

Geht das noch?

Beteiligungsunternehmen und Asset Manager an der Börse

Seit Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) hat sich erhebliche Rechtsunsicherheit ergeben, inwieweit Beteiligungsgesellschaften und Asset-Bestandshalter überhaupt noch an die Börse gehen können. Nachstehend erläutern wir praktische Erfahrungen aus der Abstimmung mit der BaFin in verschiedenen Fällen.

Von Dr. Thorsten Kuthe und Felicitas Boehm

Wer – vereinfacht gesagt – Gelder entgegennimmt, um diese für seine Anleger zu investieren, ohne dabei operativ tätig zu sein, bedarf einer Registrierung oder Erlaubnis nach dem KAGB. Diese Regelung wird in der Praxis von der BaFin relativ weit ausgelegt. Insbesondere sind nach der Auslegung reine Bestandshalter – seien es Bestandshalter von Immobilien, von Anlagen für erneuerbare Energien oder eben auch Beteiligungsgesellschaften – in der Regel ein solches sogenanntes reguliertes Investmentvermögen.

Ist das so schlimm?

Zunächst kann man auf den Gedanken kommen, sich einfach der Regulierung zu unterwerfen. So haben inzwischen auch viele kleinere nicht börsennotierte Beteiligungsgesellschaften die entsprechenden Regulierungsanforderungen erfüllt. Schaut man genauer hin, stellt man allerdings fest, dass die allermeisten Beteiligungs-

gesellschaften nur professionelle und semi-professionelle Anleger ansprechen und damit als sogenannter Spezial-AIF nur einen überschaubaren Regulierungsaufwand betreiben müssen. Börsennotierte Gesellschaften sind hingegen auch für Privatanleger als Aktionäre offen und damit als sogenannter Publikums-AIF der vollen Wucht des Gesetzes ausgesetzt. Hinzu kommt, dass der deutsche und europäische Gesetzgeber nicht an den Fall der börsennotierten Beteiligungsgesellschaft gedacht hat. Es ergeben sich – neben viel Aufwand – zahlreiche Unklarheiten und offene Fragen, zu denen auch die BaFin einräumt, dass es weder Klarheit noch Erfahrungswerte gibt. Daher geht zunächst viel Zeit für die Abstimmung ins Land. Daneben treten einige Vorgaben, die erst gelten und dem Emittenten das Leben erschweren, wenn die ersehnte Erlaubnis oder Registrierung nach dem KAGB schließlich erreicht wurde.

Was also tun, um die Regulierung zu vermeiden? Hierzu werden verschiedene Ansätze diskutiert. Wir konzentrieren uns hier auf die Knackpunkte, die wir in mehreren Fällen aus jüngerer Zeit mit der BaFin abgestimmt haben.

Das KAGB greift nicht, wenn der Emittent außerhalb des Finanzsektors operativ tätig ist. Hier ist als Musterbeispiel der Projektentwickler zu nennen. Dieser hält naturgemäß auch eine Immobilie. Der Schwerpunkt der Tätigkeit wird hier aber nicht in dem Halten der Immobilie, sondern in der Entwicklungstätigkeit gesehen. Das ist nach Einschätzung der BaFin eine operative Tätigkeit, und damit ist die Diskussion an dieser Stelle relativ einfach beendet.

Sonderfall Immobiliengesellschaft

Speziell für börsennotierte Immobilienbestandshalter gibt es eine Verwaltungspraxis der BaFin, wonach diese nicht – wie vom Gesetz gefordert – eine gemeinsame Anlage zum Nutzen der Anleger tätigen, weil der Börsenwert der Aktiengesellschaft nicht (zwingend) dem Nettoinventarwert (NAV) entspreche. Diese Auffassung wird aber nach unserer Erfahrung ausschließlich bei Immobiliengesellschaften vertreten.

Beteiligungsgesellschaften und andere Bestandshalter?

Wie lässt sich jetzt bei Beteiligungsgesellschaften oder Bestandhaltern von anderen Assets als Immobilien das Problem



Börsennotierte Gesellschaften sind auch für Privatanleger als Aktionäre offen und damit als sogenannter Publikums-AIF der vollen Wucht des Gesetzes ausgesetzt.



ZU DEN AUTOREN

Dr. Thorsten Kuthe ist Partner am Kölner Standort von **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Er ist Experte u.a. für Börsengänge (Equity und Debt), Private Equity und M&A-Transaktionen.

Felicitas Boehm, LL.M. ist Rechtsanwältin am Kölner Standort von **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Sie ist Expertin u.a. für Asset Management, Bankaufsichtsrecht, Börsengänge, Corporate Finance und Delistings.

lösen? Hierzu haben wir in mehreren Fällen zur Vorbereitung von direkten und indirekten Börsengängen in ausführlichen Abstimmungsprozessen mit der BaFin Lösungen über das sogenannte Holding-Privileg gefunden. Danach greift die Regulierung nicht ein, wenn die börsennotierte Gesellschaft eine Holding ist, d.h. Mehrheitsbeteiligungen langfristig ohne Veräußerungsabsicht hält. Das leuchtet sofort ein, würde beispielsweise eine Holding über einen Automobilkonzern sonst unter die Regulierung fallen. Wer jetzt denkt, das Gesetz ließe sich aushebeln, indem einfach über einen Bestandshalter oder eine Beteiligungsgesellschaft noch eine Holding geschaltet wird, den müssen wir enttäuschen, denn die Mehrheitsbeteiligungen müssen zumindest in einem gewissen Umfang ihrerseits operativ tätig sein.

