

Tianyu Yuan*

Das Recht der Emissionskonsortien – Probleme des Innen- und Außenverhältnisses

Abstract

Obgleich Emissionskonsortien eine überragende Rolle für den Kapitalmarkt spielen, ist ihre rechtliche Behandlung vor dem Hintergrund der deutschen Rechtsordnung insbesondere aufgrund spärlicher Gerichtsentscheidungen vielfach unklar und problematisch. Der folgende Beitrag befasst sich mit den rechtlichen Problemen von Emissionskonsortien in ihrem Innen- und Außenverhältnis. Dabei beschränkt er sich auf das für die deutsche Emissionspraxis übliche Einheitskonsortium unter Zugrundelegung des für das internationale Emissionsgeschäft standardisierten Muster-Konsortialvertrags der International Primary Market Association. Der Beitrag schließt mit Gedanken zu kautelarjuristischen Gestaltungsmöglichkeiten und regulatorischen Bedürfnissen *de lege ferenda*.

Even though underwriting syndicates assume a vital role on the capital market, their legal status and respective legal issues remain opaque under German law, particularly as there are only very few corresponding judicial decisions. The following article addresses legal issues of underwriting syndicates with regard to internal relationship and relations to third parties. It focuses on underwriting syndicates as ordinary partnerships (Einheitskonsortium) which are prevalent on German capital markets taking into consideration the internationally established standard form agreement of the International Primary Markets Association. The article concludes with thoughts on advisable contractual covenants and regulations *de lege ferenda*.

* Der Verfasser ist Rechtsreferendar am Landgericht Heidelberg und Mitarbeiter von Prof. Dr. Stefan Geibel, *Maitre en droit (Aix-Marseille III)* am Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg. Dem folgenden Beitrag liegt eine unternehmensrechtliche Studienarbeit zugrunde, die der Verfasser im Sommersemester 2012 bei Prof. Dr. Stefan Geibel, *Maitre en droit (Aix-Marseille III)* schrieb.

I. Einleitung

Emissionsgeschäft ist Milliardengeschäft: Allein 2011 haben Emissionskonsortien im Auftrag ihrer Emittenten Aktien im Wert von über 26 Milliarden Euro an den europäischen Börsen platziert.¹ Im zahlenmäßigen Kontrast zu ihrem wirtschaftlichen Gewicht steht in Deutschland die höchstrichterliche Rechtsprechung: Die teilweise beiläufigen Entscheidungen des ROHG², RG³ und BGH⁴ zu Emissionskonsortien lassen sich an einer Hand abzählen.⁵ Eine damit einhergehende Rechtsunsicherheit nimmt dieser Beitrag zum Anlass die Thematik genauer zu beleuchten. Im Mittelpunkt der Bearbeitung steht die rechtliche Beurteilung von Emissionskonsortien mit Blick auf ihre Probleme im Innen- und Außenverhältnis: In einem ersten Schritt wird die Rolle der Emissionskonsortien im Emissionsgeschäft beschrieben und der Prüfungsumfang bestimmt. Auf dieser Grundlage werden die Probleme des Konsortialverhältnisses, danach die Probleme des Rechtsverhältnisses zwischen Emissionskonsortium und Dritten behandelt. Letztlich sollen im Lichte der identifizierten Probleme ein Blick auf kautelarjuristische Gestaltungsmöglichkeiten geworfen und regulatorische Bedürfnisse de lege ferenda geprüft werden.

1. Die Rolle der Emissionskonsortien im Emissionsgeschäft

Emissionskonsortien sind Zusammenschlüsse von Banken. Sie haben im Emissionsgeschäft die Hauptaufgabe, für den Emittenten Wertpapiere auszugeben, um diese auf dem Sekundärmarkt zu platzieren.⁶ Daneben sind sie regelmäßig auch mit Börseneinführungen und Kurspflagemassnahmen betraut.⁷ Dabei wird das Konsortium nach außen von einer Bank oder mehreren gemeinsam als Konsortialführer (Lead Manager) vertreten (Außenkonsortium).⁸

¹ *Weaver/Hughes et al.*, PricewaterhouseCoopers – IPO Watch Europe 2011 (2012), S. 4.

² ROHG 13, 306 ff.; ROHG 17, 197 ff.

³ RGZ 67, 392 ff.

⁴ BGHZ 118, 83 ff.

⁵ Nicht zuletzt liegt dies daran, dass Schiedsklauseln in Konsortial- und Übernahmeverträgen Streitentscheidungen den ordentlichen Gerichten und damit der Öffentlichkeit entziehen.

⁶ *Bosch/Groß*, Das Emissionsgeschäft, 2000, S. 1 Rn. 10; *Grundmann*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch II, 4. Aufl. 2011, § 112 Rn. 1; *Müller*, in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2011, Rn. 15.2; *Schücking*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts I, 3. Aufl. 2009, § 32 Rn. 6.

⁷ *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 1 Rn. 10/2; *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 11-15, 17.

