

Aktuelle Entwicklungen aus der Transaktionspraxis, insbesondere bei Börsengängen

ILF Kapitalmarktkonferenz 2017 – Frankfurt, 23. Februar 2017

Prof. Dr. Michael Schlitt, Partner, Hogan Lovells International LLP

Überblick

Equity-Emissionen

- IPO-Alternative: Privatplatzierung mit anschl. Listing
- Research im Vorfeld eines Börsengangs
- Dual Track
- Vorabplatzierung bei Kapitalerhöhungen
- Prüfung des Zwischenabschlusses
- Aktiendividende
- Die KGaA als attraktive Rechtsformalternative

Equity-Linked-Emissionen

- Pflichtwandelanleihen
- Pre-IPO-Wandelanleihe

Weitere aktuelle Themen



Erster Teil

Equity-Emissionen

IPO-Alternative: Privatplatzierung mit anschl. Listing (1)

- Privatplatzierung von Aktien bei institutionellen Investoren
- Kombiniert mit einem Listing aller Aktien auf Basis eines "Zulassungsprospekts"
- Voraussetzungen
 - Erforderliche Streuung des Aktienbestandes
 - Regulierter Markt: grds. 25% Free Float
 - Ausnahme, sofern ausreichend Liquidität (jedoch mindestens 10%)
 - Mindestens 100 EU-Investoren
 - Zeitlicher Vorlauf für Meetings mit Investoren aufgrund kurzen Bookbuildings
- Ausgestaltungsformen
 - Variante 1: Vertrauliche Privatplatzierung, bevor der Börsengang öffentlich bekannt wird (vor "Intention to float")
 - Variante 2: Öffentlich angekündigte Privatplatzierung

IPO-Alternative: Privatplatzierung mit anschl. Listing (2)

- Variante 1: Vertrauliche Privatplatzierung von Aktien bei institutionellen Investoren vor dem Börsengang / vor ITF
 - Kombination von vertraulicher Privatplatzierung mit einem anschließenden Listing der Aktien auf Basis eines "Zulassungsprospekts"
 - Möglicher "Add-on": Zweite (dann öffentlich angekündigte) Privatplatzierung zwischen erster Privatplatzierung und Listing (erste Privatplatzierung vom Erfolg der zweiten Platzierung unabhängig)
 - Zweck: Erhöhung der Transaktionssicherheit
 - Nachteile
 - Erhöhter Dokumentationsaufwand
 - Precedent: HELLA KGaA Hueck & Co. 2014

IPO-Alternative: Privatplatzierung mit anschl. Listing (3)

- Variante 2: Öffentlich angekündigte Privatplatzierung von Aktien bei institutionellen Investoren
 - Kombination von öffentlich angekündigter Privatplatzierung mit einem anschließenden Listing der Aktien auf Basis eines "Zulassungsprospekts"
 - Zweck
 - Flexibilität
 - Im Hinblick auf Timing, Preisspanne und Angebotsvolumen (Keine 6 Tage Mindestfrist für Angebot nach § 14 Abs. 1 S. 4 WpPG und Nachtragspflicht bei Veränderungen der Angebotskonditionen nach § 16 WpPG)
 - Insbesondere in volatilem Marktumfeld
 - Ausnutzen eines günstigen Marktfensters möglich
 - Precedents: Senvion 2016, Schaeffler 2015, ADO Properties 2015, Evonik 2013

IPO-Alternative: Privatplatzierung mit anschl. Listing (4)

■ Ausgewählte rechtliche Themen

- Voraussetzungen für Listing (Free Float etc., s.o.)
- Beachtung des Insiderrechts bei Bondemittenten
 - Transaktion möglicherweise Insiderinformation
 - aber: Selbstbefreiung von Ad-hoc-Pflicht
 - Veröffentlichung der Transaktionsabsicht bei Gerüchten?
 - Wallcrossing bei sämtlichen Investorenmeetings mit Transaktionsbezug nach MAR-Vorschriften zu Marktsondierungen?
- Prospekt
 - Anwendbarkeit der Prospekthaftung nach § 21 WpPG oder allg. zivilrechtliche Prospekthaftung? → Unterschied: Haftung für grobe Fahrlässigkeit

