Urs Schenker*

Too complex to work? – Die abgebrochene Fusion von Omnicom und Publicis

Inhaltsübersicht

I. Die geplante Transaktion und ihr Abbruch
1. Omnicom und Publicis
2. Die Ankündigung der Fusion
3. Die Struktur der Transaktion – Merger of Equals
4. Fortschritte und Verzögerungen bei der Vorbereitung des Vollzugs
5. Die Aufgabe des Projektes
II. Problemstellung für die beteiligten Unternehmen und Lehren aus der Transaktion
1. Mergers of Equals sind problematische Transaktionen
2. Verzögerung durch regulatorische Verfahren
3. Aggressive Steuerplanung als Hindernis
4. Termination Fees können die Durchführung einer Transaktion nicht erzwingen
5. Momentum counts!

I. Die geplante Transaktion und ihr Abbruch

1. Omnicom und Publicis

Omnicom und Publicis sind beides weltweit tätige Werbedienstleister, welche neben dem traditionellen Geschäft einer Werbeagentur eine ganze Reihe weiterer verwandter Dienstleistungen erbringen, wie insbesondere Unternehmenskommunikation, Public Relations und Marketing. Bei beiden Unternehmen handelt es sich um Holdinggesellschaften, die in der Vergangenheit durch Akquisitionen und Fusionen gewachsen sind und deshalb am Markt mit verschiedenen Tochtergesellschaften auftreten, die unterschiedliche Marken tragen. Publicis tritt insbesondere unter den Namen Leo Burnett, Publicis und Saatchi&Saatchi auf[1], während die Tochtergesellschaften der Omnicom unter den Marken BBDO, DDB Worldwide und TBWA tätig sind[2]. Omnicom ist eine amerikanische Gesellschaft mit Hauptsitz in New York, die in den USA kotiert ist[3]. Publicis hat ihren Sitz in Paris und ist in Frankreich kotiert[4].

2. Die Ankündigung der Fusion

Am 28. Juli 2013 kündigten die CEOs von Publicis und Omnicom an einer gemeinsamen Medienkonferenz die Fusion der beiden Unternehmen an[5]. Durch diese Transaktion sollte der grösste Werbedienstleister der Welt entstehen – das fusionierte Unternehmen würde eine Marktkapitalisierung von USD 35 Mia. aufweisen, 130'000 Mitarbeiter beschäftigen und einen Umsatz von USD 23 Mia. erwirtschaften[6]. Mit diesen Eckdaten würde das kombinierte Unternehmen den bisherigen Marktführer WPP deutlich überflügeln.

Der Zusammenschluss der beiden Unternehmen erfolgte vor dem Hintergrund einer fortgesetzten Konsolidierung im Werbemarkt. In den letzten Jahrzehnten haben sich durch verschiedene Zusammenschlüsse und Übernahmen sehr grosse Werbeunternehmen gebildet, die ihre Dienstleistungen weltweit anbieten[7]. Grund dieser weltweiten Konsolidierung ist primär die Struktur der Kundennachfrage – multinational tätige Unternehmen führen heute weltweit einheitliche Werbekampagnen durch und verlangen deshalb von den Werbedienstleistern, dass sie in der Lage sind, derartige Kampagnen in effizienter Weise global umzusetzen. Der Trend zur Grösse wurde in den letzten Jahren durch das Auftreten grosser Inter-

---

* Der Autor hat nicht an der gescheiterten Transaktion mitgewirkt. Dieser Artikel basiert allein auf öffentlich zugänglichen Unterlagen. Der Autor dankt im Weiteren Frau MLaw Tanja Schmutz für die kritische Durchsicht des Manuskriptes und für die Bearbeitung der Fussnoten.

1 Vgl. http://www.publicisgroupe.com/#/en/videos/brand, zuletzt besucht am 10. November 2014.

2 Vgl. http://www.omnicomgroup.com/OurCompanies, zuletzt besucht am 10. November 2014.

3 New York Stock Exchange.

4 Euronext.

5 Vgl. http://en.wikipedia.org/wiki/Publicis_Omnicom_Group m.w.H., zuletzt besucht am 10. November 2014.

6 BBC News, Merger of Publicis and Omnicom makes biggest ad firm, publiziert am 28. Juli 2013, abrufbar unter: http://www.bbc.com/news/business-23483104, zuletzt besucht am 10. November 2014; Chicago Tribune, Leo Burnett parent in huge ad merger deal, publiziert am 29. Juli 2013, abrufbar unter: http://articles.chicagotribune.com/2013-07-29/business/chi-publicis-omnicom-merger-20130728_1_ddb-chicago-digitas-chicago-leo-burnett, zuletzt besucht am 10. November 2014.

7 WPP, Omnicom, Publicis, Interpublic Group, Havas, Dentsu etc.

netkonzerne verstärkt. Unternehmen wie Google, Facebook und Twitter bieten Internetmedien weltweit für Werbezwecke an und verfügen über sehr hohe Marktanteile im Internetmarkt[8]. Sie haben damit nicht nur eine sehr starke Verhandlungsposition gegenüber den Werbedienstleistern und Werbekunden, sondern bieten den Werbekunden auch Dienstleistungen an, die früher traditionell von Werbedienstleistern erbracht worden sind. Die grossen Internetdienstleister bieten insbesondere ein direktes und sehr detailliertes Feedback über die Nutzer der betreffenden Medien sowie eine detaillierte Werbeplanung mit einer präzisen Ausrichtung der Werbung auf die vom Kunden angesprochenen Zielgruppen an. In diesem Umfeld haben Werbedienstleister sowohl gegenüber Kunden wie auch gegenüber Medienanbietern Grössenvorteile – nur sehr grosse und global tätige Unternehmen können die von ihren Kunden gewünschten Dienstleistungen weltweit kostengünstig anbieten und Medien zu tiefen Preisen einkaufen.

