

P+P Pöllath + Partners:

M&A-Transaktionen - In der Schnittstelle von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

P+P Pöllath + Partners berät - rechtlich und steuerlich - ausschließlich in zwei Arbeitsbereichen (nicht: „Rechtsgebieten“), Transaktionen und Asset Management. In diesen Bereichen liegt die Sozietät national und international mit an der Spitze der Rankings. Dr. Bernd Graßl, LL.M., Rechtsanwalt im Münchener Büro von P+P, berichtet über die sich im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen stellenden gesellschafts- und insbesondere auch kapitalmarktrechtlichen Fragen.

Die Tätigkeit eines Anwalts bei M&A-Transaktionen ist die Beratung in Bezug auf den Erwerb und die Veräußerung von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen. Das Leistungsspektrum der Beratung erstreckt

sich dabei - neben der steuerlichen Gestaltung der Transaktion - auf den gesamten Ablauf des Prozesses, von der Durchführung einer Vorereisprüfung (Legal Due Diligence) über die Verhandlung der Verträge bis hin zur

technischen Abwicklung des Geschäfts durch die dingliche Übertragung der erworbenen Wirtschaftsgüter oder Beteiligungen.

In einer Vielzahl der Fälle vollzieht sich der Erwerb eines Unternehmens im Wege des Share Deal, also durch den Erwerb einer gesellschaftsrechtlichen Beteiligung am Rechtsträger des Unternehmens, im Gegensatz zum Asset Deal, bei dem die Übernahme durch den Erwerb eines Teils oder der Gesamtheit der Wirtschaftsgüter des Unternehmens erfolgt. Allerdings stellen sich bei der Gestaltung als Share Deal regelmäßig nicht nur Fragen des Gesellschaftsrechts, die es im Zuge der Übernahme zu beachten gilt, sondern insbesondere auch - wenn es um den Erwerb einer Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft geht - Fragen des Kapitalmarktrechts. Der Beitrag beschreibt einige wesentliche Aspekte des Kapitalmarktrechts im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen.

über die Kontrollstrukturen börsennotierter Gesellschaften und über mögliche Übernahmeversuche informiert werden; der Übernahme eines börsennotierten Unternehmens geht oftmals der Aufbau einer Minderheitsbeteiligung über die Börse voraus. Um insofern für insgesamt ausreichende Transparenz der Beteiligungsverhältnisse zu sorgen, werden für die verschiedenen Meldeschwellen nicht nur solche Stimmrechte berücksichtigt, die dem Meldepflichtigen selbst gehören, sondern es werden ihm unter bestimmten Voraussetzungen auch die Stimmrechte eines Dritten zugerechnet. Etwa muss sich der Meldepflichtige solche Stimmrechte zurechnen lassen, die einem seiner Tochterunternehmen gehören oder die von einem Dritten für seine Rechnung gehalten werden. Sobald die Gesellschaft von dem Meldepflichtigen die Mitteilung über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer Meldeschwelle erhalten hat, muss nunmehr die Gesellschaft ihrerseits die entsprechenden Informationen unverzüglich veröffentlichen.

Kanzleialltag

Die im Zusammenhang mit dem Erwerb einer Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft auftretenden kapitalmarktrechtlichen Fragen sind vielfältig. Zum einen geht es dabei um die Beachtung der Meldeschwellen des Wertpapierhandelsgesetzes, §§ 21 ff. WpHG. Hiernach muss jeder, der mit seiner Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft die Schwellen von 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % oder 75 % der Stimmrechte erreicht, überschreitet oder unterschreitet, dies der Gesellschaft und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unverzüglich mitteilen. Hierdurch sollen der Markt und die breite Öffentlichkeit

Neben der Einhaltung der Meldeschwellen der §§ 21 ff. WpHG ist im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen regelmäßig auch die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität zu beachten. Nach § 15 WpHG müssen die inländischen Emittenten von Aktien alle Insiderinformationen, also Informationen, die, wenn sie öffentlich bekannt werden, den Kurs der Papiere erheblich beeinflussen können, unverzüglich der BaFin und der betroffenen Börse mitteilen und veröffentlichen. Eine solche ad-hoc - publizitätspflichtige Tatsache kann aus Sicht der Gesellschaft etwa der Erwerb oder die Veräußerung einer wesentlichen Beteiligung

P+P

VITA



Dr. Bernd Graßl, LL.M. machte von 1994 - 1996 eine Ausbildung zum Bankkaufmann in München; danach erfolgte von 1996 - 2001 das Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Passau; 2003 schloss sich die Promotion an der Universität Augsburg an. In den Jahren 2003 - 2005 war Graßl Rechtsreferendar im OLG - Bezirk München. In den Jahren 2005 - 2006 absolvierte Graßl ein LL.M.-Studium an der Victoria University of Wellington (Neuseeland).

