

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 82

Die Umplatzierung von Aktien durch öffentliches Angebot

Von

Dominik Theisen



Duncker & Humblot · Berlin

DOMINIK THEISEN

Die Umplatzierung von Aktien
durch öffentliches Angebot

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 82

Die Umplatzierung von Aktien durch öffentliches Angebot

Von

Dominik Theisen



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät
der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn hat diese Arbeit
im Jahre 2013 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2014 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-14414-3 (Print)
ISBN 978-3-428-54414-1 (E-Book)
ISBN 978-3-428-84414-2 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

*„A business that makes nothing but money
is a poor business.“*

Henry Ford

Vorwort

Diese Arbeit wurde von der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn im Wintersemester 2013/14 als Dissertation angenommen. Da die Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 31. Mai 2011 erst nach Fertigstellung des der Bewertung zugrundeliegenden Manuskripts erging, wurde die Arbeit um ein weiteres Kapitel ergänzt, das sich mit der Entscheidung und den Reaktionen hierauf auseinandersetzt. Literatur und Rechtsprechung befinden sich auf dem Stand von Februar 2014.

Zunächst gilt meinem Doktorvater Professor Dr. Holger Fleischer Dank. Ihm gelang es, die Bearbeitung eines Themas anzuregen, an dem ich bis heute nicht das Interesse verloren habe. Ferner ermöglichte er mir die für mich äußerst lehrreiche Mitarbeit an seinem Bonner Lehrstuhl und gewährte mir größtmögliche Freiheiten bei der Erstellung der Arbeit. Professor Dr. Daniel Zimmer danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Allen Mitarbeitern des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht danke ich für eine unvergessliche Zeit, die ich dort verbringen durfte. Die vorliegende Arbeit wird mich stets an all diese Menschen und die gemeinsamen Erlebnisse erinnern. Um das Gelingen des Dissertationsvorhabens haben sich insbesondere Dr. Christian Strothotte und Marco Tautges in zahlreichen konstruktiven Gesprächen sowie bei der abschließenden Korrektur verdient gemacht. Meinem langjährigen universitären Wegbegleiter Dr. Julian Böhmer danke ich für den Einsatz seines steuerrechtlichen Sachverständnisses.

Dank gebührt selbstverständlich auch meiner Familie, insbesondere meiner Mutter und meiner Schwester, die mich stets und nicht nur bei der Erstellung der Arbeit unterstützt haben.

Bonn, im Februar 2014

Dominik Theisen

Inhaltsübersicht

§ 1 Einleitung	25
§ 2 Begriffsbestimmung	28
A. Umplatzierung von Aktien	28
B. Durch öffentliches Angebot	28
C. Keine Befassung mit der Platzierung von eigenen Aktien der Gesellschaft	29
D. Bezeichnungen	30
§ 3 Marktreaktionen und Anwendungsgebiete	31
A. Reaktionen auf eine Umplatzierung	31
B. Motive für Umplatzierungen durch öffentliches Angebot und deren Akzeptanz	47
C. Fazit	70
§ 4 Die Beteiligten und ihre rechtlichen Beziehungen zueinander	72
A. Beteiligung einer Emissionsbank	72
B. Mitwirkung der Gesellschaft	73
C. Rechtsbeziehungen zu den Anlegern	76
D. Verhältnis zu den nicht abgebenden Aktionären	76
§ 5 Der vertragliche Regelungsrahmen einer Umplatzierung	77
A. Übernahme der Aktien und Verteilung des Emissionsrisikos	77
B. Weitere typische Vertragsbestandteile	92
§ 6 Prospektpflicht und Erstellung	118
A. Prospektpflicht	118
B. Prospekterstellung	132
C. Rechtliche Schranken des zur Prospekterstellung erforderlichen Informationsflusses	136
§ 7 Anspruch auf Ermöglichung einer Umplatzierung	145
A. Möglichkeit und Schranken vertraglicher Einflussnahme	145
B. Anspruch auf Teilnahme bei Umplatzierung eines anderen Aktionärs	150
§ 8 Kosten und Risiken einer Umplatzierung durch öffentliches Angebot	156
A. Provisionen der Emissionsbank	156
B. Börseneinführungskosten	157
C. Mitwirkung der Gesellschaft bei der Prospekterstellung	157

