



Aktuelle Techniken und Rechtsfragen bei Aktienplatzierungen

München, den 20./21. Mai 2015
Dr. Mirko Sickinger, LL.M.
Boris Dürr

Agenda

- I. Techniken der Aktienübernahme und –Platzierung**
- II. Ad-hoc-Publizität**
- III. Kombination 10 %-Kapitalerhöhung und Bezugsrechtskapitalerhöhung**

I. Techniken der Aktienübernahme und –Platzierung

1. Pre-Placement

Gegenstand:

Privatplatzierung der im Rahmen der Kapitalerhöhung angebotenen Aktien vor der Phase des öffentlichen Angebots

Ziel:

Höhere Transaktionssicherheit durch

- Ermittlung eines Marktpreises für das öffentliche Angebot
- Indikation für Aufnahmebereitschaft des Marktes

Volumen:

- Abtretung von Bezugsrechten durch Altaktionäre
- Vorbehalt der Rückforderung bei Ausübung von Bezugsrechten (Claw Back)
- Kombination aus Abtretung von Bezugsrechten und Claw Back

I. Techniken der Aktienübernahme und –Platzierung

2. Parallel Placement

Gegenstand:

Privatplatzierung der im Rahmen der Kapitalerhöhung angebotenen Aktien während des öffentlichen Angebots, insbesondere in den ersten 10 Tagen eines Bezugsangebotes zwecks Ermittlung des Bezugspreises.

Ziel:

Höhere Transaktionssicherheit durch Ermittlung eines Marktpreises als Bezugspreis für das Bezugsangebot.

Zeitraum:

- Abschluss spätestens am fünften Tag vor Ende der Bezugsfrist wegen Veröffentlichung des Bezugspreises nach § 186 Abs. 2 Satz 2 AktG
- Nach Ablauf der Bezugsfrist ggf. weitere Privatplatzierung als Rump Placement

Volumen:

Abtretung von Bezugsrechten oder Claw Back wie beim Pre-Placement

I. Techniken der Aktienübernahme und –Platzierung

3. Claw Back (1/2)

Begriff:

Zuteilung im Rahmen der Privatplatzierung erfolgt unter dem Vorbehalt der „Rückforderung“, falls Aktionäre Bezugsrecht ausüben.

Hintergrund:

Nach § 187 Abs. 1 AktG können Rechte auf junge Aktien nur unter Vorbehalt des Bezugsrechts der Aktionäre zugesichert werden. Verbindliche Privatplatzierung daher nur möglich, soweit

- Bezugsrecht ausgeschlossen wurde („10 %-Kapitalerhöhung“)
- fest steht, dass Aktionäre Bezugsrechte nicht mehr ausüben können (Rump Placement)
- Aktionäre ihre Bezugsrechte für Privatplatzierung zur Verfügung stellen (Abtretung von Bezugsrechten)

I. Techniken der Aktienübernahme und –Platzierung

3. Claw Back (2/2)

Abwicklung:

- Vorbehalt der „Rückforderung“ wird gegenstandslos, sobald feststeht, dass ausreichend viele Aktien für Privatplatzierung zur Verfügung stehen.
- Ggf. erfolgt „Rückforderung“ anteilig, wenn Aktien nicht für die volle Zuteilung in der Privatplatzierung ausreichen.
- „Rückforderung“ ist in der Sache keine Rückübertragung von Aktien, sondern eine Kürzung der Zuteilung vor Settlement.

I. Techniken der Aktienübernahme und –Platzierung

4. Back Stop-Underwriting (1/2)

Ziel:

Sicherstellung der möglichst vollständigen Platzierung der im Rahmen der Kapitalerhöhung angebotenen Aktien, um einen bestimmten Emissionserlös zu erreichen.

Mittel:

Abschluss eines (Volumen-) Übernahmevertrages mit Kernaktionären, Investoren und/oder Banken.

Regelungsinhalt:

- Verbindliche Bezugserklärungen der Hauptaktionäre bzgl. des Erwerbs einer bestimmten Anzahl von neuen Aktien im Rahmen des Bezugsangebots, abhängig von den ihnen zustehenden Bezugsrechten (Festbezugserklärung/Direktbezugserklärung),
- Verpflichtung von Investoren, im Rahmen einer Vorabplatzierung oder einer im Anschluss an das Bezugsangebot durchgeführten Privatplatzierung eine bestimmte Anzahl von neuen Aktien zu zeichnen (Firm Order),
- Verpflichtung der Hauptaktionäre/Investoren/Banken, nicht im Rahmen des Bezugsangebots oder der Privatplatzierungen platzierte Aktien bis zu einem individuell festgelegten Maximalbetrag abzunehmen (Back-Stop-Verpflichtung).