Dr. Bernd Graßl, LL.M.
P+P Pöllath + Partners

Seit 2006 ist er Rechtsanwalt bei P+P Pöllath + Partners (Büro München). Seine Tätigkeitsbereiche sind Kapitalmarktrecht, M&A und Private Equity.

sein, ebenso die Verschmelzung, Spaltung oder Umwandlung. Geht es demgegenüber um die Übernahme der Gesellschaft selbst oder auch nur den Erwerb einer wesentlichen Beteiligung, kann etwa die Unterzeichnung eines Letter of Intent, mit dem die Eckpunkte eines zukünftigen Vertrages und oftmals auch die Preisspanne festgelegt werden, für die Gesellschaft eine publizitätspflichtige Insider Tatsache darstellen. Dies gilt insbesondere dann, wenn dem potentiellen Erwerber die Verhandlungsexklusivität zugestanden wurde. Um jedoch im Falle noch laufender Verhandlungen den erfolgreichen Abschluss der Transaktion nicht zu gefährden, kann die Gesellschaft von der Pflicht zur Veröffentlichung befreit sein, wenn hierdurch eine Irreführung der Anleger nicht zu befürchten ist und die Vertraulichkeit der Information gewährleistet ist.

Häufig stellen sich im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen auch Fragen des Übernahmerechts. Die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) ist eine Möglichkeit zur Übernahme einer börsennotierten Gesellschaft, häufig in Kombination mit dem Erwerb größerer Pakete von Aktien von einem oder mehreren Großaktionären. Dabei versteht man unter einem öffentlichen Angebot zum Erwerb von Wertpapieren ein bindendes Angebot des Übernahminteressenten an die Aktionäre der Zielgesellschaft, ihre Aktien zu einem bestimmten Preis zu erwerben. Hierzu bedarf es der Erstellung und Veröffentlichung einer Angebotsunterlage, in der die wesentlichen Angaben über den Inhalt des Angebots enthalten sind, etwa Angaben über die Person des Bieters,

über die Zielgesellschaft und die Papiere, auf deren Erwerb das Angebot gerichtet ist, über die den Aktionären zu zahlende Gegenleistung und über die Finanzierung des Angebots. Um mit dem Angebot einen möglichst breiten Kreis der Aktionäre zu erreichen, muss die Angebotsunterlage im Internet und durch Bekanntgabe im elektronischen Bundesanzeiger oder durch das Bereithalten zur kostenlosen Ausgabe etwa durch die die Transaktion begleitende Bank veröffentlicht werden. Nach dem Abschluss des Angebotsverfahrens muss der Bieter die Anzahl aller ihm nunmehr zustehender Wertpapiere und Stimmrechte an der Gesellschaft veröffentlichen. Die Tätigkeit eines Rechtsanwalts erstreckt sich auch hier auf den gesamten Ablauf der Transaktion, insbesondere auf die Erstellung der Angebotsunterlage, die Beratung des Bieters in Bezug auf die Finanzierung der Transaktion und die Begleitung bei den notwendigen Veröffentlichungen.

Umgekehrt kann die Beratung im Zusammenhang mit dem Erwerb einer Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft auch auf die Vermeidung eines öffentlichen Übernahmeangebots gerichtet sein. Nach den Vorschriften des WpÜG muss, wer an einer börsennotierten Gesellschaft die Schwelle von 30 % der Stimmrechte erreicht oder überschreitet, dies unverzüglich veröffentlichen und innerhalb von vier Wochen den übrigen Aktionären ein öffentliches Angebot zum Erwerb ihrer Aktien unterbreiten, sogenanntes Pflichtangebot. Hintergrund dieser Regelung ist es, den Minderheitsaktionären die Möglichkeit zum Verkauf ihrer Beteiligung zu fairen Konditionen zu bieten, wenn ein Großaktionär aufgrund seiner Beteiligung an der Ge-

