

Übernahme von Actelion durch Johnson & Johnson

«Deals» FS 2026

Dr. Daniel Daeniker

20. März 2026
Vertraulich



1. Öffentliche Übernahmen in der Schweiz
2. Ausgangslage
3. Verhandlungen und Bieter-«Wettbewerb»
4. Transaktionsvereinbarung und Angebotsprospekt
5. Rechtsfragen
 - «Put up or shut up»
 - Zulässigkeit der Break Fee

1. Öffentliche Übernahmen in der Schweiz



VR-Pflichten und Gesellschaftsinteresse

- Keine Pflicht, ein Angebot zu empfehlen, selbst wenn der Anbieter eine hohe Prämie bietet
- Keine Pflicht, bei konkurrierenden Angeboten das höchste Angebot zu empfehlen
- Keine Pflicht zur Durchführung einer Auktion, wenn die Gesellschaft ein Angebot erhält
- Keine Pflicht, einen *white knight* zu suchen



Übernahmen sind Sache des Verwaltungsrats

- Die Verhandlungen werden vom Verwaltungsrat oder einem VR-Ausschuss geführt
- Geschäftsleitung (für einmal) auf dem Rücksitz

Aber am Ende entscheiden die Aktionäre ...

... und sobald ein Übernahmeangebot bekannt ist, „flippen“ institutionelle Anleger ihre Aktien an Arbitrageure, denen es nur ums Geld geht.

Pflichten des Anbieters



- Angebotsprospekt mit Informationen über Anbieter, Zielgesellschaft, Angebotsbedingungen und strategische Absichten
- Offenlegung von Aktienerwerben bis Beginn und während der Angebotsfrist



Angebotspreis

- Börsenkurs (60-Tage-VWAP vor Voranmeldung); oder wenn höher
- Höchster bezahlter Preis der letzten 12 Monate (Vorerwerbspreis) (keine Kontrollprämie seit 2012)



Angebotsbedingungen

- Nur Bedingungen, die ausserhalb der Kontrolle des Anbieters liegen
 - Behördliche Genehmigungen
 - Mindestannahmequote bis zu 70%
- Kein Finanzierungsvorbehalt: Gesamter Angebotspreis muss finanziert oder zugesichert sein

Best Price Rule

- Ausserbörsliche Käufe nur bis zum Angebotspreis zulässig
- Ab Veröffentlichung Angebot bis 6 Monate danach

Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrates



Unzulässige Abwehrmassnahmen

- “Goldene Fallschirme” vereinbaren
- Verkauf oder Erwerb von *Crown jewels* (Schwelle 10% Umsatz / Gewinn)
- Ausserbilanztransaktionen mit erheblichen Risiken
- Ausgabe von Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechts (sofern nicht ausdrücklich im genehmigten Kapital vorgesehen)
- “Lock-in agreements” mit Anbieter nur unter Vorbehalt (“Fiduciary Out”)



Zulässige Abwehrmassnahmen

- Break Fees
 - Nur zum Ausgleich von Kosten zulässig (durchschnittlich 1 % / max. 2 %)
 - Muss begründet und von UEK genehmigt werden
- PR-Kampagnen
- Suche nach “White Knight”
- Kündigungsdrohungen von Mitarbeitern
- Klage

...aber die Aktionäre können anders entscheiden

2. Ausgangslage

20. März 2026
Vertraulich



2. Ausgangslage

Ausflug in die Welt der Pharmaindustrie

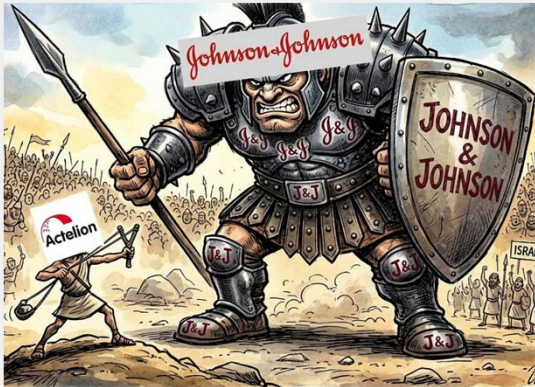
Johnson & Johnson



20. März 2026
Vertraulich



Wer war am Deal beteiligt?



