

Schriften zum Gesellschafts-, Bilanz- und Unternehmensteuerrecht

Herausgegeben von Joachim Hennrichs

Franziska Neumann

Rechtliche Probleme von PIPE-Transaktionen

SGBU 15

1. Teil: Einführung

PIPE-Transaktionen beschreiben participations measures von Investoren am Eigenkapital börsennotierter Zielgesellschaften. Die Abkürzung PIPE steht hierbei für *Private Investments in Public Equity* oder *Entities*.¹ Im Gegensatz zur öffentlichen Platzierung von Aktien, bei der die Aktien der breiten Öffentlichkeit angeboten werden, wird der Beteiligungserwerb bei der PIPE-Transaktion *privat* im Vorfeld abgestimmt. Kennzeichnend für den Abschluss einer PIPE-Transaktion ist eine Investorenvereinbarung zwischen den Beteiligten, in der die Bedingungen der Beteiligung festgelegt werden. Die Transaktion dient in erster Linie der Unternehmensfinanzierung (*Investment*). Durch die Börsennotierung der Zielgesellschaft (*Public Equity*) sind kapitalmarktrechtliche Besonderheiten bei der Strukturierung der Transaktion zu berücksichtigen.

In einem weiteren Sinne werden PIPE-Investments durch zwei Elemente charakterisiert. Zum einen richten sie sich teils aus rechtlichen, teils wirtschaftlichen Gründen grundsätzlich auf das bloße Erreichen einer minderheitlichen Beteiligung an der Zielgesellschaft. Zum anderen werden die strukturellen Nachteile der Minderheitsposition des Investors durch die Vorteile einer gemeinsamen Aushandlung der Beteiligungskonditionen und die Möglichkeit eines individuellen Zuschnitts der Investorenvereinbarung ausgeglichen.

I. PIPE-Transaktionen

Bevor die an PIPE-Transaktionen beteiligten Akteure vorgestellt werden, sollen kurz die wirtschaftlichen Entstehungsgründe von PIPE-Investments, die strukturbestimmenden Interessen bei PIPE-Transaktionen sowie einige Beispiele von PIPE-Transaktionen in Deutschland genannt werden.

1 Schiessl, AG 2009, 385, 386.

A. Entstehungsgeschichte von PIPE

Ihren Ursprung haben PIPE in den USA, wo sie Anfang der 1990er Jahre eine Möglichkeit für eher kleinere und mittlere börsennotierte Unternehmen darstellten, sich kostengünstig zu finanzieren.² Insbesondere Unternehmen aus den damals boomenden Branchen der Telekommunikation, Bio- oder Pharmatechnologie mit hohem Finanzierungsbedarf machten hiervon Gebrauch.³ Charakteristisch war hierbei die starke Rolle des Investors, der zumeist auf ein innovatives, aber finanzschwaches Zielunternehmen traf. Begünstigt wurden PIPE-Transaktionen in den USA durch die Möglichkeit für an der NASDAQ oder dem New York Stock Exchange notierende Gesellschaften, Aktien im Umfang von bis zu 20 Prozent des Grundkapitals meist ohne Zustimmung der Altaktionäre und mit deutlichem Abschlag auf den Börsenkurs auszugeben.⁴

Dagegen stellt das deutsche Aktienrecht an die Schaffung neuen Kapitals und den Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre hohe Anforderungen. Während die Bezeichnung eines PIPE-Investments sich in den USA somit vorrangig auf den Erwerb junger Aktien im Rahmen einer Privatplatzierung beschränkt, wird in Deutschland unter PIPE weitergehend das Eingehen einer strukturierten Minderheitsbeteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft auch im Wege des Anteilerwerbs von Altaktionären verstanden.⁵

B. Wirtschaftlicher Hintergrund

PIPE-Transaktionen kommt vor allem in Zeiten schwieriger Fremdkapitalaufnahme und zurückhaltender Kapitalmärkte besondere Bedeutung zu. Eine Refinanzierung der Zielgesellschaft über ein öffentliches Angebot neuer Aktien an das Anlegerpublikum scheitert häufig an einer ausreichend gesicherten Platzierbarkeit. Dagegen lassen sich für die Zeichnung neuer Aktien bei kleinvolumigen Aktienemissionen im Umfang von zehn Prozent des Grundkapitals zumeist institutionelle Investoren

2 Gerhard, GesKR 2006, 286; Nussbaum/Rothenfußer in Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, § 21 1.1.

3 Gerhard, GesKR 2006, 286.

4 Gerhard, ECFR 2008, 305, 307; Nussbaum/Rothenfußer in Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, § 21 1.1.

5 Nussbaum/Rothenfußer in Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, § 21 1.2.

finden. Die Ansprache eines beschränkten Investorenkreises und die Möglichkeit einer eingeschränkten Dokumentation verhelfen der Transaktion hier zu einer kostengünstigen und zügigen Durchführung.⁶

