



Hogan
Lovells



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

Kapitalmarkt- und Public M&A Konferenz

Aktuelle Entwicklungen bei
Kapitalmarkt-Transaktionen

Prof. Dr. Michael Schlitt

Frankfurt, 27. September 2018

Überblick

- Börsengang
 - „Plain Vanilla“-IPOs
 - KGaA als Rechtsform für einen IPO
 - IPO-Varianten zur Erhöhung der Transaktionssicherheit
 - Börsengang von Unternehmensbereichen
 - Scale-IPOs
 - Weitere IPO-Strukturen
 - UK IPO Reform
- Kapitalerhöhungen
 - Re-IPOs
 - Back Stop-Strukturen
 - Weitere Themen
 - Aktiendividende



Börsengang

„Plain Vanilla“ IPOs - Einzelfragen

- Aufnahme einer Gewinnprognose
 - DRS 20: zumindest qualifiziert-komparative Prognose gefordert (z.B. „leicht ansteigendes EBITDA für folgendes Geschäftsjahr²)
 - gleichzeitig auch „Gewinnprognose“ iSd Prospektverordnung?
 - BaFin: sehr weite Auslegung
 - frühzeitige Abstimmung, ob erforderlich und/oder gewünscht?
 - Wegfalls des Erfordernisses einer WP-Bescheinigung ab Juli 2019
- BaFin-Verfahren
 - Verfügbarkeit von Finanzangaben
- Prospektversicherung
 - Ersetzung des bisherigen Comfort Letter Versicherungskonzepts

KGaA als Rechtsform für einen IPO (1)

- Zunehmende Bedeutung der KGaA als Börsenvehikel
 - Formwechsel bereits börsennotierter Unternehmen in KGaA
 - Erhöhung der Liquidität (bei Zusammenlegung verschiedener Aktiegattungen)
 - Precedents: Fresenius, Fresenius Medical Care, Cewe Color, Hornbach, CTS Eventim
 - Aber auch Rechtsform für IPO-Kandidaten (z.B. Hella, DWS, Springer Nature)
- Vorteile
 - geeignetes Instrument zur Nachfolgeregelung
 - Möglichkeit der Kontrollerhaltung
 - funktionales Äquivalent zur Vorzugsaktie
 - Mitbestimmungsrechtliche Privilegierung durch reduzierte Kompetenzen des Aufsichtsrats
 - weitgehende Übernahmeresistenz

KGaA als Rechtsform für einen IPO (2)

- Nachteile
 - erhöhtes Maß an Komplexität bei juristischer Person als Komplementär
 - z.B. Stimmrechtsverbote des Komplementärs in Hauptversammlung
 - schwächere Rechtsstellung der Kommanditaktionäre im Vergleich zur AG
 - geringere Bekanntheit / Bewertungsabschlag?

IPO-Varianten zur Erhöhung der Transaktionssicherheit (1)

- Privatplatzierung mit anschließendem Listing
 - Privatplatzierung von Aktien bei institutionellen Investoren
 - kombiniert mit einem nachfolgenden 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
 - Ausgestaltungsformen
 - Variante 1: Vertrauliche Privatplatzierung, bevor der Börsengang öffentlich bekannt wird (vor "Intention to float")
 - Precedent: Hella (2014)
 - Variante 2: Öffentlich angekündigte Privatplatzierung
 - Precedent: Evonik (2013); Schaeffler (2015), ADO Properties (2015), Senvion (2016), Jost Werke (2017), Instone (2018)

IPO-Varianten zur Erhöhung der Transaktionssicherheit (2)

- Platzierung bei Cornerstone Investoren
 - Zeichnung eines Teils des Emissionsvolumens durch einen oder mehrere Kerninvestoren
 - Investmententscheidung vor Prospektbilligung
 - Offenlegung des Cornerstone Investments im Prospekt
 - Precedent: Rocket Internet (2014), Hapag Lloyd (2015), Innogy (2016)
- Gemeinsame Fragen
 - Informationsgrundlage für Investor (Prospektentwürfe, Unternehmenpräsentationen, Research etc.)
 - Haftungssystem

Börsengang von Unternehmensbereichen (1)