Johnson & Johnson

- Sitz in New Brunswick (NJ, USA)
- Gegründet 1886
- Geschäftsbereiche:
 - Innovative Medicines (Janssen)
 - Medtech (z.B. DePuy Synthes)
 - Consumer Health (seit 2023: Kenvue)
- Finanzaufgaben per Ende 2016
 - Umsatz USD 72 Mrd.
 - Betriebsergebnis USD 20 Mrd.
 - Marktkapitalisierung USD 313 Mrd.

CRAVATH, SWAINE & MOORE LLP
Homburger

ACTELION

- Sitz in Allschwil (BL)
- Gegründet 1997, kotiert seit 2000
- Produkte:
 - 7 Medikamente, davon 5 gegen Lungenhochdruck (PAH)
 - 11 Medikamente in der Pipeline
- Finanzaufgaben per Ende 2016
 - Umsatz USD 2.4 Mrd. (>85% PAH)
 - Betriebsergebnis CHF 789 Mio.
 - Marktkapitalisierung (vor Beginn der Verhandlungen) CHF 16 Mrd.

WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ
NIEDERER KRAFT & FREY

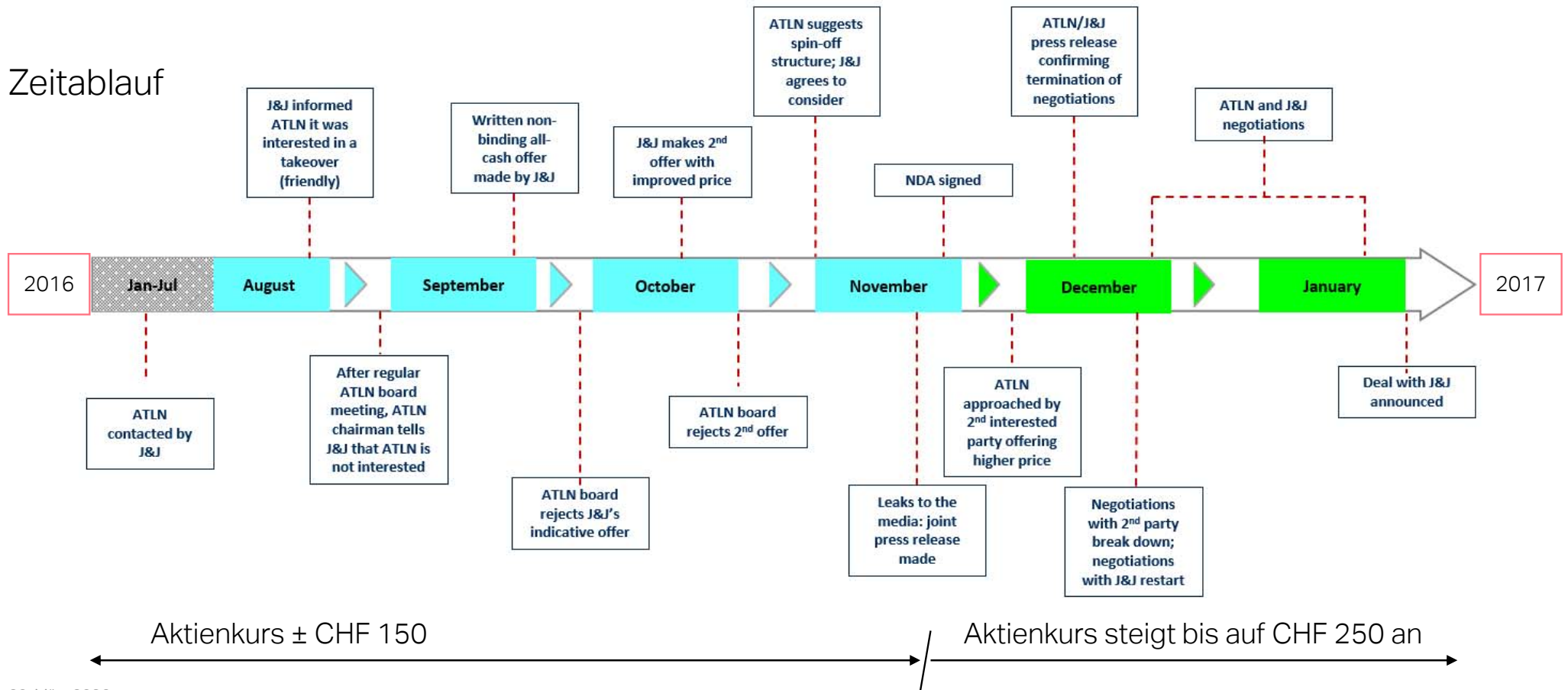


3. Verhandlungen und Bieter-«Wettbewerb»

20. März 2026
Vertraulich

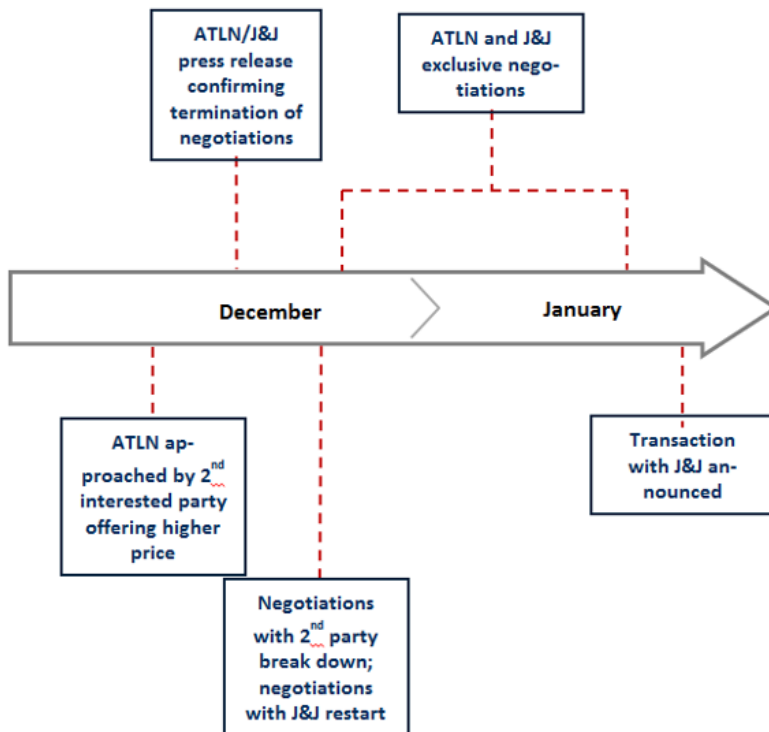
3. Verhandlungen und Bieter-«Wettbewerb»
Verhandlungen im Vorfeld der öff. Ankündigung

Zeitablauf



3. Verhandlungen und Bieter-«Wettbewerb»
Konkurrenz treibt den Angebotspreis nach oben

Zwei «Bieter» wollen dasselbe



PHARMA

Would Sanofi overpay for Actelion? If it pays a rumored \$30B, then yes, analysts say

By Tracy Staton · Dec 14, 2016 7:27am

Anderson calculates that a \$30 billion deal would equate to 13 times Actelion sales and 30 times earnings (before interest and taxes)—“high figures,” he says. Before J&J’s buyout interest broke, Actelion’s market cap stood at about \$20 billion.