D. Prospekthaftung	158
E. Kategorisierung der Kostenpunkte	172
§ 9 Zulässigkeit einer Kostenübernahme gegenüber dem abgebenden Aktionär durch die Aktiengesellschaft – mögliche Rechtsverstöße und deren Verhältnis zueinander	174
A. § 57 AktG	174
B. Verdeckte Gewinnausschüttung	175
C. § 53 a AktG	177
D. §§ 311, 317 AktG	181
E. Ergebnis	187
§ 10 Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 Abs. 1 AktG) ...	188
A. Leistung der Aktiengesellschaft	188
B. Zulässigkeit einer Vermögenszuwendung	202
C. Kompensation der Leistung durch Vorteile der Gesellschaft aus der Umplatzierung	223
D. Anwendung auf Fallkonstellationen	238
E. Beweislastverteilung	259
F. Rechtsfolgen	270
G. Rückschlüsse für andere Konfliktnormen	273
§ 11 Die Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 31. Mai 2011	275
A. Die Annahme einer Leistung an den abgebenden Aktionär	275
B. Kompensationsmöglichkeiten	281
C. Offene Fragen	290
D. Fazit	298
§ 12 Zusammenfassung	299
Literaturverzeichnis	302
Sachverzeichnis	340

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung	25
§ 2 Begriffsbestimmung	28
A. Umplatzierung von Aktien	28
B. Durch öffentliches Angebot	28
C. Keine Befassung mit der Platzierung von eigenen Aktien der Gesellschaft	29
D. Bezeichnungen	30
§ 3 Marktreaktionen und Anwendungsgebiete	31
A. Reaktionen auf eine Umplatzierung	31
I. Erklärungsansätze	31
1. Erstmaliges öffentliches Angebot und Börsenzulassung	31
a) Ausgangssituation	31
b) Informationshypothese	32
c) Window of opportunity	34
d) Agency-Theorie	34
2. Folgeplatzierung	35
a) Allgemeine Skepsis gegenüber Folgeplatzierungen	36
b) Price pressure-Hypothese	36
c) Weitgehende Geltung der für IPOs dargestellten Hypothesen ..	37
II. Empirie	37
III. Zwischenfazit	39
IV. Gründe für eine Umplatzierung	39
1. Aus Sicht der Aktionäre	39
a) Grenzen anderer Veräußerungskanäle	39
aa) Veräußerung über die Börse	39
bb) Veräußerung an strategischen Investor	40
cc) Privatplatzierung	41
b) Sicherheit des Erlöses beim Börsengang	42
2. Aus Sicht der Gesellschaft	43
a) Kapitalbedarf und ausreichende Liquidität	44
aa) Funktionen der Liquidität und Beeinflussung durch das Emissionsvolumen	44
bb) Zusammensetzung des Emissionsvolumens	45
b) Strategische Überlegungen der Gesellschaft	46
V. Fazit	47

B. Motive für Umplatzierungen durch öffentliches Angebot und deren Akzeptanz	47
I. Exit einer Beteiligungsgesellschaft	47
1. Beteiligungsgesellschaften und die Bedeutung des Exit	47
a) Die Vorgehensweise einer Beteiligungsgesellschaft	48
b) Der Börsengang als Exitkanal	48
2. Ablauf eines typischen Exit durch Börsengang	50
3. Akzeptanz von Umplatzierungen	51
a) Rückschlüsse aus dem Ausstiegsverhalten	51
b) Tendenzen einer veränderten Markteinschätzung	52
II. Privatisierung von Staatsunternehmen	53
1. Historie	53
2. Durchführung	54
3. Motive und Vorzüge einer Privatisierung mittels öffentlichen Angebots	54
4. Akzeptanz	56
III. Konzernumstrukturierung durch den Börsengang einer Tochtergesellschaft	56
1. Begriffe und Entwicklung	56
2. Herkunft der Aktien und Motive	57
a) Finanzierung der Tochtergesellschaft	57
b) Strategische Neuausrichtung	58
c) Finanzierung der Muttergesellschaft	59
3. Ablauf	60
a) Schrittweiser Ausstieg	60
b) Rechtliche Beschränkungen?	61
aa) Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz	61
bb) Konzerndimensionales Vorerwerbsrecht	63
cc) Ergebnis	63
4. Akzeptanz	64
a) Muttergesellschaft	64
b) Tochtergesellschaft	65
IV. Gründer und Familienaktionäre	66
1. Motive	66
a) Sicherung des privaten Wohlstands	67
b) Nachfolgeregelung	68
c) Finanzierung eines Management Buy-Out	69
2. Akzeptanz	69
C. Fazit	70

