dem durchschnittlichen Kurs vor der Veröffentlichung der ersten Offerte. Der VR der Macarthur reagierte nun weniger ablehnend:¹²

«... the Board ... has considered Peabody's Further Proposal and intends to enter discussions with Peabody. Given this development, the extraordinary general meeting («EGM») ... will be postponed to a date, time and venue to be advised.»

Schon vor der letzten Erhöhung, am 8. April 2010, stieg mit der New Hope Corporation Ltd («New Hope») ein weiterer Akteur in den Bieterprozess ein. Ihr erstes Angebot bestand in einer Offerte mit ausschliesslichem Aktientausch.¹³ Die Reaktion des VR von Macarthur darauf war negativ.¹⁴ Am 14. April 2010 publizierte New Hope ein überarbeitetes Angebot, welches neben dem Tausch- auch ein Barangebot über A\$ 14.50 beinhaltete («subject to the total amount of cash that is available under this alternative being capped at \$ 950 million»). Auch auf dieses Angebot reagierte die Macarthur negativ.¹⁵ Laut hiesigen Medienmitteilungen soll auch die in Zug domizillierte Xstrata an Macarthur interessiert sein.¹⁶

Bemerkenswert ist endlich, dass am 6. April 2010, offenbar nachdem bei Noble alle Ostereier dann trotz der amerikanischen Störaktion noch gefunden wurden, Noble eine Barofferte an die Minderheitsaktionäre der Gloucester lancierte für den Erwerb der 12.3 % der Aktien, falls das Angebot von Macarthur nicht erfolgreich sein würde.

Ob sich aus dieser Auseinandersetzung ein genereller Trend für eine härtere Gangart abzeichnet, oder solche «Schlachten» auf den Zugang zu Rohstoffen begrenzt

sind, wird sich zeigen. Aus juristischer Perspektive ist die Häufung von konkurrierenden Offerten sicher interessant, weniger die Auseinandersetzung zwischen Peabody und New Hope, als diejenige zwischen Noble und diesen beiden Bietern: Zwar stehen alle drei in Konkurrenz, aber der Umstand, dass Peabody auf den Bieter in der Gloucester-Übernahme, an der Noble ein grosses Interesse hat, ein Angebot lancierte, macht dieses natürlich technisch gesehen nicht zu einer Konkurrenzofferte. Interessant wird auch sein, welche Möglichkeit Noble am Ende wählt: sie könnte eigentlich nur offerieren, ihre Aktien an Gloucester und die Beteiligung an der Mine billiger an Macarthur abzugeben, will sie die Macarthur-Aktionäre überzeugen, dass dieser Deal besser ist als die Angebote von Peabody und New Hope.

III. Schlankere Zusicherungen, speziell bei dual tracks?

Bereits am 1. März 2010 wurde der Verkauf von AIA, der schwergewichtig in Asien tätigen Lebensversicherungstochter der AIG, an Prudential für die beträchtliche Summe von US\$ 35.5 Mia. angekündigt, ein Betrag, der anderthalb mal so gross ist wie die Marktkapitalisierung der Käuferin (US\$ 24 Mia.). Interessant an dieser Transaktion ist zunächst die Struktur (Akquisitionsvehikel ist eine neue Dachgesellschaft¹⁷), sodann die Finanzierung des hohen Kaufpreises, welche unter anderem Aktien der Käuferin umfasst, die an die Verkäuferin gehen (im Umfang von US\$ 5.5 Mia., was der AIG einen Anteil von 11 % an der kombinierten Gesellschaft geben wird), aber auch eine riesige «fully underwritten» Bezugsrechtsemission über total USD 20 Mia., welche zusammen mit einem «Mandatory Convertible», «Preferred Stock» und neuen Schulden (US\$ 3 bzw. 2 und 5 Mia.) erlauben soll, die mit total US\$ 25 Mia. sehr hohe Barzahlung an AIG zu bestreiten.

Aus juristischer Perspektive erwähnenswert ist zunächst die vereinbarte *break-up fee* von US\$ 230 Mio., welche Prudential zu zahlen hat, falls die Transaktion nicht durchgeführt werden kann, weil regulatorische Bewilligungen nicht erhältlich sind, die Aktionäre der Prudential der Transaktion nicht zustimmen oder die Bezugsrechtsemission scheitert.¹⁸ In absoluten Zahlen ist diese Summe hoch, prozentual zum Kaufpreis ist sie

carthur-coal-ltd-asx-mcc-response-to-revised-indicative-proposal&catid=21%3Aannouncements&Itemid=110&lang=en.