I. Techniken der Aktienübernahme und –Platzierung

4. Back Stop-Underwriting (2/2)

- Darüber hinaus Festlegung eines Mindestbezugspreises, zu dem die neuen Aktien aufgrund der Back-Stop-Verpflichtung erworben werden müssen. Tatsächlicher Bezugspreis kann (deutlich) darüber liegen.

Zeitpunkt:

Back Stop-Underwriting wird üblicher Weise bereits zu Beginn des Projekts, also noch vor Beginn des Prospektbilligungsverfahrens, abgeschlossen, um eine verlässliche Grundlage für die Durchführung des Projekts zu erreichen.

I. Techniken der Aktienübernahme und –Platzierung

5. Aktienleihe als Platzierungshilfe (1/3)

Sachlicher Hintergrund:

- Investoren erwarten bei Private Placement oft Lieferung im Kassageschäft (T+2-Abwicklung)
- Depotlieferung der neuen Aktien aus Kapitalerhöhung erst nach Handelsregistereintragung, Verbriefung und Clearstream-Verwahrung
- Regulierter Markt: Erfordernisses der gesonderten Zulassung der neuen Aktien (bei Ausnutzung der 10%-Regelung gem. § 4 Abs. 2 Nr. 1 WpPG erst nach 12 Monaten)

Praktische Lösung:

- Überbrückung: Aktienleihe durch Altaktionär(e) an Emissionsbank

Rechtliche Grundlage:

- Keine „Aktienleihe“, sondern Sachdarlehen i.S.d. § 607 BGB
- Unterschied: Darlehensnehmer erwirbt Volleigentum, Entleiher nur Besitz

I. Techniken der Aktienübernahme und –Platzierung

5. Aktienleihe als Platzierungshilfe (2/3)

Position der Beteiligten:

- Darlehensnehmer:
 - Erlangt Eigentum an „geliehenen“ Aktien
 - Ist zur späteren Übertragung der gleichen Anzahl gleicher Aktien verpflichtet
 - Hat freie Verfügungsbefugnis
 - Inhaber der Aktionärsrechte (Stimmrecht, Dividende, Bezugsrecht)
- Darlehensgeber:
 - Verliert Eigentum an den Aktien
 - Hat Anspruch auf gleiche Anzahl gleicher Aktien
 - Regelmäßig kein Entgelt für die „Leihe“ während des Darlehenszeitraums
 - Keine Rechte aus den Aktien (abweichende Regelung im Aktienleihvertrag möglich; bindet aber nur den Entleiher, nicht den Erwerber)

I. Techniken der Aktienübernahme und –Platzierung

5. Wertpapierdarlehen bei Kapitalerhöhungen (3/3)

Probleme und Risiken:

- Absicherung, falls Kapitalerhöhung verzögert oder nicht eingetragen wird (in der Regel nur „Kompensationszahlung“)
- Meldepflicht nach §§ 20, 21 AktG?
- Meldepflichten nach WpHG?
 - Stimmrechtsmeldung des Entleihers gem. § 21 WpHG
 - Stimmrechtsmeldung des Verleihers abhängig von Ausgestaltung der Aktienleihe (§ 22 WpHG)
 - Mitteilung von Directors' Dealings nach § 15a WpHG
- Pflichtangebot nach WpÜG?
 - Unter- und anschließendem Überschreiten der 30%-Schwelle durch Aktienverleiher löst Pflichtangebot nach § 35 WpÜG aus
 - Befreiungsantrag gem. § 37 Abs. 1 WpÜG in der Regel möglich

II. Ad-hoc-Publizität (1/5)

Ad-hoc-Mitteilungspflicht gem. § 15 WpHG

- Gilt derzeit grundsätzlich nur für Emittenten im regulierten Markt
- Aber: Freiverkehrsrichtlinien der Börsen sehen für ihre Qualitätssegmente (Entry Standard, m:access, Primärmarkt) ähnliche Informationspflichten („quasi-ad-hoc-Mitteilungen“) vor
- Übertragbarkeit der Vorgaben des § 15 WpHG auf die quasi-ad-hoc-Mitteilung nicht abschließend geklärt; auch Möglichkeit der Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG analog strittig
- Neue Rechtslage ab 03.07.2016: EU-Marktmissbrauchsverordnung vom 02.07.2014
 - Publizitätspflichten des regulierten Markts gelten dann auch für Freiverkehrsemittenten
 - Ad-hoc-Publizitätspflichten (vgl. § 15 WpHG)
 - Insiderinformationen
 - Directors' Dealings (vgl. § 15a WpHG)
 - Veröffentlichungspflichten auch bei eigenen Geschäften mit Freiverkehrswerten
 - Einführung eines 30-tägigen Handelsverbots („closed period“)
 - Erweiterte Ermittlungs- und Sanktionsbefugnisse der BaFin
 - §§ 20 ff. WpHG gelten auch zukünftig nur für Emittenten im regulierten Markt