§ 4 Die Beteiligten und ihre rechtlichen Beziehungen zueinander	72
A. Beteiligung einer Emissionsbank	72
B. Mitwirkung der Gesellschaft	73
C. Rechtsbeziehungen zu den Anlegern	76
D. Verhältnis zu den nicht abgebenden Aktionären	76
§ 5 Der vertragliche Regelungsrahmen einer Umplatzierung	77
A. Übernahme der Aktien und Verteilung des Emissionsrisikos	77
I. Vorgaben durch Herkunft der Aktien	77
II. Risikotragung	79
1. Risiken und Beeinflussung des Gesamtrisikos	79
a) Risiken	79
b) Beeinflussung des Emissionsrisikos durch die Wahl eines geeigneten Preisfeststellungsverfahrens	80
2. Übernahme des Emissionsrisikos – grundsätzliche Unterscheidung: hard underwriting vs. best-efforts	82
3. Übernahme des Emissionsrisikos – Gestaltungsmöglichkeiten bei der Festübernahme	84
a) Ausschluss der gesamtschuldnerischen Haftung	84
b) Zeitpunkt der Bindung	84
aa) Bought deal	85
bb) Best-efforts ähnliche Übernahme	85
cc) Firm Underwriting	87
c) Möglichkeit des vorzeitigen Abbruchs	88
aa) Inhalt der Bedingungen	88
bb) Zeitpunkt des Abbruchs	89
III. Fazit	91
B. Weitere typische Vertragsbestandteile	92
I. Börseneinführungsvertrag	92
1. Inhalt	92
2. Börsenzulassung	93
a) Gebot der Vollzulassung	93
b) Kompetenz zur Antragsstellung	93
aa) Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz	93
bb) Keine Kompetenz der Hauptversammlung	94
II. Kursstabilisierungsmaßnahmen	96
1. Instrumente	97
2. Insbesondere Mehrzuteilung und Greenshoe-Option	99
a) Funktionsweise und Einsatz alter Aktien	99
b) Einsatz neuer Aktien	101
c) Weitere Wirkungen und Gestaltungsmöglichkeiten	102

III. Marktschutzvereinbarung	103
1. Erscheinungsformen und Funktionen	103
a) Verpflichtung des Emittenten	103
b) Verpflichtung der Altaktionäre	104
2. Zulässigkeit	107
3. Pflicht zum Abschluss einer Erklärung	108
4. Sanktionen und Absicherungsmöglichkeiten	109
a) Sanktionen	109
aa) Anspruchsgrundlagen für den Emittenten, die Emissionsbank und die übrigen Altaktionäre	110
bb) Anspruchsgrundlagen für Neuaktionäre	110
(1) Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	110
(2) § 823 Abs. 2 in Verbindung mit § 20a WpHG	111
cc) Nachweis und Bezifferung des Schadens	113
dd) Strafbarkeit des Vertragsbruchs	114
b) Sicherungsmaßnahmen	116
IV. Fazit	117
§ 6 Prospektpflicht und Erstellung	118
A. Prospektpflicht	118
I. Gesetzliche Grundkoordinaten	118
II. Erstmalige Angebote	119
III. Folgeplatzierungen	119
1. Rechtslage	119
2. Beseitigung von Unklarheiten	120
a) Streichung des § 3 Abs. 1 Satz 2 WpPG	120
b) Schaffung einer ausdrücklichen Haftungsnorm	121
3. Konsequenzen für abgabewillige Aktionäre	122
a) Haftung für Informationsmemorandum bei nicht bestehender Prospektpflicht	123
b) Keine Einschränkung der Fungibilität	124
c) Rechtsvergleich	124
d) Ergebnis	126
IV. Adressaten der Veröffentlichungspflichten	126
1. Der Anbieterbegriff	126
a) Funktion	126
b) Definition	127
2. Anbietereigenschaft des Emittenten und der Emissionsbank	127
3. Anbietereigenschaft der abgebenden Aktionäre	128
a) Mischangebote	128
b) Reine Umplatzierungen	128

