

The logo for Hogan Lovells, featuring the name in a serif font on a yellow-green square background.

Hogan
Lovells

The logo for Sullivan & Cromwell LLP, featuring the name in a serif font on a blue rectangular background.

SULLIVAN & CROMWELL LLP

Fakten & Trends 2012 – Die CoMEN-Transaktion und ihre Folgen

Dr. Carsten Berrar, Partner, Sullivan & Cromwell LLP
Prof. Dr. Michael Schlitt, Partner, Hogan Lovells International LLP

Corporate Finance Summit 2012

Frankfurt am Main, 24. Mai 2012

Inhalt

- 2-stufiger Kapitalmarktauftritt
- Instrument CoMEN
- Einbindung des Großaktionärs
- Underwriting Strukturen
- Gesellschaftsrechtliche Strukturmerkmale

2-stufiger Kapitalmarktauftritt

Fakten & Trends: 2- stufiger Kapitalmarktauftritt

- Anspruchsvolles Kapitalmarktumfeld treibt Wunsch nach gleichbleibend hoher Transaktionssicherheit
- Mitunter großvolumige bzw. komplexe Eigenkapitalemissionen notwendig, um Refinanzierungen / Deleveraging / Akquisitionen zu ermöglichen
- Rechtlicher Rahmen gibt, insbes. bei Kapitalerhöhungen, relativ geringen Spielraum
- Innovative und komplexe Strukturen nutzen die vorhandenen Spielräume
- COMMERZBANK Kapitalerhöhung als Beispiel des – unter Ausnutzung bestimmter Sonderregelungen – rechtlich Machbaren

Fakten & Trends: 2- stufiger Kapitalmarktauftritt

I. Fakten: COMMERZBANK Kapitalerhöhung als Beispiel

■ 2-stufige Kapitalmaßnahme

- Maximierung der möglichen Erlöse durch Kombination verschiedener Kapitalmaßnahmen
- Stufe 1 „at market“ – Stufe 2 mit „deep discount“, um Abschlag/Verwässerung zu minimieren und gleichzeitig „hard“ Underwriting zu ermöglichen

■ Ausgabe von CoMEN auf Stufe 1 mit Bezugsberechtigung für Aktien auf Stufe 2

- Maßnahmen zur Erhöhung der Transaktionssicherheit

■ Kurze Erwerbsfrist für in Stufe 1 ausgegebene Wertpapiere

- Reduktion der Risikoperiode
- Elemente der Transaktion in anderen innovativen Emissionen zu finden

Fakten & Trends: 2- stufiger Kapitalmarktauftritt

II. Trends: Strukturierungen von ECM Transaktionen

- 2- stufige Kapitalmaßnahmen – „Claw Back“
 - Vorabplatzierung von Kapitalerhöhungen im Rahmen eines Accelerated Bookbuilding „at market“
 - Aufgrund rechtlicher Vorgaben dennoch 2-wöchiges Angebot an die bestehenden Aktionäre notwendig (Bezugsrecht)
 - Zuteilung daher nur unter Vorbehalt möglich („Claw Back“)
- Maximierung der Erlöse durch „at market“ Platzierung
- Minimierung des Underwriting Risikos
- Erfordert Nichtausübung eines signifikanten Teils der Bezugsrechte

Beispiele: HeidelCement (2009), Continental (2010)

Fakten & Trends: 2- stufiger Kapitalmarktauftritt

II. Trends: Strukturierungen von ECM Transaktionen

- 2- stufige Kapitalmaßnahmen – Vorabplatzierung Neuer Aktien im Rahmen einer Bezugsrechtsemission
 - Vorabplatzierung von Neuen Aktien, die aus ausgeübten Bezugsrechten von Aktionären stammen, im Rahmen eines Accelerated Bookbuilding
 - Erlöse fließen Altaktionären zu, die diese re-investieren, um weitere Bezugsrechte auszuüben
 - Im Bookbuilding erzielter Preis setzt Rahmen für Bezugsrechtsemission (zumeist prozentualer Abschlag vom Bookbuilding Preis)
 - Gestufte Eintragung der Kapitalerhöhung
- Erhöhte Transaktionssicherheit durch Re-Investition der Erlöse
- Setzt entsprechende Aktionärsstruktur voraus