Bei der öffentlichen Bekanntgabe der Transaktion begründeten die beiden Unternehmen den Zusammenschluss auch primär mit Grössenvorteilen. Sie bezifferten die Vorteile mit insgesamt USD 500 Mio. pro Jahr, wobei USD 260 Mio. durch Grössenvorteile beim Einkauf von Medien entstehen sollten[9]. USD 240 Mio. sollten zudem durch das Pooling von Infrastruktur und Backoffice-Dienstleistungen erzielt werden. Da die beiden CEOs allerdings zugleich mitteilten, dass der Zusammenschluss nicht zu Entlassungen führen sollte, blieb die Börse gegenüber den geltend gemachten Vorteilen skeptisch – die Kurse stiegen nach Bekanntgabe der Fusion zwar während der Handelszeit kurzfristig an, lagen bei Börsenschluss dagegen nur leicht über bzw. sogar unter dem Vortageskurs[10]. Dieser Kursverlauf war darauf zurückzuführen, dass sich im Verlauf des Tages verschiedene kritische Stimmen meldeten, die auf Interessenkonflikte hinwiesen, die durch den Zusammenschluss entstehen und zum Verlust wichtiger Kunden führen könnten. Zum Teil vertraten Omnicom und Publicis nämlich grosse Unternehmen, welche direkte Konkurrenten waren und nach einem Zusammenschluss kaum vom gleichen Werbedienstleister betreut werden wollten[11]. Andere Kunden dagegen hatten im Rahmen einer bewussten «second source» Strategie beiden Unternehmen einen Teil ihres Werbebudgets anvertraut. Auch bei diesen Unternehmen war anzunehmen, dass sie nach einem Zusammenschluss einen Teil ihres Werbebudgets auf andere Dienstleister übertragen würden.

3. Die Struktur der Transaktion – Merger of Equals[12]

Gemäss dem am 27. Juli 2013 zwischen Omnicom und Publicis abgeschlossenen Business Combination Agreement wurde die Transaktion so strukturiert, dass Omnicom und Publicis zunächst unter der Firma «Publicis Omnicom Group N.V.» eine neue Holding in Holland mit steuerlichem Sitz in England gründen würden[13]. Diese Holdinggesellschaft sollte dann mit Omnicom und Publicis fusionieren[14], wobei die Aktionäre von Omnicom und Publicis Aktien der neuen Holdinggesellschaft erhalten sollten. Die Publicis Omnicom Group N.V. sollte durch diese Fusionen die neue Konzernobergesellschaft werden und 100 % der heutigen Omnicom und Publicis halten. Die Gesellschaft sollte zwei geschäftliche Hauptsitze in New York und in Paris haben und auch in den USA und in Frankreich kotiert werden[15]. In steuerlicher Hinsicht sollte die Transaktion weder bei Omnicom und Publicis bzw. deren Tochtergesellschaften, noch bei den in den USA und Frankreich ansässigen Aktionären der beiden Gesellschaften zu einer Gewinnbesteuerung führen. Durch die Domizilierung der Publicis Omnicom Group N.V. in Holland mit steuerlichem Sitz in England erhofften sich die Beteiligten weitere Steuervorteile.

Bei der Ankündigung der Transaktion betonten beide CEOs, dass es sich bei diesem Zusammenschluss um einen «Merger of Equals» handelte – ein Begriff, der auch in der Präambel des Business Combination Agreement verwendet wurde. Das Umtauschverhältnis der Omnicom und Publicis Aktien in Aktien der Publicis Omnicom Group N.V. wurde so festgelegt, dass sich bei

---

8 Financial Times, Publicis and Omnicom reshape ad world, publiziert am 28. Juli 2013, abrufbar unter: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a34ae672-f7a5-11e2-a618-00144feabdc0.html, zuletzt besucht am 11. November 2014; Chicago Tribune, Leo Burnett parent in huge ad merger deal, publiziert am 29. Juli 2013, abrufbar unter: http://articles.chicagotribune.com/2013-07-29/business/chi-publicis-omnicom-merger-20130728_1_ddb-chicago-digitas-chicago-leo-burnett, zuletzt besucht am 10. November 2014.

9 Chicago Tribune, Leo Burnett parent in huge ad merger deal, publiziert am 29. Juli 2013, abrufbar unter: http://articles.chicagotribune.com/2013-07-29/business/chi-publicis-omnicom-merger-20130728_1_ddb-chicago-digitas-chicago-leo-burnett, zuletzt besucht am 10. November 2014.

10 Die Schlusskurse vom 28. Juli 2013 lagen für Publicis um 0,1 % über dem Vortageskurs, während der Kurs der Omnicom Aktie um 0,55 % sank. Die Kurse waren während des Tages allerdings bis zu rund 5 % gestiegen.

11 Omnicom betreute z.B. PepsiCo während Coca Cola einer der grössten Kunden von Publicis war. Es war kaum anzunehmen, dass diese beiden Konkurrenten Marketing- und Werbestrategien mit dem gleichen Werbedienstleister planen und umsetzen wollten.

12 Vgl. zu diesem Abschnitt allgemein das Business Combination Agreement by and between Omnicom Group Inc. and Publicis Group S.A. dated as of July 27, 2013, abrufbar unter: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/29989/000089109213006547/e54781ex2-1.htm, zuletzt besucht am 10. November 2014.

13 Section 2 of the Business Combination Agreement by and between Omnicom Group Inc. and Publicis Group S.A. dated as of July 27, 2013, abrufbar unter: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/29989/000089109213006547/e54781ex2-1.htm, zuletzt besucht am 10. November 2014.

14 Die Fusion sollte so strukturiert werden, dass Publicis direkt mit Publicis Omnicom Group N.V. fusionieren würde, während eine amerikanische Tochtergesellschaft dieser Gesellschaft («Merger Sub») mit Omnicom fusionieren sollte.