aa) Weiterveräußerungen nach Privatplatzierung	129
bb) Konflikt	129
cc) Abgrenzung	130
4. Ergebnis	131
B. Prospekterstellung	132
I. Prospektaufbau	132
II. Relevante Angaben für eine Umplatzierung	133
1. Prospektverantwortlichkeit (§ 5 Abs. 4 WpPG)	133
2. Art. 3, 4 EU-ProspV, Anh. I EU-ProspV Mindestangaben für das Registrierungsformular für Aktien (Modul)	134
3. Anh. III EU-ProspV: Mindestangaben für die Wertpapierbeschrei- bung für Aktien (Schema)	135
a) Interessen beteiligter Personen, Ziff. 3.3	135
b) Gründe für das Angebot und Verwendung der Erträge, Ziff. 3.4	135
c) Wertpapierinhaber mit Verkaufsposition, Ziffer 7	136
C. Rechtliche Schranken des zur Prospekterstellung erforderlichen Informa- tionsflusses	136
I. Verschwiegenheitspflicht der Vorstandsmitglieder, § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG	137
1. Das Vorhaben einer Platzierung	137
2. Due Diligence-Prüfung	138
II. Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot (§ 14 Abs. 1 WpHG)	140
1. Begrenzung der Problematik durch den zeitlichen und sachlichen Anwendungsbereich	140
2. Das Vorhaben der Platzierung als Insiderinformation	140
3. Informationen aus dem Prospekt	141
a) Erwerb oder Veräußerung unter Verwendung einer Insider- information	141
b) Unbefugte Weitergabe	143
III. Fazit	144
§ 7 Anspruch auf Ermöglichung einer Umplatzierung	145
A. Möglichkeit und Schranken vertraglicher Einflussnahme	145
I. Börsengang	145
II. Entscheidung über Umplatzierung	147
III. Fazit	149
B. Anspruch auf Teilnahme bei Umplatzierung eines anderen Aktionärs	150
I. § 53a AktG	150
1. Anwendungsbereich	150
2. Geeignete Rechtsfolge	151
3. Sachwidrige Ungleichbehandlung	152

a) Piggyback Right	153
b) Kapitalanteil	154
c) Erwartete Signalwirkung	154
II. Treuepflicht	154
III. Fazit	155
§ 8 Kosten und Risiken einer Umplatzierung durch öffentliches Angebot	156
A. Provisionen der Emissionsbank	156
B. Börseneinführungskosten	157
C. Mitwirkung der Gesellschaft bei der Prospekterstellung	157
D. Prospekthaftung	158
I. Bedeutung	158
II. Anspruchsgrundlage für einen Prospekthaftungsanspruch	159
III. Anspruchsgegner	159
1. Verantwortungsübernahme	159
2. Prospektveranlasser	160
IV. Umfang der Haftung	162
V. Verteilung des Prospekthaftungsrisikos im Innenverhältnis	163
1. Grundkonflikte	163
a) Informationsasymmetrie und Haftung im Außenverhältnis	163
b) Keine Lösung durch gesetzliche Gewährleistung	164
2. Lösung durch Gewährleistungen und Garantien	164
a) Inhalt	164
b) Rechtsfolge: Freistellung	165
c) Weitere Ziele	166
3. Zulässigkeit der Freistellung gegenüber der Emissionsbank	166
a) Verstoß gegen Sinn und Zweck der Prospekthaftungsregeln ...	166
b) Einlagenrückgewähr gegenüber der Emissionsbank	168
aa) Anwendungsbereich von § 57 Abs. 1 AktG	168
bb) Rechtslage bei Platzierung neuer Aktien	168
cc) Rechtslage bei Umplatzierung	170
c) Verbot der Financial Assistance	171
4. Ergebnis	172
E. Kategorisierung der Kostenpunkte	172
§ 9 Zulässigkeit einer Kostenübernahme gegenüber dem abgebenden Aktionär durch die Aktiengesellschaft – mögliche Rechtsverstöße und deren Verhältnis zueinander	174
A. § 57 AktG	174
B. Verdeckte Gewinnausschüttung	175
C. § 53a AktG	177
I. Meinungsstand	177