¹² Macarthur Pressemitteilung vom 16.04.2010, Macarthur Coal will engage with Peabody Energy Corporation on its further proposal, abrufbar unter <http://www.macarthurcoal.com.au/Portals/0/ASX%20Announcements%202010/100416%20MCC%20To%20Engage%20with%20Peabody%20-%20EGM%20Postponed.pdf>.

¹³ New Hope Pressemitteilung vom 8.04.2010, New Hope Offer to acquire Macarthur Coal, abrufbar unter <http://www.newhope-coal.com.au/media/6654/835770.pdf>.

¹⁴ Macarthur Pressemitteilung vom 9.04.2010, Response to the New Hope Corporation Ltd Proposal, abrufbar unter http://www.thisisnoble.com/index.php?option=com_content&view=article&id=1013%3Amcls-asx-announcement-on-response-to-new-hope-corporation-limiteds-proposal&catid=21%3Aannouncements&Itemid=110&lang=en.

¹⁵ Macarthur Pressemitteilung vom 15.04.2010, Macarthur Coal response to the New Hope Corporation's revised proposal, abrufbar unter <http://www.macarthurcoal.com.au/Portals/0/ASX%20Announcements%202010/100415%20MCC%20Response%20to%20NHC%60s%20Revised%20Proposal.pdf>.

¹⁶ Vgl. Neue Zürcher Zeitung vom 10.04.2010, S. 29. Das Manuskript wurde am 18. April fertiggestellt, die Geschichte wird so oder anders noch – ob mit oder ohne weiteren Bieter – weitergehen.

¹⁷ Auf Seiten von Prudential wird das rechtstechnisch durch das im Vereinigten Königreich gängige «scheme of arrangement» erreicht, vgl. dazu die Schweizer Hiestand-IAWS-Aryzta-Transaktion, wo etwas Analoges in einer Transaktion mit einer Schweizer Gesellschaft gemacht wurde.

¹⁸ Vgl. Ziff. 7.7. des Vertrags, abrufbar unter <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/5272/000095012310021501/y83095exv2w1.htm>.

aber vergleichsweise gering.¹⁹ Auch nach Schweizer Gepflogenheiten, nach welchen eine Art Gleichlauf zum Schaden aus dem Nichtzustandekommen (bzw. eine Schadenspauschalierung) gefordert wird²⁰, dürfte dieser Betrag möglicherweise noch knapp gerechtfertigt werden können.

Nebst der Grösse der Transaktion interessiert den Transaktionsjuristen vor allem, welche Zusicherungen die verkaufende AIG, die in finanziellen Schwierigkeiten steckt, mehrheitlich der US-amerikanischen Regierung gehört und Schulden zurückzahlen soll, abzugeben bereit war, insbesondere auch unter Berücksichtigung des Umstandes, dass die AIG parallel zum Verkaufsprozess einen IPO der AIA plante. Konkret hat die Verkäuferin statt der üblichen langen Liste von «representations & warranties» eine Art «10b-5 Garantie» abgegeben, vereinfacht gesagt des Inhaltes, dass der an die Käuferin übergebene Prospektentwurf korrekt sei. Sie hat sich also damit vertraglich mehr oder weniger analog zu einer Prospekthaftungsklage verpflichtet, einen Schaden der Käuferin dann zu ersetzen, wenn der Prospektentwurf (und gewisse Zusatzinformationen) falsch, unvollständig oder irreführend sind²¹; die Ma-

ximalhaftung ist dabei auf US\$ 7.5 Mia. beschränkt. Interessant ist ferner, dass über das «*scienter*»-Konzept ein vergleichsweise weitgehendes Verschuldenselement in die Gewährleistung eingeführt wurde, statt der üblichen verschuldensunabhängigen Haftung. Andere Zusicherungen, welche den Vollzug der Transaktion überleben, gibt es praktisch nicht.