Beispiele: Drägerwerk (2010), Q-Cells (2010)

Fakten & Trends: 2- stufiger Kapitalmarktauftritt

II. Trends: Strukturierungen von ECM Transaktionen

- 2- stufige Kapitalmaßnahmen – Kombination 10% Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht und Bezugsrechtsemission
 - Vorabplatzierung der 10% und der Bezugsrechtsemission in Accelerated Bookbuilding
 - Durch bezugsrechtsfreie Tranche Schaffung der unbedingt zuteilbaren Aktien
 - Zuteilung der Bezugsrechtstranche mit „Claw Back“
- Maximierung der Erlöse durch „at market“ Platzierung
- Minimierung des Underwriting Risikos
- 10% bezugsrechtsfreie Tranche begrenzt Gesamtvolumen

Beispiel: RWE (2011)

Fakten & Trends: 2- stufiger Kapitalmarktauftritt

II. Trends: Strukturierungen von ECM Transaktionen

- 2- stufige Kapitalmaßnahmen – Kombination Kapitalerhöhung und Convertible Emission
 - Ermächtigungsrahmen womöglich nicht ausreichend, notwendigen Kapitalbedarf zu decken
 - Kombination von Aktien- und Convertible Bezugsrechtsemissionen
 - Convertible pricing im Rahmen eines Accelerated Bookbuilding „at market“ mit Zuteilung vorbehaltlich „Claw Back“ möglich
 - Üblicherweise geringere Ausübungsquote von Bezugsrechten bei Convertible Emissionen ermöglicht „Claw Back“ Struktur
- Maximale Ausnutzung vorhandener Genehmigungen
- Maximierung Erlöse durch „at market“ pricings

Beispiel: Q-Cells (2010)

Fakten & Trends: 2- stufiger Kapitalmarktauftritt

II. Trends: Strukturierungen von ECM Transaktionen

- 2- stufiger Kapitalmarktauftritt – Entkoppelung launch und pricing
 - Ankündigung Kapitalerhöhung und Beginn Bezugsfrist ohne festgelegten Bezugspreis
 - Festlegung Bezugspreis im Rahmen der rechtlichen Vorgaben bis drei Tage vor Bezugsfristende
 - Ermittlung Bezugspreis durch Bookbuilding oder in Abhängigkeit von der Marktentwicklung
- Reduktion Risikoperiode
- Reduzierter Risikoabschlag auf den Börsenkurs durch kürzere Risikoperiode

Beispiele: Premiere/Sky Deutschland (2007), Deutsche Wohnen (2011)

Instrument CoMEN

Fakten – Ausgestaltung der CoMEN (1)

- Bedingte Pflichtumtauschanleihe der Commerzbank AG
 - Inhaberschuldverschreibung, aber aktienähnlich ("synthetische Aktie")
 - sehr kurze Laufzeit (ca. 1 Monat)
 - keine Verzinsung
 - zwingend Umtausch in Commerzbank-Aktien des SoFFin
 - keine Kündigungs-, Rückzahlungs- oder Umtauschrechte
 - damit Möglichkeit zur Teilnahme für Long-Only Investoren in Aktien
 - Koppelung mit Aktienemission durch Bedingungen
 - Hauptversammlungsbeschluss über
 - Wandlungsrecht des SoFFin
 - bedingtes Kapital
 - Kapitalerhöhung
 - Eintragung im Handelsregister

Fakten – Ausgestaltung der CoMEN (2)

