

An abstract, tilted image showing a grid of glowing green and blue lights, possibly representing a digital display or a financial market visualization. The image is partially obscured by white geometric shapes.

ILF Capital Markets & Takeover Conference 2019

*Aktuelle Entwicklungen bei der Strukturierung von
Kapitalmarkttransaktionen*

Prof. Dr. Michael Schlitt / Dr. Susanne Ries, LL.M.

Frankfurt, 19. November 2019

Überblick

- Börsengang
 - Aktuelles Marktumfeld
 - Privatplatzierung mit Listing
 - Platzierung bei Cornerstone Investoren
 - Börsengang von Unternehmensbereichen
 - Erfahrungen mit dem neuen Prospektrecht
 - Sonstige Struktur-Entwicklungen
- Kapitalerhöhungen
 - Vorabplatzierung
 - 10% Kapitalerhöhungen
 - Backstop-Strukturen
- Aktiendividende

Börsengang

Aktuelles Marktumfeld

- Volatiler Kapitalmarkt
 - mehrere IPOs verschoben oder abgesagt (Beispiele: Logistrial Real Estate, Abacus Medicine, Allgeier Experts, Congatec, Primepulse, Govecs, Traton etc.)
- Investorenfokus: Liquidität in Aktie
 - häufig: schwierige Platzierbarkeit kleinvolumiger IPOs
- Transaktionsrisiken
 - eingeschränkte Flexibilität bei Zeitplan und Preisanpassung
 - Reputationsrisiko
- Daher: häufig Wunsch nach Erhöhung der Transaktionssicherheit

Privatplatzierung mit Listing (1)

- **Privatplatzierung** von "neuen" und/oder "alten" 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**

Privatplatzierung mit 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

Privatplatzierung mit 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
 - da kein Erfordernis einer 6 Tage-Mindestfrist für öffentliches Angebot nach Artikel 21(1) ProspektVO und Nachtragspflicht bei Veränderungen der Angebotskonditionen nach Artikel 23 ProspektVO
 - leichteres Ausnutzen eines günstigen Marktfensters möglich
 - Precedents: Evonik (2013), Schaeffler (2015), ADO Properties (2015), Senvion (2016), Jost Werke (2017), Instone (2018), Gateway Real Estate AG (2019)

Privatplatzierung mit Listing (4)

- **Ausgewählte rechtliche Themen**
 - Voraussetzungen **für Listing** (Free Float etc., s.o.)
 - **Weitergabe von wesentlichen Informationen** im Zuge der Vorabplatzierung nur, soweit später im Prospekt enthalten
 - 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 § 9 WpPG oder allg. zivilrechtliche Prospekthaftung? → Unterschied: Haftung für grobe Fahrlässigkeit
- Dokumentation

Platzierung bei Cornerstone Investoren

- Struktur
 - **Verbindliche Order** bzgl. eines Teils des Emissionsvolumens durch einen oder mehrere Kerninvestoren
 - **Investmententscheidung** vor Prospektbilligung
 - Offenlegung des Cornerstone Investments im **Prospekt**
 - Beispiele: Rocket Internet (2014), Hapag Lloyd (2015), Innogy (2016), DWS (2018), CEVA (2018), Traton (2019)
- Rechtliche Fragen
 - Informationsgrundlage für Investor (Prospektentwürfe, Unternehmenspräsentationen, Research etc.)
 - Haftungssystem

Börsengang von Unternehmensbereichen (1)

- **Abtrennung** von Unternehmensbereichen
 - Häufig von aktivistischen Aktionären gefordert
- 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), ThyssenKrupp/Elevator Technology (angekündigt)
 - aber: **Platzierungsrisiko**

Börsengang von Unternehmensbereichen (2)