15 An der New York Stock Exchange bzw. an der Euronext.

keinem der beiden Unternehmen im Verhältnis zum Aktienkurs eine Prämie ergab. Da die beiden Unternehmen vor der Transaktion eine ungefähr gleich hohe Börsenkapitalisierung aufwiesen, ergab sich so ein Beteiligungsverhältnis von je rund 50 % der bisherigen Publicis- bzw. Omnicom-Aktionäre an der neuen Holding[16]. Überdies war vorgesehen, dass Publicis Omnicom Group N.V. sechzehn Verwaltungsräte haben sollte, wobei jede Seite acht Vertreter im Verwaltungsrat stellen würde[17]. Die bisherigen CEOs von Publicis und Omnicom, Maurice Lévy und John Wren, sollten während dreissig Monaten das Unternehmen als Co-CEOs führen. Nach dieser Übergangsphase sollte John Wren als CEO und Maurice Lévy als Non-Executive Chairman des Verwaltungsrates amten. Auch bezüglich der übrigen Konzernleitungsfunktionen wurde eine paritätische Zusammensetzung vorgesehen, wobei diese im Business Combination Agreement noch nicht detailliert geregelt wurden.

Der Vollzug der Transaktion stand gemäss dem Business Combination Agreement unter verschiedenen Bedingungen[18]. Zentral waren dabei folgende Bedingungen:

- Die Erteilung der notwendigen kartellrechtlichen Bewilligungen;
- die Bestätigung der Steuerfreiheit der Transaktion durch die Steuerbehörden in den USA, in Frankreich und in Holland;
- Anerkennung des Steuersitzes der Publicis Omnicom N.V. in England; und
- die Zustimmung der Generalversammlungen von Omnicom und Publicis.

Sollte der Verwaltungsrat einer Gesellschaft seine Empfehlung zur Zustimmung zurückziehen – eine Situation, zu der es insbesondere bei Vorlage eines lukrativen Übernahmeangebotes eines Dritten kommen konnte – sollte das betreffende Unternehmen eine Termination Fee in der Höhe von USD 500 Mio. zahlen[19].

4. Fortschritte und Verzögerungen bei der Vorbereitung des Vollzugs

Bei Bekanntgabe der Transaktion stellten die CEOs der beiden Unternehmen in Aussicht, dass der geplante Zusammenschluss im ersten Quartal 2014 vollzogen würde[20]. Beide Unternehmen und ihre Berater arbeiteten nach Bekanntgabe der Transaktion an der Erfüllung der im Vertrag aufgeführten Vollzugsbedingungen und reichten insbesondere die notwendigen Bewilligungsgesuche bei Kartell- und Steuerbehörden ein.

Am 1. November 2013 gaben Omnicom und Publicis bekannt, dass die kartellrechtliche Bewilligung für die USA erteilt worden war und dass sie die entsprechenden Bewilligungen auch in verschiedenen anderen Ländern erhalten hatten[21]. Am 9. Januar 2014 konnten die beiden Unternehmen mitteilen, dass sie auch im europäischen Fusionskontrollverfahren die notwendige Zustimmung erhalten hatten[22].

Am 11. Februar 2014 mussten die beiden Unternehmen allerdings mitteilen, dass die Transaktion wohl erst im dritten Quartal 2014 vollzogen werden könne[23]. Als Grund wurde angegeben, dass das kartellrechtliche Bewilligungsverfahren in China wesentlich länger dauern würde als angenommen und sich auch die Zustimmung der Steuerbehörden verzögere.

In dieser Zeit zeigten die beiden Unternehmen aber auch schon gewisse Probleme bei der Umsetzung des «Merger of Equals»-Konzeptes. Gerüchten zufolge bestanden erhebliche Differenzen über die Besetzung der Konzernleitung des fusionierten Unternehmens. Am 28. April 2014 erschien dann in der Zeitung Le Monde ein Artikel, der offensichtlich auf unternehmensinternen Informationen beruhte und sehr deutlich über diese Probleme berichtete[24]. Darin wurde auch die These aufgestellt, dass

---

16 Das Beteiligungsverhältnis wurde dadurch gesteuert, dass die beiden Unternehmen vor der Fusion unterschiedlich hohe Abschlussdividenden auszahlen sollten. Vgl. BBC News, Merger of Publicis and Omnicom makes biggest ad firm, publiziert am 28. Juli 2013, abrufbar unter: http://www.bbc.com/news/business-23483104, zuletzt besucht am 10. November 2014.

17 Section 3.1(a) of the Business Combination Agreement by and between Omnicom Group Inc. and Publicis Group S.A. dated as of July 27, 2013, abrufbar unter: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/29989/000089109213006547/e54781ex2-1.htm, zuletzt besucht am 10. November 2014.

18 Article VI of the Business Combination Agreement by and between Omnicom Group Inc. and Publicis Group S.A. dated as of July 27, 2013, abrufbar unter: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/29989/000089109213006547/e54781ex2-1.htm, zuletzt besucht am 10. November 2014.

19 Section 7.5 of the Business Combination Agreement by and between Omnicom Group Inc. and Publicis Group S.A. dated as of July 27, 2013, abrufbar unter: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/29989/000089109213006547/e54781ex2-1.htm, zuletzt besucht am 10. November 2014.

20 NZZ, Ein neuer Marktführer entsteht, publiziert am 29. Juli 2013, abrufbar unter: http://www.nzz.ch/aktuell/wirtschaft/wirtschaftsnachrichten/ein-neuer-marktfuehrer-entsteht-1.18124605, zuletzt besucht am 10. November 2014.

21 Adweek, U.S. Regulators Won't Oppose Merger of Omnicom and Publicis, publiziert am 1. November 2013, abrufbar unter: http://www.adweek.com/news/advertising-branding/publicis-omnicom-clear-hart-scott-rodino-153551, zuletzt besucht am 10. November 2014.