II.	Gesetzhistorie	179
III.	Stellungnahme	180
D.	§§ 311, 317 AktG	181
I.	Anwendbarkeit	181
II.	Das Verhältnis der §§ 311, 317 AktG zur Kapitalbindung	182
1.	Die These von der Sonderregelung und deren Beschränkung	182
2.	Uneingeschränkte konkurrierende Anwendung	184
3.	Stellungnahme	185
4.	Vereinbarkeit mit europarechtlichen Vorgaben	186
E.	Ergebnis	187
§ 10	Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 Abs.1 AktG) ..	188
A.	Leistung der Aktiengesellschaft	188
I.	Unmittelbare Platzierungskosten	188
1.	Platzierungsprovision	188
2.	Börseneinführungskosten	189
II.	Kosten aus Prospekterstellung und -haftung	190
1.	Freistellungsklauseln als Anknüpfungspunkt für einen Verstoß ...	190
a)	Hintergrund: Wirtschaftliche Betrachtungsweise	190
b)	Prämisse: Zuordnung des Haftungsrisikos an den Aktionär ...	191
c)	Vergleich mit Sicherheitenbestellung	192
2.	Überprüfung der argumentativen Grundlagen	193
a)	Kein Nutzen aus Erkenntnissen zur Kollision von Prospekthaf-	
b)	Gewährleistungsrechtliche Natur des Prospekthaftungsan-	
c)	Mehrkosten durch Umplatzierung bei Börseneinführung	196
3.	Überprüfung des Anknüpfungspunktes	197
4.	Mitwirkung als Anknüpfungspunkt	197
5.	Schwierigkeiten bei gemischten Platzierungen	199
a)	Leistung in Bezug auf das Prospekthaftungsrisiko	199
b)	Leistung in Bezug auf die Mitwirkung bei Prospekterstellung	
c)	und Platzierung	199
III.	Fazit	201
B.	Zulässigkeit einer Vermögenszuwendung	202
I.	Kriterien	202
1.	Zulässigkeit von Geschäften, die einem Drittvergleich standhalten	202
a)	Marktvergleich	203
b)	Der ordentliche und gewissenhafte Geschäftsleiter als Ausge-	
c)	wogenheitsmaßstab	203
d)	Ermessensspielraum?	204

aa) Befürwortung	204
bb) Ablehnung	205
2. Rechtfertigung durch betriebliche Gründe	208
3. Vorteilsausgleich	208
4. Legitimierung unter den Voraussetzungen des § 26 AktG?	211
II. Anwendung auf eine Umplatzierung durch öffentliches Angebot	212
1. Schwierigkeiten	212
a) Kein Umsatzgeschäft	212
b) Nur gegenüber Aktionär erbringbare Leistung	213
2. Erstellung des Prospekts und Marketingmaßnahmen	215
a) Bei reiner Umplatzierung	215
b) Bei gemischter Platzierung	215
3. Tragung des Prospekthaftungsrisikos	216
a) Umfang der Kompensation	216
aa) Die Prospekterstellung als Geschäftsbesorgung	216
bb) Einwände vor dem Hintergrund des Kapitalschutzes	218
b) Denkbare Kompensationsmöglichkeiten	218
c) Kompensation im Wege der Freistellung	218
d) Kompensation mittels Vergütung des Haftungsrisikos	220
aa) Faktische Quantifizierbarkeit	220
bb) Einwände	221
e) Bestimmung bei gemischter Platzierung	222
f) Fazit	223
C. Kompensation der Leistung durch Vorteile der Gesellschaft aus der Umplatzierung	223
I. Meinungsstand	224
1. Kategorische Ablehnung	224
2. Akzeptanz	224
II. Das Interesse der AG an einer Umplatzierung als Vorteil	225
1. Der Streit um die Möglichkeit eines Vorteils	225
a) Zweifel	225
b) Gegenargumente	227
aa) Negative Marktreaktion	227
bb) Ausnahmen vom grundsätzlichen Desinteresse an der eigenen Aktionärsstruktur und Maßnahmen im Doppelinteresse	227
cc) Berücksichtigung mittelbarer Vorteile	229
2. Voraussetzungen einer Kompensation – Das Interesse im Rahmen von § 57 Abs. 1 AktG	230
a) Vorteil und Unternehmensinteresse	230
b) Orientierung am Schutzzweck	231

