

# Inhaltsverzeichnis

1. Teil: Einführung .....	1
I. PIPE-Transaktionen .....	1
A. Entstehungsgeschichte von PIPE .....	2
B. Wirtschaftlicher Hintergrund .....	2
C. Strukturbestimmende Interessen von Investor und Zielgesellschaft .....	3
D. Beispiele von PIPE-Transaktionen in Deutschland .....	4
II. Beteiligte .....	6
A. Investoren .....	6
1. Private-Equity-Investoren .....	7
2. Family Offices .....	8
3. Staatsfonds .....	9
4. Strategische Investoren .....	9
B. Zielgesellschaften .....	9
C. Altaktionäre .....	11
D. Banken .....	11
III. Gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Rechtsrahmen .....	12
IV. Ziel und Gang der Darstellung .....	14
2. Teil: Strukturierung einer PIPE-Transaktion .....	15
I. Wahl der Transaktionsstruktur .....	15
A. Kapitalerhöhungen bei PIPE-Transaktionen .....	15
1. Wahl zwischen der Ausnutzung genehmigten Kapitals und der Durchführung einer ordentlichen Kapitalerhöhung .....	16
2. Auswirkungen des Bezugsrechts auf die Strukturierung der Kapitalerhöhung .....	20
3. Prospektfreiheit der Zehn-Prozent-Kapitalerhöhung .....	24
B. Bedienung mit eigenen Aktien .....	25
C. Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen an den Investor .....	26
D. Beteiligungserwerb von Altaktionären .....	26
E. Fazit .....	27
II. Kriterien für die Festlegung der Beteiligungshöhe und Einflussmöglichkeiten des Investors als Aktionär .....	27

A. Wahrnehmung der Rechte des Aktionärs in der Hauptversammlung .....	28
1. Stellung der Hauptversammlung in der Aktiengesellschaft .....	28
2. Kompetenzen der Hauptversammlung .....	29
3. Mehrheiten und Sperrminoritäten .....	31
4. Rechte des Aktionärs in der Hauptversammlung .....	34
5. Rechte des Aktionärs in Vorbereitung der Hauptversammlung .....	35
B. Antrag auf Durchführung einer Sonderprüfung .....	36
C. Klagerechte .....	38
D. Vertretung im Aufsichtsrat .....	39
1. Einflussmöglichkeiten des Aufsichtsrates auf die Unternehmensleitung .....	40
2. Einflussmöglichkeiten einzelner Aufsichtsratsmitglieder im Aufsichtsrat .....	43
a) Größe und Zusammensetzung des Aufsichtsrats .....	44
b) Beschlussmehrheiten im Aufsichtsrat .....	45
c) Mitgliedschaft in Aufsichtsratsausschüssen .....	46
3. Grenzen der Interessenvertretung durch eingesetzte Aufsichtsratsmitglieder .....	47
4. Mögliche Annahme eines Interessenkonflikts .....	48
E. Fazit .....	51
III. Erweiterte Rechtspflichten anlässlich der Beteiligung .....	52
A. Wertpapierhandelsrechtliche Beteiligungstransparenz .....	53
1. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach § 21 Abs. 1 S. 1, 22 WpHG .....	53
2. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 25, 25 a WpHG .....	58
3. Mitteilungspflicht nach § 27a WpHG .....	61
B. Fusionskontrolle .....	64
1. Europäische Fusionskontrolle .....	65
2. Fusionskontrolle nach dem GWB .....	67
C. Außenwirtschaftsrecht .....	68
D. Vermeidung des Controllererwerbs .....	69
E. Fazit .....	73
IV. Vermeidung wirtschaftlicher Nachteile für die Zielgesellschaft durch einen bedeutenden Beteiligungserwerb .....	73
A. Verlust von Verlustvorträgen .....	74
B. Change of Control-Klauseln .....	75

