

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 141

Die Verletzung von Lock-up Agreements

Zur Herleitung eines Haftungskonzepts
extra legem, intra ius

Von

Lorenz M. Koffka



Duncker & Humblot · Berlin

LORENZ M. KOFFKA

Die Verletzung von Lock-up Agreements

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 141

Die Verletzung von Lock-up Agreements

Zur Herleitung eines Haftungskonzepts
extra legem, intra ius

Von

Lorenz M. Koffka



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2018 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
© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15697-9 (Print)
ISBN 978-3-428-55697-7 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85697-8 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

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

*Für meine Eltern
und Freya*

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2018 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen. Die mündliche Prüfung erfolgte am 12. und 13. November 2018. Rechtsprechung und Literatur konnten bis Januar 2019 berücksichtigt werden.

Besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Chicago) für sein Engagement und die hervorragende Betreuung dieser Arbeit. Mein Dank gilt ferner Herrn Prof. Dr. Boris Paal, M.Jur. (Oxford) für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Den Herausgebern Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler, Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Chicago) und Herrn Prof. Dr. Holger Fleischer, LL.M. (Michigan) danke ich für die Aufnahme dieser Arbeit in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“.

Dem Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg möchte ich für die Bereitstellung eines Bibliothekarbeitsplatzes und die ausgezeichneten Arbeitsbedingungen danken.

Felix und Jasper haben als Mitbewohner in der „Johns“ einen Großteil der Entstehungszeit dieser Arbeit begleitet und durch ihren Humor und ihre Freundschaft geprägt. Dafür bin ich ihnen sehr dankbar. Freya danke ich für ihre liebevolle Unterstützung, die bedingungslose (und nicht immer verdiente) Geduld und die vielen gemeinsamen Stunden jenseits dieser Arbeit, ohne die meine Promotionszeit nicht dieselbe gewesen wäre.

Schließlich danke ich meinen Eltern und meiner Familie, die mich auf meinem bisherigen Weg unterstützt, gefördert und stets ermutigt haben und mir trotz aller Freiheiten und Freiräume immer ein Zuhause waren.

Hamburg, im Januar 2019

Lorenz M. Koffka

Inhaltsübersicht

Einleitung	29
A. Gegenstand der Untersuchung	29
B. Ziel der Untersuchung	31
C. Gang der Untersuchung	31
<i>Erster Teil</i>	
Grundlagen	33
<i>1. Kapitel</i>	
Lock-up Agreements	33
A. Einführung und Begriffsdefinition	34
B. Zweck und Schutzfunktion von Lock-up Agreements	41
C. Lock-up Agreements im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht	47
<i>2. Kapitel</i>	
Kapitalmarktökonomie	65
A. Begriff des Kapitalmarkts	66
B. Ökonomische Grundlagen	70
C. Normative Regelungsziele des Kapitalmarktrechts	80
D. Zusammenfassung	92
<i>3. Kapitel</i>	
Lock-up Agreements aus ökonomischer Perspektive	92
A. Funktionsweise von Lock-up Agreements	93
B. Stabilisierung des Kursniveaus	97

C. Funktionsschutz des Kapitalmarkts	102
D. Zusammenfassung	103

4. Kapitel

Haftung aufgrund der Verletzung von Lock-up Agreements	104
A. Die Verletzung von Lock-up Agreements	104
B. Haftung der Altaktionäre nach den allgemeinen Anspruchsgrundlagen	112
C. Haftung nach US-amerikanischem Kapitalmarktrecht	142
D. Zusammenfassung	160

5. Kapitel

Ergebnisse des ersten Teils	161
------------------------------------	-----

Zweiter Teil

Entwicklung eines Haftungskonzepts im Wege der Rechtsfortbildung	163
---	-----

6. Kapitel

Vorüberlegungen zur Methodologie der Rechtsfindung	163
A. Zulässigkeit der Rechtsfortbildung	164
B. Stufen der Rechtsfindung	165

7. Kapitel

Bedürfnis nach einem privatrechtlichen Haftungsinstitut	168
A. Vorliegen einer Lücke im Gesetz	168
B. Notwendigkeit einer privatrechtlichen Haftung	177
C. Zusammenfassung	206

8. Kapitel

Entwicklung eines Haftungskonzepts	207
A. Dogmatische Grundlagen eines Haftungskonzepts	207
B. Begründungsansätze einer Haftung	225

C. Konzept eines eigenen Haftungsinstituts 255
D. Dogmatische Herleitung eines eigenen Haftungsinstituts 263
E. Rechtsökonomische Bewertung 281
F. Zusammenfassung 283