- Börsengang von Tochtergesellschaften (*equity carve-out*)
 - Vorbereitung: Konzentration des Geschäfts in Tochtergesellschaft (TG)
 - Ausgliederung nach UmwG/ HV-Zustimmung
 - Ausgliederung im Wege der Einzelrechtsnachfolge
 - Ggf. Kombination
 - Umsetzung
 - Kapitalerhöhung bei TG : Erlöse für TG
 - Verkauf von Altaktien: Erlöse für Muttergesellschaft
 - Precedents: Siemens/Infineon (2000), Bayer/Lanxess (2005), Bayer AG/Covestro AG (2015), RWE AG/Innogy SE (2016), Paragon/Voltabox (2017), Siemens/Healthineers (2018), Deutsche Bank/DWS Group GmbH & Co. KGaA (2018)
 - spezielle Fragestellungen
 - Einbeziehung der Aktionäre der Muttergesellschaft in Angebot?
 - Insiderrecht/Ad hoc Publizität aufgrund Börsennotierung der Mutter
 - Market Sounding

Börsengang von Unternehmensbereichen (2)

- Abspaltung (*spin-off*) von börsennotierter Gesellschaft
 - Abspaltung nach § 123 Abs. 2 UmwG
 - Anteile der neu geschaffenen Gesellschaft an Aktionäre der Muttergesellschaft
 - kein öffentliches Angebot nach § 2 Nr. 4 WpPG
 - Erstellung eines Wertpapierprospekts für Zulassung, da zweifelhaft, ob Abspaltungsbericht gleichwertiges Dokument nach § 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG
 - Erwägungen
 - Vorteil: Unabhängigkeit von möglicherweise volatilem Marktumfeld (aber: ggf. Flowback Management erforderlich)
 - Nachteil: Kein Mittelzufluss auf Seiten der Muttergesellschaft
 - Precedents: Takkt/Gehe (1999), Siemens AG/OSRAM Licht AG (2013), Eon SE/Uniper SE (2016), metro/Ceconomy (2017)
- Gemeinsame Fragestellungen
 - Mindestunternehmenshistorie von 3 Jahren
 - Combined Financial Statements

Scale-IPOs (1)

- Einbeziehungsvoraussetzungen für Aktienemittenten (3 von 5 sind zu erfüllen)
 - Umsatz mind. 10 Mio. EUR
 - positiver Jahresüberschuss
 - positives bilanzielles Eigenkapital
 - Mindestzahl von 20 Mitarbeitern
 - kumuliertes, eingesammeltes Eigenkapital von mind. 5 Mio. EUR
 - weitere Voraussetzungen
 - zweijähriges Bestehen des Emittenten als Unternehmen
 - Marktkapitalisierung von mind. 30 Mio. EUR
 - Free Float von 20 % (oder mind. 1 Mio. Aktien)
 - (anders als im Entry Standard) kein Erfordernis eines öffentlichen Angebots: damit kein Wertpapierprospekt zwingend zu erstellen, sondern bloßes Einbeziehungsdokument ausreichend
 - wie bisher: HGB- statt IFRS-Bilanzierung ausreichend

Scale-IPOs

- Research
 - Initiales
 - Ongoing ((qualitativ/quantitativ)
- Betreuung durch Kapitalmarktpartner
 - Antragsstellung/Begleitung
- Auswahlindex Scale30
- Precedents (Emissionsvolumen/Market Cap)
 - IBU tec (Industrie, 2017): ca. €20m/€68,4
 - Noratis (Real Estate, 2017): ca. €17,5m/€54,8
 - Naga (Securities Broker, 2017): ca. €2,6m/€75,6m
 - Mynaric (Information Technology, 2017): ca. €27,3m/€145,3m
 - Stemmer Imaging (Software, 2018): ca. €101,6m/€234m
 - Cyan (Software, 2018): ca. €31,7/€194,7m

Weitere IPO-Strukturen

- „Blind Pool“
 - früher: SPACs
 - heute: „normaler“ IPO einer AG
 - aber: Erfordernis einer dreijährigen Unternehmenshistorie
 - Precedent: Godewind Immobilien (2018)
- Reverse IPO
 - Verschmelzung auf „Börsenmantel“
 - Oder: Einbringung in börsennotierte Gesellschaft im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung, ggf. kombiniert mit paralleler Bezugsrechtsemission
 - Precedent: AlzChem (2017)

UK IPO Reform (1)