Aus Investorensicht bieten börsennotierte Zielgesellschaften interessante Beteiligungsobjekte, wenn sie vom Kapitalmarkt unterbewertet sind und das darin liegende Kursentwicklungspotential als günstiges Renditeprofil erkannt wird.⁷ Außerdem sind institutionelle Investoren angesichts stetig steigender Fondsvolumina darauf angewiesen, immer neue Zielgesellschaften mit profitabilem Gewinnhorizont aufzufinden.⁸ Demgegenüber befinden sich börsennotierte Unternehmen, deren wahrer Wert infolge einer wirtschaftlichen Krisensituation nicht mehr angemessen durch den Börsenkurs ausgedrückt wird, auf der Suche nach stabilisierenden Kern- oder Ankeraktionären, welche die Unternehmenspolitik mit einer nicht unerheblichen Beteiligung von 10 bis 25 Prozent am Grundkapital der Gesellschaft dauerhaft unterstützen.⁹ Auf diese Weise kann auch die Gefahr feindlicher Übernahmen verringert werden. Zusätzlich erhofft man sich ein positives Signal für die Kursentwicklung der Aktie. Gleichzeitig wird die Eigenkapitalbasis des Zielunternehmens gestärkt, was wiederum dessen Bonität für potentielle Fremdkapitalgeber verbessert.

C. Strukturbestimmende Interessen von Investor und Zielgesellschaft

PIPE-Investments erlangen insbesondere in Zeiten zurückhaltender Fremdkapitalvergabe und geschlossener Kapitalmärkte als Mittel der Unternehmensfinanzierung Bedeutung.¹⁰ Im Hinblick auf den unter Umständen dringenden Finanzbedarf haben Zielgesellschaften im Regelfall ein Interesse an besonders rascher Kapitalverschaffung.¹¹ Vor diesem Hintergrund sind PIPE-Beteiligungen durch Strukturierungen geprägt, die möglichst zügig umgesetzt werden können und bei denen eine Ein-

6 Blättchen/Nespethal, *Going Public „Kapitalmarktrecht 2009“*, 24.

7 Fuchs/Fischer, *vision+money special*, Nov. 2004, 20; Schmitz/Slopek, *NJOZ* 2009, 1264, 1265.

8 v. Werder/Braun/Fromholzer in Eilers/Koffka/Mackensen, *Private Equity*, II. Rn. 1.

9 Schiessl, *AG* 2009, 385, 385 f.

10 Kock, *VentureCapital Magazin* 2009, 13, 14 f.

11 v. Riegen, *CFL* 2010, 1, 3.

bindung der Hauptversammlung vermieden werden kann.¹² Gleichermaßen besteht ein Interesse der Gesellschaft an kostengünstiger Transaktionsgestaltung. Insbesondere sind daher Transaktionsstrukturen von Bedeutung, die keine Prospektpflicht der Gesellschaft auslösen.¹³

Aus Sicht des Investors steht vor allem das transaktionssichere Erreichen der von ihm angestrebten Beteiligungshöhe im Vordergrund.¹⁴ Daher werden die Beteiligten – soweit möglich – solchen Strukturen den Vorzug geben, durch die Rechte der Aktionäre möglichst wenig beeinträchtigt werden, um hier etwa das Risiko rechtlicher Angriffe gegen Umsetzungsbeschlüsse der Verwaltung gering zu halten. Zudem muss die Transaktionsstruktur die Einhaltung kapitalmarktrechtlicher Regelungen, insbesondere des Marktmissbrauchsrechts, gewährleisten.

D. Beispiele von PIPE-Transaktionen in Deutschland

Während die Entwicklung von PIPE in den USA jährlich über 1000 Transaktionen¹⁵ hervorbringt, ist die PIPE-Landschaft in Deutschland noch wenig ausgeprägt.¹⁶

Als eine der ersten PIPE-Transaktionen in Deutschland gilt der Einstieg von General Atlantic Partners als Ankeraktionär mit einer Beteiligung von 25,1 Prozent bei der IXOS Software AG im Jahr 2002.¹⁷ Die Beteiligung erwarb General Atlantic Partners zu einem Drittel im Wege einer Zehn-Prozent-Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Bezugsrechtsabschluss sowie zu zwei Dritteln im Wege des Paketerwerbs von Gründungsaktionären.¹⁸ Die Transaktion diente der Ablösung der Gründer und der Einbindung eines langfristig orientierten Investors im Hinblick auf die Sicherstellung der Finanzierung des künftigen Wachstums.¹⁹

12 v. Riegen, CF spezial 2010, 22, 23.

