

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 153

# Einbindung von Investoren im Vorfeld von Aktienemissionen

Von

Carlos Philipp Landschein



Duncker & Humblot · Berlin

CARLOS PHILIPP LANDSCHEIN

Einbindung von Investoren im Vorfeld  
von Aktienemissionen

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 153

# Einbindung von Investoren im Vorfeld von Aktienemissionen

Von

Carlos Philipp Landschein



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Universität zu Köln hat diese Arbeit  
im Jahre 2019 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  
© 2020 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf  
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-15918-5 (Print)  
ISBN 978-3-428-55918-3 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

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

*Für meine Familie  
Maria & Paul, Paula & Oskar,  
meine Großeltern  
und meine Freundin Johanna*



## Vorwort

Diese Arbeit aus dem Rechtsgebiet des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts wurde im Zeitraum von Juni 2016 bis Mai 2019 verfasst und im Sommersemester 2019 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln als Dissertation angenommen. Den Anlass für die Anfertigung meiner Dissertation gab mein Schwerpunktstudium an der Universität zu Köln, durch das mein besonderes Interesse am Kapitalmarktrecht und den dahinterstehenden wirtschaftlichen Zusammenhängen geweckt wurde.

In diesem Sinne möchte ich zunächst Frau Professorin Dr. Barbara Grunewald herzlich dafür danken, dass sie mich als Doktoranden angenommen und mir die Anfertigung dieser Arbeit ermöglicht hat. Mein Dank gebührt außerdem Herrn Professor Dr. Michael Schlitt, der die Arbeit in praktischer Hinsicht betreut hat. Ihm möchte ich nicht nur für die anfängliche Unterstützung bei der Themenfindung danken, sondern auch für die zahlreichen wertvollen Anregungen aus der Sicht eines Praktikers. Bei sämtlichen Fragestellungen war er ein verlässlicher Ansprechpartner. Der Austausch mit ihm hat mir dabei geholfen, manches Problem aus einem anderen Blickwinkel zu betrachten und es auf diese Art und Weise zu lösen. Den Herren Professoren Dr. Holger Fleischer, LL.M., Dr. Hanno Merkt, LL.M. und Dr. Gerald Spindler danke ich schließlich für die Aufnahme meiner Arbeit in ihre Schriftenreihe.

In meiner Promotionsphase war ich als wissenschaftlicher Mitarbeiter im Frankfurter Kapitalmarktrechtsteam von Professor Dr. Michael Schlitt tätig. In juristischer Hinsicht durfte ich wertvolle Erfahrungen sammeln, die mir bei der Anfertigung dieser Arbeit enorm geholfen haben. Auch in zwischenmenschlicher Hinsicht war meine Zeit in Frankfurt ein großer Gewinn. Einige meiner Arbeitskollegen darf ich heute zu meinen Freunden zählen. Ich danke Euch sowohl für den fachlichen Austausch als auch für das kollegiale Miteinander und die Bereitschaft, sich gegenseitig zu unterstützen, wo es nur geht.

Bei meiner Freundin Johanna möchte ich mich besonders herzlich dafür bedanken, dass sie mich zum Abschluss meiner Promotionsphase so unterstützt hat. Danke, dass Du über 400 Kilometer und fünf Stunden Fahrt auf Dich genommen hast, um bei meiner Disputation dabei zu sein! Du hast diesen Tag für mich zu einem noch schöneren gemacht und ich bin sehr froh, Dich an meiner Seite zu haben!

Mein ganz besonderer Dank gebührt schließlich meiner Familie, die für mich zu jeder Zeit der größte Rückhalt war: Meinem Vater Paul, der mich nach dem Abitur erst auf die Idee brachte, Jura zu studieren, und meiner Mutter Maria, die mich nach



dem Studium darin bekräftigte, den Schritt nach Frankfurt am Main zu gehen. Euch beiden danke ich für all eure Ratschläge, die mich auf den richtigen Weg geführt haben. Auch bei meinen Geschwistern Oskar und Paula möchte ich mich dafür bedanken, dass wir uns immer gegenseitig helfen und füreinander da sind! Ihr alle habt meinen Weg bis an diesen Punkt erst ermöglicht, mich in allem bestärkt, was ich getan habe und mir den Mut und die Entschlossenheit vermittelt, um jede sich stellende Aufgabe zu bewältigen.

Danke für Eure großartige Unterstützung!

Düsseldorf, im November 2019

*Carlos Philipp Landschein*

# Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einführung in die Thematik und Überblick zur Marktsondierung</b> .....	25
I. Einführung in die Thematik der Einbindung von Investoren im Vorfeld von Aktienemissionen .....	25
II. Gang der Untersuchung .....	26
III. Überblick zur Marktsondierung .....	27
1. Einführung .....	27
2. Grundsätzlicher Verfahrensablauf und Gefahr von Insiderverstößen bei der Informationsübermittlung an Investoren .....	29
a) Grundsätzlicher Verfahrensablauf und Beteiligte .....	29
b) Gefahr von Insiderverstößen .....	29
3. Art der übermittelten Informationen .....	31
a) Übermittlung transaktionsbezogener (Insider-)Informationen .....	31
aa) Transaktionsbezogene Informationen .....	31
bb) Einordnung transaktionsbezogener Informationen in Bezug auf die bevorstehende Aktienemission als Insiderinformation (Art. 7 MAR) .....	32
b) Vorhandensein weiterer Insiderinformationen in der Sphäre des Emittenten und Möglichkeit der Weitergabe im Zuge der Marktsondierung .....	35
4. Wesentliche Verfahrens- und Dokumentationspflichten .....	36
a) Pflichten des offenlegenden Marktteilnehmers vor der Offenlegung von Informationen im Zuge einer Marktsondierung .....	37
aa) Berücksichtigung potenzieller Offenlegung von Insiderinformationen .....	37
bb) Einholung der Zustimmung des Sondierungsempfängers und Aufklärung .....	38
(1) Einholung der Zustimmung des Sondierungsempfängers .....	38
(2) Aufklärung des Sondierungsempfängers .....	39
b) Pflichten des Marktsondierungsempfängers (der Investoren) .....	39
aa) Einschätzung potenzieller Insiderqualität von Informationen .....	40
bb) Folgepflichten bei Vorliegen von Insiderinformationen .....	40
5. Rechtsfolgen für die Offenlegung von Insiderinformationen im Rahmen einer Marktsondierung (Art. 11 Abs. 4 MAR) .....	41
a) Geltung der Grundsätze der EuGH-Rechtsprechung (Rs. Grøngaard & Bang) auch im Rahmen von Marktsondierungen .....	42
b) Art. 11 Abs. 4 MAR als <i>Safe-Harbour</i> -Regelung .....	42
c) Stellungnahme .....	44
6. Rechtsfolgen bei Nichtbeachtung der Verhaltenspflichten .....	45