- Reform des britischen IPO Prozesses durch Financial Conduct Authority (FCA)
- Inkrafttreten: 1. Juli 2018
- Motive
 - wesentliche Informationen erst in später Phase des IPOs an Investoren
 - keine angemessene Rolle des Prospekts bei der Information über Investitionsentscheidungen
 - Informationen vor allem durch Analysten der Konsortialbanken im „Investor Education“ und dabei Risiko eines Interessenkonflikts
 - keine Einbeziehung von „nicht verbundenen“ Analysten, da praktisch kein Zugang zu ausreichenden Informationen
- Wesentliche Änderungen
 - Veröffentlichung von verbundenem Research erst nach Veröffentlichung eines Prospekts oder Registrierungsdokuments
 - angemessener Zugang zu Management für ausreichende Anzahl von nicht verbundenen Analysten und Dokumentation; nicht strenger als für verbundene Analysten
 - bei separatem Zugang zum Management gleiche Informationen zur Verfügung zu stellen

UK IPO Reform (2)

- (noch:) Wesentliche Änderungen
 - Veröffentlichung der Research Reports erst sieben Tage nach der Veröffentlichung eines genehmigten Prospekts oder Registrierungsdocuments
 - Ausnahme: einen Tag nach Veröffentlichung, wenn nicht verbundenen Analysten neben den verbundenen Analysten Zugang gewährt wurde
 - Schaffung eines „Level Playing Fields“ im Hinblick auf Informationen
- Folgen
 - Veröffentlichung eines Registrierungsdocuments/Zugang für nicht verbundene Analysten/ITF, Veröffentlichung von Research, Prospekt mit Price Range
- Kritik
 - Verlängerung des IPO Prozesses
 - gesetzlicher Rahmen zum Schutz der Unabhängigkeit der Research Analysten vorhanden

The image features a complex financial visualization. In the background, there is a grid of green lines with a binary code (0s and 1s) pattern. Overlaid on this are several data series: a thick orange line, a yellow line, and a white line. The white line has several numerical labels: 5.6631, 9.334, 4.25647, and 7.2235. A teal-colored triangular shape is positioned in the lower-left corner, containing the text 'Kapitalerhöhungen'.

Kapitalerhöhungen

Re-IPOs

- Gesellschaft bereits börsennotiert, aber mit geringem Freefloat
- Ziel: Erhöhung der Liquidität in der Aktie
- Technisch: idR Bezugsrechtsemission, typischerweise
 - Pricing *at market* bei Verzicht von Altaktionären auf Ausübung ihrer Bezugsrechte zur Schaffung von Platzierungsaktien
 - Vorabplatzierung im Rahmen eines Bookbuilding, ggf. Claw-Back-Vereinbarung
- Vermarktung wie IPO
 - Pilotfishing-Meetings/Market Sounding
 - Analysten Präsentation /Research-Reports
 - „Long form“ ITF (via ad hoc) vs. Veröffentlichung der Analystenpräsentation
- Precedents: RTL Group S.A. (2013), Pfleiderer Grajewo S.A (2015), Consus Real Estate Holding Inc. (2018)

Back Stop-Strukturen

- Kapitalerhöhung mit Absicherung durch Investor
 - Übernahme von neuen Aktien durch Investor garantiert, für die Bezugsrecht nicht ausgeübt wurde bzw. die nicht platziert wurden (Back Stop)
 - sowohl bei Bezugsrechtsemissionen als auch 10% Kapitalerhöhungen
 - Backstop wesentliche vorab zu veröffentlichende Information?
 - Precedents: Manz; Tom Tailor, Hapag Lloyd, Senvion, InCity
 - rechtliche Themen
 - Mindestvolumen des Investors?
 - direkte Zeichnung durch Back Stop-Investor vs. Zeichnung durch Banken und Weitergabe

Weitere Themen

- Listing außerhalb der EU (USA/Asien)
 - Dual Listing
 - Precedent: Morphosys (2018)
 - Singular Listing
 - daneben häufig: „unsponsored“ Open Market Listing an einer deutschen Börse
 - Zu beachten: Anwendbarkeit von Insiderrecht und Marktmanipulation bei weiteren Kapitalmaßnahmen
- Prospektfreie Zulassung von Aktien aus Kapitalerhöhung
 - Erhöhung der Grenze auf 20%
 - aber: Aktienrechtlicher Rahmen für Bezugsrechtsausschluss weiterhin bei 10%
 - Zusammenrechnung; kein separater Topf mehr für bedingtes Kapital bei Wandelschuldverschreibungen