II. Ad-hoc-Publizität (2/5)

Im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen sind die folgenden Maßnahmen grundsätzlich ad-hoc-mitteilungspflichtig:

- Ordentliche Kapitalerhöhung (immer?), Zeitpunkt: Vorstandsbeschluss zur Tagesordnung
- Kapitalerhöhung aus Genehmigtem Kapital (nur im Einzelfall?), Zeitpunkt: erst Vorstandsbeschluss zur Ausübung
- Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln?
- Kapitalerhöhungen mit oder unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre
- Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen

II. Ad-hoc-Publizität (3/5)

Darüber hinaus kommt den folgenden Umständen üblicherweise ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial zu, so dass sie eine **Insiderinformation** darstellen:

- Festlegung der Bezugspreisspanne
- Festlegung des Bezugspreises
- Festlegung des konkreten Volumens der Kapitalerhöhung
- Ggf. verbindliche Zusagen von Hauptaktionären zur Zeichnung bzw. von Investoren zur Übernahme einer bestimmten Anzahl neuer Aktien

II. Ad-hoc-Publizität (4/5)

Die Vereinbarung eines Back Stop-Preises stellt nach unserer Auffassung noch keine Insiderinformation dar, zumindest wenn kein Präjudiz für künftigen Bezugspreis oder Bezugspreisspanne.

Zeitpunkt für die Veröffentlichung der erforderlichen Ad-hoc-Mitteilung:

Vorliegen einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit, dass die entsprechende Maßnahme durchgeführt werden soll oder der entsprechende Umstand sich realisiert.

Möglichkeit des Aufschubbeschlusses

Verschiebung der Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung ist durch Aufschubbeschluss des Vorstands der Gesellschaft möglich.

II. Ad-hoc-Publizität (5/5)

Voraussetzungen für Aufschub der Veröffentlichung:

- Berechtigtes Interesse auf Seiten der Gesellschaft
- Keine Irreführung der Öffentlichkeit
- Gewährleistung der Vertraulichkeit der Information

Das überwiegende Interesse der Gesellschaft an einem Aufschub lässt sich typischerweise damit begründen, dass durch eine frühzeitige Veröffentlichung der Erfolg der Kapitalmaßnahme beeinträchtigt oder gefährdet werden könnte.

Die Gewährleistung der Vertraulichkeit ist sicherzustellen, nach Möglichkeit durch den Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen mit z.B. Investoren, mit denen Gespräche über eine Beteiligung an der Kapitalerhöhung geführt werden. In Pre Sounding-Gesprächen und auch Roadshows, bei denen üblicherweise nicht mit jedem Beteiligten eine Vertraulichkeitsvereinbarung abgeschlossen werden kann, ist sorgfältig darauf zu achten, dass Insiderinformationen nicht mitgeteilt werden oder auf die Vertraulichkeit ausdrücklich hingewiesen wird.

III. Kombination 10 %-Kapitalerhöhung und Bezugsrechtskapitalerhöhung

Ablauf:

Investor erwirbt Aktien an einer Gesellschaft, die unter Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG („10 %-Kapitalerhöhung“) ausgegeben werden. Anschließend wird eine (prospektpflichtige) Bezugsrechtskapitalerhöhung durchgeführt, an der der Investor bereits als Aktionär teilnehmen kann.

Voraussetzung:

Noch nicht für eine 10 %-Kapitalerhöhung verwendetes genehmigtes Kapital.

Vorteil:

Investor kann im Rahmen der Bezugsrechtskapitalerhöhung bereits eigene Bezugsrechte ausüben. Dadurch steigt im Zweifel seine Beteiligungsquote.

Ansprechpartner



Dr. Mirko Sickinger, LL.M.

