

Band 122

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Dieter Zobl
Prof. Dr. Rolf H. Weber
Prof. Dr. Rolf Sethe

Martin Liebi

Private Investments in Public Equity (PIPEs)

Recht – Corporate Finance –
Economics – Trading

Schulthess § 2017

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis	XV
Literaturverzeichnis	XVII
§ 1. Einführung	1
I. Begriff	1
II. Formen	2
A. Traditionelle und nicht traditionelle PIPEs	2
B. Typische und atypische PIPEs	2
III. Entstehungshintergrund	3
IV. Abgrenzung von PIPEs zu Private Equity und Public Equity	4
V. Zeitlicher Ablauf einer PIPEs-Transaktion	6
§ 2. Beteiligte	7
I. Emittierende AG	7
II. Investoren	7
A. Institutionelle Investoren	7
B. Hedge Funds	8
III. Placement Agent und Finder	8
A. Funktion	8
B. Rechtliche Grundlagen der Zusammenarbeit	10
1. Placement Agent	10
2. Finder	13
§ 3. Motive	15
I. Ökonomische Grundlagen	15
II. Emittierende Aktiengesellschaft	15
A. Vorteile	15
B. Nachteile	17
III. PIPEs-Investoren	18
A. Private Equity Funds	18
B. Hedge Funds	19
§ 4. Cashflowrechte	21
I. Bestandteile	21
II. Preisfestlegung der Cashflowrechte	21
A. Cashflowrechte als Entschädigung für eingegangene Risiken	21
B. Capital Asset Pricing Model (CAPM)	22
C. Multi Factor Asset Pricing Model	22
III. Emissionsdiskont	23
IV. Cashflowrechte als ungerechtfertigte vermögenswerte Leistungen	24
A. Problematik	24
B. Rückerstattung von in ungerechtfertigter Weise erbrachten Leistungen	24
C. Übervorteilung	25
V. Besteuerung von Cashflowrechten	26
A. Verrechnungssteuer	26
1. Dividendenerträge	26
2. Emissionsdiskont	26
3. Zinszahlungen	26
4. Optionen	27
5. Erhebung	27
B. Gewinnsteuer	28
C. Einkommenssteuer	29

D. Emissionsabgabe.....	29
VI. Emission von Cashflowrechten als Straftatbestand?	30
A. Problematik	30
B. Wucherische PIPEs-Transaktionen	30
VII. Cashflowrechte als Gegenstand der Paulianischen Anfechtungsklage?.....	30
A. Problematik	30
B. Schenkungsanfechtung.....	31
C. Absichtsanfechtung.....	31
§ 5. Investitionsformen.....	33
I. Fremdkapital, Eigenkapital oder hybrides Kapital?.....	33
A. Ökonomische Grundlagen.....	33
1. Ausgangspunkt: Modigliani/Miller-Theorem	33
2. Debt/Equity Conflict.....	34
3. Debt/Equity Agency Costs.....	35
B. Vorteile von Fremdkapital	35
C. Vorteile von Grundkapital.....	37
D. Vorteile von hybridem Kapital.....	38
II. Stimmberichtigte Eigenkapitalkategorien.....	40
A. Stammaktien	40
B. Vorzugsaktien	40
1. Begriff.....	40
2. Ökonomische Grundlagen	41
2a. Arbeitsmotivationsanreize.....	41
2b. Signaling	41
3. Wandelbare Vorzugsaktien.....	42
4. Befristete, aber nicht rückrufbare Vorzugsaktien.....	43
III. Beschaffungsquellen von stimmberechtigten Eigenkapitalanteilen.....	44
A. Ausgabe eigener Aktien	44
B. Ordentliche Kapitalerhöhung	44
1. Generalversammlungsbeschluss	45
2. Zeichnung und Liberierung.....	45
3. Bezugsrecht	46
4. Emissionsprospekt	48
4a. Ökonomische Funktion	48
4b. Private Placement Memorandum, Private Placement Memorandum light.....	49
4c. Sind Delta-Neutral-PIPEs-Hedginggeschäfte mittels kotierter Stammaktien	
„öffentliche“ Zeichnungen?.....	50
Problematik	50
Delta-Neutral-Hedginggeschäfte mittels Leerverkäufen von kotierten	
Stammaktien und Deckung durch PIPEs in der Form von Stammaktien.....	51
als Festübernahmeverfahren	51
4d. Ausblick: Die Revision der Prospektbestimmungen unter dem E-FidLeG	52
5. Kapitalerhöhungsbericht und -prüfung	52
6. Feststellungsbeschluss, Anpassungsbeschluss und Eintragung im Handelsregister.....	53
C. Genehmigte Kapitalerhöhung	53
D. Ausblick: Kapitalband.....	54
E. Spezialfall: Blank-Check-Vorzugsaktien?	55
1. Bei der genehmigten Kapitalerhöhung.....	55
2. Bei der Kapitalerhöhung sui generis.....	55
F. Structured Equity Line	56
1. Funktion.....	56
2. Rechtliche Aspekte	57
2a. Verhältnis zwischen der emittierenden AG und dem PIPEs-Investor.....	57
2b. Kotierung.....	57
IV. Stimmrechtsloses Eigenkapital.....	58
A. Partizipationsschein	58
B. Vorzugspartizipationsschein	58
C. Emission	59