Aktiendividende (1)

- Charakteristika und Motive
 - Wahlrecht für Aktionäre, statt Bardividende Dividende in Form von Aktien zu bekommen
 - Ausgabe der Aktien idR zu geringem Abschlag
 - Erwägungen
 - Schonung der Liquidität durch Reduzierung des als Bardividende auszahlenden Betrags
 - schlanke Transaktionsstruktur
 - Nachfolgende 10%-Kapitalerhöhung möglich
 - Möglichkeit zum Erwerb neuer Aktien mit Abschlag auf aktuellen Börsenkurs
 - leicht verschobene Fälligkeit der Bardividende
- Zunehmende Beliebtheit in Deutschland
 - insbesondere bei Real Estate Unternehmen: Vonovia (2017 und 2018), Deutsche Wohnen (2018), DIC Asset (2018), Patrizia (2018)

Aktiendividende (2)

- Strukturierung
 - Gewinnverwendungsbeschluss der ordentlichen Hauptversammlung
 - Ausgabe neuer Aktien aus genehmigtem Kapital oder eigener Aktien
 - "Bis-zu"-Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital (Bezugsrechtsemission) gegen Einbringung des Dividendenanspruchs oder Tausch gegen eigene Aktien
- Keine Prospektpflicht, lediglich prospektersetzendes Dokument

Ihr Ansprechpartner

Prof. Dr. Michael Schlitt

NOMINIERT
JUVE Awards 2018
Kanzlei des Jahres

NOMINIERT
JUVE Awards 2017
Kanzlei des Jahres für
Bank- und Finanzrecht



Partner, Leiter Kapitalmarktrecht Deutschland und Leiter Corporate Capital Markets und Securities Europe

Prof. Dr. Michael Schlitt verfügt über umfassende Erfahrung bei internationalen Kapitalmarkttransaktionen, insbesondere Börsengängen, Kapitalerhöhungen, Platzierungen von Wandel-, Options-, Umtausch-, Hybridanleihen und der Begebung von 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 Umwandlungsrechts.

Er ist Honorarprofessor an der Universität zu Köln und Verfasser zahlreicher Aufsätze und Buchbeiträge, 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, Best Lawyers und Who's Who Legal bezeichnen ihn als einen der führenden Anwälte im Bereich Kapitalmarktrecht.

Ausgewählte Beratungsmandate:

- **AKASOL AG** bei ihrem Börsengang
- Bankhaus Lampe KG und die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG bei dem Börsengang der **Voltabox AG**
- **Vapiano SE** bei ihrem Börsengang
- **Shop-Apotheke Europe N.V.** bei ihrem Börsengang, bei der Übernahme der Versandapotheke Europa Apotheek und bei der Platzierung von Wandelanleihen
- **va-Q-tec AG** bei ihrem Börsengang
- **Vibracoustic GmbH** bei der Vorbereitung ihres Börsengangs
- Bankhaus Lampe und Citigroup beim Börsengang der **Hella KGaA Hueck & Co.**



T +49 (69) 96236 430

michael.schlitt@hoganlovells.com

Zitate und Rankings

Michael Schlitt wird nicht nur für seine 'langjährige Erfahrung und ausgewiesene Expertise' anerkannt, sondern auch für seine 'ruhige Art, gute Kommunikation auch mit Nicht-Juristen und sehr gute Erreichbarkeit'. (Legal 500 Deutschland, 2018)

„erstklassiger Berater, umfangreiches Know-how im Kapitalmarktrecht“, „gutes internat. Netzwerk“ (Mandanten); „beherrscht das Gesellschafts- u. Kapitalmarktrecht virtuos, sehr angenehm u. konstruktiv“ (Wettbewerber) (JUVE Handbuch, 2017/2018)



www.hoganlovells.com

"Hogan Lovells" or the "firm" is an international legal practice that includes Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP and their affiliated businesses.

The word "partner" is used to describe a partner or member of Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP or any of their affiliated entities or any employee or consultant with equivalent standing.. Certain individuals, who are designated as partners, but who are not members of Hogan Lovells International LLP, do not hold qualifications equivalent to members.

For more information about Hogan Lovells, the partners and their qualifications, see www.hoganlovells.com.

Where case studies are included, results achieved do not guarantee similar outcomes for other clients. Attorney advertising. Images of people may feature current or former lawyers and employees at Hogan Lovells or models not connected with the firm.