22 Adweek, Publicis-Omnicom Merger Clears European Commission Hurdle, publiziert am 9. Januar 2014, abrufbar unter: http://www.adweek.com/news/advertising-branding/publicis-omnicom-merger-clears-european-commission-hurdle-154869, zuletzt besucht am 10. November 2014.

23 Financial Times, China's antitrust clearance holds up Publicis and Omnicom merger, publiziert am 11. Februar 2014, abrufbar unter: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d559811e-932c-11e3-b07c-00144feab7de.html#axzz3IhGWBVBz, zuletzt besucht am 10. November 2014.

24 Le Monde, Quand Maurice Lévy bataille pour contrôler Publicis Omnicom Groupe, publiziert am 28. April 2014, aktualisiert am 29. April 2014, abrufbar unter: http://www.lemonde.fr/economie/article/2014/04/28/quand-maurice-levy-bataille-pour-controler-publicis-omnicom-group_4408108_3234.html, zuletzt besucht am 10. November 2014.

gar kein Merger of Equals vorliegen würde, sondern dass mit dieser Transaktion die kleinere Publicis die grössere Omnicom übernehmen wolle. Der CEO der Publicis, Maurice Lévy, würde nicht nur praktisch lebenslänglich Non-Executive Chairman, sondern würde auch dank seiner Verbindung zur Gründerfamilie der Publicis faktisch über 7 % der Stimmrechte an der fusionierten Gesellschaft verfügen. Demgegenüber hätte der CEO von Omnicom, John Wren, keinerlei derartige «Hausmacht» und sei deshalb wohl wie alle amerikanischen Konzernleitungsmitglieder und Verwaltungsräte des fusionierten Unternehmens in seiner Position gefährdet.

Während der Zeit, in der die beiden Unternehmen an der Erfüllung der Vollzugsbedingungen arbeiteten, mussten sie sich kartellrechtskonform verhalten. Die beiden Unternehmen durften deshalb in dieser Phase insbesondere ihre Wettbewerbstätigkeit und ihre Strategie gegenüber anderen Marktteilnehmern nicht koordinieren. Sie mussten insbesondere bei Ausschreibungen von Werbekunden konkurrierende Angebote abgeben, was allen Beteiligten – sowohl den Kunden wie auch den Mitarbeitern beider Unternehmen – seltsam erschien. Da sich in dieser Zeit alle Mitarbeiter Gedanken über die Ausrichtung der zukünftigen Organisation machten, kam es bei beiden Unternehmen auch zu Abgängen von Managern und kreativ tätigen Schlüsselmitarbeitern, die für den Fall eines Zusammenschlusses um ihre Position fürchteten. Da es beiden Unternehmen aus kartellrechtlichen Gründen[25] nicht möglich war, vor der Erteilung der Bewilligungen die Integration im Detail zu planen, war es ihnen auch nicht möglich, den Mitarbeitern klare Perspektiven für die Weiterbeschäftigung und ihre Positionen im fusionierten Unternehmen aufzuzeigen. Daher war es den beiden Unternehmen in dieser Phase gar nicht möglich, den Abgang von Mitarbeitern durch klare Aussagen über deren Weiterbeschäftigung nach der Fusion zu verhindern.

5. Die Aufgabe des Projektes

Am 8. Mai 2014 gaben Publicis und Omnicom in einem gemeinsamen Mediencommuniqué bekannt, dass sie ihr Fusionsprojekt aufgegeben und das Business Combination Agreement aufgelöst hatten[26]. Sie teilten weiter mit, dass bei dieser Auflösung keine der beiden Parteien eine Termination Fee zu zahlen habe. Der CEO von Omnicom, John Wren, fasste die Probleme, die zur Aufgabe des Projektes geführt hatten, wie folgt kurz zusammen: *«corporate culture, complexity and time»*[27]. Gleichzeitig wurde auch bekannt, dass der Hauptstreitpunkt offenbar die Besetzung der Position des CFO war[28]. Beide CEOs wollten, dass ihr bisheriger CFO diese Position übernimmt – zusammen mit «seinem» CFO hätte der betreffende Co-CEO wohl die Kontrolle über die Konzernleitung errungen.

Als sie die Auflösung des Merger Agreement bekanntgaben, hielten beide Unternehmen fest, dass sie auch ohne Fusion eine starke Marktpräsenz hätten und erfolgreich tätig wären. In diesem Zeitpunkt mussten natürlich beide Unternehmen gegenüber Kunden und Mitarbeitern überzeugende Strategien sowie eine positive Perspektive für den Alleingang aufzeigen und so allen Beteiligten klarmachen, dass der Schwerpunkt ihrer Tätigkeit nun auf der Stärkung des eigenen Unternehmens liegen würde und nicht mehr in der Vorbereitung des Zusammenschlusses. John Wren fasste diese Rückbesinnung auf die eigene Stärke und den Fokus auf das angestammte Geschäft in der kurzen Formel *«People, Product, Profit»* zusammen und gab zu, dass Management und Mitarbeiter seit der Bekanntgabe des Fusionsprojektes durch die Transaktion von ihren Kernaufgaben abgelenkt worden seien, was der CFO von Omnicom mit *«we certainly have some catching up to do»* zusammenfasste[29]. Die Kommunikation der neuen Strategie des Alleingangs war für beide Unternehmen natürlich schwierig, nachdem sie während der ganzen Zeit, in der sie den Zusammenschluss vorbereitet hatten, in ihrer internen wie auch externen Kommunikation die Vorteile des Zusammenschlusses betont hatten und damit indirekt den Alleingang immer als unvorteilhafte oder mindestens unerwünschte Alternative dargestellt haben. Die beiden Unternehmen gaben im Anschluss an den Abbruch des Fusionsvorhabens an, dass die Vorbereitung der Transaktion und ihres Vollzugs Kosten von rund USD 50 Mio. pro Unternehmen verursacht hätten, welche die Erfolgsrechnung belasteten[30]. Zusätzlich hatten natürlich die

---

25 Während der Zeit zwischen dem Vertragsabschluss und der Erteilung der Bewilligung dürfen die betroffenen Unternehmen keine wettbewerbsrelevanten Informationen austauschen und können daher den Zusammenschluss nur in ganz beschränkter Weise im Rahmen von «Clean Teams» vorbereiten, d.h. zwischen Personen besprechen, die keinen Einfluss auf die Führung der operativen Geschäfte haben.