D. Umwandlung in Stammaktienkapital	59
V. Schutzmechanismen bei nicht traditionellen PIPES.....	60
A. Verwässerungsschutz	60
1. Bezugsrecht	60
2. Statutarische Verwässerungsschutzmechanismen	61
3. Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre.....	63
4. Vertragliche Call- und Put-Optionen	64
5. Befristete Beteiligungsrechte	65
6. Sinking Fund.....	65
B. Preisschutz	66
1. Anpassung des Emissionsbetrags.....	66
1a. Ökonomische Grundlagen	66
1b. Rechtliche Rahmenbedingungen	67
2. Variables Dividendenvorrecht von Vorzugsaktien	67
3. Kumulatives variables Dividendenvorrecht	68
VI. PIPES vertraglicher Rechtsnatur.....	69
A. Wandel- und Optionsanleihe	69
1. Begriff.....	69
2. Emissionsverfahren.....	69
2a. Statutenänderung	69
2b. Ausgabe.....	70
2c. Wandel- und Optionsrecht.....	71
2d. Feststellungs- und Statutenänderungsbeschluss	71
3. Schutz	72
3a. Gesetz.....	72
3b. Vertrag.....	72
Covenants	72
Rückkaufsrecht zugunsten der PIPES-Investoren	73
Befristung	73
Sinking Fund	73
B. Darlehen oder Vorauszahlungsvertrag	73
C. Optionen	74
D. Genussscheine?.....	75
VII. Spezialfall: Future-Priced PIPES	76
A. Begriff	76
B. Toxic PIPES	76
1. Problematik.....	76
2. Schutz	77
VIII. Haftungsgrundlagen	78
A. Ökonomische Grundlagen.....	78
B. Prospekthaftung	78
1. Rechtsnatur	78
2. Tatbestandsvoraussetzungen der Vertrauenshaftung	79
2a. Rechtsgeschäftsbezogene Sonderverbindung	79
2b. Zielgerichtete Information	80
2c. Verletzung von auf Treu und Glauben beruhenden Schutz- und Aufklärungspflichten	80
2d. Verschulden.....	81
2e. Adäquater Kausalzusammenhang.....	81
2f. Schaden	81
C. Gründungs- bzw. Kapitalerhöhungshaftung	82
IX. Kartellrecht	82
X. Finanzmarktrecht.....	83
A. Finanzmarktinfrakturgesetz (FinfraG).....	83
1. Anwendbarkeit der Bestimmungen über OTC-Derivate	83
2. Anwendbare Pflichten.....	84
B. PIPES in Form von Contingent Convertibles (CoCos) von Banken und Effektenhändlern...86	

