

// BB-Kommentar

Dr. Edgar Matyschok, RA und Partner, v. Bötticher Hasse Lohmann Rechtsanwälte, Frankfurt



„Bilanzielle Betrachtungsweise auch bei Übernahme der Prospekthaftung“

Problem

Öffentlich angebotene Aktien können entweder aus einer Kapitalerhöhung oder aus dem Bestand abgebender Aktionäre stammen. Im ersten Fall fließt der Platzierungserlös der Gesellschaft zu, im zweiten den Aktionären. Die Haftung für einen fehlerhaften Prospekt trifft sowohl nach deutschem wie auch nach den relevanten ausländischen Rechtsordnungen in jedem Fall die Gesellschaft, nur in Einzelfällen auch die abgebenden Aktionäre. Die Gesellschaft kann gegen die abgebenden Aktionäre nur Regress nehmen, wenn gesetzliche Regelungen (bspw. der Gesamtschuldnerausgleich) oder eine Vereinbarung mit den abgebenden Aktionären dies vorsieht. Im deutschen Aktienrecht stellt sich die Frage, ob eine aktive Beteiligung der Gesellschaft an einer Umplatzierung ohne eine Übernahme der Kosten und insbesondere der Prospekthaftungsrisiken durch die abgebenden Aktionäre als verbotene Einlagenrückgewähr anzusehen ist.

Entscheidung

Der BGH trifft grundsätzliche Aussagen in einem höchstrichterlich wenig geprägten Bereich. Inhaltlich erteilt er insbesondere eine Absage an die bislang überwiegende Literaturmeinung, nach der auch nicht bezifferbare Vorteile der Gesellschaft eine Leistung an die Altaktionäre rechtfertigen können.

Praxisfolgen

Die Entscheidung ist vor einem seltenen Hintergrund ergangen. Zum einen war die Telekom zum Zeitpunkt der Umplatzierung bereits börsennotiert, so dass der erstmalige Kapitalmarktzugang als Vorteil der Gesellschaft nicht in Ansatz gebracht werden konnte. Zum anderen wurden im Rahmen des öffentlichen Angebots ausschließlich Aktien aus dem Bestand der KfW platziert, so dass nicht einmal ein Teil des Platzierungserlöses der Gesellschaft zufluss. Die Urteilsgründe enthalten jedoch Aussagen zum Tatbestand der Einlagenrückgewähr, die auch in typischen IPO- und SPO-Szenarien künftig zu berücksichtigen sein werden:

1. Der BGH unterteilt den Tatbestand der Einlagenrückgewähr in zwei Elemente: die Leistung der Gesellschaft an den Aktionär und deren Ausgleich durch eine gleichwertige Gegenleistung. Im Rahmen der Transaktionsdokumentation kann ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr demnach vermieden werden, wenn die Kosten- und Haftungsstruktur zu keiner Leistung der Gesellschaft an den Aktionär führt oder die Leistung der Gesellschaft an einen Aktionär durch eine gleichwertige Gegenleistung ausgeglichen wird.
2. An die Leistung der Gesellschaft an einen Aktionär werden verhältnismäßig geringe Anforderungen gestellt: Insbesondere wird keine unmittelbare Zuwendung aus dem Gesellschaftsvermögen an den Ak-

tionär verlangt. Willigt die Gesellschaft im Rahmen einer öffentlichen Platzierung von Aktien eines Aktionärs ein, selbst finanzielle Mittel aufzuwenden und die Prospekthaftung gegenüber den Anlegern zu tragen, liegt darin bereits eine taugliche Leistung. Ob es sich dabei um eine Leistung an den Aktionär handelt, entscheidet der BGH danach, wen die wirtschaftlichen Vorteile und Risiken des Geschäfts treffen. Insofern eröffnet sich in der Praxis jedenfalls dann ein Argumentationsspielraum, wenn neben dem Verkauf von Altaktien auch eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird und damit der Gesellschaft ein Teil des Verkaufserlöses zufließt. Wie groß die Altaktientranche noch sein darf, damit die Gesellschaft die Kosten und die Prospekthaftung voll tragen darf, bzw. ab wann eine Teilung von Kosten und Haftung zwischen Gesellschaft und Altaktionären einsetzen muss, ist weiterhin ungeklärt und wird im Einzelfall entschieden werden müssen. Nicht beantwortet ist auch die Frage, ob eine parallele Börsenzulassung der Aktien eine weitergehende oder sogar vollständige Kosten- und Risikotragung durch die Gesellschaft rechtfertigt. Anders als bei der Prüfung der Werthaltigkeit der Gegenleistung stellt der BGH bei der Frage, ob es sich um eine Leistung an den Aktionär handelt, nicht auf bilanziell messbare Vorteile ab. Dass die Börsennotierung einem Emittenten Vorteile bietet und der Gesetzgeber die Haftung für ein Zulassungsdokument der Gesellschaft auferlegt hat, spricht gegen eine Leistung an einen Aktionär. Die kritische Frage für die Praxis bleibt abermals, wo die Grenzen einer nicht ausgleichspflichtigen Förderung von Aktionärsinteressen liegen, weil die Maßnahme insgesamt nicht als Leistung an die Altaktionäre anzusehen ist.

3. Auf der zweiten Prüfungsstufe werden die Hürden für eine gleichwertige Gegenleistung mit dem Verweis auf eine *bilanzielle Betrachtungsweise* und der Beschränkung auf *bezifferbare bzw. bilanziell messbare Vorteile* höher als die bislang vorherrschende Literaturmeinung gelegt. Solche Vorteile können nach Aussage des BGH nur in einer Kostenübernahme und/oder Haftungsfreistellung durch die abgebenden Aktionäre liegen. Insofern sind risikovermeidende Strategien vorgezeichnet: Eine quotale Teilung der geschuldeten Platzierungsprovisionen zwischen Gesellschaft und Altaktionären entspricht bereits gängiger Praxis. Eine solche Teilung wird nun auch für Kosten erwogen werden müssen, die bislang einheitlich der Gesellschaft aufgebürdet wurden (Prospekterstellung, Road Show, sonstige Werbemaßnahmen). Wird der Bereich einer zu vernachlässigenden Leistung an die Gesellschaft verlassen, wird auch hier eine Kostenteilung stattfinden müssen. Für die Kapitalmarktpraxis werden die Auswirkungen auf die Freistellung von Prospekthaftungsrisiken aber am schwersten wiegen. War es bislang die Regel, dass Übernahmeverträge lediglich eine Freistellung der Konsortialbanken durch die Gesellschaft oder eine Gesamtschuld von Gesellschaft und abgebenden Aktionären vorsahen, so wird es künftig auch einer Binnenvereinbarung bedürfen, welche die Prospekthaftungsrisiken im Fall einer nicht zu vernachlässigenden Leistung an die Altaktionäre zwischen Gesellschaft und abgebenden Aktionären aufteilt.

Die aufgestellten Grundsätze führten in dem der Entscheidung zu Grunde liegenden, in der Praxis aber seltenen Sachverhalt zu eindeutigen Ergebnissen. Ihre Anwendung auf typische Kapitalmarkttransaktionen wird künftig zu einer zurückhaltenderen Kosten- und Haftungsübernahme durch Emittenten führen. Klare Grenzen lassen sich weiterhin nicht ziehen.