- Erhöhung der Transaktionssicherheit durch **Abspaltung** (*spin-off*) nach § 123 Abs. 2 UmwG von börsennotierter Gesellschaft
 - Anteile der neu geschaffenen Gesellschaft im Wege der Gesamtrechtsnachfolge an Aktionäre der Muttergesellschaft
 - **kein Platzierungsrisiko**, da kein öffentliches Angebot nach Art. 2 lit. d) VO (EU) 2017/1129
 - Erstellung eines **Wertpapierprospekts** für Zulassung, da zweifelhaft, ob Abspaltungsbericht gleichwertiges Dokument nach Art. 1 Abs. 4 lit. g) VO (EU) 2017/1129
 - **Erwägungen**
 - Vorteil: Unabhängigkeit von möglicherweise volatilem Marktumfeld (aber: ggf. Flowback Management erforderlich)
 - Nachteil: Kein Mittelzufluss auf Seiten der Muttergesellschaft
 - **Precedents**: metro/Ceconomy (2017), Novartis/Alcon (2019), Continental/Vitesco Technologis (angekündigt), Allgeier (angekündigt)
- Gemeinsame **Fragestellungen**
 - Mindestunternehmenshistorie von 3 Jahren
 - Combined Financial Statements

Sonstige Struktur-Entwicklungen

- Pre-IPO Placements
 - Vor geplantem Börsengang
 - Zeitpunkt IPO verschiebt sich ggf.
 - oft als Dual Track
 - Konsistenzgebot, insbesondere im Hinblick auf zukunftsgerichtete Aussage?
- Direct IPOs
 - Spotify als Blaupause für deutsche Transaktionen?

Erfahrungen mit dem neuen Prospektrecht (1)

- Längeres Billigungsverfahren
 - Ablauf beim IPO
 - 20 Arbeitstage für erste Durchsicht der BaFin
 - 10 Arbeitstage für jede weitere Durchsicht
 - Gesamtdauer: ca. 2 Monate
 - Ablauf bei Bezugsrechtsemissionen
 - 10 Arbeitstage für jede Durchsicht der BaFin
- Wichtige Entwicklungen zum Prospektinhalt
 - Risikofaktoren
 - Nur noch „spezifische“ Risiken
 - Zu kategorisieren
 - Reihenfolge nach Materialität (gemäß Magnitude Probability Methode)
 - beschränkt auf 15 Risikofaktoren in der Zusammenfassung
 - darüber hinaus gehende Risikofaktoren aber weiterhin im Hauptteil enthalten
 - Beurteilung/Beschreibung der Wesentlichkeit – bislang nicht im besonderen Fokus der BaFin

Erfahrungen mit dem neuen Prospektrecht (2)

- (noch:) Wichtige Entwicklungen zum Prospektinhalt
 - Gewinnprognosen
 - Definition erweitert – auch Gewinnziele oder Planzahlen
 - kein WP-Bericht mehr erforderlich
 - aber: klare Annahmen und Grundlagen der Prognose aus Haftungsgesichtspunkten im Prospekt darzulegen

A dark green trapezoidal shape is positioned in the bottom right corner of the slide. It is a solid, dark green color and has a slightly irregular, trapezoidal form. The text 'Kapitalerhöhungen' is centered within this shape in a white, sans-serif font.

Kapitalerhöhungen

Vorab-Platzierung (1)

- **Struktur**

- Privatplatzierung auf Grundlage des Prospekts **vor Beginn des öffentlichen Angebots**
 - Platzierung für die Gesellschaft
- Aktien aus **Bezugsrechtsverzicht** eines Aktionärs und dem möglichen Rump
 - Altaktionäre verzichten ggü. Emissionsbanken unwiderruflich auf Bezugsrechte (Nichtausübungserklärung)
 - i.d.R. nur bei At-Market-Platzierung möglich
- ggf. Platzierung von Aktien über Volumen des Verzichts hinaus, ggf. sogar volles Volumen
 - **Claw back-Vereinbarung** mit Investoren erforderlich
- Zunächst nur bei großvolumigen Transaktionen, jetzt auch verbreitet im Small- und Mid Cap Bereich

Vorab-Platzierung (2)