- (Noch): Bedingte Pflichtumtauschleihe der Commerzbank AG
 - zugrunde liegende Aktien
 - von SoFFin zur Verfügung zu stellen
 - nicht aus bestehender Beteiligung, da Reduzierung nicht gewünscht
 - nach Wandlung eines Teils der stillen Beteiligungen in neue Commerzbank-Aktien
 - Schaffung eines entsprechenden bedingten Kapitals durch die Hauptversammlung
 - zugleich Wandlung eines zusätzlichen Teils der stillen Einlagen zur Vermeidung einer Verwässerung des SoFFin
 - damit Kopplung zweier wandelbarer Instrumente
 - gegen Erhalt des Emissionserlöses aus der CoMEN-Platzierung
 - bezugsberechtigt in der nachfolgenden Kapitalerhöhung

Fakten – Platzierungsverfahren der CoMEN

- Platzierung kurz nach Veröffentlichung der Hauptversammlungseinladung
 - Wertpapierprospekt für CoMEN: Veröffentlichung von Registrierungsformular, Wertpapierbeschreibung und Zusammenfassung am ersten Tag des Bookbuildings, vor Beginn des Erwerbsangebots
- Erwerbsangebot an die Aktionäre der Gesellschaft
 - Grund: "weiche" Verpflichtung nach FMStBG
 - keine Erwerbsrechtsausübung durch SoFFin
 - Erwerbsfrist: 5 Bankarbeitstage
 - Preisfestlegung am Ende der Frist auf Basis des Bookbuildings
 - geplante Änderung des FMStBG: ersatzloses Entfallen dieser Verpflichtung
- Paralleles Bookbuilding mit institutionellen Investoren
 - beginnend am Tag vor der Erwerbsfrist für Aktionäre
 - marktnahe Platzierung → Optimierung des Emissionsvolumens
 - aber: Höhe des Kursabschlages während Erwerbsfrist unbekannt
- Auskehr des Platzierungserlöses an den SoFFin gegen Übertragung der Aktien aus Umtausch eines Teils der stillen Einlage

Trend - Synthetische Wandelanleihe (1)

- CoMEN: Variante einer synthetischen Wandelanleihe
- Vermarktbarkeit damit nunmehr getestet
 - auch anleihetypische Ausgestaltung möglich
 - längere Laufzeit (z.B. fünf oder sieben Jahre)
 - Zins
 - Wandlungsrecht
- Zulässigkeit
 - hM: Emission zulässig, auch ohne Rekapitalisierungshintergrund
 - Hauptversammlungsermächtigung zur Ausgabe erforderlich (§ 221 AktG)?
 - richtigerweise (-)
 - jedenfalls solange Lieferung von Aktien durch Dritten
 - bei Lieferung eigener Aktien tvA: Erforderlichkeit einer Ermächtigung unter ausdrücklicher Gestattung der Bedienung mit eigenen Aktien

Trend- Synthetische Wandelanleihe (2)

- Aktienlieferung
 - durch einen Dritten (Stillhalter)
 - Lieferungsvereinbarung zwischen Drittem und Gesellschaft (unter Einschaltung eines Treuhänders)
- Anwendungsbereich
 - bei Fehlen
 - einer Ermächtigung zur Begebung einer Wandelschuldverschreibung
 - eines bedingten Kapitals
 - sofern Stillhalterprämie geringer als Kuponeinsparung im Vergleich zu Anleihe ohne Wandlungselement

Einbindung des Großaktionärs

Fakten - Struktur der CoMEN

- Lieferung der unter den CoMEN zu liefernden Aktien durch den SoFFin
- Zeitliche Abfolge
 - CoMEN-Platzierung und Emission der CoMEN durch die Gesellschaft unter Bedingung nachfolgender Hauptversammlung
 - Hauptversammlung (u.a. Schaffung der neuen Aktien des SoFFin)
 - Lieferung der neuen Aktien durch den SoFFin beim Umtausch der CoMEN in Aktien
 - Kapitalerhöhung mit Bezugsrechten für alle Aktionäre
- Wirtschaftlich
 - Debt-Equity-Swap kombiniert mit Kapitalerhöhung