7. Fazit .....	45
<b>B. Einbindung von Investoren beim Börsengang .....</b>	<b>47</b>
I. Einführung .....	47
II. Grundzüge des Börsengangs .....	48
1. Wesentliche Vorteile eines Börsengangs und Motive für die Durchführung .....	48
2. Emissionsprozess beim Börsengang .....	49
a) Regelmäßige Angebotsstruktur .....	49
aa) Platzierung von Neu- und Altaktien .....	50
bb) Öffentliches Angebot auf Grundlage eines Emissionsprospekts .....	52
b) Vermarktung der Emission .....	54
c) Durchführung der Emission .....	55
aa) Übernahme der Platzierungsaktien durch die Konsortialbanken .....	55
bb) Platzierung der Aktien im Bookbuilding-Verfahren .....	57
d) Zulassung der Aktien zum Börsenhandel .....	58
3. Typische Transaktionsrisiken beim Börsengang im Wege eines öffentlichen Angebots von Aktien .....	59
a) Festlegung des Emissionspreises, des Emissionsvolumens und des Emissionszeitpunkts .....	60
b) Erforderlichkeit einer Reduktion des Emissionspreises oder Emissionsvolumens oder eines Aufschubs bzw. einer Absage des Börsengangs .....	61
III. Early Look Meetings und Pilot Fishing .....	62
1. Grundzüge von Early Look Meetings und Pilot Fishing .....	63
2. Konsistenz der übermittelten Informationen mit den Inhalten des Wertpapierprospekts (Art. 22 Abs. 4 ProspektVO) .....	65
a) Zweck und Anforderungen des Konsistenzgebots .....	65
b) Anwendbarkeit des Konsistenzgebots auf das Pilot Fishing .....	66
3. Vereinbarkeit des Pilot Fishing mit der aktienrechtlichen Verschwiegenheitspflicht des Vorstands (§ 93 Abs. 1 Satz 3 AktG) .....	67
a) Verschwiegenheitspflicht des Vorstands (§ 93 Abs. 1 Satz 3 AktG) .....	67
b) Zulässigkeit aufgrund überwiegender Unternehmensinteressen .....	68
4. Insiderrechtliche Zulässigkeit der Informationsweitergabe im Rahmen des Pilot Fishing .....	69
a) Grundsätzlicher Anwendungsbereich des Insiderrechts .....	70
aa) Anwendungsbereich der MAR .....	70
bb) Keine Anwendbarkeit bei „Debut Offerings“ .....	70
b) Privilegierung der Weitergabe von Information mit Bezug auf bereits gelistete Finanzinstrumente durch Regelungen zur Marktsondierung (Art. 11 MAR) .....	71
aa) Börsengang von Tochtergesellschaften einer bereits börsennotierten Muttergesellschaft .....	72
bb) Börsengang von Anleiheemittenten .....	74

c) Zwischenergebnis .....	75
IV. Einbindung von Cornerstone-Investoren .....	75
1. Vorteile von Cornerstone-Investments .....	77
a) Garantierter Aktienerwerb des Cornerstone-Investors .....	77
b) Transaktionssicherheit zugunsten der Gesellschaft und der veräußernden Aktionäre sowie Ermöglichung strategischer Zusammenarbeit .....	78
c) Positive Signalwirkung für Vermarktung durch die Konsortialbanken ....	79
2. Anbahnung des Cornerstone-Investments .....	79
a) Identifikation potenzieller Cornerstone-Investoren .....	79
b) Vertrauliche Ansprache unter Vereinbarung von Haftungsausschlüssen ...	80
aa) Ansprache auf Grundlage von Vertraulichkeitsvereinbarungen ( <i>Non-Disclosure-Agreements</i> ) .....	80
bb) Haftungsausschluss für Informationen aus der Angebotsunterlage ...	81
(1) Einordnung der Angebotsunterlage als Prospekt im Sinne der all- gemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung .....	82
(2) Gefahr unbilliger Haftungsfolgen und Erforderlichkeit von Haf- tungsausschlüssen .....	83
(a) Gefahr unbilliger Haftungsfolgen .....	84
(b) Ausschluss von Ansprüchen aus der allgemeinen bürgerlich- rechtlichen Prospekthaftung ( <i>Non-Reliance-Agreement</i> ) .....	85
(aa) Vorliegen von allgemeinen Geschäftsbedingungen (§ 305 BGB) .....	86
(bb) Unangemessene Benachteiligung der Investoren (§ 307 BGB) .....	86
c) Due-Diligence-Prüfung des Unternehmens des Emittenten durch Corner- stone-Investoren .....	89
aa) Begriff und Funktionen der Due Diligence .....	90
bb) Erwerberseitige Due Diligence durch Cornerstone-Investoren .....	90
(1) Insiderrechtliche Zulässigkeit der Informationsweitergabe für die Zwecke der Due Diligence des Cornerstone-Investors .....	92
(2) Vereinbarkeit der Informationsübermittlung mit der aktienrechtli- chen Verschwiegenheitspflicht des Vorstands (§ 93 Abs. 1 Satz 3 AktG) .....	92
3. Umsetzung des Cornerstone-Investments und Ausgestaltung der Investiti- onsvereinbarung .....	94
a) Abgrenzung des Erwerbs für eigene Rechnung vom Vertretungs- oder Kommissionsgeschäft .....	95
b) Verpflichtung zum Erwerb eines Aktienpakets in bestimmtem Umfang zum Angebotspreis .....	95
c) Vertragliche Einräumung von Prospekthaftungsansprüchen zugunsten des Cornerstone-Investors .....	97
aa) Abschluss der Cornerstone-Investitionsvereinbarung vor Prospektver- öffentlichung .....	98