■ Dokumentation

Research im Vorfeld eines Börsengangs

■ Erwägungsgrund Nr. 28 MAR

- Analysen u. Bewertungen, die auf Grund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt werden, grds. keine Insiderinformation
- Aber: Wird die Veröffentlichung vom Markt routinemäßig erwartet u. trägt sie zur Preisbildung bei oder enthält sie Ansichten v. Marktkommentatoren oder Institutionen, die die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen können

■ IPO Research Reports als Insiderinformation?

- Ansichten (z.B. Prognose des Analysten) eines anerkannten Marktkommentators/Instituts preisbeeinflussend?
- Aber
 - Verteilung der IPO Research Reports vor Stellung des Zulassungsantrags und Geltung des Insiderrechts erst mit Stellung des Zulassungsantrags (Art. 2 Abs. 1 Satz 1 lit. b) MAR) → keine Insiderinformation jedenfalls bis zum Zulassungsantrag
 - Insiderinformation nach Zulassungsantrag? Abgabe von Order auf Basis der IPO Research Reports und Allokation als Insiderhandel?
 - Wohl nein, da IPO Research Reports im Zeitpunkt der Stellung des Zulassungsantrags keine Kursrelevanz mehr aufweisen

Dual Track (1)

- Zeitlich parallele Vorbereitung des Verkaufs einer Beteiligung im Wege des
 - Börsengangs und
 - Verkaufs im M&A-Prozess (häufig Auktionsprozess)
- Ziel
 - Unabhängigkeit von Schwankungen des Kapitalmarkts und Finanzierungsmöglichkeiten für M&A-Investoren
 - Erlösmaximierung
- Typischerweise getrieben von verkaufenden Aktionären
 - Exit-Möglichkeit für Private Equity-Investoren, aber auch für strategische Investoren
 - IPO-Route: z.B. Kion Group 2013
 - M&A-Route: z.B. Mauser 2017, Office First 2016, Douglas 2015
- Varianten
 - Offener Dual Track: Verfolgung eines Dual Tracks bekannt
 - Sofern nicht öffentlich/zumindest den Beratern bekannt: M&A-Track im Verborgenen
 - Triple Track: zugleich Vorbereitung der Refinanzierung verbunden mit Ausschüttung

Dual Track (2)

- Weitergabe von Gewinnprognosen im Rahmen der M&A Due Diligence (z.B. bei Dual Track)
 - Lösung: Standstill Agreement?
- Vor- und Nachteile
- Mögliche Entscheidungszeitpunkte
 - Indicative Offers vs. Pilot Fishing?
 - Binding Offers vs. Research Reports (vor ITF)?
 - Kurz vor oder sogar im Bookbuilding?

Vorabplatzierung bei Kapitalerhöhungen

- Platzierung von Aktien bei institutionellen Investoren im Vorfeld einer Kapitalerhöhung
 - Platzierung bereits vor Beginn der Bezugsfrist im Wege eines Accelerated Bookbuilding
 - Zweck: Steigerung der Transaktionssicherheit (z.B. bei Sanierungskapitalerhöhung) sowie marktpreisnahe Bezugspreisfestlegung
- Platzierung für veräußernde Aktionäre
 - Verkauf aller Aktien, die auf seine Bezugsrechte entfallen oder eines Teils
 - Ggf. kombiniert mit Opération Blanche
 - Erlös
 - Verkaufspreis abzüglich Bezugspreis: Vereinnahmung durch veräußernden Aktionär
 - Bezugspreis: Vereinnahmung durch die Gesellschaft
- Platzierung für die Gesellschaft
 - Bei Verzicht eines oder mehrerer (Groß-)Aktionäre auf ihre Bezugsrechte
 - I.d.R. nur bei geringem Discount/marktnaher Platzierung
 - Erlös
 - Bezugspreis: Vereinnahmung durch die Gesellschaft
- Vorteil
 - großvolumige Aufnahme von Eigenkapital, ohne dass Kapitalerhöhung von ungewissem Bezugsverhalten abhängig ist

