

# **Private Investments in Public Equity**

Bachelorarbeit

in

Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen  
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. Rudolf Volkart

Verfasser: Marc Engel

Abgabedatum: 26. Juli 2008

## Executive Summary

Unternehmen aus der Technologie-, Kommunikations-, Pharma- und Biotechnologie-Branche sind aufgrund charakteristischer Eigenschaften auf eine spezielle Form der Eigenkapitalbeschaffung angewiesen. Zunächst negative Cashflows und schlechte Performance verwehren ihnen den effizienten Zugang zu herkömmlichen Beschaffungsmethoden (wie Kapitalerhöhungen) auf dem Primärmarkt und lassen eine Fremdfinanzierung nicht zu. Gerade solche Firmen jedoch sind aufgrund hoher Forschungs- und Entwicklungskosten sowie Investitionsvorhaben für stetiges Firmenwachstum auf eine kontinuierliche Mittelzufuhr angewiesen. Die Lösung für dieses Problem findet sich in sogenannten **PIPE**-Transaktionen, wobei PIPE für **Private Investments in Public Equity** steht. Sie erlauben öffentlich kotierten Firmen durch die private Ausgabe von Sicherheiten an einen begrenzten Kreis von Investoren Eigenkapital aufzunehmen. In den USA hat sich diese Form von Beschaffungsmöglichkeit in den letzten Jahren durchsetzen können und es ist ein dynamischer Markt entstanden. In der Schweiz hat diese Variante noch nicht richtig Fuss gefasst. Der Grund dafür liegt vor allem im gesetzlich festgehaltenen Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre.

Diese Arbeit befasst sich beginnend mit den Merkmalen von Wachstumsunternehmen. Es sind diese Firmen, welche für ein Aufkommen des PIPE-Marktes verantwortlich waren und welche PIPEs vorzüglich zur Eigenkapitalbeschaffung nutzten und auch immer noch nutzen. Spezifische Charakteristika dieser Unternehmen lassen andere Beschaffungsalternativen nicht als wünschenswert und in manchen Fällen als unmöglich erscheinen, weshalb eine neue Methode zur Eigenkapitalzufuhr gesucht werden musste.

Anschliessend werden Börsengänge und Kapitalerhöhungen näher betrachtet. Da es sich bei PIPE-Emittenten um börsenkotierte Firmen handelt, werden IPOs erläutert und verschiedene Kapitalerhöhungsvarianten vorgestellt, um sie mit PIPEs vergleichen zu können.

In Kapitel 4 werden Privatplatzierungen behandelt. Dies aufgrund dessen, weil PIPEs nach Gesetz nicht als öffentliche Transaktion gelten und deshalb die Besonderheiten von privaten Platzierungen aufgezeigt werden.

Danach werden PIPEs in den USA vorgestellt. In den letzten paar Jahren wurden knapp USD 200 Mia. erhoben, was für einen aufkommenden Markt spricht und darum als theoretische Ausgangslage für die Arbeit dient. Verschiedene Strukturen, also traditionelle und strukturierte PIPEs, werden definiert, der Ablauf einer Transaktion wird aufgezeigt und die Vorteile dieser Eigenkapitalbeschaffungsmethode erklärt. PIPE-Transaktionen in den USA

unterliegen geringeren Restriktionen als in der Schweiz und werden von einer eigenen Behörde, der Securities and Exchange Commission SEC, beaufsichtigt.

Schliesslich wird auf PIPEs in der Schweiz eingegangen. Wie bereits erwähnt, blieb der PIPE-Boom aufgrund des gesetzlich verankerten Bezugsrechts der Aktionäre bis anhin aus. Dieses Bezugsrecht erlaubt den Altaktionären, bei Kapitalerhöhung neue Aktien proportional zu ihrer bisherigen Beteiligung zu beziehen. Die hauptsächliche Konsequenz und Schwierigkeit liegt in der dadurch generierten unsicheren Grösse der Tranche, welche die Investoren bei einer PIPE erwerben. Die Transaktion wird somit für den Investor unsicher, worauf er mit einer Meidung der Investition reagieren könnte. Das Ziel einer emittierenden Unternehmung ist es also, einen Ausschluss des Bezugsrechts der bisherigen Aktionäre herbeizuführen. Weil damit aber erheblich in die Stimm- und Vermögensrechte des Aktionärs eingegriffen wird, ist dieser Ausschluss eine herausfordernde Aufgabe.

Mittels Interviews werden verschiedene Fälle von PIPE-Transaktionen in der Schweiz untersucht. Dabei kommt heraus, dass sich PIPEs in zwei verschiedene Kategorien unterteilen lassen: Sanierungs- und Wachstums-PIPEs. Sanierungs-PIPEs sind die bis anhin dominierende Gattung. Der Grund liegt darin, dass die Sanierung als sogenannter „wichtiger Grund“ angesehen wird, womit ein Bezugsrechtsausschluss nach Obligationenrecht zulässig ist. Diese Art von PIPE-Transaktionen stellen in der Schweiz keine Probleme dar.

Wachstums-PIPEs auf der anderen Seite sind Geschäfte, bei welchen Investitionen getätigt werden, um ein stetiges Wachstum der Unternehmung zu finanzieren. Investitionen zu Wachstumszwecken jedoch werden nicht als „wichtiger Grund“ anerkannt und stehen somit vor dem Problem des Bezugsrechts. Erst wenige Firmen haben solche PIPE-Transaktionen durchgeführt und einen Bezugsrechtsausschluss erlangt. Die Lösung fand sich in einer Änderung der Statuten, welche es erlaubt, flexibel und schnell Kapital aufnehmen zu können sowie das Bezugsrecht dabei auszuschliessen. Darüber hinaus wurden weitere gewisse Klauseln festgehalten, die eine erhöhte Flexibilität bei Kapitalerhöhungen zulassen. Selbstverständlich unterlagen diese Änderungen einem Generalversammlungs-Beschluss, welcher jedoch nach Aussage von Interviewpartnern kein Problem dargestellt hat.

Hauptsächlicher Vorteil von PIPE-Transaktionen ist die Geschwindigkeit. Im Gegensatz zu anderen Kapitalerhöhungsmassnahmen lässt sich eine PIPE in wenigen Wochen oder sogar Tagen durchführen, was sich im dynamischen Markt, in welchen sich die Firmen befinden, als überaus nützlich herausstellen kann.

Das gesetzlich verankerte Bezugsrecht der Aktionäre und andere Pflichten bei PIPE-Transaktionen scheinen in der Schweiz eine leichte Überregulierung darzustellen. Dennoch ist es bereits Firmen gelungen, ohne grösseren Aufwand PIPE-Transaktionen durchzuführen. Da diese Hürden genommen werden und PIPEs erhebliche Vorteile für die emittierende Unternehmung sowie auch für den Investor bringen können, ist aufgrund dessen eine zunehmende Anzahl von Transaktionen in der Schweiz zu erwarten.