Analoge Haftungsstrukturen wurden auch bereits in Schweizer Transaktionen bei Verkäufen eingesetzt, in denen ein IPO und ein Verkauf parallel vorangetrieben wurden (sog. «dual tracks»), z.B. beim Verkauf der Cablecom an die amerikanische Liberty Global.²² Aus Sicht der Verkäuferin macht ein solches Vorgehen deshalb Sinn, weil damit ihre Risikolage bei einem IPO und einem Verkauf praktisch identisch wird, und sie den in Aussicht gestellten Verkaufspreis mit dem Entgelt vergleichen kann, das sie aus einem IPO vermuthungsweise erhalten würde. Das zweiseitige Vorgehen sollte es in aller Regel auch erlauben, den Preis zu maximieren (bzw. eine Art «Bieterprozess» zwischen IPO und Kaufinteressenten in einem Auktionsprozess zu lancieren), womit der erhebliche Aufwand, der betrieben werden muss, wohl mehr als abgegolten wird. Die beteiligten Banken, Anwälte und anderen Berater wird's freuen.

Anzumerken bleibt, dass praktisch zeitgleich mit der Drucklegung dieses Beitrages angekündigt wurde, dass sich Prudential von der Transaktion zurückzieht, weil absehbar wurde, dass die notwendige Unterstützung im eigenen Aktionariat fehlt. Die oben beschriebene *break-up fee* wird damit zur Zahlung fällig, wobei hiesige Zeitungen (vgl. NZZ vom 3. Juni 2010, S. 23) berichten, dass diese Zahlung nur etwa einen Drittel der Kosten darstellt, die Prudential aus dieser gescheiterten Transaktion tragen muss. Ausser Spesen also nichts gewesen.

¹⁹ In den USA wird oft argumentiert, break-up fees bis zu einem Prozentsatz von rund 4 % seien erlaubt. Vgl. hierzu PETER A. HUNT: Structuring Mergers & Acquisitions: A Guide to Creating Shareholder Value, 4. Ed., Austin (Tex.)/Boston (Mass.)/Chicago (Ill.)/New York (N.Y.)/Netherlands 2009, S. 676 («[...] as a benchmark, for transactions greater than \$ 1 billion, termination fees approximate 2–3 % of the equity value of the deal. Below \$ 1 billion in size, the fee may be higher than 2–3 % of the equity value, while the reverse may apply for transactions that are substantially higher than \$ 1 billion.»). Vgl. ferner aus der Rechtsprechung: *Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co.*, Nos. CIV. A. 17398, CIV. A. 17383, CIV. A. 17427, 1999 WL 1054255, *2 (Del. Ch. Sept. 27, 1999), wo das Gericht bei der Beurteilung einer 6,3 %igen break-up fee-Klausel festhielt, dass diese «[...] certainly seems to stretch the definition of range of reasonableness and probably stretches the definition beyond its breaking point.» Neuere Entscheide halten break-up fees in der Grössenordnung von 3.5–4.0 % für vertretbar, vgl. z.B. *In re Toys «R» Us, Inc., S'holder Litig.*, 877 A.2d 975, 980 (Del. Ch. 2005): «Likewise, the choice of the board's negotiators not to press too strongly for a reduction of the KKR Group's desired 4 % termination fee all the way to 3 % was reasonable, given that the KKR Group had topped the next best bid by such a big margin. To refuse to risk a reduction in the top bid, when the next best alternative was so much lower, can hardly be said to be unreasonable, especially when the board's negotiators did negotiate to reduce the termination fee from 4 % to 3.75 %. Furthermore, the size of the termination fee and the presence of matching rights in the merger agreement do not act as a serious barrier to any bidder willing to pay materially more than \$ 26.75 per share.» Ferner *Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford*, 918 A.2d 1172, 1181 n. 10 (Del. Ch. 2007): «It is true, as defendants note, that this Court has upheld termination fees of greater than three percent of total deal value.»

²⁰ PETER R. ISLER, Break-up fee bei Unternehmenszusammenschlüssen, Liber Amicorum für Hermann Schulin, Basel 2002, S. 83 ff.

²¹ Vgl. Ziff. 7.1. des Vertrags: «...(b) the aggregate Losses for which the ...Seller shall be liable to the Purchaser in respect of all breaches of such Disclosure Warranties shall not exceed US\$ 7,500,000,000, and (c) the ...Seller shall have liability to the Purchaser in respect of any breach of such Disclosure Warranties

only to the extent that the ...Seller would have liability under the federal securities laws of the United States to investors in a transaction in which all of the Shares were sold by ... to such investorsin each case in a transaction exempt from the registration requirements of the Securities Act, including, without limitation, a requirement that the Parent shall have acted with scienter.»

²² Vgl. http://www.cablecom.ch/050930_pressrelease_cablecom_liberty_e.pdf.