26 Publicis and Omnicom Agree to Terminate Proposed Merger of Equals, publiziert am 9. Mai 2014, abrufbar unter: http://newsflash.publicisgroupe.net/uploadedDocs/20140509_09-05-14_PRESS_RELEASE_ENG_ FINAL.pdf, zuletzt besucht am 10. November 2014.

27 Adweek, Omnicom Says Cultural Differences With Publicis Were Significant, publiziert am 9. Mai 2014, abrufbar unter: http://www.adweek.com/news/advertising-branding/omnicom-says-cultural-differences-publicis-were-significant-157574, zuletzt besucht am 10. November 2014.

28 Bloomberg, Omnicom, Publicis Scrap $35 Billion Merger as Cultures Clash, publiziert am 9. Mai 2014, abrufbar unter: http://www.bloomberg.com/news/2014-05-09/omnicom-publicis-abandon-35-billion-global-advertising-merger.html, zuletzt besucht am 11. November 2014.

29 Adweek, Omnicom Says Cultural Differences With Publicis Were Significant, publiziert am 9. Mai 2014, abrufbar unter: http://www.adweek.com/news/advertising-branding/omnicom-says-cultural-differences-publicis-were-significant-157574, zuletzt besucht am 10. November 2014.

30 Reuters, Battle for control destroyed $35 billion Omnicom-Publicis merger, publiziert am 9. Mai 2014, abrufbar unter: http://www.reuters.com/article/2014/05/09/us-omnicom-group-publicis-

Top Manager und eine grosse Anzahl von Mitarbeitern beider Unternehmen einen beträchtlichen Teil ihrer Zeit für die Vorbereitung dieser Transaktion verwendet, was zwar nicht als zusätzliche Ausgabe in der Erfolgsrechnung erschien, den Erfolg der beiden Unternehmen aber in dieser Zeit sicher schmälerte.

Die Börse nahm die Nachricht gelassen auf. Nachdem schon einige Tage zuvor Gerüchte über die Auflösung der Transaktion aufgetaucht waren, führte die offizielle Bekanntgabe nicht mehr zu wesentlichen Kursausschlägen.

II. Problemstellung für die beteiligten Unternehmen und Lehren aus der Transaktion

1. Mergers of Equals sind problematische Transaktionen

Die geplante Transaktion sollte zwischen zwei Unternehmen stattfinden, die praktisch eine identische Marktkapitalisierung aufwiesen und von denen keines die Mittel aufbringen konnte, das andere zu kaufen. Damit war für den Zusammenschluss letztlich eine Fusion unter Gleichberechtigten bzw. ein Merger of Equals vorgezeichnet. Auch wenn derartige Transaktionen bei der öffentlichen Ankündigung typischerweise als «Win-Win»-Situation dargestellt werden, ist die Realisierung doch häufig mit grossen Problemen verbunden:

- **Schwierige Umsetzung in der Führungsstruktur.** Wird der Verwaltungsrat des fusionierten Unternehmens paritätisch besetzt, führt dies zu einem sehr grossen Gremium, was die Beschlussfassung enorm erschweren und den ganzen Verwaltungsrat praktisch handlungsunfähig machen kann[31]. Der Verwaltungsrat der Publicis Omnicom Group N.V. wäre mit sechzehn Mitgliedern sicherlich an der Grenze des Vertretbaren gewesen. Auch die Besetzung der CEO-Position mit zwei Co-CEOs bringt zwar die Idee des Merger of Equals sehr gut zum Ausdruck, kann aber auch zu erheblichen Reibungsverlusten und unklaren Unterstellungsverhältnissen führen. Bei verschiedenen Mergers of Equals wurde daher nicht die Lösung der Co-CEOs gewählt, sondern vorgesehen, dass der CEO aus dem einen und der Präsident des Verwaltungsrates aus dem anderen Unternehmen stammt[32]. Diese Lösung führt aber nicht zu wesentlich besseren Ergebnissen – zumindest wenn der Verwaltungsratspräsident vollamtlich tätig ist, entstehen genau die gleichen Probleme wie bei Co-CEOs, da in diesem Fall beide Manager die Vorherrschaft über das Unternehmen suchen. Wird die Doppelbesetzung und die Berücksichtigung der Manager beider Unternehmen auch in der Konzernleitung und weiteren Führungsebenen fortgesetzt, so führt die entsprechende Doppelspurigkeit zu Ineffizienz und hohen Kosten. Soll ein Zusammenschluss wirtschaftlich erfolgreich sein, sollte eine durch das Prinzip des «Merger of Equals» bedingten Verdoppelung der Organe vermieden werden; für das durch den Zusammenschluss entstandene Unternehmen sollte vielmehr so rasch wie möglich eine schlanke Führungsstruktur geschaffen werden, die sich aus den besten Managern der beiden Unternehmen zusammensetzt. Selbst wenn sich zwei Unternehmen im Zusammenschluss ein derartiges Vorgehen vornehmen, ergeben sich bei der Auswahl der «Besten» unweigerlich Diskussionen über die Bevorzugung der einen oder anderen Seite, sodass letztlich zwischen Qualität der Führung und paritätischer Besetzung der Positionen Kompromisse gemacht werden müssen.
- **Ineffiziente Strukturen.** Wird das Prinzip des Merger of Equals auch bezüglich Hauptsitz, Marken, Produktionsstätten und weiteren Funktionen verwirklicht, so entstehen in vielen Bereichen des Unternehmens Doppelspurigkeiten, die zu hohen Kosten und ineffizienten Abläufen führen. Für Publicis Omnicom Group N.V. waren z.B. zwei Hauptsitze in New York und Paris vorgesehen. Die bisherigen Marken der beiden Konzerne sollten unverändert weitergeführt werden. Das Aufrechterhalten bisheriger Strukturen entspricht zwar dem Gedanken des Merger of Equals, verhindert aber eine effiziente Unternehmensführung und die Realisierung von Synergien, sodass der Zusammenschluss das Wertpotential, das er verspricht, gar nicht erreichen kann. In der Praxis führt dies dazu, dass die durch den Zusammenschluss möglichen Synergien oft erst mit grosser Verzögerung realisiert werden. Erfahrungsgemäss werden die Synergien erst dann realisiert, wenn das Unternehmen vom Druck der Konkurrenz oder der Marktgegenseite getrieben eine Restrukturierung bzw. ein Kostensenkungsprogramm durchführen muss und die durch den Merger of Equals bedingten Doppelspurigkeiten beseitigt.