bb) Zulässigkeit der Einräumung vertraglicher Prospekthaftungsansprüche zugunsten des Cornerstone-Investors? .....	99
(1) Einräumung vertraglicher Prospekthaftungsansprüche durch die Gesellschaft als unzulässige Einlagenrückgewähr an den Cornerstone-Investor (§ 57 AktG) .....	100
(a) Anwendungsbereich des § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG .....	101
(b) Tatbestand des § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG .....	101
(aa) Übernahme von Platzierungsrisiken bei Schadloshaltung im Fall von Prospektmängeln als marktübliches Drittgeschäft? .....	102
(bb) Steigerung der Transaktionssicherheit und Prospekthaltung als „Sowieso-Risiko“ der Gesellschaft .....	103
(2) Einräumung vertraglicher Prospekthaftungsansprüche zugunsten des Cornerstone-Investors bei gemischter Aktienplatzierung als unzulässige Einlagenrückgewähr an die Altaktionäre (§ 57 AktG) .....	104
(a) Das „DT-3-Urteil“ des BGH .....	104
(b) Anwendung der Grundsätze des „DT-3-Urteils“ auf die Einräumung vertraglicher Prospekthaftungsansprüche zugunsten des Cornerstone-Investors .....	105
d) Marktschutzvereinbarungen ( <i>Lock-up-Agreements</i> ) .....	106
4. Publizitätspflichten des Emittenten .....	107
a) Offenlegung des Cornerstone-Investments im Emissionsprospekt .....	107
b) Nachtragspflicht bei Kündigung der Cornerstone-Investitionsvereinbarung .....	108
5. Stimmrechtsmitteilungen des Cornerstone-Investors und Veröffentlichung durch den Emittenten .....	109
a) Mitteilungspflicht des Cornerstone-Investors (§ 33 WpHG) .....	110
b) Veröffentlichungspflicht des Emittenten (§ 40 WpHG) .....	111
6. Zwischenfazit .....	111
V. Pre-IPO-Platzierungen .....	111
1. Begriff der Privatplatzierung .....	112
a) Abgrenzung vom öffentlichen Angebot .....	113
b) Vertrauliche oder öffentlich angekündigte Privatplatzierung .....	113
2. Wesentliche Vor- und Nachteile von Privatplatzierungen .....	114
a) Wesentliche Vorteile .....	114
aa) Erhöhte Flexibilität in Bezug auf Emissionszeitpunkt und Emissionsvolumen .....	115
bb) Reduzierter Zeit- und Kostenaufwand .....	116
b) Wesentliche Nachteile .....	117
3. Vertrauliche Ansprache potenzieller Investoren .....	117
a) Ansprache auf Grundlage von Vertraulichkeitsvereinbarungen ( <i>Non-Disclosure-Agreements</i> ) .....	118

- b) Ausschluss von Ansprüchen aus der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen  
 Prospekthaftung (*Non-Reliance-Agreement*) ..... 119
- 4. Vertragliche Dokumentation der Privatplatzierung ..... 121
  - a) *Process Letter* ..... 121
  - b) Investitionsvereinbarung (*Commitment Letter*) ..... 121
- 5. Umsetzung des Privatplatzierungsverfahrens ..... 122
  - a) Angebot auf Grundlage der Ausnahmetatbestände der ProspektVO im  
 Hinblick auf die Art des Angebots ..... 123
    - aa) Angebot ausschließlich an qualifizierte Anleger (Art. 1 Abs. 4 lit. a)  
 ProspektVO) ..... 123
    - bb) Angebot an weniger als 150 nicht qualifizierte Anleger (Art. 1 Abs. 4  
 lit. b) ProspektVO) ..... 124
    - cc) Kombination der Ausnahmetatbestände ..... 124
  - b) Möglichkeit eines zusätzlichen öffentlichen Angebots ..... 125
- 6. Voraussetzungen der Börsenzulassung ..... 125
  - a) Grundsätzliche Voraussetzungen der Börsenzulassung von Aktien ..... 125
  - b) Mindeststreuung der zuzulassenden Aktien ..... 126
- VI. Fazit ..... 127