§ 6. Kotierung	87
I. Begriff	87
II. Funktionen	87
A. Rechtliche Funktion	87
B. <i>Ökonomische Funktion</i>	88
III. Recht auf Kotierung	88
A. Rechtsnatur	88
B. Durchsetzung	89
1. Unmittelbar oder mittelbar durchsetzbar	89
2. Individuell oder mit Dritten durchsetzbar	90
IV. Ausgestaltungsmöglichkeiten	90
A. Statutarische Einräumung zugunsten einer bestimmten Person	90
B. Statutarische Einräumung zugunsten unbestimmter Personen	92
C. Vertragliche Einräumung zugunsten von bestimmten Personen	93
D. Vertragliche Einräumung zugunsten von unbestimmten Personen	93
V. <i>Kotierungsobjekt</i>	94
VI. Primärmarktkotierungsverfahren an der SIX Swiss Exchange	94
A. Kotierungsvoraussetzungen	94
B. Kotierungsfrist	95
C. Kotierungsgesuch	95
D. Kotierungsprospekt	96
E. Offizielle Mitteilung (früheres Kotierungsinserat)	97
VII. Einzelfragen	98
A. Zweiteiliger Kotierungsprospekt	98
1. Bedeutung für die Emission von PIPes	98
2. Mechanik	98
3. Prospekthaftung	99
B. Zeitlich gestaffelte Ausgabe mehrerer PIPes-Tranchen derselben Kategorie	99
1. Problematik	99
2. Lösungsansätze	100
2a. Kotierungstranchen als unterschiedliche Kategorien von Beteiligungsrechten?100	
2b. Ausnahme von einer unmittelbaren Kotierungspflicht in Kombination mit einer Vinkulierung nicht kotierter PIPes oder vertraglichem Lock-up	100
2c. Unmittelbare Kotierung mit unterschiedlichem ersten Handelstag	101
C. Ausblick: Die Prospektbestimmungen unter dem E-FidleG	101
VIII. Exkurs: BX Berne eXchange	101
IX. Mit der Kotierung verbundene Pflichten	102
A. Offenlegungspflicht von Beteiligungen	102
1. Meldepflichtige PIPes-Transaktionen	102
2. PIPes-Investor(en) und emittierende AG bilden grundsätzlich eine meldepflichtige Gruppe	103
3. Gruppenmeldung	104
3a. <i>Inhalt</i>	104
3b. Ausnahmen von der Meldepflicht	104
B. Ad-hoc-Publizität	105
1. Bekanntgabepflicht von potenziell kursrelevanten Tatsachen	105
1a. Meldepflichtige PIPes-Transaktionen	105
1b. Nicht meldepflichtige PIPes-Transaktionen	107
1c. Due-Diligence-Prüfung als meldepflichtige Tatsache?	107
1d. Meldepflichtaufschub als wesentliches Element einer erfolgreichen PIPes-Transaktion	108
2. Verfahren	108
C. Offenlegung von Managementtransaktionen	109
D. Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots	110
1. <i>Ökonomische Funktion</i>	110
2. Angebotspflichtige PIPes-Transaktionen	110
3. Ausgenommene PIPes-Transaktionen	112
3a. Vorübergehende Überschreitung des Schwellenwerts	112
3b. Vorzugsweise Zeichnung im Rahmen einer Kapitalerhöhung	112
3c. Sanierung der emittierenden AG	113

4.	Erwerb in gemeinsamer Absprache	113
5.	Meldepflicht während der Angebotspflicht	114
E.	Regelmeldepflichten	114
F.	Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften	115
G.	Börsenrechtliche Corporate-Governance-Pflichten	116
§ 7.	Corporate Governance	117
I.	Recht zur Einberufung der Generalversammlung	117
II.	Traktandierungsrecht	118
III.	Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat	118
A.	Ökonomische Grundlagen	119
1.	Übermässig riskante Investments	119
2.	Informationsasymmetrien	119
B.	Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat zugunsten von PIPEs-Investoren als Vorzugsaktionäre und Partizipanten	120
1.	PIPEs in Form von Vorzugsaktien berechtigen zur Vertretung im Verwaltungsrat	120
2.	Wahlvorgang	121
C.	Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat zu Gunsten von PIPEs-Investoren als Fremdkapitalanteilhhaber	122
IV.	Pflichten des Verwaltungsrats bei der Ausgabe von PIPEs	122
A.	Sorgfaltpflicht	122
1.	Im Allgemeinen	122
2.	Beim Emissionsdiskont	123
3.	Beim Bezugsrecht	124
B.	Treupflicht	124
1.	Wahrung der Gesellschaftsinteressen	124
2.	Wahrung der Gesellschaftsinteressen durch Verwaltungsratsvertreter von PIPEs-Investoren in Form von Private Equity Funds	125
2a.	Geltende Rechtslage	125
2b.	Würdigung und Vorschlag de lege ferenda	126
C.	Gewinnmaximierungspflicht	127
D.	Verantwortlichkeit	127
1.	Allgemeine Voraussetzungen	127
2.	Business Judgment Rule unter geltendem Schweizer Recht?	128
2a.	Lex Americana	128
2b.	Gründe für eine Rezeption ins Schweizer Recht	129
Das Eingehen von vernünftigen Risiken liegt im Interesse der Aktionäre	129	
Filter von aussichtslosen Verantwortlichkeitsprozessen	129	
Ökonomische Anreize ersetzen richterliche Überprüfung	129	
Weitere Gründe	130	
2c.	Anwendungsmechanik	130
3.	Sachlichkeitsgebot als von der Generalversammlung zu beachtende Pflicht	131
4.	Gleichbehandlungspflicht als vom Verwaltungsrat und der Generalversammlung zu beachtende Pflicht	131
5.	Recht auf Einsitz in Gläubigerversammlung bei Anleiheobligationen?	133
V.	Aktienrechtliche Pflichten zur Offenlegung von PIPEs im Geschäftsbericht	133
A.	Formen	133
B.	Jahresbericht	134
C.	Anhang zur Jahresrechnung	135
1.	Offenlegungspflichtige PIPEs	135
2.	Beträge, Zinssätze und Fälligkeiten der ausgegebenen Anleiheobligationen	135
3.	Betrag der genehmigten und bedingten Kapitalerhöhung	135
4.	Vergütungen an Verwaltungsräte, Geschäftsführungsmitglieder und Beiräte kotierter AGs bzw. an nahestehende Personen derselben	136
5.	Darlehen an Verwaltungsräte, Geschäftsführungsmitglieder und Beiräte bzw. an nahestehende Personen derselben	137
6.	Stammaktien und Vorzugsaktien als Beteiligungen bedeutender Aktionäre	137
7.	Beteiligungen sowie Wandel- und Optionsrechte gegenwärtiger Verwaltungsräte, Geschäftsleitungsmitglieder und Beiräte bzw. nahestehender Personen derselben	138
D.	Verzicht auf Angaben	138