groupe-idUSBREA47 13R20140509, zuletzt besucht am 10. November 2014; Reuters, Publicis CEO says Omnicom merger flop to cost 40-50 mln euros, publiziert am 25. Juni 2014, abrufbar unter: http://uk.reuters.com/article/2014/06/25/france-publicis-groupe-idUKP6N0O500X20140625, zuletzt besucht am 10. November 2014.

31 In der Praxis führt die Handlungsunfähigkeit des Verwaltungsrates dazu, dass er an Bedeutung verliert und Entscheide in Ausschüsse verlagert werden, welche die Grösse eines «normalen» Verwaltungsrates haben.

32 Diese Lösung führt natürlich nur dann zum erstrebten Gleichgewicht, wenn der Verwaltungsrat wie in den angelsächsischen Ländern oder der Schweiz nicht nur ein blosses Aufsichtsorgan ist, sondern klare geschäftliche Kompetenzen hat.

- **Fehlen einer einheitlichen Unternehmenskultur.** Ein Merger of Equals führt dazu, dass die Unternehmenskulturen der zusammengeschlossenen Unternehmen weitgehend weitergeführt werden. In einer derartigen Situation ist es schwierig, für das zusammengeschlossene Unternehmen einheitliche Ziele festzulegen und diese straff umzusetzen. Die beiden CEOs von Omnicom und Publicis stellten an der Medienkonferenz vom 8. Mai 2014, an der sie die Transaktion absagten, übereinstimmend fest, dass die unterschiedlichen Unternehmenskulturen ein grosses Problem dargestellt hatten und dass die Schwierigkeiten in diesem Bereich unterschätzt worden seien[33]. Ein neu zusammengeschlossenes Unternehmen kann daher nur erfolgreich sein, wenn es trotz des Anspruches auf Gleichbehandlung der beiden Seiten gelingt, eine einheitliche Unternehmenskultur durchzusetzen, die entweder Elemente der beiden Unternehmen kombiniert oder völlig neu ist. Sonst besteht die Gefahr, dass auch noch zehn Jahre nach dem Zusammenschluss kein einheitliches Unternehmen besteht.

Empirische Studien zeigen, dass feindliche Übernahmen trotz der Zahlung von Übernahmeprämien wesentlich erfolgreicher sind als freundliche Übernahmen[34]. Bei einer feindlichen Übernahme muss der Übernehmer weder auf Führungsstrukturen noch die Unternehmenskultur der übernommenen Gesellschaft Rücksicht nehmen, sondern kann diese in die eigene Führungsstruktur integrieren und seine Unternehmenskultur durchsetzen. Synergien und weitere Vorteile des Zusammenschlusses können auf diese Weise konsequent und schnell realisiert werden. Maurice Lévy, CEO von Publicis, hielt deshalb nach Abbruch der Transaktion auch fest, dass ein Kauf gegenüber einem Merger of Equals wesentliche Vorteile habe: *«An acquisition – you are the master, you make your decision, people are acquired and they have nothing to say. A merger of equals – you have to share, to discuss almost every single decision. It's more complicated»*[35]. Maurice Lévy liess dieser Aussage dann auch Taten folgen – am 3. November 2014 kündigte er an, dass Publicis für insgesamt USD°3.7 Mia. die Sapient Inc. kaufen würde, die im Internetmarketing tätig ist[36].

2. Verzögerung durch regulatorische Verfahren

Dass grössere Transaktionen kartellrechtlichen Bewilligungspflichten unterliegen, ist eine allgemein bekannte Tatsache. Bei international tätigen Unternehmen, die in verschiedenen Ländern hohe Umsätze erzielen, führt dies zu einer Vielzahl von Bewilligungsverfahren, die parallel geführt werden müssen. Normalerweise gehen die Parteien bei derartigen Transaktionen davon aus, dass die kartellrechtlichen Bewilligungen in der EU und in den USA am schwierigsten zu erhalten sind und typischerweise auch die längsten Verfahrensdauern aufweisen. Diese Verfahren werden normalerweise zum kritischen Pfad bei der Realisierung des Projekts. Der vorliegende Fall zeigt aber, dass auch andere Länder eine wesentliche Rolle spielen können – gerade ein Wachstumsmarkt wie China kann entscheidend sein. Angesichts der grossen Bedeutung des chinesischen Marktes ist es nicht möglich, die Bewilligung durch schnelle Kompromisse zu sichern, wie z.B. den Verkauf der lokalen Gesellschaften an einen inländischen Konkurrenten. Ein derartiges Vorgehen ist nur in Ländern möglich, die für das Unternehmen irrelevant sind. Bei grossen Übernahmen definieren daher in Zukunft wahrscheinlich nicht mehr nur die EU und die USA den kritischen Pfad der kartellrechtlichen Bewilligungen, sondern auch weitere Länder, die für das Unternehmen wesentlich sind – im Vordergrund steht mittlerweile auch bei vielen anderen Unternehmen China, da dies für viele Unternehmen der Markt mit dem grössten Absatzpotential ist. Daher muss bei der Planung einer Transaktion dem chinesischen Recht und insbesondere dessen Bewilligungserfordernissen entsprechend Beachtung geschenkt werden.