9. Kapitel

Voraussetzungen und Anwendung des Haftungsinstituts 284

A. Voraussetzungen eines Schadensersatzanspruchs der Anleger 284
B. Schadensberechnung 286
C. Haftungsausschluss 292

10. Kapitel

Ergebnisse des zweiten Teils 292

Schlussbetrachtung 295

A. Ergebnis 295
B. Bewertung und Ausblick 296

Literaturverzeichnis 297

Stichwortverzeichnis 325

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	29
A. Gegenstand der Untersuchung	29
B. Ziel der Untersuchung	31
C. Gang der Untersuchung	31
 <i>Erster Teil</i>	
Grundlagen	33
 1. Kapitel	
Lock-up Agreements	33
A. Einführung und Begriffsdefinition	34
I. Terminologie	34
II. Typologie	35
1. (Harte) Lock-up Agreements	35
2. Marktschonungsvereinbarungen (weiche Lock-up Agreements)	36
3. Verwässerungsschutzvereinbarungen	37
4. Typenkombinationen	37
III. Abgrenzungen und Sachverhaltskonstellationen	38
1. Abgrenzung zu Veräußerungsbeschränkungen am Sekundärmarkt	38
2. Konstellationen von Lock-up Agreements	39
a) Vereinbarungen mit der Emissionsbank oder dem Emittenten	40
b) Abgrenzung zu Vereinbarungen der Altaktionäre untereinander	40
3. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	41
B. Zweck und Schutzfunktion von Lock-up Agreements	41
I. Schutzfunktion von Lock-up Agreements	42
II. Interessenlagen der beteiligten Marktteilnehmer	42
1. Anleger	42
2. Emittent	43

3. Emissionsbank	44
4. Altaktionäre	45
a) Gründer und Unternehmensleiter	45
b) Risikokapitalgeber	46
c) Kleinanleger	46
III. Zusammenfassung	47
C. Lock-up Agreements im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht	47
I. Rechtsnatur und Rechtswirkung	48
II. Zulässigkeit von Lock-up Agreements	49
1. Kapitalmarktrechtliche Zulässigkeit	49
2. Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit	51
a) Vereinbarkeit mit § 68 Abs. 2 AktG	52
b) Vereinbarkeit mit § 136 Abs. 2 AktG	54
c) Vereinbarkeit mit der Organverfassung der Aktiengesellschaft	56
3. Zwischenergebnis	56
III. Pflicht zum Abschluss von Lock-up Agreements	57
1. Lock-up Agreements als Zulassungsvoraussetzung der Börsennotierung	57
2. Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht	59
a) Treuepflicht der Altaktionäre gegenüber dem Emittenten	60
b) Treuepflicht der Altaktionäre gegenüber den Mitgesellschaftern	63
c) (Treue-)Pflicht der Altaktionäre gegenüber der Emissionsbank	63
IV. Fazit	65

2. Kapitel

Kapitalmarktökonomie	65
A. Begriff des Kapitalmarkts	66
I. Primärmarkt	68
II. Sekundärmarkt	69
B. Ökonomische Grundlagen	70
I. Informationseffizienz	71
1. Wirkungsweisen der Markteffizienz	72
2. Formen der Effizienzhypothese	73
II. Informationsverteilung und Marktversagen	75
1. Informationsbedingtes Marktversagen und der „Markt für Zitronen“	77
2. Signaling und Screening	78