13 Blättchen/Nespethal, Going Public „Kapitalmarktrecht 2009“, 24, 25.

14 v. Riegen, CFL 2010, 1, 3.

15 Survey of 2009 Technologie, Private Investment in Public Equity (PIPE) Transactions, by Hartlin/Claassen/Zuppone; abrufbar unter <http://www.paulhastings.com/publicationdetail.aspx?publicationId=1501>

16 Kock, VentureCapital Magazin 2009, 13, 14 f.; Nussbaum/Rothenfußer in Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, § 21 1.3.; Schmitz/Slopek, NJOZ 2009, 1264.

17 Nussbaum/Rothenfußer, Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, § 21 1.3; siehe auch Ad-hoc-Mitteilung der IXOS Software AG vom 13.8.2002.

18 Ad-hoc-Mitteilung der IXOS Software AG vom 13.8.2002.

19 Ad-hoc-Mitteilung der IXOS Software AG vom 13.8.2002.

Als eine der ersten PIPE-Transaktionen in der Biotech-Branche wird die Durchführung einer Zehn-Prozent-Kapitalerhöhung durch die MediGene AG im Frühjahr 2004 angesehen, im Zuge derer der Private Equity-Investor Techno Venture Management mit 6,35 Prozent am Grundkapital der MediGene AG beteiligt wurde.²⁰ Gleichzeitig mit der Kapitalerhöhung führte die Gesellschaft eine prospektfreie Bezugsrechts-emission von neuen Aktien unter Ausnutzung eines weiteren genehmigten Kapitals sowie eine Bezugsrechtsemission von Wandelschuldverschreibungen mit anschließender Platzierung der nicht ausgeübten Bezugsrechte bei institutionellen Investoren durch.²¹ Es handelte sich hierbei um eine dreistufige PIPE-Transaktion, im Rahmen derer neben dem Hauptinvestor noch weitere institutionelle Investoren beteiligt wurden.²² Beide Transaktionen sind kennzeichnend für PIPE-Investments als Beteiligungen von langfristig orientierten Investoren in kapitalintensiven Wachstumsbranchen unter Verwendung einer häufig mehrstufigen Beteiligungsstruktur.

Dabei ist für PIPE-Investments zumeist eine Strukturierung im Wege der Zehn-Prozent-Barkapitalerhöhung mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss typisch. Die Investoren erwerben dabei jeweils Beteiligungen in Höhe von knapp über neun Prozent des Grundkapitals. Beispiele für eine solche Struktur sind etwa die Beteiligung der Qatar Holding LLC an der Hochtief AG im Dezember 2010, der Einstieg der durch den Staatsfonds IPIC kontrollierten Aabar Investments PJSC bei der Daimler AG im März 2009 sowie der Santo Holding (Deutschland) GmbH bei der MediGene AG im September 2007. In allen Fällen gingen die Investitionen mit der Erklärung des Investors einher, mit ihrer Beteiligung eine langfristige Partnerschaft eingehen zu wollen.²³

PIPE-Transaktionen lassen sich auch als reine Bezugsrechtsemissionen strukturierten, wenn der PIPE-Investor eine Zeichnungsgarantie für alle nicht bezogenen Aktien abgibt, die auch als Backstop-Garantie bezeichnet wird. Auf diese Weise beteiligten sich etwa die Brüder Herz im Jahr 2008 an der Escada AG in Höhe von 26 Prozent. Ein ähnliches Modell strebte der Finanzinvestor Apollo Global Management LLC bei der Infineon Technologies AG im Juli 2009²⁴ an. Die beabsichtigte Beteiligungs-

20 Handelsregisteranmeldung der MediGene AG vom 5.3. 2004.

21 Pressemitteilung der MediGene AG vom 4.3.2004 und vom 11.3.2004.

22 Pressemitteilung der MediGene AG vom 4.3.2004 und vom 11.3.2004.

23 Ad-hoc-Mitteilung der Hochtief AG vom 6.12.2010; Ad-hoc-Mitteilung der Daimler AG vom 22.3.2009; Pressemitteilung der MediGene AG vom 10.9.2007.

