



Equity Capital Markets – Aktuelle Fragen und Entwicklungen 2014

Ausgewählte Aspekte der Absicherung von Kapitalerhöhungen

Corporate Finance Forum am 21. November 2013

Überblick

1. Kapitalerhöhungen unter Ausschluss des Bezugsrechts

a) Market Sounding

b) Zuteilungskriterien bei bezugsrechtsfreier Kapitalerhöhung

2. Bezugsrechtskapitalerhöhungen

a) Volume Underwriting bei großen Emissionen

aa) Struktureller Hintergrund

bb) Aktienrechtliche Umsetzung

b) Durchführung der Kapitalerhöhung in Tranchen

Einleitung

- › Anspruchsvolles Kapitalmarktumfeld führt zu verstärkter Nachfrage der Emittenten nach „Transaktionssicherheit“
- › Betrifft großvolumige prospektpflichtige ebenso wie kleine und mittlere prospektfreie Aktienemissionen
- › Abnahmeverpflichtungen der Emissionsbanken nur darstellbar bei Eingrenzung des Platzierungs-, Markt- und Preisrisikos („*de-risking*“) → somit auf beiden Seiten „Absicherungsinteressen“
- › In jüngerer Zeit Vielzahl innovativer und komplexer Strukturierungen von ECM-Transaktionen
 - „Kombinierte Transaktionen“ (Verkürzung von Risikoperioden; Ansprache unterschiedlicher Investorengruppen; Volumenerweiterung – Nutzung von genehmigtem und bedingtem Kapital)
 - Zahlreiche Vorabplatzierungen zu Beginn großvolumiger Bezugsrechtsemissionen
 - Einbeziehung von Großaktionären, Ansprache von neuen „cornerstone investors“
 - Neue Underwriting-Strukturen bei langen Übernahmeperioden („Volume Underwriting“)

Market Sounding

- › Mehrzahl der prospektfreien Aktienplatzierungen mit „Back Stop“-Verpflichtung der Emissionsbanken
- › Selektive Ansprache von Investoren im Vorfeld zur Auslotung des Erwerbsinteresses
- › Früher insbesondere bei „neuen“ Wertpapieren (z.B. Convertibles) üblich; inzwischen etablierte Marktpraxis
- › Bislang keine ausdrückliche Regelung → Risiko von Insiderverstößen („unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen“ – § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG?)
- › Interne Compliance Vorgaben
 - Investoren werden ausdrücklich „zu Insidern gemacht“ (sog. Wall-Crossing)
 - Verpflichtung zur Vertraulichkeit (vertragliche Vereinbarung; häufiger: Wall-Crossing Script)
 - Hinweis auf Zeitpunkt, bis zu dem Entscheidung über die Transaktion getroffen sein (danach „Entpflichtung“ aus den Handelsbeschränkungen („Cleansing“))
- › Nunmehr „Safe Harbor“-Regelung in der Marktmissbrauchsverordnung (MMV)

Market Sounding

- › Zulässigkeit im Rahmen der regulären geschäftlichen Pflichterfüllung:
 - Prüfung der weiterzugebenden Information auf ihre insiderrechtliche Relevanz
 - Unterrichtung des Investors, dass er nach Einschätzung der Emissionsbank Insiderinformationen erhält und die Nutzung der Information für Zwecke des Wertpapierhandels untersagt ist
 - Verpflichtung des Investors zur vertraulichen Behandlung der erhaltenen Information
 - Schriftliche Dokumentation: Gründe für die getroffene Entscheidung, Identität des Investors, Datum der Weitergabe und Inhalt der offengelegten Information
 - Information des Investors, sobald die Information Insiderrelevanz verloren hat (z.B. Ankündigung der Transaktion) → „Cleansing“ (aber: eigene Prüfpflicht des Investors)
- › Abweichendes Vorgehen nicht ohne Weiteres Verstoß gegen das Insiderverbot
- › Weitergehende „technische Standards“ der ESMA

Market Sounding

- › Begrüßenswerter Safe Harbor → Im Wesentlichen im Rahmen der existierenden internen Compliance-Regelungen
- › Offene Fragen:
 - Andeutung eines expliziten Cleansing-Prozesses in der MMV → Cleansing Statement bei Abbruch der Transaktion?
 - Keine rechtliche Grundlage, da mögliche Kapitalmarkttransaktion mangels hinreichender Wahrscheinlichkeit noch keine „Insiderinformation“ ist
 - Nachhaltige Beeinträchtigung des Emittenten
 - Problematisch: zusätzliche, bei der Vermarktung offen gelegte nicht-öffentliche Informationen (z.B. Kennzahlen aus dem kurz bevorstehenden Quartals-Reporting)
 - Offenlegung sollte möglich sein
 - Aber: Im Falle eines Abbruchs der Transaktion Veröffentlichung zwingend (oder hilfsweise Durchführung „best efforts“ statt „back stopped“)