Fakten – Dokumentation der CoMEN

- Abschluss einer Liefervereinbarung zwischen Emittent und Drittem
 - Call-Option für die Gesellschaft
 - Einschaltung eines Treuhänders
 - zur Vermeidung eines unberechtigten Erwerbs eigener Aktien (§ 71 AktG)
 - Abtretung der Option an den Treuhänder
 - Optionsausübung durch den Treuhänder nur im Namen und für Rechnung der Anleihegläubiger
 - Ausscheiden des Emittenten aus den Vorgängen bezüglich Ausübung und Abwicklung der Option
- Weitere Verträge
 - Treuhandvertrag
 - Übernahmevertrag
 - Umtausch- und Zahlstellenvertrag
- Prospekt/Prospekthaftungsrisiko
 - Prospekterstellung durch die Gesellschaft als Emittent und Anbieter
 - der CoMEN und
 - der im Wege der Bezugsrechtsemission emittierten Aktien
 - SoFFin kraft Gesetzes auch kein Prospektveranlasser (§ 20 Abs. 3 FMStBG)

Trend – Debt-Equity-Swap kombiniert mit Bezugsrechtskapitalerhöhung (1)

- Lieferung vor Umtausch neu geschaffener Aktien durch einen Dritten
 - Schaffung der neuen Aktien
 - bedingtes Kapital i.d.R. nicht verfügbar
 - Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss
 - typischerweise aus genehmigtem Kapital
 - Sacheinlage möglich, z.B. Aktionärsdarlehen oder stille Einlagen (letztere allerdings nur zum Geschäftsjahresende, wenn FMStBG nicht anwendbar)
 - Sacheinlageprüfung erforderlich (wenn FMStBG nicht anwendbar)
 - Transaktionssicherheit aufgrund Sacheinlageprüfung reduziert
 - sachliche Rechtfertigung erforderlich; hohe Anforderungen des BGH
 - bei höherem Volumen ggf. (vorangestellte weitere) ordentliche Kapitalerhöhung
 - Anfechtungsrisiko → weitere Reduzierung der Transaktionssicherheit
 - unpraktikabel
 - Ausübung von Optionsrechten durch einen Dritten und Lieferung von Aktien aus bedingtem Kapital, z.B.
 - Ausübung von Wandlungsrechten durch einen Wandelanleihegläubiger
 - Ausübung anderer Optionsrechte, z.B. durch Mitarbeiter/Management

Trend – Debt-Equity-Swap kombiniert mit Bezugsrechtskapitalerhöhung (2)

- Kritische Aspekte
 - bei großvolumiger Emission Lieferung eines großen Aktienpaketes erforderlich
 - ggf. Erreichen oder Überschreiten der Schwelle zum Pflichtangebot durch den Dritten (30% der Stimmrechte)
 - dann: Befreiung vom Pflichtangebot erforderlich
 - Anwendbarkeit der Spezialregelung des § 12 FMStBG nur in Rekapitalisierungssituation zugunsten des SoFFin
 - denkbar aber: z.B. Befreiung wegen kurzfristigen Überschreitens, sofern Umtauschaktien nach Erhalt durch den Dritten sofort weitergegeben werden (§ 37 WpÜG)
 - Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung
 - Erleichterungen des FMStBG nicht anwendbar
 - unbeschränkte Geltung der Regeln über verdeckte Sacheinlagen
 - Vergütung des Dritten für die Bereitstellung aus einer Kapitalerhöhung stammender Aktien?
 - unbeschränkte Geltung des Verbots der Einlagenrückgewähr
 - Vergütung des Dritten für die Bereitstellung aus einer Kapitalerhöhung stammender Aktien?
 - Auskehr des (oder eines Anteils des) Erlöses aus der Platzierung?