aa)	Vermögenswerter Vorteil	231
bb)	Keine Berücksichtigung von Vorteilen für Gesellschafter ..	233
c)	Präzisierung	233
aa)	Konkreter Vorteil	233
bb)	Quantifizierbarkeit	234
cc)	Wirtschaftlicher Nutzen einer Umplatzierung	236
(1)	Keine Erreichung des Ziels mittels einer Kapitalerhöhung	236
(2)	Normative Einschränkungen	237
III.	Ergebnis	238
D.	Anwendung auf Fallkonstellationen	238
I.	Werbewirkung	238
1.	Werbewirkung am Kapitalmarkt	238
2.	Weiterreichende Werbewirkungen	240
II.	Verbesserung der Liquidität	240
1.	Verbesserung der Handelsbedingungen	241
2.	Erfüllung von Zulassungsvoraussetzungen	241
a)	Ausreichende Liquidität als Voraussetzung einer Börsenzulassung	241
b)	Vermögensvorteile	242
aa)	Werbewirkung	242
bb)	Aktien als Akquisitionswährung	242
cc)	Präsenz an ausländischen Märkten	243
dd)	Ermöglichung der Kapitalerhöhung als Vorteil	244
c)	Indexaufnahme und Indexverbleib	244
3.	Erfolg der Emission	244
4.	Ergebnis	245
III.	Aushandlung besserer Vertragskonditionen	245
IV.	Bereitstellung von Bonusaktien	245
V.	Leistungen einer Beteiligungsgesellschaft	246
VI.	Greenshoe	246
VII.	Unabhängigkeit von einem Großaktionär	246
1.	Unabhängigkeit als Wert	247
a)	Bewertung der Abhängigkeit	247
b)	Gesetzliche Wertungen	249
c)	Sonderfall Privatisierung?	252
2.	Situationsabhängiger Vorteil	253
a)	Verhandlungslösung	254
b)	Rechtliche Zulässigkeit jenseits der Kapitalerhaltungsregeln ..	254
c)	Vermögensvorteil	255

d) Normative Grenzen	257
VIII. Ergebnis	259
E. Beweislastverteilung	259
I. Die Anwendbarkeit der Grundregel	260
1. Inhalt und Herleitung	260
2. Anwendung	261
II. Der Umgang der Aktionäre mit der Beweislast	264
1. Dokumentation	264
2. Informationsanspruch gegen die Gesellschaft	265
a) Grundsatz und Ausnahmen	265
b) Voraussetzungen	267
aa) Fehlende eigene Informationsmöglichkeit	268
bb) Entschuldbare Ungewissheit	268
cc) Zumutbarkeit der Auskunftserteilung	268
dd) Plausibilität des Hauptanspruchs	269
III. Ergebnis	269
F. Rechtsfolgen	270
I. Rückgewähr der Leistungen	270
II. Nichtigkeit der Freistellungsklausel	271
III. Organhaftung	272
IV. Ergebnis	273
G. Rückschlüsse für andere Konfliktnormen	273
I. § 53a AktG	273
II. §§ 311 ff. AktG	274
III. Verdeckte Gewinnausschüttung	274
§ 11 Die Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 31. Mai 2011	275
A. Die Annahme einer Leistung an den abgebenden Aktionär	275
I. Die Begründung des BGH	275
II. Bewertung	277
1. Wirtschaftliche Betrachtungsweise	277
2. „Veranlasserprinzip“	277
3. Vergleich mit Sicherheitenbestellung	278
a) Kritikpunkte	278
b) Verteilung von Kosten und Nutzen – der unmittelbare Vorteil des abgebenden Aktionärs	279
4. Beherrschbarkeit des Prospekthaftungsrisikos	280
5. Ergebnis	281
B. Kompensationsmöglichkeiten	281
I. Die bilanzielle Betrachtungsweise – Ausgleich nur durch Freistellung	281
II. Bewertung	281

1. Akzeptanz der Freistellungslösung	281
2. Ablehnung der Beschränkung auf eine Freistellung	282
a) Wertungswidersprüche	282
b) Eingeschränkte Regressmöglichkeiten des abgebenden Aktionärs	285
3. Bewertung unter Berücksichtigung des zugrundeliegenden Sachverhaltes	286
4. Versicherung als Alternative	287
a) Zulässigkeit	287
b) Umfang des Versicherungsschutzes	288
5. Ergebnis	290
C. Offene Fragen	290
I. IPO mit reiner Umplatzierung	290
II. Mischplatzierung	291
III. Haftung mehrerer abgebender Aktionäre	292
IV. Mehrzuteilung und Greenshoe-Option	294
V. Auswirkungen auf die Emissionsbank	295
VI. Pflichten der Vorstandsmitglieder	297
D. Fazit	298
§ 12 Zusammenfassung	299
Literaturverzeichnis	302
Sachverzeichnis	340