C. Normative Regelungsziele des Kapitalmarktrechts 80

 I. Funktionsschutz 80

 1. Allokative Effizienz 81

 2. Operationale Effizienz 82

 3. Institutionelle Effizienz 83

 II. Anlegerschutz 84

 1. Anlegerschutz als selbstständiges Regelungsziel 84

 2. Konzept des kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes 85

 a) Individualschutz 85

 aa) Anlagerisiken 86

 bb) Grenzen des Anlegerschutzes 87

 cc) Anlegerleitbilder 88

 b) Kollektivschutz 89

 c) Individual- und Kollektivschutz: zwei Seiten derselben Medaille 90

 III. Publizität im Lichte der normativen Regelungsziele 91

D. Zusammenfassung 92

3. Kapitel

Lock-up Agreements aus ökonomischer Perspektive 92

A. Funktionsweise von Lock-up Agreements 93

 I. Abbau von Informationsasymmetrien (Signal-Theorie) 93

 II. Vertrauensbildung (Vermeidung von moralischem Risiko) 95

 III. Reduzierung von Vertretungskosten (Prinzipal-Agenten-Theorie) 96

B. Stabilisierung des Kursniveaus 97

 I. Preisbildung und Angebotsbeschränkung 98

 1. Substitutionshypothese 98

 2. Preisdruckhypothese 99

 3. Informationshypothese 99

 4. Hypothese fallender Nachfragekurven 100

 5. Zwischenergebnis 100

 II. Tatsächliche Kursrelevanz: empirische Nachweise 100

C. Funktionsschutz des Kapitalmarkts 102

D. Zusammenfassung 103

4. Kapitel

	Haftung aufgrund der Verletzung von Lock-up Agreements	104
A. Die Verletzung von Lock-up Agreements		104
I. Verstoß gegen Lock-up Agreements		105
II. Durchsetzbarkeit und Sicherung von Lock-up Agreements		107
1. Einstweiliger Rechtsschutz		107
2. Separate Wertpapiernummern und Sperrdepots		108
3. Vertragsstrafe		109
4. Fazit		111
III. Zwischenergebnis		112
B. Haftung der Altaktionäre nach den allgemeinen Anspruchsgrundlagen		112
I. Vorüberlegungen		113
1. Anspruchsrichtung und Schadensverteilung		113
a) Ansprüche der Emissionsbank		113
b) Ansprüche des Emittenten		114
c) Ansprüche der Anleger		115
2. Art des Lock-up Agreements		116
3. Art der Verletzung		116
II. Schadensersatz nach Kapitalmarktrecht		117
1. Prospekthaftung		117
2. Haftung für falsche oder unterlassene Kapitalmarktinformationen		119
3. Verstoß gegen das Verbot von Insidergeschäften		120
a) Tatbestandsvoraussetzungen gem. Art. 14 lit. a) i.V.m. Art. 7, 8 MAR		120
b) Schutzgesetzeigenschaft gem. § 823 Abs. 2 BGB		121
4. Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation		122
a) Tatbestandsvoraussetzungen gem. Art. 15 i.V.m. Art. 12 Abs. 1–3 MAR		122
b) Schutzgesetzeigenschaft gem. § 823 Abs. 2 BGB		125
III. Schadensersatz nach Verbandsrecht: gesellschaftsrechtliche Treuepflicht		127
IV. Schadensersatz nach allgemeinem Vertragsrecht		129
1. Vertrag zugunsten Dritter		129
2. Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter		131
3. Culpa in contrahendo		134
a) § 280 Abs. 1 BGB i.V.m. §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB		134
b) § 280 Abs. 1 BGB i.V.m. §§ 311 Abs. 3, 241 Abs. 2 BGB		135
4. Mängelgewährleistungsrecht		137
V. Schadensersatz nach allgemeinem Deliktsrecht		138
VI. Fazit		142

