

Investments in Zeiten der Finanzkrise

PIPEs bieten Investoren und Publikumsgesellschaften attraktive Chancen

Börsennotierte Unternehmen brauchen Kapital für ihren finanziellen Spielraum. Für Kreditgeber und Aktionäre gilt allerdings derzeit der Spruch, dass diese das Herz eines Hasen, die Beine eines Rennpferdes und das Gedächtnis eines Elefanten haben. Mit anderen Worten: Aus diesen Quellen wird Kapital auf absehbare Zeit vermutlich nicht sprudeln. Liquide Finanzinvestoren suchen dagegen auch weiterhin renditestarke Möglichkeiten zur Anlage der ihnen anvertrauten Mittel. Unternehmen mit abgestürzten Börsenkursen trotz aussichtsreicher Zukunft können ein attraktives Ziel sein. Vorhang auf für Private Investments in Public Equity (PIPEs), also die Zuführung von Kapital durch einen oder mehrere Finanzinvestoren.

Eine kurze Geschichte vom PIPE

PIPE-Transaktionen entstanden Anfang der 90er Jahre in den USA, als kleine Publikumsgesellschaften private Mittel von Hedgefonds und Privatpersonen einwarben. Ende der 90er Jahre erweiterte sich der Kreis der Investoren auf Private Equity-Gesellschaften und institutionelle Investoren, gleichzeitig wurden die Zielgesellschaften größer. Im Jahr 2008 gab es eine ganze Flut an PIPE-Transaktionen, und deren Volumen stieg auf über 120 Mrd. USD an. Auf Seite der Kapitalsuchenden waren insbesondere große Banken zu finden, aber auch Industrieunternehmen. Auf der Investorensseite tummelten sich finanzstarke Staatsfonds und Investoren mit einer langfristigen Perspektive wie beispielsweise Warren Buffetts Berkshire Hathaway. PIPE-Transaktionsstatistiken gibt es für Deutschland nicht, es kann aber davon ausgegangen werden, dass der hiesige Markt noch nicht stark ausgeprägt ist. Ein Grund für die höhere Verbreitung in den USA liegt im einfacheren rechtlichen Rahmen: In den USA können Aktien im Wege eines PIPE schnell und kostengünstig ausgegeben werden, und zwar bis zu 20% des ausgegebenen Kapitals auch ohne Zustimmung der Altaktionäre und auch deutlich (derzeit üblich bis ca. 20%) unter dem aktuellen Börsenkurs. In Deutschland erschweren Bezugsrechte der bisherigen Aktionäre und Prospektpflichten die Durchführung von PIPEs. Ein unüberwindbares Hindernis sollten diese Hürden aber nicht darstellen.

Herkunft des neuen Kapitals, Bezugsrechte

Um einen PIPE zeitnah durchzuführen, sollte entweder ein genehmigtes Kapital (§§ 203 ff. AktG) oder ein bedingtes Kapital (§§ 192 ff. AktG) vorhanden sein. Genehmigtes

Kapital kann bis zur Höhe von 50% des eingetragenen Grundkapitals geschaffen werden, es erlaubt die Kapitalerhöhung durch Beschluss von Vorstand und Aufsichtsrat. Die Hauptversammlung muss, wenn sie das genehmigte Kapital allgemein geschaffen hat, bei der konkreten Kapitalerhöhung also nicht mitwirken. Das bedingte Kapital ermöglicht die Ausgabe von Aktien aus Wandel- und Optionsanleihen. In engeren Grenzen kommt auch die Veräußerung von eigenen Aktien in Betracht, sofern die Hauptversammlung eine entsprechende Ermächtigung erteilt hat.

In der Regel ist bisherigen Aktionären bei Kapitalerhöhungen ein Bezugsrecht einzuräumen. Wenn Bezugsrechte ausgeübt werden, gibt es aber keinen Platz für PIPE-Investoren. Der Ausschluss des Bezugsrechts ist daher, sofern zulässig, sinnvoll. Insbesondere bei Barkapitalerhöhungen zum börsennahen Kurs können bis zu 10% des Grundkapitals ohne Bezugsrecht der Altaktionäre ausgegeben werden (§ 186 Abs. 3 AktG). Der Beschluss der Hauptversammlung zum Bezugsrechtsausschluss bedarf einer qualifizierten Mehrheit (75% des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals). Der Ausgabepreis der neuen Aktien ist börsennah, wenn er den Börsenkurs um nicht mehr als 5% unterschreitet.