Abkürzungsverzeichnis

Abl.	Amtsblatt
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a. F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes
BAnz	Bundesanzeiger
BB	Betriebs-Berater
BFHE	Sammlung der Entscheidungen des Bundesfinanzhofs
BFH/NV	Sammlung der nicht in der amtlichen Sammlung veröffentlichten Entscheidungen des Bundesfinanzhofs
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
BStBl	Bundessteuerblatt
DB	Der Betrieb
DstR	Deutsches Steuerrecht
EU-ProspV	EU Prospektverordnung
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
FG	Festgabe
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FR	Finanz-Rundschau
FS	Festschrift
GesKR	Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
GesRZ	Der Gesellschafter
GmbHR	GmbH-Rundschau
GPR	Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
jurisPR-HaGesR	juris PraxisReport Handels- und Gesellschaftsrecht
JZ	Juristenzeitung
KapMuG	Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten
MDR	Monatsschrift für deutsches Recht
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift

NotBZ	Zeitschrift für die notarielle Beratungs- und Beurkundungspraxis
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ÖBA	Bank-Archiv: Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VersR	Versicherungsrecht
VGR	Gesellschaftsrechtliche Vereinigung
VW	Versicherungswirtschaft
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpAIV	Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuS	Zeitschrift für europarechtliche Studien
Zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozeß

§ 1 Einleitung

Mit dem öffentlichen Angebot von Aktien wird zumeist ein Kapitalbedarf der betroffenen Gesellschaft assoziiert. Der Markt begrüßt dieses Motiv, das insbesondere bei Börsengängen im Vordergrund steht¹, wenn die Platzierung zur Finanzierung des Unternehmenswachstums beitragen soll. Hintergrund des Angebots können jedoch auch Sanierungsbestrebungen sein, auf deren Gelingen die Anleger bei einem Investment setzen. In beiden Fällen kann die Aktiengesellschaft ihre Funktion als „Kapitalpumpe“² verwirklichen, die ein wesentliches Motiv für die Schaffung dieser Gesellschaftsform war³.

Zutreffend ist die Assoziation mit einem Kapitalbedarf allerdings nur, wenn die angebotenen Aktien aus einer Kapitalerhöhung stammen, es sich also um neue Aktien⁴ handelt. Dann fließt der aus der Platzierung erzielte Emissionserlös an die Gesellschaft. Die angebotenen Aktien können jedoch auch aus dem Bestand eines oder mehrerer Aktionäre stammen.⁵ Weil sie nicht zum Zwecke des Angebots geschaffen werden, spricht man von alten⁶ oder bereits bestehenden⁷ Aktien. Eine derartige Abgabe von Aktien ist nicht nichts anderes als ihre Veräußerung⁸, so dass der Erlös nicht der Gesellschaft, sondern den verkaufenden Aktionären zugute kommt⁹. Besteht eine Platzierung sowohl aus neuen als auch aus alten Aktien, betitelt man sie als Mischplatzierung.

Die Platzierung bereits bestehender Wertpapiere stellt keine Randerscheinung dar, sondern erfreut sich in Deutschland vor allem im Rahmen von Börsengängen großer Beliebtheit. Bevor der Neuemissionsmarkt infolge der „Finanzkrise“ zwischenzeitlich zum Erliegen kam, konnten Anleger im Jahre 2007 bei der weit

¹ *F.M. Huber*, in: Watter, 35; *Schanz*, § 2 Rn. 3.

² *Schmalenbach*, S. 12.

³ Vgl. *Raiser/Veil*, § 2 Rn. 1; zur Etablierung der Rechtsform aufgrund des Kapitalbedarfs der sich formierenden Industriezweige in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts, *Pahlow*, in: Bayer/Habersack, 8. Kapitel Rn. 75 ff.

⁴ *Pfüller/Flatten*, Finanz Betrieb 2001, 388, 389.

⁵ *Lenenbach*, Rn. 7.45.

⁶ *Achleitner*; Handbuch Investment Banking, S. 242; *Pfüller/Flatten*, Finanz Betrieb 2001, 388, 389.

⁷ *Ekkenga/Maas*, Rn. 23; *Groß*, in BuB, Rn. 10/287; *Grunewald/Schlitt*, § 2 II 5 c, S. 26; *Meyer*, in Hdb. börsennotierte AG, § 7 Rn. 3; *F.A. Schäfer*, in: Schwintowski/F.A. Schäfer, § 23 Rn. 8.

⁸ *Achleitner*, Handbuch Investment Banking, S. 242 f.; *Heider*, FS Sigle, S. 251, 264.