24 Börsenzulassungsprospekt der Infineon Technologies AG vom 16.7.2009, S. 178 ff.

höhe konnte der Finanzinvestor hier jedoch nicht erreichen, da bereits die Ankündigung der Investitionsabsichten genügte, um eine Bezugsquote der Altaktionäre von über 95 Prozent auszulösen.²⁵

Auch ohne die Zeichnung neuer Aktien können PIPE-Investments zustandekommen, wenn der Investor sich an der Zielgesellschaft durch den Erwerb bereits existierender Aktien beteiligt. Durch Marktkäufe erwarben beispielsweise die Private Equity Gesellschaft One Equity Partners im Januar 2008 knapp über 15 Prozent der Anteile der Pfeiderer AG²⁶ oder die SKion GmbH im März 2009 eine Beteiligung in Höhe von 22,3 Prozent an der SGL Carbon SE.²⁷ In beiden Fällen sagten die Investoren die langfristige Unterstützung und Beratung des Unternehmens zu.

Ähnliche Zusagen machte der Private Equity-Investor Blackstone anlässlich des Erwerbs einer Beteiligung in Höhe von 4,5 Prozent an der Deutsche Telekom AG im Wege des Paketerwerbs²⁸ sowie Daimler bei dem Erwerb eines Anteilspakets in Höhe von 22,3 Prozent an der Tognum AG im April 2008.²⁹

II. Beteiligte

Bei den verschiedenen Strukturierungsmöglichkeiten von PIPE-Transaktionen können jeweils unterschiedliche Beteiligte auftreten. Je nach Transaktionsgestaltung sind neben Zielgesellschaft und Investoren weitere wesentliche Akteure die Aktionäre der Zielgesellschaft und die an der Abwicklung beteiligten Banken. Im Folgenden ist daher auf die mögliche Rolle und Zielsetzung dieser Gruppen näher einzugehen.

A. Investoren

Das Bild von PIPE-Transaktionen prägt eine große Bandbreite von Investorentypen, die sich in ihrem Fokus und Verhalten als Aktionär deut-

25 Geschäftsbericht 2009 der Infineon Technologies AG, S. 75.

26 Ad-hoc-Mitteilung der Pfeiderer AG vom 22.1.2008.

27 Handelsblatt vom 16.3.2009, „Klatten steigt bei SGL Carbon ein“.

28 Mitteilung der Deutsche Telekom AG vom 24.4. 2006“ Deutsche Telekom begrüßt Verkauf von T-Aktien durch KfW an Blackstone“.

29 Ad-hoc-Mitteilung der Daimler AG vom 30.4.2008: „Daimler wird neuer Hauptaktionär von Tognum“.

lich unterscheiden.³⁰ Ausgehend von den oben genannten Beispielen sind zunächst Private Equity-Investoren wie Blackstone und One Equity Partners zu nennen. Daneben treten in vielen Fällen vermögende Privatinvestoren oder Unternehmerfamilien wie die Brüder Herz, Strüngmann (Santo Holding GmbH) oder die Familie Klatten (SKion GmbH) in die Rolle eines Ankeraktionärs ein. Besonderes Interesse an Investitionen in börsennotierten Gesellschaften zeigen weiter staatliche Investment Fonds³¹ wie Aabar Investments sowie strategisch motivierte Industrieunternehmen wie Daimler.

1. Private-Equity-Investoren

Bemerkenswert ist die besondere Rolle von Private Equity-Gesellschaften in PIPE-Transaktionen. Denn der Erwerb einer minderheitlichen Beteiligung an möglichen Zielgesellschaften gehört grundsätzlich nicht zur Kernstrategie dieser Investoren. Vielmehr streben Private Equity-Gesellschaften danach, das Zielunternehmen mehrheitlich zu erwerben, um die volle Kontrolle über die Unternehmensführung zu erlangen und so auf eine Steigerung des Unternehmenswertes hinwirken zu können.³² Außerdem ist der für Private Equity-Übernahmen typische Mechanismus des *Debt Push Down* nur bei vollständigem Erwerb des Unternehmens oder bei Abschluss eines Beherrschungsvertrages möglich. Nur dann kann der Investor Zugriff auf den Cashflow des erworbenen Unternehmens nehmen, um die zum Erwerb aufgenommene Fremdfinanzierung zu tilgen. Ein schwieriges Marktumfeld für fremdfinanzierte Unternehmenskäufe befördert jedoch das Interesse von Investoren an Minderheitsbeteiligungen auf Eigenkapitalbasis.³³ Private Equity-Investoren sind daher zunehmend bereit, solche Minderheitsbeteiligungen einzugehen.³⁴ Nicht zuletzt eröffnen Minderheitsbeteiligungen Private Equity-Investoren den Einstieg zur Mehrheitsbeteiligung.³⁵

Da Private Equity-Investoren insbesondere die gewinnbringende Weiterveräußerung der Beteiligung nach Restrukturierung des Unterneh-

30 Fuchs/Fischer, *GoingPublic* 2004, 54.

31 Schiessl, AG 2009, 385, 386.

32 v. Werder/Braun/Fromholzer in Eilers/Koffka/Mackensen, *Private Equity*, II. Rn. 3; Bernhardt/Mark in FS Schwark, S. 349, 350.