Prüfung des Zwischenabschlusses

- Umsetzung der geänderten TransparenzRL
 - Pflicht zur Veröffentlichung von Quartalsfinanzberichten zum Stichtag 1./3. Quartal entfallen
 - Quartalsmitteilung
 - Ermöglicht Beurteilung, wie sich Geschäftstätigkeit im zurückliegenden Quartal entwickelt hat
- Bestellung von Prüfer durch Hauptversammlung
 - Hauptversammlung: Bestellung des Abschlussprüfers auf Halbjahres- u. Quartalsabschlüsse auszuweiten
 - Ansonsten: Prüferische Durchsicht i.S.d. WpHG (bei der Bescheinigung über Durchsicht zur Information v. Investoren benötigt wird) nicht mehr möglich
- Nachfolgende prospektpflichtige Bezugsrechtsemission
 - Prüferisch durchgesehener Quartalsabschluss erforderlich, soweit Stichtag des letzten geprüften/durchgesehenen Abschluss länger als 135 Tage zurückliegt (Hintergrund: Abgabe Comfort Letter durch Wirtschaftsprüfer)
 - Zu beachten: Kein Hauptversammlungsbeschluss zur Beauftragung einer solchen prüferischen Durchsicht i.R.d. Transaktion notwendig, da Durchsicht nur für "interne" Zwecke erfolgt

Aktiendividende (1)

- Charakteristika und Motive
 - Emittent
 - Schonung der Liquidität durch Reduzierung des als Bardividende auszahlenden Betrags
 - "Ausschüttung" des Bilanzgewinns ohne Einsatz von Liquidität
 - Z.B. für Zwecke der Wachstumsfinanzierung
 - Schlanke Transaktionsstruktur
 - Keine Vermarktung
 - Kein Prospekt
 - Nachfolgende 10%-Kapitalerhöhung möglich
 - Aktionäre
 - Möglichkeit zum Erwerb neuer Aktien mit Abschlag auf aktuellen Börsenkurs
 - Aber
 - Ggf. Verwässerung bei Nichtausübung der Bezugsrechte
 - Verschobene Fälligkeit der Dividende

Aktiendividende (2)

- Strukturierung
 - Satzung
 - Genehmigtes Kapital
 - Ermächtigung zur Ausgabe der neuen Aktien gegen Sacheinlage
 - Keine Ermächtigung für Bezugsrechtsausschluss erforderlich
 - Gewinnverwendungsbeschluss der ordentlichen Hauptversammlung
 - Möglichkeit der Dividendenzahlung in bar oder in Form von Aktien
 - Nach hinten verschobene Fälligkeit
 - "Bis-zu"-Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital
 - Bezugsrechtsemission
 - Recht jedes Aktionärs zum Erhalt neuer Aktien
 - Ohne börslichen Bezugsrechtshandel

Aktiendividende (3)

- Strukturierung (Forts.)
 - "Bis-zu"-Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital (Forts.)
 - Gegen Sacheinlage
 - Zahlung des Bezugspreises je neuer Aktie durch Übertragung der korrespondierenden Ansprüche auf Zahlung einer Bardividende ("Mini-Debt Equity Swap")
 - Festlegung des Bezugspreises: idR abzüglich eines gewissen Abschlags auf den VWAP
 - Preisfestsetzung und Veröffentlichung und damit auch Bekanntgabe des Bezugsverhältnisses mind. drei Tage vor Ende der Bezugsfrist
 - Prospekt
 - Ausnahme von der Prospektspflicht
 - Veröffentlichung eines prospektersetzenden Dokuments
 - Kurzes Dokument mit Angaben zu Art und Zahl der Aktien, Gründen und Einzelheiten des Bezugsangebots
 - Settlement
 - Einbuchung der Aktien
 - Zahlung einer Bardividende an Aktionäre, die Bezugsrechte nicht ausübten
 - Behandlung von ausländischen Aktionären?