**C. Einbindung von Investoren bei Bezugsrechtsemissionen** ..... 128

- I. Einführung ..... 128
- II. Grundzüge der Bezugsrechtsemission ..... 129
  - 1. Fremdemission unter Gewährung eines mittelbaren Bezugsrechts und Über-  
 nahme der Bezugsaktien durch die Konsortialbanken ..... 129
    - a) Fremdemission unter Gewährung eines mittelbaren Bezugsrechts ..... 130
    - b) Übernahme der Bezugsaktien durch die Konsortialbanken ..... 131
  - 2. Beschlussfassung über die Kapitalerhöhung und Festsetzung des Kapitaler-  
 höhungsbetrags ..... 132
  - 3. Transaktionsrisiken bei Durchführung des Bezugsangebots ..... 134
    - a) Platzierungsrisiko durch ungewisses Bezugsverhalten der Aktionäre und  
 Möglichkeit einer geringen Bezugsquote ..... 134
    - b) Marktpreisrisiko während des Laufs der Bezugsfrist ..... 135
  - 4. Interessen der Transaktionsbeteiligten an einer Einbindung von Investoren im  
 Vorfeld der Transaktion ..... 137
    - a) Bedürfnis nach Transaktionssicherheit aus Sicht des Emittenten ..... 137
      - aa) Sanierungssituationen und Refinanzierungen ..... 137
      - bb) Wachstums- und Akquisitionsfinanzierung ..... 139
    - b) Reduktion des Übernahmerisikos der Konsortialbanken ..... 140
    - c) Transaktionssicherheit und Gelegenheit der gesteuerten Beteiligungsver-  
 wässerung für Altaktionäre ..... 141
      - aa) Beitrag zur gesicherten Durchführung der Transaktion ..... 142

bb) Realisierung eines Erlöses durch Veräußerung von Bezugsrechten oder zusätzliche Aktienveräußerung .....	142
III. Festbezug und Aktienübernahme durch Aktionäre .....	143
1. Festbezugserklärung .....	144
2. Aktienübernahmeerklärung .....	144
IV. Einbindung von Backstop-Investoren .....	145
1. Vorteile des Backstop-Investments .....	146
2. Anbahnung des Backstop-Investments .....	147
a) Insiderrechtliche Zulässigkeit der Ansprache potenzieller Backstop-Investoren .....	147
aa) Erfüllung des Tatbestands der Marktsondierung (Art. 11 Abs. 1 MAR)? .....	147
(1) Informationsübermittlung vor Ankündigung der Transaktion sowie Festlegung des Umfangs und der preislichen Gestaltung .....	148
(2) Keine bloße Abschätzung des Investoreninteresses .....	149
bb) Insiderrechtliche Zulässigkeit der Ansprache potenzieller Backstop-Investoren außerhalb des Safe Harbour von Art. 11 MAR .....	151
(1) Befugnis zur Offenlegung der Transaktionspläne gegenüber dem Backstop-Investor .....	151
(2) Pflicht zur Gewährleistung von Vertraulichkeit .....	152
b) Due-Diligence-Prüfung des Unternehmens des Emittenten durch den Backstop-Investor .....	153
aa) Zulässigkeit der Übermittlung potenziell kursbeeinflussender Informationen im Rahmen einer Due Diligence des Backstop-Investors .....	154
(1) Insiderrechtliche Zulässigkeit der Übermittlung potenziell kursbeeinflussender Informationen (Art. 10 Abs. 1 i.V.m. Art. 14 lit. c) MAR) .....	154
(2) Zulässigkeit der Informationsübermittlung vor dem Hintergrund der Verschwiegenheitspflicht des Vorstands (§ 93 Abs. 1 Satz 3 AktG) .....	156
bb) Zulässigkeit des Anteilserwerbs des Backstop-Investors in Kenntnis von im Zuge der Due Diligence erlangten Insiderinformationen (Art. 8 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. Art. 14 lit. a) MAR) .....	157
3. Umsetzung des Backstop-Investments und Ausgestaltung der Backstop-Vereinbarung .....	158
a) Inhalt der Erwerbsverpflichtung .....	159
aa) Erwerb nicht bezogener Aktien zum Bezugspreis .....	159
bb) Rechtliche Verpflichtung zur Gleichsetzung des Backstop-Preises mit dem Bezugspreis? .....	160
cc) Eingrenzung der Erwerbsverpflichtung des Backstop-Investors .....	162
(1) Maximalbeteiligung ( <i>Cap</i> ) .....	162
(a) Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots .....	163
(b) Befreiung vom Pflichtangebot: Sanierungsbefreiung .....	164

(2) Mindestbeteiligung ( <i>Floor</i> )	166
dd) Lock-up-Verpflichtung des Investors	167
b) Entgeltregelungen zugunsten des Backstop-Investors	168
aa) Provisionszahlungen an den Backstop-Investor	169
(1) Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 AktG)	169
(a) Anwendungsbereich des § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG	169
(b) Tatbestand des § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG	170
(aa) Backstop-Provision als marktübliches Geschäft	170
(bb) Unüblichkeit der Backstop-Provision im Marktvergleich	171
(cc) Streitentscheid	172
(2) Verdeckte Sacheinlage (§ 27 Abs. 3 AktG) oder unzulässiges Hin- und Herzahlen (§ 27 Abs. 4 AktG)	173
(a) Verdeckte Sacheinlage (§ 27 Abs. 3 Satz 1 AktG)	173
(aa) Begriff der verdeckten Sacheinlage	174
(bb) Backstop-Provision als Gegenleistung für marktübliche Dienstleistung (§ 27 Abs. 2 HS. 2 AktG)?	175
(b) Hin- und Herzahlen (§ 27 Abs. 4 Satz 1 AktG)	176
(aa) Begriff des Hin- und Herzählens	177
(bb) Backstop-Provision als Vergütung für nicht sacheinlagefähige Dienstleistung	177
(3) Financial Assistance (§ 71a Abs. 1 AktG)	178
(a) Anwendbarkeit des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG auf den Aktien- erwerb im Rahmen einer Kapitalerhöhung	179
(b) Einschlägigkeit des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG bei Backstop- Provisionen?	180
bb) Break-up-fee	181
(1) Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 AktG)	181
(2) Verbotene Financial Assistance (§ 71a Abs. 1 AktG)	182
(a) Nichtzustandekommen der Transaktion	182
(b) Nichterreichen der angestrebten Mindestbeteiligung	182
cc) Zwischenergebnis	184
4. Publizitätspflichten des Emittenten bei Bezugsrechtsemissionen unter Betei- ligung von Backstop-Investoren	185
a) Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR)	185
aa) Backstop-Vereinbarung als Insiderinformation (Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR)	185
(1) Unmittelbarer Emittentenbezug	186
(2) Erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial (Art. 7 Abs. 4 MAR)	186
(3) Präzise Information (Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MAR)	187
(4) Zwischenergebnis	188
bb) Möglichkeit der Selbstbefreiung (Art. 17 Abs. 4 MAR)	188