Rechtsanwalt / Partner

Kompetenzen

- Börseneinführungen und Anleiheplatzierungen
- Mergers & Acquisitions
- Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
- Venture Capital und Private Equity
- Umstrukturierung von Unternehmen und Konzernen

Veröffentlichungen

- „Die Aktiendividende“, GoingPublic Magazin, 5/2015 (Sickinger/Zipperle)
- „Pro-Forma-Finanzinformationen in Anleiheprospekten“, BondGuide, 3/2015 (Sickinger/Nagel)
- „Abbildung von Rechtsstreitigkeiten im (Konzern-) Jahresabschluss“, BondGuide Online, 26. November 2014 (Neises/Sickinger)
- „Die Zukunft der Mittelstandsanleihe“, Finance Sonderbeilage, 10/11 2014 (Sickinger/Seffer)
- „Die Abspaltung vinkulierter GmbH-Anteile“, DER BETRIEB 2014, Heft 35, Seite 1976
- „Restrukturierung von Anleihen vor und in der Insolvenz“, BondGuide – Special „Anleihen 2014“, 03/2014 (Sickinger/Radke)
- „Der Teufel steckt im Detail - Gläubigerversammlungen nach dem SchVG in der Praxis“, HV Magazin, 02/2014 (Sickinger/Pfeufer)
- „Rechtliche Aspekte bei der Kapitalbeschaffung über Unternehmensanleihen“, Schwerpunkt Immobilien an der Börse, Immobilien & Finanzierung 13-2013 (Sickinger/Nagel/Bredow)
- „Alternativen zum Forderungsausfall“, Restrukturierung und Delisting von Mittelstandsanleihen GoingPublic Spezialausgabe Kapitalmarktrecht 2013 (Sickinger/Pfeufer)

Sonstiges

- Mitglied im erweiterten Vorstand des Private Equity Forums NRW
- Lehrbeauftragter an der Hochschule Fresenius
- Empfohlen von führenden Fachveröffentlichungen: JUVE Rechtsmarkt, Wirtschaftswoche Guide M&A und Corporate Finance

Magnusstraße 13

50672 Köln

T +49 221 20 52 596

F +49 221 20 52 1

m.sickinger@heuking.de

Ansprechpartner



Boris Dürr

Rechtsanwalt / Partner

Kompetenzen

- Börseneinführungen und Anleiheplatzierungen
- Mergers & Acquisitions
- Private Equity
- Aktien- und Kapitalmarktrecht

Veröffentlichungen

- Kommentierung der §§ 133 –141 AktG (Stimmrecht, Vorzugsaktien) und §§ 183 – 206 AktG (ordentliche Kapitalerhöhung, bedingte Kapitalerhöhung, genehmigtes Kapital) in Wachter, Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage 2014
- Stimmverbot für Vorstände und Aufsichtsräte auch bei Absicht der Stimmabgabe für Sonderprüfung, EWIR 2011, 69
- Verbot der Einlagenrückgewähr gilt im faktischen Konzern nur eingeschränkt, GWR 2010, 62
- Durchführung einer "Bis-zu-Kapitalerhöhung" nur innerhalb eines begrenzten Zeitraums zulässig, GWR 2009, 375
- Gewährung eines Greenshoe aus genehmigtem Kapital zulässig, GWR 2009, 112

Sonstiges

- Aufsichtsratsvorsitzender bzw. Aufsichtsratsmitglied diverser Aktiengesellschaften
- Referent bei diversen Seminaren zu aktien- und kapitalmarktrechtlichen Themen
- Empfohlen in JUVE 2014/2015 für die Bereiche M&A und Private Equity (Zitat: „hohe fachl. Kompetenz, umfangreiche Transaktionserfahrung, sehr pragmatisch, hohe Verfügbarkeit“, Mandant)

Prinzregentenstraße 48
80538 München
T +49 89 54031 232
F +49 89 54031 532
b.duerr@heuking.de

Ausgewählte Referenzen IPO / Listing / Secondary Offerings



Beratung bei Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht

2015



Beratung bei Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht

2015



Beratung bei Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht

2015



Begleitung Bar-/Sachkapitalerhöhung und Zulassung zum regulierten Markt einschließlich Prospekterstellung

2015



Beratung bei Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht

2015



Beratung einer Barkapitalerhöhung mit Bezugsrecht

2014



Beratung bei Zulassung von Aktien aus Sachkapitalerhöhung einschließlich Prospekterstellung

2014



Beratung bei Barkapitalerhöhung ohne Bezugsrecht

2014

Ausgewählte Referenzen IPO / Listing / Secondary Offerings


Beratung bei Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht
2014


Beratung bei Wechsel in den Entry Standard und Begleitung dreier Kapitalerhöhungen einschließlich Erstellung der Wertpapierprospekte
2013