Zuteilungskriterien bei bezugsrechtsfreier Kapitalerhöhung

- › Privatplatzierung an einen oder wenige ausgewählte neue Investoren
- › Verpflichtung von Großaktionären, einen Teil der neuen Aktien zu übernehmen
 - keine schriftliche Dokumentation
 - Gemeinsames Verständnis, dass Order im Rahmen des Bookbuilding bedient wird
 - Offenlegung des Erwerbsinteresses und der Zuteilungsabsicht
- › Rechtliche Zulässigkeit der Zuteilung ist umstritten
 - Pflicht zur breiten Platzierung (§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG)?
 - Unzulässige Ungleichbehandlung der übrigen Aktionäre (§ 53a AktG; s. auch § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG)?
 - Einflussnahme auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises?

Zuteilungskriterien bei bezugsrechtsfreier Kapitalerhöhung

- › Bei Zuteilungsentscheidung unternehmerisches Ermessen anzuerkennen → Orientierung am Unternehmensinteresse
- › Grenze: Unterstützung des Ausbaus der Beteiligung zur Erreichung aktienrechtlich relevanter Beteiligungsschwellen
- › Sachliche Rechtfertigung durch:
 - Vermeidung von Marktrisiken; beste Preiserzielung
 - Stärkung der Aktionärsbasis in einer bestimmten Region
 - Strategische Nebenzwecke (Unterlegung einer Allianz)

 - Erhöhung der Transaktionssicherheit (feste Zusage für einen Teil der Emission; offen gelegtes Commitment förderlich für die Equity Story und damit das Verhalten übriger Investoren)
 - jedenfalls Kleinaktionäre sind ohnehin von der Privatplatzierung ausgeschlossen; sie können sich zu nahezu gleichen Bedingungen am Markt eindecken
- › Empfehlenswert: Klarstellung in der Ermächtigung (genehmigtes Kapital)

Volume Underwriting bei großen Emissionen

› Struktureller Hintergrund:

- Vorhandenes genehmigtes Kapital nicht ausreichend → ordentliche Kapitalerhöhung erforderlich
 - Maßnahmen zur Erhöhung der Transaktionssicherheit → klare Kapitalmarktkommunikation bei Launch
 - Sehr langes Marktrisiko ab Veröffentlichung der Hauptversammlungseinladung

› Volume Underwriting für den gesamten Emissionserlös

- Kalkulatorisch: geringster Ausgabebetrag zzgl. Puffer zur Deckung der Kosten (= € 1.10) x max. Anzahl neuer Aktien, um den Emissionserlös zu erreichen → „echtes“ Underwriting auf ein bestimmtes Volumen (kein unmittelbarer Rückschluss auf realistische Konditionen)
- Teilweise: Kombination mit (vertraulicher) „relativer“ Verpflichtung bzgl. der Festlegung des Bezugspreises (z.B. max. 30% discount to TERP)
- „Umwandlung“ in hard underwriting mit Festlegung des Bezugspreises
- Zeitlich limitierte Verpflichtung. Dauer eines durchgeführten Freigabeverfahren würde akzeptablen Risikozeitraum übersteigen → Vergleich mit etwaigen Anfechtungsklägern unverzichtbar

Aktienrechtliche Umsetzung: Kapitalerhöhungsbeschluss

- › 1. Var.: Direktkapitalerhöhung ergänzt durch bestehendes genehmigtes Kapital?
 - Festlegung Anzahl der Aktien und des Umfangs der nominellen Kapitalerhöhung
 - Mindestbezugspreis von Emissionsbanken garantiert
 - Festlegung des endgültigen Bezugspreises durch den Vorstand (mit Zustimmung des Aufsichtsrats) unter Berücksichtigung der Marktlage kurz vor Beginn der Bezugsfrist
 - Anzahl der durch die Direktkapitalerhöhung geschaffenen neuen Aktien richtet sich nicht nach dem garantierten Mindestbezugspreis, sondern nach einem ggf. deutlich darüber liegenden, für „realistisch“ gehaltenen Bezugspreis
 - Liegt der endgültige Bezugspreis darunter, muss zusätzlich genehmigtes Kapital ausgenutzt werden, um das gewünschte Emissionsvolumen zu erreichen. Hierauf wird in der HV-Einladung hingewiesen
 - Im Falle einer Kombination mit dem Genehmigten Kapital: einheitliche Bezugsfrist mit einem einheitlichen Bezugsangebot
 - Vorteil: Gewinn an Flexibilität nicht nur bzgl. des Bezugspreises, sondern auch bzgl. der Anzahl der Aktien
 - Nachteil: "Auffangnetz" einer Erhöhung aus genehmigtem Kapital signalisiert Unsicherheit