3. Teil: Ablauf einer typischen PIPE-Transaktion: Die Kapitalerhöhung mit vereinfachtem Bezugsrechts- ausschluss bei Übernahme aller neuen Aktien durch den Investor .....	77
I. Vorbereitungsphase .....	77
A. Kontaktaufnahme zwischen PIPE-Investor und Ziel- gesellschaft .....	78
B. Gesellschaftsrechtliche Anforderungen im Hinblick auf den Beteiligungserwerb auf Seiten des Investors .....	78
1. Erwerber-AG .....	79
2. Erwerber-GmbH .....	82
3. Erwerber-OHG oder -KG.....	82
C. Sicherstellung der Finanzierung des Beteiligungserwerbs .....	83
D. Handlungsspielraum des Vorstands der Zielgesellschaft im Hinblick auf die Auswahl des Investors .....	84
1. Keine Neutralitätspflicht des Vorstands bei der Auswahl eines Ankeraktionärs .....	85
2. Keine Pflicht zur Durchführung einer Auktion .....	87
E. Abschluss eines Letter of Intent .....	88
II. Due Diligence .....	90
A. Interesse des Investors an der Durchführung einer Due Diligence .....	91
B. Entscheidung über Gestattung einer Due Diligence auf Seiten der Zielgesellschaft .....	93
1. Entscheidungszuständigkeit auf Seiten der Ziel- gesellschaft .....	93
2. Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit der Gestattung der Due Diligence.....	94
3. Kein Informationsrecht der anderen Aktionäre nach § 131 Abs. 4 S. 1 AktG.....	96
C. Kapitalmarktrechtliche Zulässigkeit der Durchführung der Due Diligence .....	97
1. Vorliegen von Insiderinformationen bei der Due Diligence	98
2. Kein Verstoß gegen das Weitergabeverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG .....	99
3. Kein Verstoß gegen das Verwendungsverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG .....	100
4. Auswirkungen des Reformvorschlags der Europäischen Kommission für eine Marktmissbrauchsverordnung .....	103

III. Vereinbarungsphase und Erfüllung der Ad-hoc-Mitteilungspflicht durch die Zielgesellschaft .....	105
A. Vorliegen einer ad-hoc-mitteilungspflichtigen Insiderinformation .....	106
B. Befreiung von der Ad-hoc-Mitteilungspflicht .....	108
IV. Vereinbarungsphase und Erfüllung der Meldepflicht nach § 25 a WpHG durch den Investor .....	110
V. Vollzugsphase – Kapitalerhöhung .....	111
A. Voraussetzungen der Zehnprozent-Kapitalerhöhung .....	111
1. Bestehen genehmigten Kapitals und Ermächtigung zum vereinfachten Bezugsrechtsausschluss .....	111
2. Voraussetzungen des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses .....	111
a) Börsennotierung der Aktien.....	112
b) Begrenzung auf zehn Prozent des Grundkapitals .....	112
c) Kein wesentliches Unterschreiten des Börsenkurses .....	113
d) Bestehen ungeschriebener Voraussetzungen? .....	116
aa) Aussagefähigkeit des Börsenkurses .....	117
bb) Zukaufmöglichkeiten der Altaktionäre .....	119
cc) Keine rechtsmissbräuchliche Anwendung zur Beeinträchtigung von Aktionärsrechten .....	121
(1) Verlust von Beteiligungsquoten bei Altaktionären .....	121
(2) Platzierung aller Aktien bei einem gesellschaftsfremden Investor .....	123
(3) Platzierung aller Aktien bei einem Aktionär der Gesellschaft .....	124
(4) Abwehr einer Übernahme .....	126
(a) Übernahmerechtliche Bewertung .....	127
(b) Aktienrechtliche Bewertung .....	130
(5) Umgehung des Pflichtangebots im Vorfeld des Uplisting .....	131
dd) Fazit für PIPE-Transaktionen .....	132
B. Notwendige Verfahrensschritte zur Schaffung liquider Aktien .....	133
1. Ausübung der Ermächtigung durch die Verwaltung .....	133
2. Zeichnung durch den Investor .....	133
3. Zulassungsverfahren und Prospektfreiheit der Transaktion .....	135

4. Teil: Modifikationen der typischen PIPE-Transaktion .....	139
I. Barkapitalerhöhung um mehr als zehn Prozent des Grundkapitals .....	139
A. Ausgestaltung der Kapitalerhöhung als mittelbare Bezugsrechtsemission .....	140
B. Eindämmung des Nichtbeteiligungsrisikos des Investors .....	142
1. Einbeziehung der Altaktionäre in die Durchführung der Emission .....	142
2. Festsetzung des Bezugspreises oberhalb des Börsenkurses	144
3. Vereinbarung einer Mindestbeteiligung als Bedingung für den Beteiligungserwerb .....	146
C. Eindämmung des Platzierungsrisikos .....	147
1. Backstop Underwriting .....	147
a) Platzierungsgarantie eines gesellschaftsfremden Investors.....	147
b) Platzierungsgarantie eines Aktionärs .....	150
2. „Bis zu“-Kapitalerhöhung .....	152
3. Festsetzung des Bezugspreises unterhalb des Börsen- kurses.....	153
D. Prospektpflicht .....	154
E. Informationsrechtliches Gleichbehandlungsgebot .....	158
F. Sanierungsbefreiung .....	159
II. Sachkapitalerhöhung .....	160
A. Voraussetzungen einer Sachkapitalerhöhung zur Durchführung eines Debt-Equity-Swap .....	162
1. Voraussetzungen an den Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung .....	162
2. Sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses .....	163
3. Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG) .....	165
4. Bewertung der Forderungen.....	167
5. Besonderheiten beim Bond-Equity-Swap .....	168
6. Risiken .....	169
B. Sachkapitalerhöhung unter Einbringung anderer Sachwerte ..	170
III. Bedienung mit eigenen Aktien .....	172
A. Voraussetzungen für die Veräußerung eigener Aktien an den PIPE-Investor durch die Zielgesellschaft .....	172
B. Kombination der direkten und entsprechenden Anwendung des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses – Erforderlichkeit gegenseitiger Anrechnung .....	175