33 v. Riegen, CFL 2010, 1, 2; Hess, *Sanierungshandbuch*, Kap. 15 Rn. 30.

34 So auch bei Hess, *Sanierungshandbuch*, Kap. 15 Rn. 35.

35 Hess, *Sanierungshandbuch*, Kap. 15 Rn. 35.

mens und Verbesserung seiner Ertragsfähigkeit anstreben,³⁶ liegt eine der Herausforderungen bei PIPE-Investments darin, trotz der geringen Beteiligungshöhe Einfluss auf die Unternehmensführung zu gewinnen. Wie sich diese Einflussnahme gestaltet, hängt eng mit der generellen Investmentstrategie des Investors zusammen. Das Spektrum reicht hier von branchen- und regional spezialisierten Private Equity-Gesellschaften, die sich als aktive Berater und Weiterentwickler der Zielunternehmen mit langfristigem Investitionshorizont sehen, bis hin zu Investoren, deren Anlagestrategie ähnlich der von Hedgefonds auf die Realisierung kurzfristiger Gewinne ausgerichtet ist und oft mit einer aktivistischen Ausübung der Aktionärsrechte in der Hauptversammlung einhergeht.³⁷ Da die Beteiligung an börsennotierten Gesellschaften den Anlegern von Private Equity-Fonds auch direkt offensteht, macht die aktive Förderung der Unternehmensleistung den Mehrwert aus, den Private Equity-Gesellschaften zu erbringen haben.³⁸

2. Family Offices

Eine weitere bei PIPE-Transaktionen in Erscheinung getretene Investorengruppe sind sogenannte *Family Offices*, mithin Unternehmen, die sich mit der Verwaltung und Betreuung privater Großvermögen beschäftigen,³⁹ wie die Beteiligungsgesellschaft SKion der Familie Klatten oder private Investoren, wie die Brüder Herz. Family Offices und private Investoren zeichnen sich ebenso wie Private Equity-Investoren zumeist durch einen langfristigen Anlagehorizont aus.⁴⁰ Häufig prägen diese Investoren auch eine unternehmerische Zielsetzung und besondere unternehmerische sowie Branchenerfahrung.⁴¹

36 Eilers/Koffka in Eilers/Koffka/Mackensen, Private Equity, Einleitung Rn.7.

37 Eidenmüller, DStR 2007, 2116; Faber in Hommelhoff/Hopt/v.Werder, Handbuch Corporate Governance, 219, 222 f.; zum aktivistischen Vorgehen von Hedgefonds vergleiche insbesondere Schiessl, ZIP 2009, 689 ff.

38 Nussbaum/Rothenfußer in Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, § 21 1.4.

39 BaFin, Merkblatt zur Erlaubnispflicht gemäß § 32 Abs. 1 KWG für Family Offices, 5. Abschnitt, Stand 10.2.2009.

40 Hess, Sanierungshandbuch, Kap. 15 Rn.38.

41 Hess, Sanierungshandbuch, Kap. 15 Rn.37 f.

3. Staatsfonds

Zu den eher langfristig orientierten Investoren gehören ferner Staatsfonds oder *sovereign wealth funds*.⁴² Staatsfonds befinden sich im Eigentum eines Staates und verwalten und öffentliche Mittel.⁴³ Zu nennen ist etwa die Beteiligung von Aabar Investments an Daimler.⁴⁴

4. Strategische Investoren

PIPE-Investoren können auch strategische Investoren sein, die im Hinblick auf den Ausbau und die Stärkung ihrer Kerngeschäftsfelder investieren.⁴⁵ Diese sind naturgemäß an einem möglichst großen Einfluss auf die Zielgesellschaft interessiert. Sie zielen daher auch eher auf einen mehrheitlichen Anteilserwerb ab. Zumindest visieren sie das Erreichen einer Sperrminorität an.⁴⁶ In diesen Fällen kann die PIPE-Beteiligung neben der Stabilisierung des Aktionärskreises der Schaffung von Synergien dienen, beispielsweise der Absicherung bestehender Lieferbeziehungen wie beim Einstieg von Daimler bei Tognum⁴⁷ oder Kostenersparungen wie beim Einstieg von Etihad bei Air Berlin.⁴⁸

B. Zielgesellschaften

PIPE-Beteiligungen lassen sich nicht auf bestimmte Branchen oder Unternehmensgrößen beschränken. Als flexibles Finanzierungsinstrument kommen sie mittlerweile nicht mehr nur für PIPE-typische kleinere Gesellschaften aus den kapitalintensiven Bereichen Biotech, Pharma, Technologie und Telekommunikation in Frage, sondern gewinnen zunehmend auch an Reiz für größere, etablierte Unternehmen.⁴⁹

42 Hopt in Hopt/Wohlmannstetter, Handbuch Corporate Governance von Banken, 1. Teil, B. II. 3.; Nettesheim, ZHR 172 (2008), 729, 731.