cc) Ergebnis zur Ad-hoc-Publizität .....	189
b) Offenlegung der Backstop-Vereinbarung im Emissionsprospekt .....	190
5. Stimmrechtsmitteilungen des Backstop-Investors und Veröffentlichung durch den Emittenten .....	191
a) Mitteilungspflicht des Backstop-Investors (§ 33 WpHG) .....	191
b) Veröffentlichungspflicht des Emittenten (§ 40 WpHG) .....	192
6. Zwischenfazit .....	193
V. Vorabplatzierung von Aktien .....	193
1. Grundzüge der Vorabplatzierung .....	195
2. Vorteile von Vorabplatzierungen .....	196
a) Transaktionssicherheit durch frühzeitige Platzierung neuer Aktien .....	196
b) Marktnahe Preisfestlegung und relative Steigerung des Emissionserlöses im Vergleich zur gewöhnlichen Festpreisemission .....	197
c) Verbreiterung der Investorenbasis und gesteigerte Liquidität .....	198
3. Typischer Ablauf der Bezugsrechtsemission bei Durchführung einer Vorabplatzierung .....	200
a) Ansprache von Aktionären und potenziellen Neuinvestoren .....	200
b) Beschluss über die Durchführung der Kapitalerhöhung: Vorstandsbeschluss über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals .....	201
c) Unterzeichnung des Übernahmevertrags sowie Verichts- oder Abtretungsvereinbarung .....	202
d) Vorabplatzierung im beschleunigten Bookbuilding und anschließende Festsetzung von Vorabplatzierungs- und Bezugspreis .....	203
aa) Durchführung eines beschleunigten Bookbuildings .....	203
bb) Festsetzung des Vorabplatzierungs- und Bezugspreises .....	204
e) Eintragung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister und (Teil-)Lieferung der Vorabplatzierungsaktien .....	205
f) Zeichnung der Bezugsaktien und Lieferung nach Ablauf der Bezugsfrist .....	206
aa) Zeichnung durch übrige Aktionäre und erneute Handelsregistereintragung .....	207
bb) Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz durch frühzeitige Lieferung der Vorabplatzierungsaktien (§ 53a AktG)? .....	207
(1) Ungleichbehandlung der Aktionäre .....	207
(2) Sachliche Rechtfertigung der Ungleichbehandlung .....	208
g) Rump Placement nach Vorabplatzierung und Bezugsangebot .....	210
4. Vertragliche Vereinbarungen zwischen den Transaktionsbeteiligten .....	210
a) Vorabplatzierung unter Vorbehalt: <i>Claw-back</i> .....	211
b) Rechtliche Gestaltungsmöglichkeiten zur Reduzierung des <i>Claw-back</i> .....	213
aa) Bezugsrechtsverzicht .....	214
(1) Schriftliche Verichtsvereinbarung .....	214

- (2) Rechtsfolgen des Bezugsrechtsverzichts durch einzelne Aktionäre 214
  - (a) Anwachsung bei übrigen Aktionären ..... 215
  - (b) Maßgeblichkeit des Parteiwillens ..... 215
  - (c) Erlöschen des Bezugsrechts und freie Platzierbarkeit der Aktien ..... 216
  - (d) Würdigung des Streitstands ..... 216
    - (aa) Auslegung der Verzichtserklärung unter Berücksichtigung des Vertragszwecks ..... 217
    - (bb) Teleologische Auslegung des § 186 Abs. 1 Satz 1 AktG 217
    - (cc) Streitentscheid ..... 218
- (3) Anweisung der Depotbanken zur Nichtausübung der Bezugsrechte 219
- bb) Abtretung der Bezugsrechte an die Konsortialbanken ..... 219
  - (1) Entgeltlose Abtretung oder Abtretung gegen Zahlung eines Bezugsrechtsentgelts ..... 220
    - (a) Entgeltlose Abtretung ..... 220
    - (b) Abtretung gegen Zahlung eines Bezugsrechtsentgelts ..... 220
  - (2) Form der Bezugsrechtsabtretung ..... 221
  - (3) Nichtausübung durch die Konsortialbanken und Verfall ..... 222
- cc) Zusätzliche Lieferung von Aktien aus Wertpapierdarlehen ..... 222
- dd) Zwischenergebnis ..... 224

5. Publizitätspflichten des Emittenten ..... 224

- a) Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR) ..... 224
  - aa) Ad-hoc-Mitteilung zur Ankündigung der Vorabplatzierung ..... 225
    - (1) Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung vor Beginn der Vorabplatzierung ..... 225
    - (2) Zulässigkeit einer Vorabplatzierung vor Ankündigung der Transaktion im Wege der ersten Ad-hoc-Mitteilung? ..... 226
  - bb) Ad-hoc-Mitteilung über die Durchführung der Vorabplatzierung .... 228
  - cc) Ad-hoc-Mitteilung nach Durchführung des Bezugsangebots (Abschluss der Kapitalerhöhung) ..... 228
- b) Darstellung der Vorabplatzierung im Emissionsprospekt ..... 229