⁹ *Gleisberg*, S. 18; *Jenkinson/Ljungqvist*, S. 3.

überwiegenden Mehrzahl der im Zuge eines IPO durchgeführten Angebote auch alte Aktien erwerben. Das erste Angebot im Rahmen eines Börsengangs von größerem Volumen nach der Krise hatte sogar ausschließlich Aktien aus dem Bestand eines Großaktionärs zum Gegenstand.¹⁰ In der Vergangenheit wurden vor allem dann ausschließlich alte Aktien angeboten, wenn die Platzierung Teil eines Privatisierungsprogramms war. Hervorzuheben sind dabei insbesondere die als zweiter und dritter „Börsengang“ bezeichneten Platzierungen der Deutschen Telekom AG.

Wenngleich die Herkunft der Aktien auf den unmittelbaren Platzierungsvorgang keine Auswirkungen hat¹¹ und damit eine Zuordnung zu den Emissionsgeschäften gerechtfertigt ist¹², stehen bei alten Aktien andere Fragestellungen im Vordergrund als bei neuen Aktien. Nach einer kurzen Präzisierung des Themas (§ 2) beginnt die nachfolgende Untersuchung mit der Frage, ob Anleger der unterschiedlichen Herkunft der Aktien Bedeutung beimessen, und beleuchtet, warum sich Aktionäre für diese Art der Veräußerung entscheiden könnten. Obwohl der Gesellschaft der Platzierungserlös nicht zufließt, wird ferner ihr mögliches Interesse an diesem Vorgang erkundet (§ 3).¹³ Es folgt eine überblicksartige Darstellung der rechtlichen Beziehungen aller Beteiligten zueinander (§ 4), der sich eine ausführliche Erläuterung des vertraglichen Regelungsrahmens anschließt (§ 5). Dabei soll vor allem den Unterschieden zu einer Platzierung neuer Aktien Beachtung geschenkt werden. Anschließend wird erörtert, unter welchen Voraussetzungen das öffentliche Angebot bereits bestehender Aktien eine Prospektpflicht nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG) auslösen kann (§ 6). Im Anschluss daran richtet sich der Blick auf die abgabewilligen Aktionäre, denen die Gesellschaft die Unterstützung des öffentlichen Veräußerungsvorgangs versagt (§ 7). Sodann wendet sich die Untersuchung den nachteiligen Folgen einer Unterstützung zu: Vor dem Hintergrund, dass der Gesellschaft nicht der Emissionserlös und damit kein unmittelbarer Vorteil zugute kommt, stellt sich

¹⁰ Siehe dazu Handelsblatt-online vom 19.03.2010.

¹¹ Vgl. *Groß*, in BuB, Rn. 10/67: „Tatsächlich hat dieser Fall wirtschaftlich, insbesondere unter dem Gesichtspunkt der Platzierungsleistung und der Risikoübernahme, aus Sicht der Banken große Ähnlichkeit mit der Betreuung einer Neuemission.“

¹² Vgl. *F.A. Schäfer*, in: Schwintowski/F.A. Schäfer, § 23 Rn. 1 mit Fn. 3, der eine begriffliche Beschränkung auf die „erste Ausgabe“ ablehnt; ähnlich *Fredebeil*, S. 159 f.; *Groß*, in BuB, Rn. 10/67; bezüglich der Einstufung als erlaubnispflichtiges Bankgeschäft *Brandt*, in: Kümpel/Wittig, Rn. 15.6; siehe aber auch *Meyer*, in Hdb. börsennotierte AG § 7 Rn. 3, der darauf hinweist, dass nur die von der Gesellschaft betriebene Emission neuer Aktien eine „Emission“ im wertpapierrechtlichen Sinne sei.

¹³ Siehe auch *Huyghebaert/Van Hulle*, *Journal of Corporate Finance* 12 (2006) 296 f.: „The source of the shares in an initial public offering is an important but little studied feature in the IPO literature. Nevertheless, this choice has important implications, for both the company and its initial shareholders. Hence it is likely to contain information on the motives for going public.“

die Frage, inwiefern sie die Kosten und Risiken der Platzierung tragen darf (§ 8 ff.). Dabei wird auch das richtungsweisende Urteil des Bundesgerichtshofs vom 31. Mai 2011 gewürdigt (§ 11), welches erst nach der Erstellung des Manuskripts dieser Arbeit erging. Abschließend werden die wesentlichen Ergebnisse in Thesen zusammengefasst (§ 12).