C. Haftung nach US-amerikanischem Kapitalmarktrecht 142

 I. Primärmarktrechtliche Haftung 144

 1. Haftung nach Sec.12(a) (2) SA 144

 a) Anwendbarkeit gegenüber Sekundärakteuren 145

 b) Anwendbarkeit am Sekundärmarkt 146

 c) Ergebnis 147

 2. Haftung nach Sec. 11 SA 147

 a) Persönlicher Anwendungsbereich 148

 b) Tatbestand 149

 c) Ergebnis 151

 II. Sekundärmarktrechtliche Haftung 151

 1. Haftung nach Sec. 10(b) SEA i.V.m. SEC Rule 10b-5 151

 a) Persönlicher Anwendungsbereich 152

 b) Tatbestand 152

 aa) Stream SIVAC v. Wang 153

 bb) Nanopierce Technologies v. Southridge Capital Management 154

 cc) Vandenberg v. Adler 156

 dd) In re Sterling Foster 157

 c) Ergebnis 158

 2. Haftung nach Sec. 9(f) SEA 158

 III. Fazit 159

D. Zusammenfassung 160

5. Kapitel

Ergebnisse des ersten Teils 161

Zweiter Teil

Entwicklung eines Haftungskonzepts im Wege der Rechtsfortbildung 163

6. Kapitel

Vorüberlegungen zur Methodologie der Rechtsfindung 163

A. Zulässigkeit der Rechtsfortbildung 164

B. Stufen der Rechtsfindung 165

7. Kapitel

	Bedürfnis nach einem privatrechtlichen Haftungsinstitut	168
A. Vorliegen einer Lücke im Gesetz		168
I. Lückenbegriff		169
1. Merkmal der Unvollständigkeit		169
2. Merkmal der Planwidrigkeit		170
3. Der „weite“ Lückenbegriff		170
II. Feststellung einer Lücke		172
1. Vertrauensschutz und Kooperationsschutz		173
2. Anlegerschutz und Funktionsschutz		174
III. Zwischenergebnis		176
B. Notwendigkeit einer privatrechtlichen Haftung		177
I. Effizienz als (normatives) Rechtsprinzip		178
II. Ökonomische Analyse der Haftung als Verhaltenssteuerung		181
1. Verhaltenssteuerung durch Haftung		183
2. Kostenz-Nutzen-Analyse zur Bestimmung des Optimalzustands		185
a) Kosten		185
b) Nutzen		186
c) Fazit		187
3. Kritik		187
a) Zweifel an der praktischen Anwendbarkeit		188
b) Widerspruch von Effizienz und Gerechtigkeit		189
c) Stellungnahme		190
4. Fazit		190
III. Bedürfnis nach privater Rechtsdurchsetzung		191
1. Begriff der privaten Rechtsdurchsetzung		191
2. Abwägung von privater und öffentlich-rechtlicher Rechtsdurchsetzung		192
a) Durchsetzungskosten		192
b) Durchsetzungsanreize		194
c) Durchsetzungsflexibilität		195
3. Zusammenfassung		196
IV. Verhaltenssteuerung mittels außerrechtlicher Sanktionsmechanismen		197
1. Formen und Wirkungsweisen außerrechtlicher Sanktionsmechanismen		197
a) Gewissen und Moral als Verhaltenssteuerung		198
b) Reputation als Verhaltenssteuerung		199
aa) Unbegrenzte oder ungewisse Dauer der Geschäftsbeziehung		200
bb) Informationelle Transparenz des Markts		201
2. Verhältnis von privat- und außerrechtlichen Steuerungsmechanismen		202
3. Möglichkeit einer außerrechtlichen Verhaltenssteuerung der Altaktionäre		203