6. Zwischenfazit ..... 230

**D. Einbindung von Investoren bei Kapitalerhöhungen unter vereinfachtem Ausschluss des Bezugsrechts ..... 231**

- I. Grundsätzliche Anforderungen an den Bezugsrechtsausschluss bei Kapitalerhöhungen und potenzielle Transaktionsrisiken ..... 232
  - 1. Grundsätzliche Anforderungen an den Bezugsrechtsausschluss ..... 233
    - a) Sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses ..... 233
    - b) Erfordernis einer Dreiviertelmehrheit bei der Beschlussfassung durch die Hauptversammlung ..... 234

2. Risiko der gerichtlichen Überprüfung des Direktausschlusses oder Ermächtigungsbeschlusses	236
II. Grundzüge der Kapitalerhöhung unter vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss	237
1. Einführung der Regelung über den vereinfachten Bezugsrechtsausschluss (§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG)	237
2. Vorteile der Kapitalerhöhung unter vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss	239
a) Entbehrlichkeit eines Bezugsangebots und prospektfreie Platzierung im beschleunigten Bookbuilding	239
b) Prospektfreie Zulassung der Aktien zum Handel	241
3. Voraussetzungen des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses	241
a) Bestimmung der maßgeblichen Grundkapitalziffer	242
b) Kein wesentliches Unterschreiten des Börsenpreises	244
c) Zeitpunkt der Ermittlung des Börsenpreises	245
4. Typische Transaktionsrisiken bei Durchführung einer Kapitalerhöhung unter vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss	247
III. Typischer Transaktionsablauf einer Kapitalerhöhung unter vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss	248
1. Durchführung eines <i>Market Sounding</i> vor der Platzierung	249
a) Austesten der Aufnahmebereitschaft des Marktes	249
b) Abgrenzung des <i>Market Sounding</i> von der Platzierung	250
aa) Gefahr von Insiderverstößen bei Platzierung vor Ad-hoc-Bekanntgabe der Transaktion	250
bb) Trennlinie: Unverbindliche Preisindikation vs. verbindliche Erwerbsangebote	250
2. Beschlussfassung des Vorstands mit Zustimmung des Aufsichtsrats	251
3. Übernahme der Platzierungsaktien durch eine Emissionsbank	252
a) Best-Efforts-Underwriting	253
b) Backstop-Underwriting	253
4. Platzierung im beschleunigten Bookbuilding und Preisfestsetzung	254
IV. Einbindung von Backstop-Investoren bei Kapitalerhöhungen unter vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss	254
1. Typische Verpflichtungen des Backstop-Investors bei Kapitalerhöhungen unter vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss	256
a) Erwerb anderweitig nicht platzierter Aktien	256
b) Zulässigkeit eines Erwerbs des gesamten Emissionsvolumens der Kapitalerhöhung durch den Backstop-Investor	257
aa) Erfordernis einer breit gestreuten Platzierung der Aktien	257
bb) Zulässigkeit einer ausschließlichen Platzierung des Kapitalerhöhungsvolumens bei externen Investoren oder einzelnen Aktionären	259
(1) Pflicht zur ausschließlichen Platzierung bei externen Investoren?	259

(2) Rechtfertigung der Zuteilung des Kapitalerhöhungsvolumens an den Backstop-Investor auf Grundlage des Gleichbehandlungsgrundsatzes .....	260
(a) Das Urteil des BGH vom 10.07.2018 (BGH II ZR 120/16) ..	260
(b) Rechtfertigung der Zuteilung des Kapitalerhöhungsvolumens an einen oder wenige Backstop-Investoren .....	261
(c) Lösungsvorschlag für die Zuteilung der Aktien in der Praxis ..	263
c) Garantie eines Mindestemissionserlöses .....	263
2. Übertragbarkeit der zur Einbindung von Backstop-Investoren bei Bezugsrechtsemissionen gefundenen Ergebnisse .....	264
3. Publizitätspflichten des Emittenten .....	265
a) Backstop-Vereinbarung als Insiderinformation (Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR) ..	265
b) Möglichkeit der Selbstbefreiung (Art. 17 Abs. 4 MAR) .....	266
c) Ergebnis zur Ad-hoc-Publizität .....	267
4. Stimmrechtsmitteilungen des Backstop-Investors und Veröffentlichung durch den Emittenten .....	267
V. Fazit .....	267
<b>E. Einbindung von Investoren bei Block Trades .....</b>	<b>269</b>
I. Grundzüge des Block Trades .....	269
II. Übernahme der Platzierungsaktien durch eine Emissionsbank .....	271
III. Durchführung eines Market Sounding vor der Platzierung .....	272
1. Insiderrechtliche Zulässigkeit der Offenlegung des geplanten Block Trades gegenüber potenziellen Erwerbern .....	273
a) Block Trade als Insiderinformation (Art. 7 Abs. 1 MAR) .....	273
b) Privilegierung der Informationsweitergabe im Rahmen von <i>Market Soundings</i> (Art. 11 Abs. 1 lit. d) MAR) .....	274
c) Abgrenzung des Market Sounding von der Platzierung .....	275
2. Zulässigkeit der Weitergabe sonstiger (Insider-)Informationen aus der Sphäre der Zielgesellschaft an den potenziellen Erwerber .....	276
a) Insiderrechtliche Zulässigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber dem potenziellen Erwerber .....	276
b) Zulässigkeit der Informationsübermittlung vor dem Hintergrund der Verschwiegenheitspflicht des Vorstands (§ 93 Abs. 1 Satz 3 AktG) .....	277
IV. Fazit .....	277
<b>F. Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesenform .....</b>	<b>278</b>
I. Marktsondierung .....	278
II. Einbindung von Investoren bei Börsengängen .....	278
III. Einbindung von Investoren bei Bezugsrechtsemissionen .....	281
IV. Einbindung von Investoren bei Kapitalerhöhungen unter vereinfachtem Abschluss des Bezugsrechts .....	285