43 Faber in Hommelhoff/Hopt/v.Werder, Handbuch Corporate Governance, 219, 220.

44 Zu weiteren Beispielen von Investments durch Staatsfonds in deutschen Gesellschaften Schiessl, AG 2009, 385, 386.

45 Faber in Hommelhoff/Hopt/v.Werder, Handbuch Corporate Governance, 219, 220.

46 Faber in Hommelhoff/Hopt/v.Werder, Handbuch Corporate Governance, 219, 220.

47 Ad-hoc-Mitteilung der Daimler AG vom 30.4.2008.

48 Kloß, manager magazin online vom 7.6.2012, „Die rasante Integration von Air Berlin“.

49 Gerhard, GesKR 2006, 286.

PIPE-Beteiligungen setzen die Börsennotierung der Zielgesellschaft begrifflich voraus. Demzufolge beziehen sich PIPE-Transaktionen auf Beteiligungen an Zielgesellschaften, die in der Rechtsform der Aktiengesellschaft organisiert sind.⁵⁰ Im Hinblick auf die Börsennotierung der Zielgesellschaft ergeben sich für die rechtliche Beurteilung der verschiedenen Transaktionsschritte Unterschiede je nachdem, in welchem der beiden gesetzlich definierten Marktsegmente – dem regulierten Markt (§§ 32 ff. BörsG)⁵¹ oder dem Freiverkehr (§ 48 BörsG)⁵² – die Zielgesellschaft zum Zeitpunkt der Durchführung der Beteiligungsstrukturierung notiert.

So treffen die strengsten kapitalmarktrechtlichen Anforderungen solche Zielgesellschaften, deren Aktien zum Handel am regulierten Markt zugelassen sind. Gesellschaften, die als Inlandsemittenten im Sinne des § 2 Nr. 7 WpHG gelten, haben wesentliche Publizitätspflichten zu erfüllen, wie die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität (§ 15 Abs. 1 S. 1 WpHG), zur Veröffentlichung von Stimmrechtsmitteilungen (§§ 26 f. WpHG) sowie zur kapitalmarktrechtlichen Regelpublizität (§§ 37 v ff. WpHG). Darüber hinaus gelten für Zielgesellschaften mit Sitz im Inland oder einem anderen Staat des europäischen Wirtschaftsraums, deren Wertpapiere an einem organisierten Markt ausgegeben sind, die Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (§ 1 Abs. 1 WpÜG).

50 Börsenfähig sind neben der Aktiengesellschaft die Societas Europaea (SE) sowie die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA). Nur die Anteile an diesen Gesellschaften erfüllen die Voraussetzung der „freien Handelbarkeit“ im Sinne der §§ 34 Nr. 1 b) BörsG i. V. m. § 5 Abs. 1 BörsZulV. *Ries* in Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, § 2 II. 1.

51 Der regulierte Markt der Frankfurter Wertpapierbörse ist in zwei Untersegmente aufgeteilt: den Prime Standard und den General Standard. Im General Standard gelten die gesetzlichen Mindestanforderungen, im Prime Standard erhöhte Transparenzanforderungen, die sich an internationalen Standards orientieren. *J. Schäfer* in Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, § 10 VI. 4. a); *Sudmeyer* in Schüppen/Schaub, MAH Aktienrecht, § 47 Rn. 28.

52 Innerhalb des Freiverkehrs hat die Frankfurter Wertpapierbörse mit dem Entry Standard ein Untersegment geschaffen, das insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen einen kostengünstigen Zugang zum Kapitalmarkt mit gegenüber den regulatorischen Anforderungen des regulierten Marktes reduzierten, jedoch gegenüber dem „General“ Open Market leicht erhöhten Transparenzpflichten bieten soll. *J. Schäfer* in Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, § 10 VI. 4. b); *Sudmeyer* in Schüppen/Schaub, MAH Aktienrecht, § 47 Rn.31.