Prospektpflichten

Für Wertpapiere, die im Inland öffentlich angeboten oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, sind nach dem Wertpapierprospektgesetz ein Angebotsprospekt und ein Zulassungsprospekt zu erstellen und zu veröffentlichen. Da deren Erstellung mit erheblichen Kosten verbunden ist, sollte das Entstehen der Prospektpflicht vermieden werden. Ein Angebotsprospekt ist nach § 3 Abs. 2 Nr. 1 und 2 WpPG entbehrlich, wenn Aktien oder Anleihen nur an qualifizierte Anleger oder zumindest an nicht mehr als 100 nichtqualifizierte Anleger ausgegeben werden. Dieser Umstand spricht für eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss. Der Verkaufsprospekt ist nach § 4 Abs. 2 WpPG entbehrlich, wenn in Summe weniger als 10% der bereits zugelassenen Aktien neu ausgegeben werden. Wandelanleihen erweisen sich insoweit als einfacher in der Handhabung: Bei einer Privatplatzierung der Anleihe entfällt nicht nur der Angebotsprospekt (§ 3 Abs. 2 WpPG), sondern die aus dem Bezugsrecht stammenden Aktien können auch in einem Umfang von mehr als 10% (der bereits zugelassenen



Bei einer PIPE-Transaktion fließt privates Beteiligungskapital in börsennotierte Gesellschaften.

Aktien) ohne Zulassungsprospekt zugelassen werden (§ 4 Abs. 2 Nr. 7 WpPG).

Selbst wenn der Ausschluss des Bezugsrechts aus rechtlichen Gründen nicht in Betracht kommt, kann eine Prospektspflicht vermieden werden. Bezugsrechtsangebote sind prospektfrei, sofern sie sich nur an Altanleger richten. Der Bezugsrechtshandel ist allerdings auszuschließen, weil die Kaufmöglichkeit durch eine unbegrenzte Zahl von Dritten ein öffentliches Angebot begründen würde. Sofern – was in der gegenwärtigen Marktlage wahrscheinlich ist – die Bezugsrechte nicht oder nicht vollumfänglich ausgeübt werden, können nicht ausgeübte Bezugsrechte per Privatplatzierung interessierten Finanzinvestoren eingeräumt werden.

Weitere Bestimmungen

Auch bei PIPEs sind zahlreiche weitere Restriktionen zu beachten. U. a. ist bei Erwerb von mindestens 30% der Aktien (Kontrollerwerb) ein Pflichtangebot an die übrigen Aktionäre zu richten (§§ 29, 35 WpÜG), sofern es sich nicht um Freiverkehrswerte handelt. Absprachen mit neuen Investoren sind ad-hoc-pflichtig (§ 15 WpHG), sobald die Kapitalerhöhung hinreichend wahrscheinlich ist. Auch Ad-hoc-Pflichten gelten nicht bei Freiverkehrswerten, aber diese unterliegen nach Freiverkehrsrichtlinien einer Pflicht zur Veröffentlichung auf der Unternehmenswebsite. Das Erreichen bestimmter Stimmrechtsanteile ist nach §§ 21 f. WpHG und 20 f. AktG anzuzeigen.

Fazit und Ausblick

Die allgemeine Wirtschaftslage hat einen Absturz vieler Aktienkurse verursacht. Dies hat kleinere Gesellschaften in besonderem Maße getroffen, da die Zahl ihrer gehandelten Aktien begrenzt ist und sich die Käufer im Streik befinden. PIPE-Transaktionen bieten Finanzinvestoren die Chance, solche Ineffizienzen des Kapitalmarktes auszunutzen. PIPEs ermöglichen nicht nur die Sanierung von

Unternehmen, sondern auch die Wachstumsfinanzierung der Börsenlieblinge von morgen. Gegenüber traditionellen Private Equity-Investitionen weisen PIPEs zudem den Vorteil auf, dass der Exit vorgezeichnet ist. Nach Ablauf vereinbarter Mindesthaltedauern und bei Kursschonung können übernommene Aktien über die Börse veräußert werden. Für die Zielgesellschaft bietet die Aufnahme eines Investors neben dem frischen Kapital auch die Möglichkeit, dessen Netzwerk zu nutzen. Ferner können PIPEs auch wegen des Vertrauensbeweises eine begehrte Signalwirkung haben. Das PIPE-Investment eines renommierten Investors ist wie ein TÜV-Siegel. General Electric, Harley Davidson und Swiss Re beispielsweise haben Warren Buffett für seine PIPE-Investments und die damit verbundenen Vertrauensbeweise attraktive Konditionen eingeräumt. ■

Zum Autor



Dr. Martin Kock ist Rechtsanwalt und als Attorney-at-Law auch in Kalifornien zugelassen. Als Partner im Münchner Büro von Jones Day ist er fokussiert auf die Beratungsschwerpunkte M&A, Venture Capital und Private Equity und berät insbesondere deutsche und ausländische Finanzinvestoren. Jones Day ist eine weltweit führende Anwaltssozietät mit acht Büros in Europa sowie weiteren 23 Büros in Nord- und Mittelamerika sowie Asien.