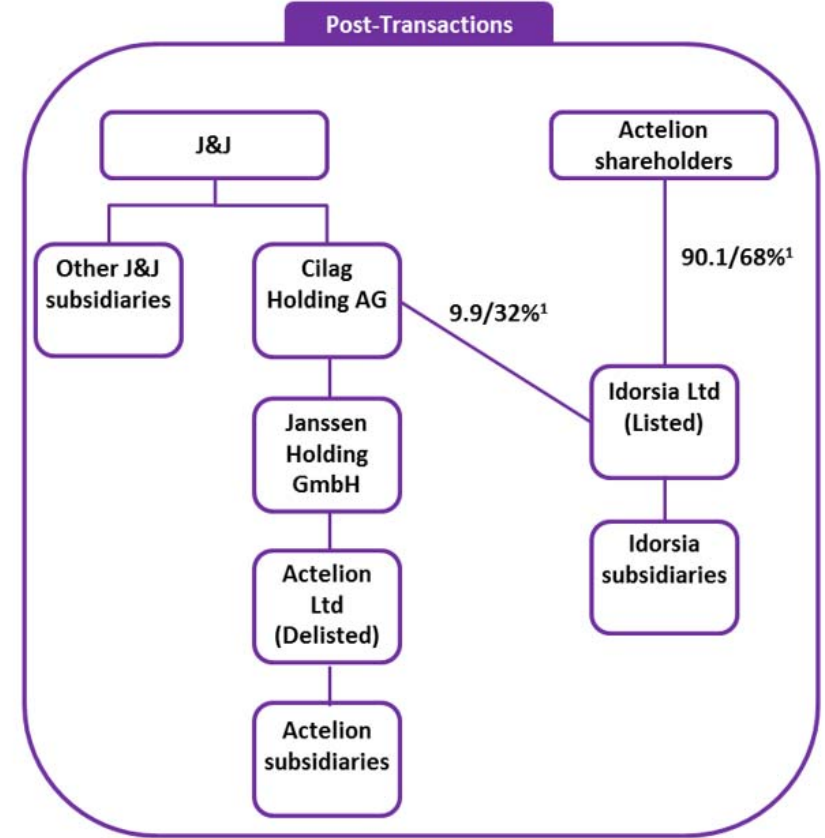
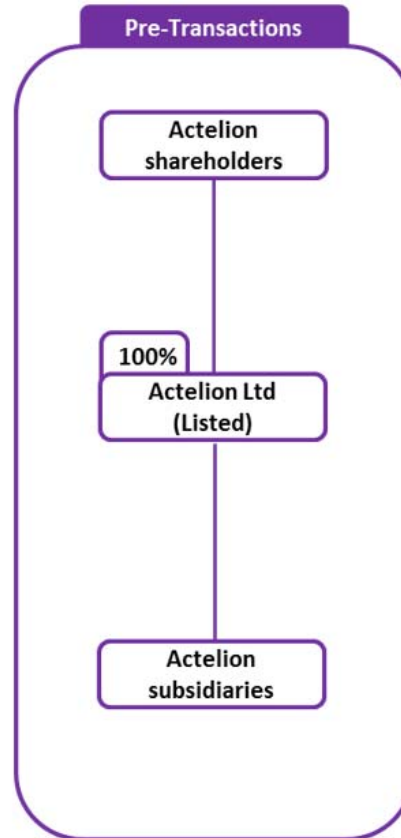
- Kontaktierte Clozel selbst Sanofi?
- Forschungspipeline Spin-off gab schliesslich den Ausschlag für Johnson & Johnson



4. Transaktionsvereinbarung und Angebotsprospekt

Transaktionsstruktur

— Actelion-Aktionäre erhalten Idorsia-Aktien als Sachdividende und zusätzlich Angebotspreis für ihre Actelion-Aktien



Parameter der Transaktion 1/2

— Angebotspreis

- CHF 280 pro Aktie ⇒ USD 30 Mrd. total
- Prämie von 86% über *unaffected share price* (CHF 150), 46% über 3-Monats-VWAP

— Abspaltung der Produkte-Pipeline (9 von 11) in Idorsia Ltd

- Spin-off und Kotierung an der SIX
 - 84% an alle Actelion-Aktionäre, 16% an J&J (siehe unten)
- Finanzierung durch CHF 1 Mrd:
 - Wandeldarlehen J&J CHF 580 Mio., die Hälfte sofort gewandelt
 - Cash von Actelion CHF 420 Mio.