4. Fazit 205

C. Zusammenfassung 206

8. Kapitel

Entwicklung eines Haftungskonzepts 207

A. Dogmatische Grundlagen eines Haftungskonzepts 207

 I. Dichotomie von vertraglicher und deliktischer Haftung 208

 1. Vertragliche Einordnung 209

 2. Deliktische Einordnung 210

 3. Stellungnahme 210

 II. Gründe für eine Beschränkung des Ersatzes von Vermögensschäden 211

 III. Dogmatische Kategorien einer Haftung 213

 1. Anknüpfung an eine Pflichtverletzung 213

 a) Außerdeliktische Sonderverbindungen 213

 aa) Terminologie 214

 bb) Legitimation 216

 b) Voraussetzungen einer außerdeliktischen Sonderverbindung 218

 aa) Tatsächliches Näheverhältnis und erhöhte Einwirkungsmöglichkeit ... 218

 bb) Anwendungsvorrang des § 311 Abs. 3 S. 1 BGB? 219

 c) Voraussetzung eines Vertretenmüssens 222

 d) Zwischenergebnis 223

 2. Anknüpfung an ein normativitätsstiftendes Verhalten 223

 IV. Zusammenfassung 224

B. Begründungsansätze einer Haftung 225

 I. Gesetzliche Begründungsansätze 225

 1. Deliktische Haftung 226

 2. Theorie der vertrauensrechtlichen Haftung (Canaris) 226

 a) Positiver Vertrauensschutz 227

 b) Negativer Vertrauensschutz 229

 c) Kritik und Stellungnahme 231

 3. Konzept des Verkehrsschutzes 233

 4. Konzept eines gesetzlichen Schuldverhältnisses auf Anlegerschutz (Hopt) ... 235

 II. Quasi-vertragliche Begründungsansätze 236

 1. Lehre von der Erklärung an die Öffentlichkeit (Ehrenberg) 237

 2. Rechtsvergleichender Ausblick: Promissory Estoppel 237

 3. Vertrauensschutz bei einseitigen Leistungsversprechen (Stoll) 240

 4. Selbstbindung kraft sozialtypischer Sprachhandlung (Lüsing) 242

5. Soziologische Selbstbindungslehre (Köndgen)	244
6. Marktorientiert funktionale Selbstbindungslehre (Ackermann)	247
III. Antinomie zwischen gesetzlicher und (quasi-)vertraglicher Haftung	251
IV. Stellungnahme	252
C. Konzept eines eigenen Haftungsinstituts	255
I. Außervertragliche Selbstbindung kraft Prospektveröffentlichung	256
II. Ersatz des negativen Interesses	260
D. Dogmatische Herleitung eines eigenen Haftungsinstituts	263
I. Voraussetzungen der Rechtsfortbildung	264
1. Methoden der Rechtsfortbildung	265
a) Analogieschluss	265
aa) Analoge Anwendung von § 311 Abs. 3 BGB	266
bb) Analoge Anwendung von § 122 Abs. 1 BGB	266
cc) Gesamtanalogie aus §§ 122, 311, 434, 1298 BGB, §§ 21, 22 WpPG ...	268
b) Teleologische Reduktion	270
c) Teleologische Extension	271
d) Rechtsfortbildung kraft allgemeiner Rechtsprinzipien	272
2. Abgrenzung gegenüber der Rechtsfindung contra legem	274
II. Grund und Zurechnung der Haftung	275
1. Haftungsgrund	275
2. Zurechnungsprinzip	276
a) Veranlassungsprinzip	276
b) Verschuldensprinzip	277
c) Risikoprinzip	279
III. Zusammenfassung	281
E. Rechtsökonomische Bewertung	281
I. Effiziente Verhaltenssteuerung	282
II. Private Rechtsdurchsetzung	282
III. Kein Zuwiderlaufen von außerrechtlichen Sanktionsmechanismen	283
F. Zusammenfassung	283

9. Kapitel

Voraussetzungen und Anwendung des Haftungsinstituts	284
A. Voraussetzungen eines Schadensersatzanspruchs der Anleger	284
I. Art des Lock-up Agreements	285
II. Art der Verletzung	286

B. Schadensberechnung	286
I. Berechnung des Haftungsumfangs	287
II. Mögliche Haftungsszenarien	288
1. Szenario 1: keine Kursveränderung bis zum Verstoß	288
2. Szenario 2: negative Kursentwicklung bis zum Verstoß	289
3. Szenario 3: positive Kursentwicklung bis zum Verstoß	290
C. Haftungsausschluss	292

10. Kapitel

Ergebnisse des zweiten Teils	292
-------------------------------------	-----

Schlussbetrachtung	295
---------------------------	-----

A. Ergebnis	295
-------------------	-----

B. Bewertung und Ausblick	296
---------------------------------	-----

Literaturverzeichnis	297
-----------------------------------	-----

Stichwortverzeichnis	325
-----------------------------------	-----

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Szenario einer konstanten Kursentwicklung bis zur Verletzung eines Lock-up Agreements	288
Abbildung 2: Szenario einer negativen Kursentwicklung bis zur Verletzung eines Lock-up Agreements	289
Abbildung 3: Szenario einer positiven Kursentwicklung bis zur Verletzung eines Lock-up Agreements	291

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
ABl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Fachzeitschrift)
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Fachzeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein/e
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review (Fachzeitschrift)
Am. L. & Econ. Rev.	American Law and Economics Review (Fachzeitschrift)
Anh.	Anhang
ATS	Alternative Trading System
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BayObLG	Bayrisches Oberstes Landesgericht
BB	Betriebs-Berater (Fachzeitschrift)
Bd.	Band
Bearb.	Bearbeiter
Begr.	Begründung/Begründer
Beil.	Beilage
Beschl.	Beschluss
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungssammlung des BGH in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungssammlung des BGH in Zivilsachen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (Fachzeitschrift)
BörsG	Börsengesetz
bspw.	beispielsweise
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungssammlung des Bundesverfassungsgerichts
CAAR	Cumulative Average Abnormal Return
Cal. L. Rev.	California Law Review (Fachzeitschrift)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	Cumulative Abnormal Return
C.F.R.	Code of Federal Regulations

c.i.c.	culpa in contrahendo
C. L. Rev.	Cambridge Law Review (Fachzeitschrift)
Col. L. Rev.	Columbia Law Review (Fachzeitschrift)
Corn. L. Rev.	Cornell Law Review (Fachzeitschrift)
d.	des/durch
DB	Der Betrieb (Fachzeitschrift)
ders.	derselbe
d. h.	das heißt
dies.	dieselbe
DJT	Deutscher Juristentag
DStR	Deutsches Steuerrecht (Fachzeitschrift)
EBOR	European Business Organization Law Review (Fachzeitschrift)
ECFR	European Company and Financial Law Review (Fachzeitschrift)
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
Econ. J.	The Economic Journal (Fachzeitschrift)
EG	Europäische Gemeinschaft
Einf.	Einführung
Einl.	Einleitung
ErwG	Erwägungsgrund
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
Europ. Fin. Mgmt.	European Financial Management (Fachzeitschrift)
Europ. J. Fin.	The European Journal of Finance (Fachzeitschrift)
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht – Kurzkomentare (Fachzeit- schrift)
f.	folgende
FA-BKR	Handbuch des Fachanwalts Bank- und Kapitalmarktrecht
FB	Finanz Betrieb (Fachzeitschrift)
ff.	fortfolgende
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
gem.	gemäß
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen (Fachzeitschrift)
GesR	Gesellschaftsrecht
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
Großkomm.	Großkommentar
GS	Gedenkschrift
Halbs.	Halbsatz
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review (Fachzeitschrift)
HdB	Handbuch
Hervorh.	Hervorhebung
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber/in
HWBF	Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens

i.	im
i. d. R.	in der Regel
Int. Rev. Econ. & Fin.	International Review of Economics and Finance (Fachzeitschrift)
IPO	Initial Public Offering
i.S.d.	im Sinne des/der
i.S.e.	im Sinne einer/eines
i.V.m.	in Verbindung mit
JA	Juristische Arbeitsblätter (Fachzeitschrift)
J. Acc. & Econ.	Journal of Accounting and Economics (Fachzeitschrift)
J. Bank. & Fin.	Journal of Banking and Finance (Fachzeitschrift)
J. Bus.	The Journal of Business (Fachzeitschrift)
J. Bus. Fin. & Acc.	Journal of Business Finance & Accounting (Fachzeitschrift)
J. Bus. Venturing	Journal of Business Venturing (Fachzeitschrift)
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance (Fachzeitschrift)
J. Corp. L.	The Journal of Corporation Law (Fachzeitschrift)
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature (Fachzeitschrift)
J. Econ. Th.	Journal of Economic Theory (Fachzeitschrift)
jew.	jeweils
J. Fin.	The Journal of Finance (Fachzeitschrift)
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics (Fachzeitschrift)
J. Fin. Quant. Anal.	The Journal of Financial and Quantitative Analysis (Fachzeitschrift)
J. Fin. R.	Journal of Financial Research (Fachzeitschrift)
J. Leg. Stud.	The Journal of Legal Studies (Fachzeitschrift)
Jg.	Jahrgang
J. M. R.	Journal of Marketing Research (Fachzeitschrift)
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy (Fachzeitschrift)
JR	Juristische Rundschau (Fachzeitschrift)
JuS	Juristische Schulungen (Fachzeitschrift)
JZ	JuristenZeitung (Fachzeitschrift)
Kap.	Kapitel
KK-AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KK-WpHG	Kölner Kommentar zum WpHG
Kölner HdB GesR	Kölner Handbuch Gesellschaftsrecht
Komm.	Kommentar
LG	Landgericht
lit.	litera
MAD	Market Abuse Directive
Manag. Fin.	Managerial Finance (Fachzeitschrift)
MAR	Market Abuse Regulation
Mi. L. Rev.	Michigan Law Review (Fachzeitschrift)
Mio.	Million/en
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
Mrd.	Milliarde/n
MüKo-AktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MüKo-BGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MüKo-ZPO	Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung
MünchHdB-GesR	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen

Nachdr.	Nachdruck
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
Neubearb.	Neubearbeitung
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Fachzeitschrift)
NK-BGB	NomosKommentar BGB
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
NYU	New York University
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Fachzeitschrift)
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv (Fachzeitschrift)
OLG	Oberlandesgericht
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft (Fachzeitschrift)
Orig.	Original
Osgoode Hall L. J.	Osgoode Hall Law Journal (Fachzeitschrift)
OTC	Over The Counter
PWW-BGB	Prütting/Wegen/Weinrich (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch – Kommentar
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics (Fachzeitschrift)
RabelsZ	Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht (Fachzeitschrift)
re.	rechte
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Fin. Stud.	The Review of Financial Studies (Fachzeitschrift)
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer/n
RWNM	Regelwerk Neuer Markt
S.	Seite, Satz
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
Slg.	Sammlung
sog.	sogenannte/r/n
Sp.	Spalte
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review (Fachzeitschrift)
St. John's L. Rev.	St. John's Law Review (Fachzeitschrift)
Str. Mgmt. J.	Strategic Management Journal (Fachzeitschrift)
sub lit.	sub litera
teilw.	teilweise
Tex. L. Rev.	Texas Law Review (Fachzeitschrift)
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review (Fachzeitschrift)
u. a.	und andere, unter anderem
UCLA	University of California, Los Angeles
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review (Fachzeitschrift)
Univ.	University, Universität
Univ. Chic. L. Rev.	The University of Chicago Law Review (Fachzeitschrift)
Univ. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review (Fachzeitschrift)
Univ. M. L. Rev.	University of Miami Law Review (Fachzeitschrift)

unstr.	unstreitig
Unterabs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
usw.	und so weiter
v.	vom/vor
v. a.	vor allem
Va. L. Rev.	Virginia Law Review (Fachzeitschrift)
Verf.	Verfasser
VermAnlG	Vermögensanlagegesetz
VersR	Versicherungsrecht (Fachzeitschrift)
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
WM	Wertpapier-Mitteilungen (Fachzeitschrift)
Wm. & Mary L. Rev.	William & Mary Law Review (Fachzeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation (Fachzeitschrift)
Yale L. J.	The Yale Law Journal (Fachzeitschrift)
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Fachzeitschrift)
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Fachzeitschrift)
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (Fachzeitschrift)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (Fachzeitschrift)
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (Fachzeitschrift)
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Fachzeitschrift)
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung
z. T.	zum Teil
zust.	zustimmend
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft (Fachzeitschrift)