V. Einbindung von Investoren bei Block Trades .....	286
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	288
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	296

## Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
Abs.	Absatz
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CFL	Corporate Finance Law
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie).
DB	Der Betrieb
DelVO 2019/980	Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission
d. h.	das heißt
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DSiR	Deutsches Steuerrecht
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
EuGH	Europäischer Gerichtshof
FS	Festschrift
ggf.	gegebenenfalls
Hdb.	Handbuch

HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
i. d. R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
i.S.v./i.S.d.	im Sinne von/im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
KapitalRL	Richtlinie 2012/30/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2012 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 54 Absatz 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten
lit.	Buchstabe
MAR	Marktmissbrauchsverordnung ( <i>Market Abuse Regulation</i> )
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
MS-DVO	Durchführungsverordnung (EU) 2016/959 der Kommission vom 17. Mai 2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards für Marktsondierungen in Bezug auf die von offenlegenden Marktteilnehmern zu nutzenden Systeme und Mitteilungsmuster und das Format der Aufzeichnungen gemäß Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates
MS-VO	Delegierte Verordnung (EU) 2016/960 der Kommission vom 17. Mai 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für angemessene Regelungen, Systeme und Verfahren für offenlegende Marktteilnehmer bei der Durchführung von Marktsondierungen
Neue KapitalRL	Richtlinie (EU) 2017/1132 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift – Rechtsprechungs-Report
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ProspektRL	Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG
ProspektVO	Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG

ProspektVO (alt)	Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
S.	Seite <i>oder</i> siehe
SE	Europäische Aktiengesellschaft ( <i>Societas Europaea</i> )
sog.	sogenannte/r/s
TransPuG	Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz)
u. a.	unter anderem
Uabs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
u. U.	unter Umständen
vgl.	vergleiche
WM	Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebV	WpÜG-Angebotsverordnung
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht





## **A. Einführung in die Thematik und Überblick zur Marktsondierung**

### **I. Einführung in die Thematik der Einbindung von Investoren im Vorfeld von Aktienemissionen**

Diese Arbeit beschäftigt sich mit unterschiedlichen Strukturen der Einbindung von Investoren in verschiedene, am Kapitalmarkt regelmäßig vorkommende Aktienemissionsprozesse. Der Fokus wird dabei auf Maßnahmen der frühzeitigen Einbindung gelegt, die im Stadium vor der eigentlichen Aktienplatzierung initiiert werden. Unter den Begriff der Aktienemission fallen Transaktionen unterschiedlicher Art und unterschiedlichen Umfangs, insbesondere Börsengänge, (Bar-)Kapitalerhöhungen mit und ohne Bezugsrecht der Aktionäre sowie die Platzierung von bestehenden Aktienpaketen.<sup>1</sup>

Bei Aktienemissionen sehen sich Emittenten und transaktionsbegleitende Konsortialbanken mit der Herausforderung konfrontiert, Transaktionsrisiken nach Möglichkeit zu reduzieren oder gänzlich auszuschalten. Das Interesse an einer sicheren Platzierung der Aktien (und damit an einer möglichst hohen Transaktionsicherheit) ist sowohl auf Seiten der Emittenten als auch auf Bankenseite groß. Emissionsvorhaben wie Börsengänge oder Kapitalerhöhungen, die einem Unternehmen Eigenkapitalmittel in erheblichem Umfang zuführen sollen, finden regelmäßig erst statt, nachdem die Transaktion zuvor öffentlich angekündigt wurde. Der Erfolg derartiger Emissionen kann abgesichert werden, indem die Abnahme der Platzierungsaktien durch Investoren bereits vor Bekanntgabe der Transaktionspläne in gewissem Umfang gewährleistet wird. Im Interesse der Transaktionssicherheit können Investoren etwa zunächst auf ihr generelles Erwerbsinteresse angesprochen werden. Die Investorenansprache kann auch mit dem konkreten Ziel erfolgen, eine Beteiligung des Investors an der Aktienemission bereits vor ihrer Ankündigung vertraglich zu fixieren. Unabhängig davon, wie eine frühzeitige Einbindung von Investoren in den Emissionsprozess im Einzelfall erfolgt, ist sie oftmals von erheblicher Bedeutung für das Gelingen der Transaktion.

Je nachdem, um welche Transaktionsform es sich handelt, verfolgen Emittenten und Konsortialbanken bei der Investorenansprache unterschiedliche Zielsetzungen. Beim Börsengang, der mit dem Eintritt eines Unternehmens in den Kapitalmarkt verbunden ist, geht es primär darum, die erstmalige Platzierung von Unterneh-

---

<sup>1</sup> *Schäcker/Wohlgefahr/Johannson*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rn. 2.1.

mensaktien in dem beabsichtigten Volumen und zu dem anvisierten Emissionspreis erfolgreich durchführen zu können, ohne dass eine zeitliche Verschiebung des Emissionsprozesses oder eine Reduzierung des Emissionsvolumens bzw. Emissionspreises hingenommen werden müssen. Daneben geht es auch um die Suche nach geeigneten Kerninvestoren. Eine angemessene Zusammensetzung der Investorenbasis ist für die weitere Unternehmensentwicklung und die nachfolgende Finanzierung über den Kapitalmarkt (insbesondere über nachfolgende Kapitalmaßnahmen) unerlässlich.