Underwriting Strukturen

Fakten & Trends: Underwriting Strukturen

I. Fakten: COMMERZBANK Kapitalerhöhung als Beispiel

- „Volume-Underwriting“ für den gesamten Emissionserlös
- Lange Risikoperiode – de-risking durch Emission der CoMEN
- Fixierung maximaler Discount
- CoMEN Begebung in „best efforts“ Struktur
- Einbindung Junior-Banken erst nach launch der Transaktion

Fakten & Trends: Underwriting Strukturen

II. Trends: Underwriting Strukturen in ECM Transaktionen

■ „Volume-Underwriting“

- Angestrebtes Emissionsvolumen wird garantiert
- Underwriting zum Mindestausgabepreis – tatsächlicher Ausgabepreis wird erst später festgelegt
- Notwendig bei mehrstufigen Maßnahmen (COMMERZBANK Transaktion) oder wenn Klarheit über den Finanzierungsbedarf besteht, aufgrund gesetzlicher Fristen die Kapitalerhöhung aber noch nicht unmittelbar beginnen kann (z.B. zur Finanzierung von M&A Transaktionen)

➤ Lange Risikoperiode der Banken

➤ Verwässerung noch unklar / entsprechend umfangreiches zu emittierende Kapital notwendig

Beispiele: COMMERZBANK (2011), Heideldruck (2010)

Fakten & Trends: Underwriting Strukturen

II. Trends: Underwriting Strukturen in ECM Transaktionen

- Lange Risikoperiode – „de-risking“ durch Vorabplatzierungen
 - Zumeist nicht derart lange wie bei der COMMERZBANK, aber auch im Rahmen von Bezugsrechtsemissionen mindestens 14 Tage
 - Daher häufig Bedarf frühzeitiges de-risking
 - Möglich durch Vorabplatzierung von Teilen der Angebotsaktien
- Ermöglicht mitunter erst ein „hard“ Underwriting
- Abhängig von der Aktionärsstruktur

Beispiele: RWE (2011), Continental (2010), Drägerwerk (2010)

Fakten & Trends: Underwriting Strukturen

II. Trends: Underwriting Strukturen in ECM Transaktionen

■ Fixierung prozentualer Discount

- Bei mehrstufigen Strukturen zumeist Vereinbarung eines Underwriting zu einem festgesetzten prozentualen Abschlag auf eine vereinbarte Bezugsgröße
- Bezugsgröße kann der im Rahmen eines Accelerated Bookbuilding festgesetzte Preis oder der Börsenkurs an einem bestimmten Stichtag sein

- Schafft Klarheit über Verwässerung / minimiert Risiko der Banken
- Bedarf entsprechend umfangreichen (genehmigten) Kapitals, um entsprechende Anzahl an Aktien emittieren zu können

Beispiele: COMMERZBANK (2011), Q-Cells (2010), Drägerwerk (2010)

Fakten & Trends: Underwriting Strukturen

II. Trends: Underwriting Strukturen in ECM Transaktionen

■ Best Efforts Struktur

- „Hard“ Underwriting durch Banken zumeist nur mit Sicherheitsabschlag möglich
- Bei wenig volatilen Aktien mitunter Verzicht auf „hard“ Underwriting möglich
- Platzierung kann dann näher am Marktkurs erfolgen

➤ Minimiert Verwässerung

➤ Unsicherheit über Erfolg der Transaktion bleibt bestehen

Beispiele: Deutsche Wohnen (2011)

Fakten & Trends: Underwriting Strukturen

II. Trends: Underwriting Strukturen in ECM Transaktionen

■ Späte Einbindung Junior Banken

- Underwriting Risiko sinkt signifikant nach Ankündigung der Transaktion und Reaktion des Börsenkurses nach Ankündigung
- Senior Banken übernehmen im ersten Schritt volles Underwriting Risiko – mit Beitritt der Junior Banken zum bereits geschlossenen Underwriting Agreement reduziert sich das Risiko der Senior Banken pro rataisch
- Reduziert die Anzahl der unmittelbar involvierten Parteien vor Ankündigung der Transaktion und reduziert somit auch das Leakage Risiko
- Geringerer Due Diligence Aufwand / leichtere Risikoabschätzung für die Junior Banken nach Ankündigung