Der vorliegende Fall zeigt aber auch auf, dass bei einer internationalen Transaktion ein einziges Land durch sehr strenge regulatorische Erfordernisse, die über den Standard anderer Länder hinausgehen, eine Transaktion verhindern bzw. die beteiligten Unternehmen zu sehr weitgehenden Kompromissen zwingen kann, wenn sie die Transaktion dennoch durchführen wollen. Auch dies spricht dafür, kartellrechtliche und andere regulatorische Bewilligungserfordernisse schon bei der Planung der Transaktion in einer globalen Perspektive zu analysieren.

---

33 Adweek, Omnicom Says Cultural Differences With Publicis Were Significant, publiziert am 9. Mai 2014, abrufbar unter: http://www.adweek.com/news/advertising-branding/omnicom-says-cultural-differences-publicis-were-significant-157574, zuletzt besucht am 10. November 2014.

34 Higson, Christ/Elliot, Jamie, Post-takeover returns: The UK evidence, in: Journal of Empirical Finance 5 (1998), No. 1, S. 32, 36, 42 f.; Huang, Yen-Sheng/Walkling, Ralph A., Target abnormal returns associated with acquisition announcements – Payment, acquisition form, and managerial resistance, in: Journal of Financial Economics 19 (1987), S. 344.

35 Adweek, Publicis Says Inequality Doomed the Company's Union with Omnicom, publiziert am 9. Mai 2014, abrufbar unter: http://www.adweek.com/news/advertising-branding/publicis-says-inequality-doomed-company-s-union-omnicom-157580, zuletzt besucht am 10. November 2014.

36 Publicis Group to Acquire Sapient in $3.7 Billion All-Cash Transaction, publiziert am 3. November 2014, abrufbar unter: http://newsflash.publicisgroupe.net/uploadedDocs/20141103_PR_Publicis_Sapient_ ENG_DEF.pdf, zuletzt besucht am 10. November 2014.

3. Aggressive Steuerplanung als Hindernis

Im vorliegenden Fall war für die Beteiligten zentral, dass die Einbringung von Omnicom und Publicis in die neue gemeinsame Holding weder bei den beteiligten Gesellschaften, noch bei den Aktionären von Omnicom und Publicis Steuerfolgen auslöste[37]. Es ist davon auszugehen, dass die Parteien im vorliegenden Fall die Steuerfragen vor dem Abschluss des Business Combination Agreement mit Steuerspezialisten im Detail analysiert und auch mit den Steuerbehörden vorbesprochen haben. Es erstaunt daher, dass es nicht gelang, innert neun Monaten nach Abschluss des Vertrages Bestätigungen der Steuerbehörden einzuholen. Dies überrascht umso mehr, als die Besteuerung der eigentlichen Fusionstransaktionen in den betreffenden Ländern gesetzlich klar geregelt ist und auch einige Präjudizien für derartige Transaktionen bestehen. Stein des Anstosses und Grund für die Verzögerungen war offensichtlich weniger der Zusammenschluss selbst, sondern die zusätzlichen Vorteile, welche sich die Unternehmen durch den Holdingstandort Holland mit Steuersitz in England versprachen.

Heute kann es in der Praxis mindestens bei grossen und im Publikum bekannten Firmen sehr schwierig sein, steuerliche Optimierungen zu realisieren, da sich oft ein sehr grosser politischer Widerstand gegen steueroptimierte Unternehmensstrukturen regt, die zwar legal sind, in den Augen der Politiker aber zu ungerechtfertigten Steuervorteilen führen. Dieser Widerstand kann dazu führen, dass die zuständigen Steuerbehörden auch in klaren Fällen die zur Realisierung notwendigen Rulings nicht abgeben oder dass Regierungsstellen direkt bei den betroffenen Unternehmen Druck ausüben, um sie von ihrem Vorhaben abzubringen. Diese Probleme zeigten sich in letzter Zeit auch bei anderen steuerlich optimierten Transaktionen. Am besten sichtbar war dies bei den Inversions-Transaktionen amerikanischer Unternehmen, wo dieser Druck verschiedentlich zum Abbruch von Transaktionen führte, z.B. zwischen AbbVie und Shire[38].

Bei der Planung internationaler Transaktionen sollte daher darauf geachtet werden, dass nicht jede theoretisch mögliche Steueroptimierung verfolgt wird, sondern dass sich die steuer- und gesellschaftsrechtliche Planung auf die Realisierung der zentralen Punkte der Transaktion konzentriert. Eine darüber hinaus gehende Steueroptimierung kann – zumindest wenn es sich um grosse und politisch exponierte Unternehmen handelt – dazu führen, dass die gesamte Transaktion verunmöglicht wird. Auch wenn grundsätzlich ein Rechtsanspruch auf die Durchsetzung der betreffenden Optimierungsschritte besteht, wird die Transaktion allein schon dadurch verhindert, dass die Steuerbehörden keine verbindlichen Rulings abgeben. Eine derartige Weigerung macht die Realisierung der betreffenden Transaktion für die Beteiligten unmöglich, da auch bei einer klaren Rechtslage keine Partei bereit ist, das Restrisiko, das sich beim Fehlen eines Rulings ergibt, zu tragen. Unternehmen, die auf ein Ruling angewiesen sind, haben meist keine Möglichkeit, um dieses zu erhalten, da im Allgemeinen kein Rechtsanspruch auf die Erteilung eines Rulings besteht bzw. die Dauer eines Verfahrens zur Durchsetzung eines derartigen Vorabentscheides weit über den für die Transaktion möglichen Fristen liegt.