§ 8. Kapitalmarkttransaktionen.....	141
I. Tradingstrategien.....	141
A. Convertible Arbitrage.....	141
B. In Stammaktien wandelbare PIPEs als Ausgestaltungsform einer Convertible Arbitrage- Handelsstrategie.....	142
1. Grundhedgestrategie.....	142
2. Alternativen.....	144
3. Risikofaktoren.....	146
4. PIPEs in Form von nicht kotierten Stammaktien mit oder ohne zusätzliche Optionen.....	148
5. PIPEs in Form von Darlehen verknüpft mit Optionen auf kotierte Stammaktien.....	148
II. Rechtliche Rahmenbedingungen.....	149
A. Insidertrading.....	149
1. Problematik und mögliche Anwendungsfälle.....	149
2. Kapitalmarktrechtliches Verbot der Ausnutzung von Insiderinformationen.....	150
3. Strafbarkeit von Verwaltungsrat, Placement Agent, Finder, Geschäftsleitungsmit- glied und PIPEs-Investor.....	151
4. Strafbarkeit von PIPEs-Investoren.....	152
5. Verpönte Verwendung von vertraulichen preissensitiven Informationen im Effektenhandel.....	153
B. Short-Selling.....	153
1. Problematik und Anwendungsfälle.....	153
2. Unzulässigkeit von Naked Short-Selling.....	154
3. Market Rigging.....	155
3a. Als aufsichtsrechtlicher und strafrechtlicher Tatbestand.....	155
3b. Verpönte Verbreitung von preissensitiven Informationen.....	156
4. Nicht gehörige Erfüllung von vertraglichem Leerverkaufsverbot.....	156
C. Verkauf nicht kotierter PIPEs in Form von Stammaktien als kotierte Stammaktien.....	157
1. Problematik und Anwendungsfälle.....	157
2. Anwendbare Straftatbestände.....	159
2a. Betrügerischer Verkauf von Wertpapieren.....	159
2b. Wash Sales und Matched Orders als Formen strafbarer Kursmanipulation?.....	160
2c. Ungetreue Geschäftsbesorgung.....	161
3. Verletzung der Effektenhändlerverhaltenspflichten.....	162
3a. Belieferung von Short-Positionen des Effektenhändlers.....	162
3b. Echtes Angebots- und Nachfrageverhalten.....	162
4. Vertragliche Ansprüche.....	163
4a. Schlechterfüllung zufolge Lieferung nicht kotierter Aktien.....	163
4b. Sachmängelgewährleistung zufolge Lieferung nicht kotierter Aktien.....	163
4c. Grundlagenirrtum zufolge Lieferung nicht kotierter Aktien.....	164
4d. Sorgfaltspflichtverletzung zufolge Deckung von Leerverkäufen mit Kundenaktien.....	164
D. Hedging als Form einer verpönten Kursmanipulation?.....	165
1. Problematik und Anwendungsfall.....	165
2. PIPEs-Hedging als hybride Primärmarkt- und Sekundärmarkttransaktion.....	165
2a. Delta-Neutral-Hedging.....	165
2b. Bearish-Delta-Tilt-Hedging.....	166
E. Irreführung in Bezug auf Hedging- und Investmentabsichten.....	167
1. Problematik und Anwendungsfälle.....	167
2. Betrügerischer Kauf von PIPEs.....	167
3. Vertragliche Ansprüche.....	168
3a. Absichtliche Täuschung.....	168
3b. Grundlagenirrtum?.....	169
3c. Schlechterfüllung.....	170
4. Toxic PIPEs.....	170
4a. Problematik und Anwendungsfall.....	170
4b. Strafbares Kursmanipulation in Form von Painting-the-Tape-Geschäften?.....	171
4c. Vertragliches Hedgingverbot und Konventionalstrafe.....	172