Dagegen unterliegt der rein privatrechtlich organisierte Freiverkehr lediglich den Regeln über den verbotenen Insiderhandel (§§ 12 ff. WpHG) und dem Verbot der Marktmanipulation (§ 20 a WpHG).⁵³

C. Altaktionäre

Weitere Akteure bei der Implementierung einer PIPE-Transaktion sind zuweilen die Altaktionäre der Zielgesellschaft. Ihnen kommt insbesondere dann besondere Bedeutung zu, wenn die Transaktionsstruktur eine Kapitalerhöhung vorsieht. Hierbei können Altaktionäre wertvolle Unterstützung leisten, wenn etwa Großaktionäre bei Bezugsrechtsemissionen auf ihre Bezugsrechte verzichten oder diese auf den PIPE-Investor übertragen.

Demgegenüber kann ein PIPE-Investment zu einer Beteiligungsvässerung der Altaktionäre führen und zudem aufgrund der besonderen Aushandlung der Beteiligungskonditionen mit dem Investor den Eindruck einer ungerechtfertigten Besserstellung des PIPE-Investors erwecken. Altaktionäre können diese Befürchtungen zum Anlass nehmen, um Kapitalmaßnahmen ihre Zustimmung zu versagen oder deren Umsetzung durch die in ihrer Macht stehenden Mittel aktiv zu verzögern oder gar zu verhindern. Der Erfolg eines PIPE-Investments hängt in diesem Fall maßgeblich von der grundsätzlichen Befürwortung des Investments durch die Altaktionäre ab.

PIPE-Beteiligungen lassen sich zudem auch durch den Erwerb bereits existierender Aktien strukturieren. Hier können insbesondere wesentlich beteiligte Altaktionäre als potentielle Veräußerer größerer Aktienpakete dazu beitragen, der Gesellschaft wertvolle Kernaktionäre zuzuführen.

D. Banken

In Abhängigkeit von der gewählten Transaktionsstruktur ist die mitgestaltende Rolle von Banken unterschiedlich stark ausgeprägt. Neben ihrer Funktion als Fremdkapitalgeber auf Investorenseite sind sie maßgeblich an der Begleitung von Aktienbezugsrechtsemissionen der Zielgesellschaft beteiligt. Hierbei übernehmen sie nicht nur die Planung des Emissionskonzepts. Wird zwischen Zielgesellschaft und Emissionsbank ein

53 Meyer in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb börsennotierte AG, § 7 Rn.48.

sogenanntes *Hard* oder *Firm Underwriting* vereinbart, übernimmt die Bank etwa die Aktien im Zuge der Kapitalerhöhung unabhängig vom Erfolg der Weiterplatzierung.⁵⁴ Sie trägt in diesem Fall das Platzierungsrisiko⁵⁵ und hat infolgedessen ein eigenes Interesse am Gelingen der Platzierung. Dagegen verpflichtet sich die Bank beim sogenannten *Soft* oder *Best Efforts Underwriting* lediglich zur Übernahme von Aktien, soweit sich Investoren zur Abnahme bereit erklärt haben.⁵⁶ Gleichmaßen hat die Emissionsbank jedoch ein Interesse am Gelingen der Transaktion, da eine erfolgreiche Platzierung der neuen Aktien die Bank als wirkungsvolle Emissionsbegleiterin am Markt ausweist.

Nicht zuletzt können Banken bei der Vermittlung von PIPE-Transaktionen als M&A-Berater in Erscheinung treten.

III. Gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Rechtsrahmen

Die Strukturierung von PIPE-Beteiligungen muss sich in erster Linie in den aktien- als auch den kapitalmarktrechtlichen Rechtsrahmen einfügen. In aktiengesetzlicher Hinsicht sind den Beteiligten insbesondere Grenzen durch die gesetzlichen Anforderungen an Kapitalerhöhungsmaßnahmen (§§ 182 ff., §§ 202 ff. AktG) gesetzt. Hier spielt insbesondere der Schutz der Altaktionäre vor einer Anteilsverwässerung im Zuge der Beteiligung des Investors eine Rolle. Je nach Ausgestaltung der Transaktion können die Vorschriften betreffend den Erwerb und die Verwendung eigener Aktien (§ 71 AktG) oder die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen (§ 221 AktG) virulent werden. Im Hinblick auf eine beabsichtigte Sonderbehandlung des Investors bedarf es stets einer Prüfung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots der Aktionäre (§ 53a AktG). Weitere Grenzen im Hinblick auf die Einräumung von Investorenrechten durch die Gesellschaft bilden die Vorschriften über die aktienrechtliche Kompetenzordnung (§§ 76 ff. AktG) sowie die Kapitalerhaltungsvorschriften (§§ 57, 71a AktG).

54 S. Schäfer in Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, § 8 I. Sudmeyer in Schüppen/Schaub, MAH Aktienrecht, § 47 Rn.130.

55 Meyer in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 8 Rn. 187.

56 S. Schäfer in Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, § 8 I.; Sudmeyer in Schüppen/Schaub, MAH Aktienrecht, § 47 Rn. 131.