Die KGaA als attraktive Rechtsformalternative (1)

- Rechtsformaspekte
 - „Hybridform“ aus Kommanditgesellschaft und AG
 - zwei unterschiedliche Gesellschaftertypen
 - Kommanditaktionäre und
 - Persönlich haftende Komplementäre
- Realtypen der KGaA
 - Unterscheidung nach der satzungsgemäßen Kompetenzordnung
 - Hauptversammlungorientierte KGaA (weitreichende Zustimmungsvorbehalte der HV)
 - Aufsichtsrats- und beiratsdominierte KGaA (Übertragung der Zustimmungsrechte der HV auf den Aufsichtsrat)
 - Komplementärdominierte KGaA (Geschäftsführung und Vertretung allein durch den Komplementär; gänzl. Abbedingung des Zustimmungsrechts der Kommanditaktionäre)

Die KGaA als attraktive Rechtsformalternative (2)

■ Vorteile

- Geeignetes Instrument zur Nachfolgeregelung
- Möglichkeit der Kontrollerhaltung
 - Funktionales Äquivalent zur Vorzugsaktie
- Erhöhung der Liquidität (bei Zusammenlegung verschiedener Aktiengattungen)
- Mitbestimmungsrechtliche Privilegierung durch reduzierte Kompetenzen des Aufsichtsrats
 - Nach hM keine Ausweitung der Mitbestimmung auf die Komplementärgesellschaft
- Reduzierung des Übernahmerisikos

■ Nachteile

- Geringere Bekanntheit der Rechtsform im Vergleich zur AG
- Schwächere Rechtsstellung der Kommanditaktionäre im Vergleich zur AG
- Erhöhtes Maß an Komplexität bei juristischer Person als Komplementär

Die KGaA als attraktive Rechtsformalternative (3)

- KGaA als Rechtsform beim IPO
 - Precedent: Hella KGaA Hueck & Co. 2014
- Rechtsformwechsel in KGaA von Emittenten von Vorzugsaktien
 - Wechsel in ausschließlich Stammaktien ausgebende KGaA
 - Weitgehende Beibehaltung des Kompetenzgefüges
 - Einräumung von weitgehenden Geschäftsführungsbefugnissen an pHG durch Satzungsgestaltung
 - Ausschluss des Widerspruchsrechts der Hauptversammlung für außergewöhnliche Geschäftsführungsmaßnahmen
 - Prozess
 - Formwechselbeschluss
 - $\frac{3}{4}$ Mehrheit des vertretenen Grundkapitals
 - Sonderbeschluss der Vorzugsaktionäre (ebenfalls $\frac{3}{4}$ Mehrheit)
 - Umwandlungsbericht
 - Kein Abfindungsangebot notwendig bei Umwandlung von AG in KGaA (§ 250 UmwG i.V.m. § 207 UmwG)

A woman with dark hair, wearing a dark patterned blazer, is seated at a round wooden table in a meeting. She is looking towards a man whose back is to the camera. She has her hands raised, gesturing as if in conversation. The background is a bright, out-of-focus office environment.

Zweiter Teil

Equity-Linked-Emissionen

Pflichtwandelanleihen (1)