C. Durchführung .....	177
IV. Ausgabe von Wandelanleihen an den Investor .....	178
A. Voraussetzungen für die Ausgabe von Wandelanleihen seitens der Zielgesellschaft .....	179
1. Ermächtigung zur Ausgabe von Wandelschuld- verschreibungen.....	179
2. Bezugsrechtsausschluss .....	179
3. Absicherung der Wandlungsrechte .....	184
4. Ausnutzungsbeschluss .....	186
B. Platzierungsstruktur .....	187
C. Prospektpflicht .....	188
D. Sonderfall: Debt-Equity-linked-Swap .....	189
E. Fazit für PIPE-Transaktionen .....	191
V. Beteiligungserwerb von Altaktionären .....	191
A. Paketerwerb .....	192
1. Zulässigkeit der Gestattung einer Due Diligence .....	192
2. Mitteilungspflichten beim Erwerb der Aktien .....	194
B. Öffentliches Erwerbsangebot .....	195
1. Ablauf des Angebotsverfahrens .....	196
2. Insiderrechtliche Zulässigkeit des Erwerbsangebots .....	198
3. Ausgestaltung des Angebots .....	199
4. Praktikabilität für PIPE-Transaktionen .....	199
C. Kursschonende Marktkäufe.....	199
1. Ende des verdeckten Beteiligungsaufbaus .....	200
2. Insiderrechtliche Zulässigkeit späterer Aktienzukäufe .....	201
5. Teil: Investorenvereinbarung .....	203
I. Rechtsnatur und Vertragsparteien von Investoren- vereinbarungen .....	204
II. Regelungsinhalte der PIPE-Investorenvereinbarung .....	204
III. Rechtliche Zulässigkeit der Investorenvereinbarung.....	206
IV. Abschlusszuständigkeit für die Investorenvereinbarung auf Seiten der Zielgesellschaft .....	207
A. Kompetenz des Vorstands .....	207
B. Beteiligung des Aufsichtsrats .....	209
1. Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats .....	209
2. Berichtspflichten des Vorstands vor Abschluss der Investorenvereinbarung.....	211
3. Zeitpunkt der Einbeziehung des Aufsichtsrats .....	212

4. Spannungsverhältnis zwischen gesetzlicher Berichtspflicht und Wahrung der Vertraulichkeit .....	212
5. Ergebnis.....	214
C. Kompetenz der Hauptversammlung .....	214
1. Bestehen einer gesetzlichen Hauptversammlungszuständigkeit bei Satzungsänderungen infolge der Investorenvereinbarung.....	215
2. Investorenvereinbarung als Unternehmensvertrag im Sinne der §§ 291 ff. AktG?.....	215
3. Keine ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit .....	216
4. Ergebnis.....	217
V. Die einzelnen Abreden und hieran anknüpfende Rechtsfragen ...	217
A. Abreden zur Absicherung des Beteiligungserwerbs .....	217
B. Abreden zur Sicherung der Interessen des Investors .....	219
1. Zusage einer Vertretung in den Verwaltungsorganen der Zielgesellschaft .....	219
a) Keine Zusicherung einer Vertretung im Vorstand .....	219
b) Mögliche Zusicherungen einer Vertretung im Aufsichtsrat .....	221
aa) Unzulässigkeit der rechtsgeschäftlichen Zusage einer Vertretung im Aufsichtsrat.....	222
bb) Zulässigkeit der Verpflichtung des Vorstands zu Unterstützungsbemühungen im Hinblick auf eine Vertretung im Aufsichtsrat .....	222
(1) Zulässige Unterstützungshandlungen bei der Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern .....	223
(2) Zulässigkeit von Unterstützungshandlungen im Rahmen der gerichtlichen Bestellung nach § 104 AktG.....	224
(a) Rechtmäßigkeit der Amtsniederlegung zur Schaffung einer Vakanz .....	224
(b) Voraussetzungen der gerichtlichen Bestellung.....	225
(c) Ermessensentscheidung des Gerichts .....	226
(d) Organisation des Verfahrensablaufs .....	226
(e) Zulässige Ausgestaltung der Zusicherung der Bemühensverpflichtung des Vorstands ...	227
cc) Zusicherung von Unterstützung zur Präsenz in einem bestimmten Ausschuss des Aufsichtsrats .....	228