Darüber hinaus gibt es weitere Voraussetzungen. So fordert das Gesetz, dass Tochtergesellschaften (d.h. Mehrheitsbeteiligungen) langfristig ohne Veräußerungsabsicht gehalten werden müssen, um Wertsteigerungen zu erzielen. Das bedeutet aber nicht, dass es ausschließlich diese Aktivitäten geben darf. Wer im Schwerpunkt langfristig operative Mehrheitsbeteiligungen hält und daneben kurzfristig andere Beteiligungen erwirbt, fällt unter die Ausnahme. Es ist dann im Einzelfall zu definieren, wie der „Schwerpunkt“ bestimmt wird. Unter Berücksichtigung der individuellen Verhältnisse gilt es, Kriterien zu entwickeln. Wessen Bilanz maßgeblich durch einige wenige Mehrheitsbeteiligungen geprägt wird, die langfristig gehalten werden, kann daneben u.U. auch diverse weitere Beteiligungen erwerben, bei denen ein kurzfristiger Investmenthorizont besteht. Dies muss im Einzelfall mit der BaFin abgestimmt werden. Bei der Abstimmung mit der BaFin haben wir die Erfahrung gemacht, dass eine Antwort teilweise viele Monate auf sich warten ließ. Allerdings hat sich zwischenzeitlich bei der BaFin einiges

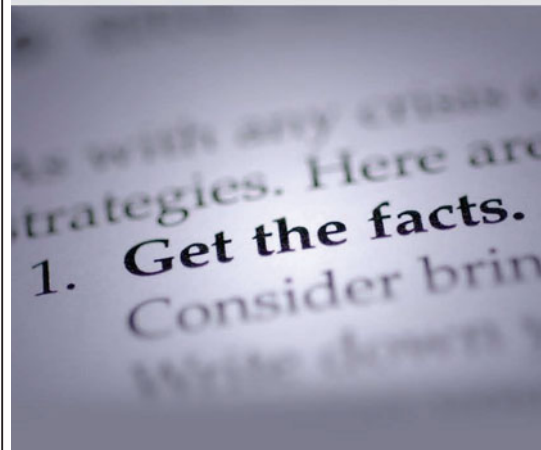
bewegt und es gibt eine ganze Reihe von Sachbearbeitern, die konstruktiv und zeitnah um Lösungen bemüht sind. Dies ermöglichte in dem konkreten Fall mit einer nur leichten Adjustierung des Geschäftsmodells die Gestaltung eines Börsengangs einer Venture-Capital-Gesellschaft. Auch in zwei anderen Fällen gelang es, für Bestandshalter von Assets mit der BaFin Lösungen zu entwickeln, die u.a. durch gemeinsames Brainstorming über Vertragsgestaltungen zustande gekommen sind.



Spätestens wenn ein Wertpapierprospekt bei der BaFin vorliegt, wird dort auch stets geprüft, ob eine Erlaubnis oder Registrierung nach dem KAGB erforderlich sein könnte.

Fazit

Das KAGB „bedroht“ nicht wenige börsennotierte Unternehmen. Spätestens wenn ein Wertpapierprospekt bei der BaFin vorliegt, wird dort auch stets geprüft, ob eine Erlaubnis oder Registrierung nach dem KAGB erforderlich sein könnte. Inzwischen haben sich in der Praxis einige Fallgruppen entwickelt, mit denen dieses Damoklesschwert vermieden werden kann. Die Abstimmung ist aber immer einzelfallbezogen und oft nicht einfach. In mehreren Fällen konnten wir für Beteiligungsgesellschaften und Bestandshalter von Assets durch leichte Fortentwicklungen des Geschäftskonzepts Lösungen finden, die praktikabel sind. Es ist dringend zu empfehlen, dies vor einem Börsengang oder einer anderen Transaktion zu klären. Dabei sollte auch Zeit für die Abstimmung mit der BaFin eingeplant werden. ■



Financial Advisory

- > Durchführung von Financial und Tax Due Diligence
- > Beratung beim Einwerben banken-unabhängiger Finanzierungen
- > Beratung bei Emission einer Mittelstandsanleihe
- > Transaktionsberatung
- > Erstellung von fairness opinions für die Organe der beteiligten Unternehmen
- > Durchführung von Sacheinlageprüfungen im Rahmen von Kapitalerhöhungen zur Umsetzung von Fusionen
- > Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung mit peer-group-Vergleich
- > Purchase Price Allocation
- > Unternehmensbewertungen für steuerliche Ent- und Verstrickungen
- > Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände
- > Impairment Tests

Ansprechpartner:

WP/StB Michael Schlecht
Tel. 089/242916-20
m.schlecht@schlecht-partner.de