Begleitung einer Kapitalerhöhung einschließlich Erstellung des Wertpapierprospekts
2013


Beratung bei Börsenlisting einschließlich Erstellung des Wertpapierprospekts
2013


Begleitung zweier Barkapitalerhöhungen mit und ohne Bezugsrecht
2013


Begleitung einer Wandelanleihe und einer Kapitalerhöhung einschließlich Erstellung der Wertpapierprospekte
2013


Begleitung bei Kapitalerhöhung und Zulassung der neuen Aktien zum regulierten Markt einschließlich Prospekterstellung
2012


Beratung bei Börsengang und Begleitung einer Kapitalerhöhung einschließlich Prospekterstellung
2012

Ausgewählte Referenzen Unternehmensanleihen



Begleitung einer
Pflichtwandelanleihe

2015



Begleitung einer
Pflichtwandelanleihe

2014



Begleitung einer
Unternehmensanleihe

2014



Begleitung einer
Unternehmensanleihe

2014



Begleitung einer
Mittelstandsanleihe und
zweier Kapitalerhöhungen

2013



Begleitung einer
Unternehmensanleihe

2012



Begleitung einer
Unternehmensanleihe

2012



Begleitung einer
Unternehmensanleihe

2012

Ausgewählte Referenzen Übernahmeangebote und sonstige kapitalmarktrechtliche Transaktionen




Beratung der Gesellschaft bei Übernahmeangebot der ADLER Real Estate AG

2015




Begleitung bei Debt-to-Equity-Swap der SolarWorld AG

2014




Begleitung einer Genussrechtsemission einschließlich Prospekterstellung

2013




Begleitung Genusscheinemission einschließlich Prospekterstellung

2013




Beratung bei Kapitalschnitt und Debt-to-Equity-Swap bei centrotherm photovoltaics AG

2013




Beratung bei Delisting

2013




Beratung eines Bieters bei öffentlichem Übernahmeangebot

2012




Beratung der Gesellschaft bei Übernahmeangebot der TKH Group NV

2012

Ausgewählte Referenzen Begleitung Hauptversammlungen/Gläubigerversammlungen



MEDISANA®



S.A.G.
Solarstrom



Ausgewählte Referenzen Begleitung Hauptversammlungen/Gläubigerversammlungen



Wir verfügen über Praxisgruppen in den Bereichen

- Arbeitsrecht
- Bankrecht und Finanzierung
- Energie
- Gesellschaftsrecht / M&A**
- Health Care
- Immobilien & Bau
- Investment Fonds
- IP, Media & Technology
- Kapitalmarktrecht**
- Kartellrecht
- Öffentlicher Sektor und Vergabe
- Private Clients
- Private Equity / Venture Capital
- Prozessführung / Schiedsgerichtbarkeit
- Restrukturierung
- Steuerrecht
- Transport – Schifffahrt – Logistik – Verkehr
- Versicherungsrecht - Rückversicherungsrecht
- Vertriebsrecht
- Wirtschafts- und Steuerstrafrecht

Unsere Standorte



Berlin

Unter den Linden 10
10117 Berlin
T +49 30 88 00 97-0
F +49 30 88 00 97-99

Chemnitz

Weststraße 16
09112 Chemnitz
T +49 371 38 203-0
F +49 371 38 203-100

Düsseldorf

Georg-Glock-Straße 4
40474 Düsseldorf
T +49 211 600 55-00
F +49 211 600 55-050

Frankfurt

Goetheplatz 5-7
60313 Frankfurt am Main
T +49 69 975 61-415
F +49 69 975 61-200

Hamburg

Neuer Wall 63
20354 Hamburg
T +49 40 35 52 80-0
F +49 40 35 52 80-80

Köln

Magnusstraße 13
50672 Köln
T +49 221 20 52-0
F +49 221 20 52-1

München

Prinzregentenstraße 48
80538 München
T +49 89 540 31-0
F +49 89 540 31-540

Stuttgart

Augustenstraße 1
70178 Stuttgart
T +49 711 22 04 579-0
F +49 711 22 04 579-44

Brüssel

Rue Froissart 95
1040 Brüssel/Belgien
T +32 2 646 20-00
F +32 2 646 20-40

Zürich

Bahnhofstrasse 3
8001 Zürich/Schweiz
T +41 44 200 71-00
F +41 44 200 71-01