Einleitung

„Because the bonds of words are too weak to bridle men’s ambition.“

Thomas Hobbes, Leviathan, Part I Chap. 14

A. Gegenstand der Untersuchung

Gegenstand der folgenden Untersuchung sind Lock-up Agreements, genauer gesagt deren Verletzung, und die Frage, ob der Verstoß gegen ein Lock-up Agreement eine Schadensersatzhaftung gegenüber den am Lock-up Agreement unbeteiligten Anlegern begründet.

Im Kern geht es damit um die Frage, ob jemand *gegen seinen Willen* an etwas gebunden werden kann, was er einem anderen gegenüber versprochen hat und was am Markt öffentlich bekanntgegeben worden ist. Die Frage impliziert bereits, dass sich Parteien in privaten Beziehungen nicht zwangsläufig freiwillig an das Versprochene halten. „For he that performeth first, has no assurance the other will performe after; because the bonds of words are too weak to bridle mens ambition, avarice, anger, and other Passions, without the feare of some coercive Power“, befand bereits Hobbes¹ und beschrieb damit den Naturzustand des Menschen und die daraus folgende Notwendigkeit einer rechtlichen Bindung durch staatliche Gewalt, um die gesellschaftliche Kooperation und ein friedvolles Zusammenleben zu gewährleisten. Eine rechtliche Bindung geht indes stets mit einer Beschränkung der persönlichen Freiheit einher und bedarf somit besonderer Voraussetzungen.

Die aufgeworfene Frage, ob jemand gegen seinen Willen an etwas gebunden werden kann, scheint schnell beantwortet, wenn man sich vergegenwärtigt, dass rechtliche Bindung in privaten Beziehungen nur durch den Parteiwillen, also *ex voluntate*, oder durch das Gesetz, d. h. *ex lege*, begründet werden kann. Kommt eine willensbasierte Bindung in der Form eines Rechtsgeschäfts zwischen den Parteien nicht zustande und ist auch kein gesetzlicher Tatbestand erfüllt, der das Zustandekommen eines bindenden Rechtsverhältnisses zwischen den Parteien anordnet, ist das in Frage stehende Verhalten – so scheint es jedenfalls zunächst – nicht rechtlich bindend. Ein Versprechen ist folglich nur insoweit bindend, wie sich der Verspre-

¹ *Hobbes, Leviathan, 1651, Part I Chap. 14 (S. 105 d. Nachdr. v. 1909).*

chende gegenüber dem Versprechensempfänger binden *will*. Ein solcher Befund führt nicht selten zu unbefriedigenden Ergebnissen, insbesondere wenn das besagte Versprechen anderen gegenüber zwar nicht *gewollt* ist – eine willensbasierte Rechtsbindung mithin ausscheidet –, aber dennoch öffentlich kundgetan wird, etwa durch eine Veröffentlichung, und somit von der Öffentlichkeit als rechtsverbindlich verstanden wird. Es bedarf daher der Überlegung, ob im Rahmen der Rechtsordnung nicht möglicherweise auch andere oder genauer gesagt weitergehende Formen einer rechtlichen Bindung denkbar sind.

Das Instrument des Lock-up Agreements zeigt, dass das aufgeworfene Problem keinesfalls rein theoretischer Natur ist. Lock-up Agreements sind schuldrechtliche Vereinbarungen, durch welche die Altaktionäre eines Unternehmens – meist gegenüber der Emissionsbank – versprechen, ihre Aktien für einen bestimmten Zeitraum nach einem Börsengang nicht zu veräußern. Indem das Lock-up Agreement im Zuge der Emission im Wertpapierprospekt veröffentlicht wird, wird es dem Markt, d. h. den am Markt agierenden Anlegern, kundgetan. Bei einem Lock-up Agreement handelt es sich demnach um ein Versprechen, das einer Partei gegenüber abgegeben und gleichzeitig öffentlich kundgetan wird. Gegenstand der folgenden Untersuchung ist somit die Frage, ob sich die Altaktionäre auch gegenüber dem Markt, genauer gegenüber den am Markt agierenden Anlegern, an das im Rahmen des Lock-up Agreements veröffentlichte Versprechen binden lassen müssen, ihre Aktien nicht zu veräußern. Praktisch relevant wird dies, wenn ein Altaktionär ein solches Lock-up Agreement verletzt: Denn ob der Verstoß gegen ein Lock-up Agreement zum Schadensersatz gegenüber den Anlegern verpflichtet, hängt davon ab, ob die Altaktionäre auch gegenüber den Anlegern rechtlich an das Lock-up Agreement gebunden sind.