Beispiel: COMMERZBANK (2011)

Gesellschaftsrechtliche Strukturmerkmale

Fakten – Hauptversammlung

- Transaktionsbezogene Beschlussfassungen nach FMStBG
 - Einräumung eines Wandlungsrechts für stille Einlagen des SoFFin zur Schaffung der den CoMEN zugrunde liegenden Aktien (§ 15 FMStBG)
 - Schaffung eines neuen korrespondierenden bedingten Kapitals (§ 7a FMStBG)
 - Kapitalherabsetzung durch Herabsetzung des rechnerischen Nennbetrags der Commerzbank-Aktie von € 2,60 auf € 1,00 (§ 7 Abs. 6 FMStBG)
 - Ermöglichung einer Preisfestlegung mit Discount für die Kapitalerhöhung
 - denn Bezugspreis unter dem rechnerischen Nennbetrag unzulässig

Fakten – Erleichterungen durch das FMStBG

- Kurze Einladungsfrist für die Hauptversammlung
 - 21 Tage statt 30 Tage
- Sofortige Eintragung von Hauptversammlungsbeschlüssen mit Bestandskraft
 - kein Anfechtungsrisiko
 - keine zeitliche Verzögerung durch Freigabeverfahren etc.
- Schaffung bedingten Kapitals für Zwecke des Umtauschs der stillen Einlage
 - Verwendungszwecke des bedingten Kapitals sonst ausschließlich zur Bedienung von
 - Wandelanleihen
 - Zusammenschlüssen mit anderen Unternehmen
 - Bezugsrechten von Abreitnehmern und Mitgliedern der Geschäftsführung
- Keine Beschränkung bedingten und genehmigten Kapitals auf 50%
- Keine Sacheinlageprüfung bei Einbringung der stillen Einlage

Trend – "CoCoCo-Bonds" als neue Form der Wandelanleihe? (1)

- Ausgestaltung als Contingent Corporate Convertible Bonds
 - Unternehmensanleihe mit "echter" Finanzierungsfunktion mit
 - Wandlungspflicht bei Eintritt bestimmter Ereignisse, z.B.
 - Abschluss einer Akquisition nach Erteilung noch ausstehenden Kartellvorbehalts
 - in Anlehnung an "CoCo-Bonds" von Banken und Versicherungen
 - zur Ausschöpfung des anrechenbaren Höchstvolumens von Hybridinstrumenten i.R.d. Kernkapital bei deutschen Banken: Wandlung jedenfalls am Ende der Laufzeit
 - als Bestandteil des Kernkapitals nach Basel III (Kapitalpuffer)

Trend – "CoCoCo-Bonds" als neue Form der Wandelanleihe (2)

- Gesellschaftsrechtliche Erfordernisse
 - Hauptversammlungsbeschluss
 - Ermächtigung zur Ausgabe einer Pflichtwandelanleihe (§ 221 AktG) (aufschiebend bedingte Wandelschuldverschreibungen)
 - Klarstellung, dass Wandlungsrecht des Emittenten Begriff der Wandelanleihe unterfällt, geplant mit Aktienrechtsnovelle 2012
 - Sicherung der Wandlungsrechte
 - Verwendbarkeit bedingten Kapitals u.U. (aber nicht unumstritten)
 - künftig: Aktienrechtsnovelle 2012
 - Unterlegung mit bedingtem Kapital ausdrücklich zulässig
 - keine Begrenzung auf 50% des Grundkapitals
 - für den Fall der drohenden Zahlungsunfähigkeit
 - bei Kreditinstituten und Finanzdienstleistungsinstituten: für den Fall einer Belastungssituation oder bei Anweisung durch die BaFin
 - Einhaltung von Sacheinlagevorschriften trotz Verlustbeteiligung nicht erforderlich (§ 194 Abs. 1 Satz 2 AktG)?
 - richtigerweise (+), aber str.