sellschaft über diese weitgehend die Kontrolle ausüben kann. Insoweit ist zu beachten, dass auch hier - ebenso wie für die beschriebene Pflicht zur Veröffentlichung der Stimmrechtsanteile nach dem WpHG - nicht nur die Stimmrechte maßgeblich sind, die dem Inhaber der Beteiligung selbst gehören, sondern dass ihm gleichfalls unter bestimmten Voraussetzungen die Stimmrechte eines Dritten zuzurechnen sind, auch hier etwa die Stimmrechte eines Tochterunternehmens oder Stimmrechte, die von einem Dritten für Rechnung des Aktionärs

gehalten werden. Soll nun ein öffentliches Übernahmeangebot nicht abgegeben werden, etwa weil der Aktionär seine Beteiligung an der Gesellschaft nicht weiter ausbauen möchte oder weil die Finanzierung des Angebots nicht sichergestellt ist, ist Gegenstand der Beratung eine Gestaltung der Beteiligungsverhältnisse, mit denen die Schwelle von 30 % nicht erreicht wird und kein Angebot abgegeben werden muss. Soll demgegenüber nach dem Erreichen der Kontrollschwelle tatsächlich ein Angebot abgegeben werden, geht es auch hier um die Er-

Kurzprofil: P+P Pöllath + Partners



P+P Pöllath + Partners ist spezialisiert auf Rechts- und Steuerberatung für Unternehmenskauf (M&A), Private Equity/Venture Capital, Immobilien, Unternehmer und Großvermögen (Family Office). Wir sind ein junges Team von 22 Partnern und insgesamt 85 Anwälten und Steuerberatern mit Büros in Berlin, München und Frankfurt. Wir konzentrieren uns auf Transaktionen - Unternehmenskauf, -gründung, -nachfolge (mit Private Equity, Venture Capital, Listing/Delisting, Fonds-Strukturierung und -Screening, Nachfolge- und Steuergestaltung) und Immobilien -, sowie Asset Management: Vermögensanlage, -planung, -nachfolge (mit Family Office, Großvermögen, Investmentbanken, Fonds, Finanzprodukten, Trusts, Stiftungen, Steuerzusagen/-prüfungen). P+P Pöllath + Partners ist völlig unabhängig. Wir arbeiten freundschaftlich zusammen, untereinander, mit fachlich führenden Kollegen anderer Sozietäten und mit Beratern, Banken usw. Über die Hälfte unserer Mandate ist auslandsbezogen. Um den hohen Qualitätsstandard in der Beratungsleistung konsequent aufrechtzuerhalten, legen wir großen Wert auf hervorragend qualifizierte Mitarbeiter und eine kontinuierliche Weiterbildung (vgl. u.a. die Postgraduiertenstudiengänge der Universität Münster, (www.jurgrad.de). Mehr über die Tätigkeit von P+P Pöllath + Partners erfahren Sie unter www.pplaw.com (Ansprechpartner: Rechtsanwalt Christoph Philipp, LL.M., E-Mail: Christoph.Phillipp@pplaw.com).

stellung einer Angebotsunterlage und die Beratung des Bieters in Bezug auf das gesamte Angebotsverfahren.

Perspektiven

Der Bereich M&A ist gerade für den Berufsanfänger äußerst attraktiv. Der Bedarf an hochqualifizierten Associates für M&A ist nach wie vor groß. Dies begründet überdurchschnittliche Karrierechancen für Berufseinsteiger.

Auch wenn davon auszugehen ist, dass der M&A-Markt weiter wachsen wird, bleibt eine Spezialisierung unentbehrlich. Die Ansprüche der Mandanten nach einem hohen Grad der Professionalisierung werden weiter zunehmen. Einfaches „Wheeling Dealing“ reicht nicht, vielmehr wird eine hohe Expertise in der Tätigkeit verlangt. Das Kapitalmarktrecht in seiner Nähe zum Gesellschaftsrecht erweist sich hier als interessantes Betätigungsfeld. Insbe-

sondere durch die Einbindung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht erhält der Berufsanfänger einen Einblick in spannende Transaktionen aus nächster Nähe, die oftmals kurze Zeit später in der Wirtschaftspresse nachzulesen sind. Solch große Transaktionen bringen üblicherweise eine hohe Arbeitsbelastung mit sich, der jedoch im Gegenzug sehr gute Verdienstaussichten - wie im gesamten Bereich M&A - gegenüberstehen.