Freilich ist auch im Rahmen von Lock-up Agreements zu beachten, dass eine rechtliche Bindung im Grundsatz entweder *ex voluntate* im Rahmen eines Rechtsgeschäfts oder *ex lege* aufgrund eines gesetzlichen Tatbestands begründet werden kann. Eine Bindung der Altaktionäre gegenüber den Anlegern kann – so wird die folgende Untersuchung zeigen – weder durch Rechtsgeschäft noch einen gesetzlichen Tatbestand begründet werden. An dieser Stelle darf die Suche jedoch nicht aufgegeben werden, da sich das geltende Recht keineswegs im positiven Gesetzesrecht erschöpft. Stattdessen wird zu zeigen sein, dass eine rechtliche Bindung und eine daraus resultierende Haftung der Anleger gegenüber den Altaktionären infolge der Verletzung eines Lock-up Agreements bereits *de lege lata* möglich sind und sich im Rahmen einer gesetzesübersteigenden Rechtsfortbildung *extra legem, intra ius* herleiten lassen.

B. Ziel der Untersuchung

Ziel der nachfolgenden Untersuchung ist zum einen, darzulegen, dass die Verletzung von Lock-up Agreements nach den allgemeinen Anspruchsgrundlagen keine Haftung der Altaktionäre gegenüber den Anlegern begründet und dass das Fehlen einer wirksamen Sanktionierung und Verhaltenssteuerung der Altaktionäre im Widerspruch zu der ökonomischen Bedeutung von Lock-up Agreements für den Kapitalmarkt steht. Darauf aufbauend soll gezeigt werden, dass eine Haftung der Altaktionäre gegenüber den Anlegern infolge einer Verletzung von Lock-up Agreements dennoch bereits *de lege lata* existiert, indem ein kohärentes Haftungskonzept entwickelt und dieses im Wege einer Rechtsfortbildung hergeleitet wird.

C. Gang der Untersuchung

Das aufgeworfene Problem wirft eine Reihe von Fragen auf, die im Verlauf der folgenden Abhandlung beantwortet werden sollen. Offenkundig ist zunächst die Frage, ob die Verletzung eines Lock-up Agreements nicht bereits nach den allgemein anerkannten Rechtsgrundlagen eine Haftung der Altaktionäre gegenüber den Anlegern begründet. Kommt eine Haftung nach den allgemeinen Anspruchsgrundlagen dagegen nicht in Betracht, schließt sich sodann die Frage an, ob sich daraus eine Gesetzeslücke ergibt und ob diese geschlossen werden soll. Wird dies bejaht, verbleibt schließlich die Frage, auf welchem Weg eine solche Gesetzeslücke geschlossen werden könnte.

Darauf aufbauend gliedert sich die folgende Untersuchung in zwei Teile: Bevor sich mit einer rechtsfortbildenden Konzeption eines Haftungsinstituts befasst werden kann, bedarf es einer Untersuchung des gegenwärtigen Status quo. Daher befasst sich der erste Teil mit den Grundlagen der kapitalmarktrechtlichen Lock-up Agreements.

Hierfür wird zunächst das Instrument des Lock-up Agreements eingehend dargestellt und gegenüber anderen Formen von Veräußerungsverboten abgegrenzt (1. Kapitel). Zudem wird auf den Zweck von Lock-up Agreements eingegangen und deren gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Behandlung skizziert. Im Folgenden wird dann das Blickfeld erweitert und werden die Grundlagen der Kapitalmarktökonomie dargelegt (2. Kapitel), da die ökonomischen Funktionsweisen des Kapitalmarkts im Verlauf der Untersuchung als theoretisches Fundament der Argumentation dienen werden. Im Anschluss schließt sich der Kreis, indem das Instrument des Lock-up Agreements aus ökonomischer Perspektive betrachtet wird und die ökonomischen Funktionsmechanismen von Lock-up Agreements untersucht werden (3. Kapitel). In diesem Zusammenhang wird zudem auf empirische Nachweise der Auswirkungen von Lock-up Agreements auf die Kursentwicklung des Emittenten eingegangen.