Bei Bezugsrechtsemissionen börsennotierter Gesellschaften kommt der Abstimmung des Bezugsverhaltens von Großaktionären eine besondere Bedeutung zu. Für die Gesellschaft gilt es, frühzeitig in Erfahrung zu bringen, ob Kernaktionäre sich an einer Kapitalerhöhung beteiligen wollen oder im Gegensatz dazu an einer Reduzierung ihrer Beteiligung und somit an einer gesteuerten Verwässerung im Rahmen der Kapitalerhöhung interessiert sind.

Geht es um bezugsrechtsfreie Kapitalerhöhungen oder um die private Umplatzierung einer größeren Menge bereits existierender Wertpapiere (sog. Block Trades), kann wiederum die Suche nach Erwerbern für größere Aktienpakete im Vordergrund stehen. Beide Emissionsformen zeichnen sich dadurch aus, dass wegen des fehlenden Aktionärsbezugsrechts neben Aktionären insbesondere auch neue Investoren als Erwerber in Betracht kommen. Bereits die grundlegenden Unterschiede zwischen Bezugsrechtsemissionen und solchen Aktienemissionen, die keinem Bezugsrecht unterliegen, machen die Vielgestaltigkeit des Aktienemissionsgeschäfts deutlich. Trotz der zum Teil grundlegenden Unterschiede im Platzierungsverfahren ist allen Emissionsformen gemein, dass die Transaktionssicherheit für Emittenten, veräußernde Aktionäre und insbesondere auch die Emissionsbanken einen gewichtigen Faktor bei der Strukturierung des Emissionsprozesses darstellt. Emissionsbanken haben für die unterschiedlichen Transaktionsformen des Aktienemissionsgeschäfts spezielle Maßnahmen entwickelt, durch die Investoren frühzeitig in den Emissionsprozess eingebunden werden und die meist in einer festen Beteiligung des jeweiligen Investors an der Emission münden.

## **II. Gang der Untersuchung**

Die Arbeit unternimmt es, verschiedene Arten der Einbindung von Investoren im Vorfeld von Aktienemissionen darzustellen und auf die sich jeweils ergebenden rechtlichen Fragestellungen einzugehen. Dabei wird zwischen den am Kapitalmarkt regelmäßig vorkommenden Arten von Aktienemissionen differenziert. Das erste Kapitel beschäftigt sich mit der Einbindung von Investoren beim Börsengang (B.). Im anschließenden Kapitel wird die Einbindung von Investoren bei Bezugsrechtsemissionen behandelt (C.), bevor auf die Einbindung bei Kapitalerhöhungen unter vereinfachtem Ausschluss des Bezugsrechts eingegangen wird (D.). Ein weiteres Kapitel untersucht die Einbindung von Investoren bei der Umplatzierung größerer

Aktienpakete im Rahmen von Block Trades (E.). Abschließend sollen die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit in Thesenform zusammengefasst werden (F.).

Die Marktpraxis der frühzeitigen Ansprache von Investoren im Vorfeld einer Transaktion, um ihr Interesse an einer Beteiligung an der Transaktion zu erforschen (sog. Marktsondierung), ist für unterschiedliche Emissionsformen von Bedeutung. Daher soll der folgende Abschnitt zunächst einen Überblick zu Marktsondierungen vermitteln, indem ihre Grundzüge beschrieben und die wesentlichen, mit der Durchführung von Marktsondierungen verbundenen Rechtsfragen beleuchtet werden.

### III. Überblick zur Marktsondierung

#### 1. Einführung

Zu Beginn der Darstellung wurde bereits erläutert, dass bei Aktienemissionen meist eine selektive Ansprache von Investoren im Vorfeld der eigentlichen Platzierung erfolgt. Diese Marktpraxis, für die unterschiedliche Begriffe existieren, wird als *Wall Crossing* oder *Market Sounding* (deutsch: Marktsondierung) bezeichnet. Der Begriff des *Wall Crossing* umschreibt in diesem Zusammenhang einen Prozess, durch den Insiderinformationen den für sie grundsätzlich vorgesehenen Vertraulichkeitsbereich verlassen (die Information wird über die aus Compliance-Gründen eingerichteten „*Chinese Walls*“ hinweg weitergegeben).<sup>2</sup> Mit Hilfe des *Wall Crossing* bzw. *Market Sounding* versuchen die mit der Umsetzung einer Aktienplatzierung betrauten Emissionsbanken, das Erwerbsinteresse potenzieller Investoren noch vor der eigentlichen Platzierung auszuloten und dabei gleichzeitig das Risiko von Insiderverstößen im Vorfeld einer Transaktion zu minimieren.

Für das *Wall Crossing* bzw. *Market Sounding* existierte vor Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) keine gesetzliche Grundlage. Die Emissionsbanken hatten gleichwohl durch die Festlegung bestimmter Verfahrensabläufe für die Einhaltung der gesetzlichen Insiderhandelsverbote Sorge zu tragen. Die Investorenansprache erfolgte zu diesem Zweck zunächst ohne Offenlegung der Identität des Emittenten und der Einzelheiten der Transaktion.<sup>3</sup> Die Investoren hatten ihrerseits eine Vertraulichkeitsvereinbarung in Bezug auf die übermittelten Informationen zu unterzeichnen oder die vertrauliche Behandlung der Informationen zumindest mündlich zuzusichern.<sup>4</sup> Neben der Vertraulichkeitsvereinbarung hatten Investoren

---

<sup>2</sup> Vgl. die Verwendung des Begriffs bei *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 599; *Brandt*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 15.590; *Schäfer/Ernst*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinformation, § 7 Rn. 19.

<sup>3</sup> *Schäfer/Ernst*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinformation, § 14 Rn. 12; *Fleischer/Bedkowski*, DB 2009, 2195, 2199.

<sup>4</sup> *Schäfer/Ernst*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinformation, § 14 Rn. 12; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 599; *Fleischer/Bedkowski*, DB 2009, 2195, 2199.