Aktienrechtliche Umsetzung: Kapitalerhöhungsbeschluss

- › 2. Var.: „Bis-zu“ Kapitalerhöhung mit Festlegung des angestrebten Bruttoemissionserlöses
 - Erhöhung des Grundkapitals um bis zu Euro ■ durch Ausgabe von bis zu ■ neuen Aktien
 - Angabe des angestrebten Bruttoemissionserlöses
 - Festlegung des endgültigen Bezugspreises durch den Vorstand (mit Zustimmung des Aufsichtsrats)
 - endgültige Anzahl der neu auszugebenden Aktien auf den Höchstbetrag beschränkt, der sich aus der Division des angestrebten Bruttoemissionserlöses durch den festgesetzten Bezugspreis ergibt (kein Ermessen)
 - Festlegung eines Durchführungszeitraums empfehlenswert: Notwendigkeit zeitnaher Durchführung (6 Monate ab Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister)
 - Vorteile:
 - Festlegung der Anzahl der auszugebenden Aktien in Abhängigkeit von einem durch die Hauptversammlung festgelegten Bruttoemissionserlös erhöht die Flexibilität.
 - Bruttoemissionserlös atmet nicht
 - Keine unmittelbare Schlussfolgerung auf spätere Festlegungen
- › *De lege ferenda*: Weitere Flexibilisierung der zulässigen Beschlussausgestaltung vorzugswürdig

Aktienrechtliche Umsetzung: Aktienzusammenlegung

- › Unterschied zwischen Börsenkurs und kalkulatorischem Mindestausgabebetrag u.U. zu gering
- › Kapitalherabsetzung durch Aktienzusammenlegung
 - Vergrößerung der Differenz zwischen Mindestausgabebetrag und Börsenkurs. Zusammenlegungsverhältnis 10:1 → Börsenkurs verzehnfacht sich *ceteris paribus*
 - Differenzbetrag wird in die nicht ausschüttungsfähige Kapitalrücklage eingestellt
 - Spitzenausgleich:
 - Bei fehlender Teilbarkeit durch das Zusammenlegungsverhältnis innerhalb von 14 Tagen Möglichkeit, Aktienspitzen hinzukaufen oder abzugeben (im Bsp. max. 0,9 zusammengelegte Aktien)
 - Steuerung des Ausgleichs über das Depotbankensystem; alle nicht ausgeglichenen Spitzen werden am Ende der Frist zusammengefasst und die entsprechende Aktienanzahl veräußert
 - Anteilige Erlöse werden dem jeweiligen Anteilseigner gutgeschrieben → „Glattstellung“ aller Depots auf volle Aktien vor der Umsetzung der Kapitalerhöhung
- › FMStBG als „blueprint“ für eine Reform des AktG?
 - Aktienzusammenlegung wegen Verpflichtung zur Sicherheitsleistung (§ 225 AktG) nicht relevant
 - Pflicht zur Sicherheitsleistung fraglich:
 - Bilanzielles Eigenkapital des Emittenten bleibt unverändert (= Umbuchung vom gezeichneten Kapital in die Kapitalrücklage)

Durchführung der Kapitalerhöhung in Tranchen?

- › Durchführung der Kapitalerhöhung in Tranchen kann sinnvoll sein
- › Rechtliche Zulässigkeit bei Direktbeschluss fraglich (offen gelassen von OLG München NZG 2009, 1274)
 - t.v.A.: unzulässige „Typenvermischung“ mit dem genehmigten Kapital (einmalige Kapitalaufstockung als „konstitutives Element“ der Direktkapitalerhöhung)
 - überwiegende Auffassung: Durchführung in Tranchen möglich, keine unzulässige Kompetenzverlagerung, sondern reine „Technikalie“ unter folgenden Voraussetzungen:
 - hinreichend bestimmte Festsetzung der einzelnen Parameter im HV-Beschluss
 - Ausdrückliche Ermächtigung an Verwaltung zur Durchführung in Tranchen
 - Bei HR-Anmeldung der ersten Tranche Vorbehalt der weiteren Durchführung der Kapitalerhöhung (= keine Irreführung des Rechtsverkehrs)
 - Einhaltung der üblichen Durchführungsfrist (von 6 Monaten ab Eintragung des Kapitalerhöhungsbeschlusses in das HR)
- › Umsetzung im Rahmen einer einheitlichen Kapitalerhöhung zur Ermöglichung einer Vorabplatzierung?
 - grds. denkbar, aber problematisch bei Kündigung der zweiten Tranche (MAC Event)