- **Reduzierung** des Platzierungsrisikos
 - Privatplatzierung im Wege des (Accelerated) Bookbuildings
 - i.d.R. geringer Discount/marktnahe Platzierung
 - Veröffentlichung des **Bezugsangebots** erst nach der Preisfindung für die Vorabplatzierung
 - Platzierungspreis und Bezugspreis identisch
 - Aktien der Altaktionäre mit **Claw-Back** versehen
- Precedents: SFC Energy AG 2019, Gateway Real Estate AG 2019, MPC Capital AG 2016, Medios AG 2016, Senvion 2016, Hella KGaA Hueck & Co. 2014

10%-Kapitalerhöhungen

- Platzierung des gesamten Volumens bei einem oder mehreren Altaktionären
- Voraussetzungen des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG
 - Bis zu 10% des Grundkapitals
 - Selten höherer Ermächtigungsrahmen (z.B. Voxeljet AG)
 - Ausgabebetrag nicht wesentlich unter Börsenkurs
- Ungleichbehandlung nach § 53a AktG?
 - Sachliche Rechtfertigung erforderlich, da Verschiebung der Beteiligungs- und Machtverhältnisse
 - (+) Platzierungsrisiko, hoher Liquiditätsbedarf, möglichst hoher Ausgabebetrag
 - (-) Einflussnahme auf Beteiligungsverhältnisse
 - Sorgfältige Dokumentation in Beschlüssen empfehlenswert
 - Precedent: Vapiano (2018), Nordex (2019)

Back Stop-Strukturen

- Struktur

- 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, **ad hoc zu veröffentlichende Information?**
 - Beispiele: Manz (2016), Tom Tailor (2016), Hapag Lloyd (2017), InCity (2017), curasan (2017), Senvion (2018), euromicron (2019)
 - rechtliche Themen
 - Mindestvolumen des Investors?
 - direkte Zeichnung durch Back Stop-Investor vs. Zeichnung durch Banken und Weitergabe

Aktiendividende

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: Deutsche Wohnen (2018 und 2019), DIC Asset (2018 und 2019), Patrizia (2018), Vonovia (2017, 2018 und 2019)
 - weitere Unternehmen: u.a. Lufthansa (2016, 2017), Deutsche Telekom (2013, 2014, 2015, 2016 und 2017), Grenkeleasing AG (2014 und 2016)

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 Prospektspflicht**, lediglich prospektersetzendes Dokument



CV

Prof. Dr. Michael Schlitt

Partner, Head of Capital Markets Germany and Head of Corporate Capital Markets and Securities Europe, Frankfurt

Prof. Dr. Michael Schlitt 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, IFLR, Legal 500, Best Lawyers und Who's Who Legal bezeichnen Michael Schlitt als einen der führenden Anwälte im Bereich Kapitalmarktrecht.

Ausgewählte Mandate:

- Deutsche Bank AG bei dem geplanten Börsengang von **Primepulse SE**
- Commerzbank AG und Bankhaus Lampe AG bei dem geplanten Börsengang der **GOVECS GmbH**
- **AKASOL AG** bei ihrem Börsengang an der Frankfurter Wertpapierbörse (EUR 294 Mio.)
- Deutsche Bank AG bei einer EUR 58,5 Mio. 5,5% Wandelanleihe der **SLM Solutions Group AG**
- Commerzbank AG bei der Zahlung einer Aktiendividende sowie einer Bezugsrechtsemission der **Vonovia SE**
- **Katjes International GmbH & Co. KG** bei der Platzierung und Aufstockung einer Unternehmensanleihe
- **NORD/LB** bei der Erstbegebung von drei Schuldscheindarlehen an die International Investment Bank, einer, bei den Vereinten Nationen registrierten, multilateralen Entwicklungsbank
- **Globus Holding** bei einer Genussscheinemission
- **Salzgitter AG** bei ihrer Wandelanleiheemission
- UBS und Berenberg bei Wandelanleiheemission der **Aurelius SE & Co. KGaA**
- **Vapiano SE** bei ihrem Börsengang an der Frankfurter Wertpapierbörse
- Bankhaus Lampe KG und die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG bei dem Börsengang der **Voltabox AG**
- **Shop Apotheke Europe N.V.** bei ihrem Börsengang sowie bei der Übernahme der Versandapotheke Europa Apotheek
- **va-Q-tec AG** bei ihrem Börsengang
- **voxeljet AG** bei einem von der European Investment Bank gewährten Darlehen