Auch wenn der Berufsanfänger in der Ausbildung mit dem Kapitalmarktrecht in der Regel noch nicht in Berührung gekommen ist, werden sich schnell Erfolgserlebnisse einstellen. Auch das Kapitalmarktrecht ist keine undurchdringliche Rechtsmaterie, kein „Hexenwerk“. Das erste selbst entworfene öffentliche Übernahmeangebot wird nicht lange auf sich warten lassen. Gleichwohl wird die Erfahrung aus der täglichen Praxis - „Learning by Doing“ - in der Regel nicht reichen. Eine gründliche

Vertiefung des Kapitalmarktrechts ist unerlässlich. Als sehr gute Vorbereitung auf den Berufseinstieg, aber auch als Ausbildung während der ersten Berufsjahre, haben sich speziell auf den Unternehmenskauf ausgerichtete Fortbildungen etabliert. Die Teilnahme am M&A - Postgraduiertenstudiengang Münster (www.jurgrad.de) ist daher auch Teil des Ausbildungskonzepts für junge Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter bei P+P Pöllath + Partners.

Praktikertipp

Wer sich auf den Bereich des Kapitalmarktrechts spezialisieren möchte, sollte vor allem ein ausgeprägtes wirtschaftliches Verständnis haben. Das tägliche Studieren der Wirtschaftszeitungen ist sicherlich unerlässlich. Neben den sonstigen üblichen Anforderungen wie Prädikatsexamina, Teamfähigkeit und Belastbarkeit sind vertiefte Kenntnisse im Gesellschafts- und Steuerrecht er-

förderlich. Mehr als anderswo ist sicheres Englisch unverzichtbar. Dies liegt daran, dass nahezu die sämtliche Korrespondenz und Vertragsdokumentation in englischer Sprache erfolgt, sogar in Transaktionen, bei denen kein Beteiligter aus dem englischsprachigen Raum stammt. Am besten erlangt man dies durch ein Auslandssemester oder ein LL.M.-Studium, als Rechtsreferendar zudem in der Wahlstation.

Zu einem hervorragenden Kapitalmarktrechtler gehört neben dem Spaß am Stress selbstverständlich, den „Stand der Technik“ - „best practice“ - zu kennen und zu erhalten. Ähnlich wie das Steuer- und Gesellschaftsrecht ist auch das Kapitalmarktrecht eine sich ständig fortentwickelnde Rechtsmaterie. Die beste Fortbildung ist oftmals der selbst geschriebene Fachaufsatz.

White & Case LLP:

Verbriefung: Strukturierte Finanzierung für kreative Köpfe

Die aktuelle „Subprime“-Krise und ihre Folgen haben den Blick auf ein Finanzinstrument gelenkt, welches außer den auf diesem Gebiet tätigen Marktteilnehmern einer breiteren Öffentlichkeit bislang nicht bekannt war: die Verbriefung von Forderungen und anderen Vermögenswerten (Securitisation).

Tatsächlich hat dieses in Europa recht junge Finanzierungsinstrument seit einigen Jahren stetig an Bedeutung gewonnen. Das Volumen des deutschen Verbriefungs-

markts hat sich seit 2002 von ca. EUR 30 Mrd. auf etwa EUR 67 Mrd. im Jahre 2006 verdoppelt. White & Case LLP hat diese dynamische Entwicklung in den letzten

Jahren erfolgreich begleitet (JUVE Awards 2006 - Law Firm of the Year for Bank Finance).

Rechtsgebiet

Für Unternehmen bietet eine Verbriefung eine alternative Form der Finanzierung verbunden mit dem Zugang zum Kapitalmarkt mit im Vergleich zur herkömmlichen Kreditfinanzierung günstigeren Konditionen. Für Kreditinstitute sind Verbriefungen darüber hinaus ein wichtiges Instrument für die Eigenkapitalsteuerung und das Risikomanagement. Bei Verbriefungen handelt es sich im Kern um eine Finanzierungsform, bei der Vermögenswerte (zumeist Forderun-

gen), die einen gleichmäßigen Cashflow erzeugen, unter Einbindung einer Zweckgesellschaft in handelbare Wertpapiere (Schuldverschreibungen) umgewandelt (verbrieft) werden. Gegenstand einer Verbriefung können unterschiedlichste Vermögenswerte sein wie z.B. Hypothekendarlehen, Unternehmenskredite, Forderungen aus Handelsgeschäften, Kreditkarten- oder Leasingforderungen. Man unterscheidet typischerweise zwischen sog. True Sale und synthetischen Verbriefungen. Bei einer True Sale Verbriefung werden (vereinfacht dargestellt) die Vermögenswerte vom Forderungsinhaber (sog. Originator) an eine Zweckgesellschaft verkauft (True Sale). Die für den Er-