— Ausstieg der Actelion möglich bei einem *superior offer*, aber mit Kostenfolge

- *Break fee* von USD 500 Mio. (1.65% des Angebotspreises)
 - 50% zahlbar bei Ankündigung,
 - 50% bei Vollzug der konkurrierenden Transaktion

Parameter der Transaktion 2/2

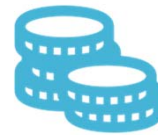
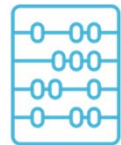
Vollzugsbedingungen

- Andienung von mindestens 67% der Aktien
- Genehmigung der Idorsia-Abspaltung durch GV der Actelion
 - Genehmigung der Aktiendividende
- Keine nachteiligen Beschlüsse von VR oder GV
- *No material adverse change*: EBIT-Rückgang von 15 %, Umsatz-Rückgang 10%
 - Wettbewerbsrechtliche Bewilligungen: selbe Schwellenwerte
- Keine Untersagung oder Verbote durch Gerichte oder Behörden

Position des Verwaltungsrates und der Hauptaktionäre

Empfehlung des Verwaltungsrates der Actelion

- Einstimmig für Annahme des Angebotes, aber
- Vorbehalt einer *superior offer*
 - Keine Pflicht, an den Meistbietenden zu verkaufen ... (siehe Folie 4)
 - ... wohl aber das «beste» Angebot anzunehmen (Art. 717 Abs. 1 OR)



Andienungsverpflichtung von JP und Marine Clozel

- Verkauf am Tag 1
 - Bedingungslos zulässig
 - (Noch) keine behördlichen Bewilligungen erforderlich
 - ABER: Kostenrisiko J&J, Positionsrisiko Clozel
- «Unwiderrufliche» Andienungsverpflichtung
 - Untersteht allen Angebotsbedingungen
 - Widerruflich im Fall einer *superior offer*
 - ⇒ Vorliegend gewähltes Vorgehen

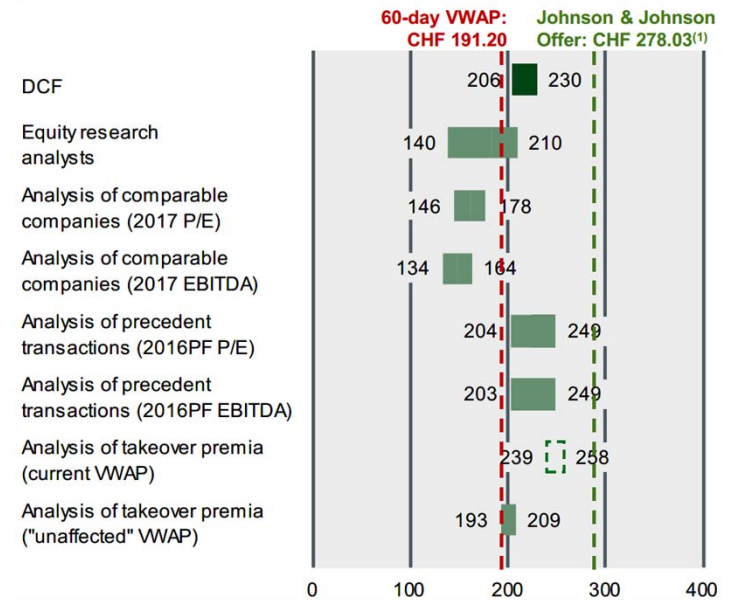
Fairness Opinion

Art. 30 Abs. 5 UEV

- Praxis: Keine Pflicht, wenn mind. 2 VRs unabhängig
- Trotzdem regelmässig eingeholt – warum?