T +49 69 96236 430

michael.schlitt@hoganlovells.com

Awards & Rankings

Prof. Dr. Michael Schlitt wird in den Ausgaben 2014-2020 von *Best Lawyers™* in Deutschland für Kapitalmarktrecht geführt. Prof. Dr. Michael Schlitt wird in der Ausgabe 2020 von *Best Lawyers™* in Deutschland für Gesellschaftsrecht geführt. Prof. Dr. Michael Schlitt („guter Kenner der Branche“, Mandant; „agiert sehr geschickt“, Wettbewerber). Führender Name in Börseneinführungen und Kapitalerhöhungen. *JUVE Handbuch, 2019/2020* Führender Anwalt für ECM. *Legal 500 Deutschland, 2019* Empfohlener Anwalt für Capital Markets. *Who's Who Legal 2019*

Dr. Susanne Ries, LL.M. (London)

Of Counsel, Capital Markets, Frankfurt/Berlin

Dr. Susanne Ries kennt beide Seiten – die des Anwalts und des Mandanten. Zuerst beriet sie Emittenten und Investmentbanken jahrelang im Kapitalmarktrecht, davon mehrere Jahre als Partnerin in unserem Frankfurter Büro, bevor sie als General Counsel eines Emittenten die Mandantenseite kennenlernte. Als Of Counsel kann sie ihre Erfahrungen auf beiden Seiten fruchtbar machen.

Als Kapitalmarktrechtsanwältin hat Susanne Ries schon unzählige Transaktionen begleitet, Börsengänge, alle Arten von Finanzierungen bereits börsennotierter Unternehmen am Kapitalmarkt, sei es durch die Ausgabe neuer Aktie oder Fremdkapital. Die Erfahrungen aus ihrer Zeit in der Rechtsabteilung geben ihr gerade in schwierigen Situationen zusätzliche Autorität und Glaubwürdigkeit.

Susanne Ries ist für ihre Effizienz und eine hohe Geschwindigkeit bekannt – beides passt hervorragend zum Transaktionsgeschäft. Neben ihrer beratenden Tätigkeit hat sie eine Vielzahl von Publikationen zum Kapitalmarktrecht (mit-) verfasst und nimmt sich Zeit für Mandantenschulungen.

Dr. Susanne Ries berät sie bei allen Fragen des Kapitalmarktrechts, ECM und DCM.



T +49 69 96236 437

susanne.ries@hoganlovells.com

www.hoganlovells.com

"Hogan Lovells" oder die "Sozietät" ist eine internationale Anwaltssozietät, zu der Hogan Lovells International LLP und Hogan Lovells US LLP und ihnen nahestehende Gesellschaften gehören.

Die Bezeichnung "Partner" beschreibt einen Partner oder ein Mitglied von Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP oder einer der ihnen nahestehenden Gesellschaften oder einen Mitarbeiter oder Berater mit entsprechender Stellung. Einzelne Personen, die als Partner bezeichnet werden, aber nicht Mitglieder von Hogan Lovells International LLP sind, verfügen nicht über eine Qualifikation, die der von Mitgliedern entspricht.

Weitere Informationen über Hogan Lovells, die Partner und deren Qualifikationen, finden Sie unter www.hoganlovells.com.

Sofern Fallstudien dargestellt sind, garantieren die dort erzielten Ergebnisse nicht einen ähnlichen Ausgang für andere Mandanten. Anwaltswerbung. Abbildungen von Personen zeigen aktuelle oder ehemalige Anwälte und Mitarbeiter von Hogan Lovells oder Models, die nicht mit der Sozietät in Verbindung stehen.