- Aktienrechtsnovelle 2016
 - Ausdr. Regelung von Schuldverschreibungen mit Umtauschrecht d. Gesellschaft (§ 221 Abs. 1 Satz 1 AktG)
 - Zulässigkeit der Begründung einer Wandlungspflicht durch Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses nunmehr (mittelbar) anerkannt
 - Ausdr. Zulässigkeit der Schaffung bedingten Kapitals zu diesem Zweck (§ 192 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 Nr. 1 AktG)
 - Sanierungssituationen privilegiert: Keine Geltung der 50 %-Kapitalgrenze (§ 192 Abs. 3 Satz 3 AktG)
 - Sonderregelung für Kreditinstitute (§ 192 Abs. 3 Satz 4 AktG)
- Bedingte Pflichtwandelanleihe (auch: Contingent Corporate Convertible, "CoCoCo-Bond")
 - Unternehmensanleihe mit
 - Wandlungspflicht bei Eintritt bestimmter Ereignisse, z.B. Abschluss einer konkreten Akquisition
 - Rückzahlung bei Nichteintritt dieser Ereignisse

Pflichtwandelanleihen (2)

- Hauptanwendungsfall: Bedingte Pflichtwandelanleihen von Banken und Versicherungen
 - Regelmäßig lange Laufzeit
 - Zwangsweise Umwandlung in Eigenkapital bei Vorliegen bestimmter "Triggerevents" (Unterschreiten einer bestimmten Kernkapital- bzw. Solvenzquote)
- Einsatzmöglichkeiten im Unternehmensbereich
 - Unternehmensanleihe
 - Wandlungspflicht bei bestimmten Ereignissen (z.B. Rating-Änderung, Laufzeitende)
 - Ggf. Rückzahlung bei Nichteintritt dieser Ereignisse
 - Aktuelles Beispiel: Nachrangige Pflichtwandelanleihe Bayer AG
 - Im Hinblick auf geplante Monsanto-Akquisition (Emissionsvolumen: 4 Mrd. Euro)
 - Emittent: Bayer Capital Corporation B.V.; nachrangige Garantie durch Bayer AG
 - Zwingende Umwandlung in Stammaktien der Bayer AG bei Fälligkeit
 - Vorzeitige Pflichtwandlung bei folgenden Bedingungen
 - Ratingherabstufung
 - Financial/Non-Financial-Default

Pflichtwandelanleihen (3)

- (noch) Einsatzmöglichkeiten im Unternehmensbereich
 - Variante 1: Finanzierung einer konkreten Akquisition
 - Bedingung: Closing der Akquisition, d.h. Kapitalerhöhung nur im Fall des erfolgreichen Abschlusses der Akquisition
 - Investoren: Spekulation auf steigenden Aktienkurs für den Fall des erfolgreichen Abschlusses der bereits bekannten Akquisition
 - Variante 2: Finanzierung möglicher künftiger Akquisition
 - Finanzieller Handlungsspielraum im Hinblick auf mögliche künftige Akquisitionsobjekte
 - Investoreninteresse
 - Spekulation auf steigenden Aktienkurs für den Fall des Erwerbs eines attraktiven Akquisitionsobjekts
 - "SPAC"-Elemente

Pre-IPO Wandelanleihe

- Pre-IPO Wandelanleihe
 - Emission einer Wandelanleihe mit Abschlag zum späteren IPO-Preis durch nicht börsennotierten Emittenten
 - Wandlungsrecht bei erfolgreichem IPO
 - Variante: zwingende Wandlung in Eigenkapital bei IPO
 - Wandlungspreis identisch mit z.B. IPO Angebotspreis mit Abschlag (z.B. 10 oder 20%)
 - Ggf. mit jährlich/halbjährlich ansteigendem Discount
- Vorteile für die Gesellschaft
 - Vermeidung einer zusätzlichen Kapitalerhöhung vor einem IPO
 - Keine Bewertung des Unternehmens vor IPO
 - Interessant bei: bevorstehendem "Wachstumsschub" und Erwartung höherer Bewertung in Zukunft, schlechter Marktlage, zurückhaltenden Investoren
- Nachteile für die Gesellschaft
 - Abschlag für Wandelanleihegläubiger könnte sich negativ auf IPO Angebotspreis auswirken
 - Ggf. hoher Druck, IPO zeitnah durchzuführen (wegen ansteigender Zinsen oder ansteigendem Discount)