Valuation summary (CHF per Actelion share)



Based on the value range of CHF 206 to 230 per Actelion share resulting from the DCF analysis, the Johnson & Johnson Offer of CHF 278 per Actelion share⁽¹⁾ is considered financially fair and adequate as per valuation date (3 February 2017)

Martin Menzi
 Managing Partner

Ralf Herrmann
 Partner

5. Rechtsfragen

20. März 2026
Vertraulich

Homburger



«Put up or shut up» 1/2

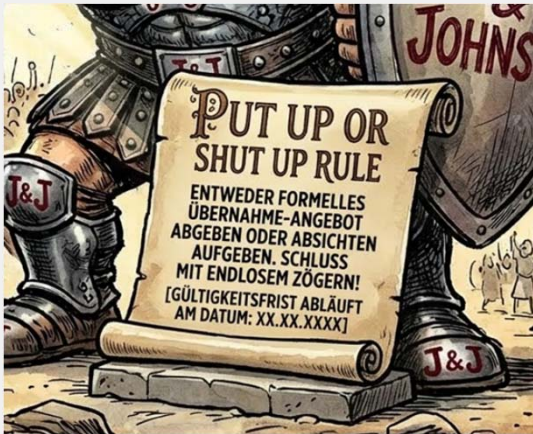
Beispiel aus der Praxis:

Bank Vontobel vs. BB Biotech AG
(Medienmitteilung der Bank
Vontobel vom
13. Juli 2012)

Vontobel unterbreitet dem Verwaltungsrat von BB Biotech ein Umtauschangebot

Die Vontobel-Gruppe hat dem Verwaltungsrat der BB Biotech AG ("BB Biotech") ihre Bereitschaft erklärt, den Aktionären von BB Biotech ein öffentliches Umtauschangebot in einen Anlagefonds zu unterbreiten. Gegenüber dem Schlusskurs der BB Biotech Aktien am 12. Juli 2012 würde das Angebot der Vontobel Gruppe einer Prämie von 31.7% und damit einem Kapitalgewinn von rund CHF 337 Mio. für die Aktionäre von BB Biotech entsprechen (Abschlag zum Net Asset Value ("NAV") von 4.2%). Die Anteile des Anlagefonds könnten jederzeit zum NAV gehandelt werden.

«Put up or shut up» 2/2



11. Kapitel: Potenzielles Angebot

Art. 53

(Art. 131 Bst. a FinfraG)¹⁰⁵

¹ Gibt eine Person öffentlich bekannt, dass sie die Möglichkeit in Betracht zieht, ein öffentliches Angebot zu unterbreiten (potenzieller Anbieter), so kann die Übernahmekommission diese Person verpflichten, innerhalb einer bestimmten Frist, entweder:

- a. ein Angebot für die Zielgesellschaft zu veröffentlichen; oder
- b. öffentlich zu erklären, innerhalb von sechs Monaten weder ein Angebot zu unterbreiten noch eine die Angebotspflicht auslösende Beteiligungsschwelle zu überschreiten.

Vorliegend:

- Gerüchte / Mitteilung durch Actelion gestreut (nicht der Anbieter)
- «Nur» Bestätigung von Gesprächen durch J&J
⇒ Kein formelles oder informelles Angebot

→ UEK wendet Pusu-Regel *nicht* an

5. Rechtsfragen



Zulässigkeit der *Break fee*

Jüngstes Beispiel:



Im Übernahmerecht

- U.S.-Regel
 - Vertragsfreiheit
 - UK-Regel
 - Im Wesentlichen Ersatz der aufgelaufenen Kosten
 - CH-Regel
 - Max. 2% des Angebotspreises
 - Plausibilisierung der aufgelaufenen Kosten erforderlich
- ↓
- Entscheid der UeK *ex officio*
 - Vorliegend: USD 500 Mio. (1.65%) OK und ausreichend plausibilisiert