Aufgrund der Börsennotierung der Gesellschaft prägt neben aktienrechtlichen Anforderungen vor allem der kapitalmarktrechtliche Regelungskanon von WpHG, WpÜG und WpPG die Transaktionsgestaltung eines PIPE-Investments. Für die weitere Darstellung soll das Regelungsanliegen dieser Gesetze daher kurz dargestellt werden.

Als Kernstück des deutschen Kapitalmarktrechts hat das WpHG ausweislich der zugrundeliegenden Finanzmarktrichtlinie den Zweck, die Anleger zu schützen und gleichzeitig ein reibungsloses Funktionieren der Wertpapiermärkte zu gewährleisten.⁵⁷ Das Vertrauen der Anleger in die Fairness und Integrität des Kapitalmarkts wird insbesondere durch Transparenz- und Informationspflichten der Marktteilnehmer gestärkt. Sie dienen der Information des Anlegers über Anlagemöglichkeiten und -risiken und erhöhen damit mittelbar die Attraktivität des Kapitalmarkts als Investitionsplattform und fördern somit die Kapitalallokation der Wirtschaft.⁵⁸ Im Einzelnen zielen etwa die Regelungen des Insiderrechts darauf ab, die Chancengleichheit der Anleger bezüglich der für die Anlageentscheidung relevanten Informationen herzustellen.⁵⁹ Ein genaues Bild über die Aktionärsstruktur eines Emittenten von Wertpapieren vermitteln die Regeln zur Beteiligungstransparenz und ermöglichen dem Anleger, die Machtverhältnisse der Gesellschafter im Vorfeld der Investition einzuschätzen.⁶⁰ Hohe Transparenz der wirtschaftlichen Verhältnisse des Emittenten wird zudem über umfangreiche Pflichten zu periodischer Finanzberichterstattung hergestellt.⁶¹

Mit dem WpÜG verfolgte der Gesetzgeber das Ziel, ein faires und geordnetes Verfahren für Unternehmensübernahmen und andere öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren zu schaffen und insbesondere Minderheitsaktionären im Falle von Kontrollerwerben die Möglichkeit zu geben, ihre Beteiligung zu einem angemessenen Preis an den Erwerber zu veräußern und so zu fairen Bedingungen aus der Gesellschaft auszuschcheiden.⁶²

57 Erwägungsgrund Nr. 44 der Richtlinie 2004/19/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID).

58 Seyfried in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3.1; Zimmer in Schwark/Zimmer, KMRK, § 1 WpHG Rn. 4 ff.

59 Mennicke in Fuchs, WpHG, vor § 12 bis § 14 Rn. 137.

60 Dehlinger/Zimmermann in Fuchs, WpHG, Vor 33 21 bis 30 Rn. 15 f.; Schwark in Schwark/Zimmer, KMRK, Vor § 21 WpHG Rn. 4.

61 Zimmermann in Fuchs, WpHG, Vor §§ 37 v bis 37 z Rn. 2 ff.

62 Hirte/Heinrichs in Kölner Kommentar WpÜG, Einl. Rn. 84 ff.

Das WpPG normiert die Pflicht zur Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts – als umfassendes Dokument der Anlegerinformation – bei öffentlichen Angeboten von Wertpapieren und bei der Börsenzulassung.

IV. Ziel und Gang der Darstellung

Die vorliegende Arbeit wird rechtliche Probleme im Verlauf von PIPE-Transaktionen allgemein untersuchen, ohne eine spezielle PIPE-Transaktion hierfür zum Anlass zu nehmen. Konkrete Beispiele werden nur zur Illustration einzelner Punkte angeführt.

Im Anschluss an diese Einführung sollen die wesentlichen Parameter für die Strukturierung einer PIPE-Transaktion im Hinblick auf die Wahl der Transaktionsgestaltung und der Beteiligungshöhe aufgezeigt werden. Zu untersuchen sind der Umfang möglicher Rechte des Minderheitsgesellschafters in der Aktiengesellschaft sowie mögliche mit der Beteiligung einhergehende Rechtspflichten des Investors.

Anschließend erfolgt zunächst die Darstellung einer typischen PIPE-Struktur unter Durchführung einer Zehn-Prozent-Kapitalerhöhung mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss. Darauf folgend werden alternative Strukturierungen auf ihre Einsatzfähigkeit bei der Strukturierung von PIPE-Transaktionen untersucht.

Die Auseinandersetzung mit möglichen Inhalten der Investorenvereinbarung ist Gegenstand eines weiteren Teils.

Abschließend werden mögliche Szenarien für einen Ausstieg des Investors aus seiner Beteiligung dargestellt.