Dritter Teil

Weitere aktuelle Themen

Weitere aktuelle Themen

Equity-Emissionen

- Börsengang von Geschäftsbereichen
- Erweiterte Prospektversicherung
- Gewinnprognosen und DRS 20
- Market Sounding bei Kapitalerhöhungen und Umplatzierungen
- Record Date bei Bezugsrechtskapitalerhöhungen
- Back-Stop-Vereinbarungen bei Kapitalerhöhungen
- "Scale" - Neues KMU-Marktsegment

Equity-Linked-Emissionen

- Eigenkapitalneutrale Wandelanleihe
- Incentivised Conversion

Prof. Dr. Michael Schlitt

Leiter Capital Markets Germany

Partner, Frankfurt

Prof. Dr. Michael Schlitt, Rechtsanwalt, ist Partner im Frankfurter Büro von Hogan Lovells und Leiter der Praxisgruppe Kapitalmarktrecht in Deutschland. Er verfügt über umfassende Erfahrung bei internationalen Kapitalmarkttransaktionen, insbesondere Börsengängen, Kapitalerhöhungen, Platzierungen von Wandel-, Options-, Umtausch-, Hybridanleihen und High Yield Bonds sowie Block Trade-Transaktionen und öffentlichen Übernahmen. Er berät Investmentbanken und international tätige Konzerne auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts sowie des Aktien-, Übernahme- und Umwandlungsrecht. Michael Schlitt ist Honorarprofessor an der Universität zu Köln und Verfasser zahlreicher Aufsätze und Buchbeiträge sowie Co-Autor und Co-Herausgeber verschiedener Kommentare und Handbücher zum Kapitalmarkt-, Aktien- und Übernahmerecht.

Alle relevanten unabhängigen Publikationen wie z.B. Juve, Chambers Global, IFLR, Legal 500, PLC und Who's Who Legal bezeichnen Michael Schlitt als einen der führenden Anwälte im Bereich Kapitalmarktrecht.

Ausgewählte Mandate

- **Bankhaus Lampe** und **Citi** bei dem EUR 430 Mio. Börsengang der Hella KGaA Hueck & Co.
- Citi bei mehreren Aktiendividenden/Bezugsrechtsemissionen der Deutsche **Telekom AG**
- **va-Q-tec AG** bei ihrem EUR 83 Mio. Börsengang an die Frankfurter Wertpapierbörse
- Berenberg und UBS bei der Platzierung einer Wandelanleihe der **Aurelius SE & Co. KGaA** (EUR 166,3 Mio.)
- **Shop-Apotheke Europe N.V.** bei ihrem EUR 115 Mio. Börsengang an die Frankfurter Wertpapierbörse
- **Vibracoustic GmbH** bei der Vorbereitung des Börsengangs
- Deutsche Telekom AG in ihrer Rolle als verkaufender Aktionär von 13,2 Mio. Anteilen bei dem Börsengang der **Scout 24 AG**
- **Morgan Stanley** und **Commerzbank** bei der Bezugsrechtsemission der RHÖN KLINIKUM Aktiengesellschaft
- Baader Bank und Société Générale bei dem EUR 43 Mio. Börsengang der **elumeo SE**



T +49 69 96 236 430

michael.schlitt@hoganlovells.com

Awards und Rankings

- Der "eifrige" sowie "vertrauensvolle" Michael Schlitt "beherrscht die komplette Produktpalette von Börseneinführungen über Kapitalerhöhungen bis hin zu Equity-linked-Produkten" mit "einer herausragenden Motivation und Einsatzfreude".
(Legal 500 Deutschland, 2017)
- Führender Anwalt für Kapitalmarktrecht.
(IFLR 1000, 2017)
- Aufgeführt als führender Anwalt (Capital Markets: Equity) im ersten Tier
(Chambers Europe & Chambers Global, 2016)
- Empfohlener Anwalt für "Capital Markets Law"
(Best Lawyers, 2016)
"Guter Kenner der Branche" (Mandant)
(JUVE Handbuch, 2016/2017)