Im Gesellschaftsrecht

- Massstab: Art. 717 Ab. 1 OR

Art. 717⁶⁰¹
IV. Sorgfalts- und Treupflicht
1. Im Allgemeinen⁶⁰²

¹ Die Mitglieder des Verwaltungsrates sowie Dritte, die mit der Geschäftsführung befasst sind, müssen ihre Aufgaben mit aller Sorgfalt erfüllen und die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahren.

² Sie haben die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.

⇒ Handeln im Interesse der Gesellschaft, nicht der Aktionäre

- Wer bezahlt?
 - 50% bei Ankündigung ⇒ Gesellschaft
 - 50% bei Vollzug ⇒ Anbieter des *superior offer*

- ↓
- Entscheid durch Zivilgerichte

- *Nur* im Fall einer Klage

5. Rechtsfragen

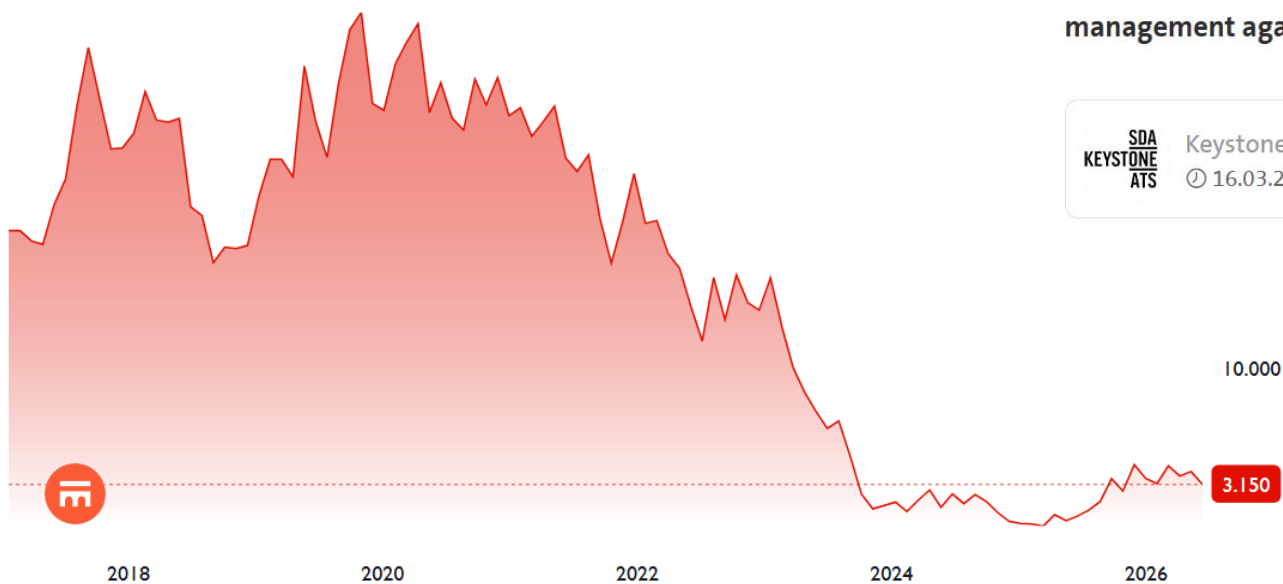


6. Was später geschah

Idorsia heute

Idorsia ist *nicht* Actelion reloaded

There has been a surprising change of leadership at the Basel-based biotech company Idorsia. CEO Srishti Gupta steps down after less than a year in office - founder Jean-Paul Clozel temporarily takes over operational management again.



SDA
KEYSTONE
ATS

Keystone-SDA

🕒 16.03.2026, 08:11 🔄 16.03.2026, 11:11