4. Termination Fees können die Durchführung einer Transaktion nicht erzwingen

Um die Durchführung der Transaktion abzusichern, hatten die Parteien eine Termination Fee von USD 500 Mio. vorgesehen[39] – ein Betrag, der bei rund 50 % des jährlichen Gewinnes von Omnicom bzw. Publicis lag und damit für beide Unternehmen eine grosse finanzielle Bedeutung hatte. Trotz der abschreckenden Wirkung dieser hohen Summe konnte die Vereinbarung der Termination Fee den Abbruch der Transaktion nicht verhindern, da dieser darauf zurückzuführen war, dass die Bedingungen für die Durchführung der Transaktion nicht erfüllt worden sind und sich die beiden Unternehmen offenbar nicht über die Einzelheiten der zukünftigen Führungsstruktur einigen konnten. Dies zeigt letztlich, dass Termination Fees und ähnliche Strafklauseln eine Transaktion nicht erzwingen können. Wenn die obersten Leitungsgremien einer Partei die Transaktion nicht durchführen wollen, können sie den Gang der Bewilligungsverfahren oder die Verhandlungen über die zukünftige Zusammenarbeit so steuern, dass die andere Partei praktisch gezwungen ist, einer einvernehmlichen Aufhebung der Zusammenschlussvereinbarung zuzustimmen.

5. Momentum counts!

Zieht sich die Realisierung eine Transaktion während längerer Zeit dahin, so entstehen fast automatisch Probleme. Der Enthusiasmus, der bei der Ankündigung herrscht, nimmt mit der Zeit ab und kritische Stimmen, die es innerhalb und ausserhalb der Unternehmen bei je-

---

37 Vgl. Preamble of the Business Combination Agreement by and between Omnicom Group Inc. and Publicis Group S.A. dated as of July 27, 2013, abrufbar unter: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/29989/000089109213006547/e54781ex2-1.htm, zuletzt besucht am 10. November 2014.

38 Bloomberg, AbbVie Ends Purchase of Shire on U.S. Tax Rule Changes, publiziert am 21. Oktober 2014, abrufbar unter: http://www.bloomberg.com/news/2014-10-20/abbvie-ends-purchase-of-shire-on-u-s-tax-rule-changes.html, zuletzt besucht am 11. November 2014.

39 Section 7.5 of the Business Combination Agreement by and between Omnicom Group Inc. and Publicis Group S.A. dated as of July 27, 2013, abrufbar unter: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/29989/000089109213006547/e54781ex2-1.htm, zuletzt besucht am 10. November 2014.

der Transaktion gibt, gewinnen an Bedeutung. Je länger die Durchführung verzögert wird, desto stärker wird normalerweise auch der interne Widerstand von Managern und Mitarbeitern, die sich durch die Veränderung bedroht fühlen. Die Erfahrung zeigt, dass diese Stimmen immer stärker werden, je länger die Realisierungsphase andauert, da die Verfahrensdauer diesen kritischen Stimmen insofern Recht gibt, als die Realisierung der Transaktion offensichtlich weniger einfach ist als ursprünglich angenommen. Diese Probleme werden bei Transaktionen, die kartellrechtlichen Bewilligungsvoraussetzungen unterliegen, noch dadurch verstärkt, dass sich die Unternehmen während der Dauer der betreffenden Verfahren weiterhin wie Konkurrenten verhalten müssen und Integrationsprozesse nur in einem ganz beschränkten Rahmen vorantreiben können[40]. Dauert dieser Zustand lange an und kommt es tatsächlich, wie im vorliegenden Fall, immer wieder zu akuten Konkurrenzsituationen, weil beide Parteien sich um die gleichen Aufträge bemühen, so führt dies für Management und Mitarbeiter zu Motivationsproblemen, welche die Leistungsfähigkeit des Unternehmens beeinträchtigen können. Die Geschwindigkeit des Vollzugs einer Transaktion ist daher von grösster Bedeutung – dauert die Realisierung mehr als sechs Monate, wird es auf einer Stand-alone-Basis sehr schwierig, einerseits die betrieblichen Ziele zu erreichen, andererseits aber weiterhin mit voller Konsequenz an der Realisierung der geplanten Transaktion zu arbeiten.

Den oben dargestellten Problemen sollte bei der Planung einer Transaktion Rechnung getragen werden. Eine grosse und von der betrieblichen Ausgangslage komplexe Transaktion sollte so einfach wie möglich strukturiert werden, um eine schnelle Realisierung zu ermöglichen. Dies bedeutet, dass sich die Parteien von Anfang an auf die wesentlichen Punkte der Transaktion konzentrieren sollten und wünschbare Nebeneffekte wie zusätzliche steuerliche oder gesellschaftsrechtliche Optimierungen, die zu Verzögerungen führen könnten, ausser Acht lassen sollten, auch wenn sie für sich allein betrachtet durchaus erstrebenswert wären. Nur so kann das «Momentum» aufrechterhalten und die Transaktion in einem vernünftigen Zeitrahmen realisiert werden. Die Erfahrung zeigt, dass die Vorteile, die durch die schnelle Realisierung entstehen, meistens grösser sind als die Erträge, die durch weitere, für die Durchführung nicht zentrale Optimierungsschritte erreicht werden können.

---

40 Vgl. dazu oben Ziff. I.4.