c)	Exkurs: Weitere Möglichkeiten der Herstellung einer Vertretung im Aufsichtsrat .....	228
aa)	Abschluss von Stimmbindungsvereinbarungen mit Aktionären .....	229
(1)	Zulässigkeit von Stimmbindungsverträgen zwischen Aktionären und Investor .....	229
(2)	Acting in concert durch die Stimmbindungsvereinbarung.....	230
bb)	Begründung eines Entsendungsrechts zugunsten des Investors .....	232
2.	Einwirkungsrechte im Rahmen der Geschäftsführung.....	233
a)	Grundsatz der Weisungsunabhängigkeit des Vorstands .....	233
b)	Differenzierende Ansätze in der Literatur .....	235
c)	Auffassung der Rechtsprechung – Entscheidung des Landgerichts München vom 5.4.2012 .....	236
d)	Stellungnahme .....	238
e)	Zulässigkeit einzelner Regelungen in Investorenvereinbarungen .....	239
aa)	Verwässerungsschutzbestimmungen .....	239
bb)	Zustimmungsvorbehalt zu einzelnen Geschäftsführungsmaßnahmen.....	241
cc)	Fazit.....	242
3.	Informationsrechte.....	242
a)	Möglicher Inhalt eines „Informationsprivilegs“ wesentlich beteiligter Aktionäre .....	242
b)	Zulässigkeit eines privilegierten Informationsaustausches zwischen Investor und Vorstand .....	243
aa)	Insiderrechtliches Weitergabeverbot .....	244
bb)	Aktienrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz .....	245
cc)	Vereinbarkeit mit aktienrechtlichem Kompetenzgefüge?.....	247
dd)	Keine neue Aktiengattung mit besonderen Informationsrechten .....	248
ee)	Bestehen eines Nachauskunftsrechts .....	248
ff)	Fazit.....	249
4.	Garantien .....	249
5.	Unterstützung der Zielgesellschaft bei Interesse eines PIPE-Investors an der Abgabe eines öffentlichen Erwerbsangebots.....	253



a) Zulässigkeit von Exklusivitätsvereinbarungen .....	254
b) Zulässigkeit von Break Fee-Klauseln .....	256
C. Abreden zur Sicherung der Interessen der Zielgesellschaft .....	258
1. Beschränkung der Aktionärsverwaltungsrechte zur Sicherung der Unternehmensinteressen der Zielgesell- schaft .....	259
a) Reichweite des Verbots gebundener Aktien gemäß § 136 Abs. 2 AktG.....	260
aa) Beschränkung des Anwendungsbereichs des Verbots gebundener Aktien auf inhaltlich offene Weisungen .....	261
bb) Beschränkung des Anwendungsbereichs des Verbots gebundener Aktien auf zwingende Hauptversammlungskompetenzen .....	261
cc) Einschaltung eines Garanten .....	262
dd) Keine Parallele zum Entherrschungsvertrag .....	263
ee) Schlussfolgerung für die mögliche Ausgestaltung von Verhaltenspflichten des Investors .....	264
b) Unzulässigkeit des Verzichts auf das Antragsrecht nach § 122 AktG .....	265
c) Exkurs: Keine unzulässige Einwirkung auf eigene Mitglieder im Aufsichtsrat .....	265
2. Beschränkung der Verfügungsbefugnis des Investors .....	266
a) Rechtliche Zulässigkeit von Übertragungs- beschränkungen.....	267
b) Absicherung des Lock ups .....	267
3. Beschränkung der Erwerbsbefugnis des Investors .....	268
4. Nachteilsausgleich .....	269
VI. Justiziabilität der Investorenvereinbarung .....	270
6. Teil: Exit des PIPE-Investors.....	271
I. Vorzeitiges Ende der Investorenvereinbarung .....	271
II. „Regulärer“ Ausstieg .....	272
A. Trade Sale oder Secondary Purchase .....	272
B. Block Trade.....	275
1. Struktur des Block Trade .....	275
2. Zulässigkeit von Mitwirkungshandlungen der Zielgesellschaft beim Block Trade .....	276
C. Aktienrückkauf der Zielgesellschaft .....	277

## XVIII

1. Zulässigkeit des Ruckerwerbs eigener Aktien durch die Gesellschaft .....	277
2. Zulässigkeit einer individuellen Rückkaufvereinbarung (negotiated repurchase) zwischen Zielgesellschaft und PIPE-Investor .....	278
7. Teil: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesen ...	281
Literaturverzeichnis .....	287