⁸ *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 16 Rn. 10/48; *Brockmann*, Die Kurspfligeverpflichtung des Emissionskonsortiums bei Aktienemissionen, Diss. Berlin 2003, S. 66; *De Meo*, Bankenkonsortien: Eine Untersuchung zum Innen- und Außenrecht von Emissions-

Üblich ist auch, dass nicht am Konsortium beteiligten Banken von einzelnen Konsorten Unterbeteiligungen eingeräumt werden, sodass es zur Bildung von Unterkonsortien kommt.⁹ Hinter der Einschaltung eines Konsortiums zur Wertpapieremission steht die Überlegung, die mit großen Emissionsvolumina verbundenen Risiken auf mehrere Konsorten zu verteilen und durch die Beteiligung mehrerer Banken mit jeweils eigenen Kundenkreisen das Platzierungspotential zu steigern.¹⁰ Die zu emittierenden Wertpapiere sind Aktien, Anleihen und andere Schuldverschreibungen.¹¹ Dabei kann der Pflichtenkreis des Emissionskonsortiums hinsichtlich der Wertpapieremission unterschiedlich ausgestaltet sein: Beispielsweise kann das Emissionskonsortium einerseits – in praxi aber selten – die Wertpapiere kommissionsweise übernehmen, wodurch dem Emittenten gegenüber nur Absatzbemühungen geschuldet sind (Begebungskonsortium oder Best Effort Underwriting). Andererseits können Konsortialbanken die Wertpapiere auch auf eigenes Risiko gegen Bezahlung des Übernahmepreises erwerben, ohne aber eine anschließende Platzierung zu schulden (Übernahmekonsortium oder Firm Commitment Underwriting).¹² In praxi überwiegt das Emissionskonsortium in Deutschland als Kombination von Begebungs- und Übernahmekonsortium (Einheitskonsortium). Hier schuldet das Emissionskonsortium dem Emittenten sowohl die Übernahme der Wertpapiere als auch ihre Platzierung.¹³

Aufgrund der Internationalität von Emissionsgeschäften hat eine internationale Standardisierung der vertraglichen Dokumentation von Aktien- oder Anleiheemissionen stattgefunden. Insbesondere hat die International Primary Market Association (ICMA) zu dieser Entwicklung beigetragen.¹⁴ Die ICMA ist eine Vereinigung führender internationaler Emissionsbanken. Emissionskonsortien bedienen sich zur Regelung ihres Konsortialverhältnisses regelmäßig der ICMA Muster-Konsortialverträge (ICMA Agreement Among

Kredit- und Sanierungskonsortien sowie zu deren Haftung für das Handeln von Konsortialvertretern, Diss. München 1994, S. 30 Rn. 89.

⁹ *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 15 Rn. 10/42 f.; *De Meo* (Fn. 8), S. 31 Rn. 90.

¹⁰ *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 10 Rn. 10/26 f.; *De Meo* (Fn. 8), S. 9 Rn. 9.

¹¹ *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 7 f.; *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 19 ff.

¹² *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 6; *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 24 f. Rn. 10/77 ff.

¹³ *Brockmann* (Fn. 8), S. 68; *De Meo* (Fn. 8), S. 12 f. Rn. 20; *Hopt*, Emissionsgeschäft und Emissionskonsortien. Recht und Praxis in Deutschland und der Schweiz, in: FS für Kellermann, 1991, S. 184 f.; *ders.*, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, Recht und Praxis in der EG, 1991, S. 13 f. Rn. 24; *Immenga*, Die Stellung der Emissionskonsortien in der Rechts- und Wirtschaftsordnung, 1981, S. 9; *Liappis*, Das System der Haftung der Banken bei Aktienemissionen über die Börse, Diss. Berlin 2003, S. 32 f.; *Scholze*, Das Konsortialgeschäft der deutschen Banken I, 1973, S. 291; *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 31.

¹⁴ *Grundmann* (Fn. 6), S. 12 Rn. 10/32.

Managers). Ebenso standardisiert sind die Übernahmeverträge zwischen Emittent und Emissionskonsortium.¹⁵

2. Prüfungsumfang und Prämissen

Um der praktischen Relevanz des Emissionsgeschäfts gerecht zu werden, ist eine gleichermaßen wissenschaftliche und praxisorientierte Betrachtung der Rechtsprobleme geboten. Aufgrund der mannigfaltigen Spielarten des Emissionsgeschäfts und seiner wirtschaftlichen Komplexität, welche das Recht abbilden, aufnehmen und eingrenzen muss, ist die vollständige Behandlung aller Probleme in diesem Beitrag nicht zu leisten. Deshalb beschränkt sie sich auf eine bedachte Auswahl von Problemen, die unter folgenden Prämissen behandelt werden.

Prämisse 1: Grenzüberschreitende Sachverhalte sind angesichts großer Emissionsvolumina und der Internationalität der beteiligten Parteien keine Seltenheit. Kollisionsrechtliche Fragen treten insbesondere im Rechtsverhältnis zwischen Emittent und Emissionskonsortium sowie im Konsortialverhältnis auf.¹⁶ Im Folgenden sei auf alle Rechtsverhältnisse aber stets deutsches Recht anzuwenden.

Prämisse 2: In der Praxis ist das Emissionskonsortium überwiegend als Einheitskonsortium ausgestaltet. Lediglich dieses ist Gegenstand der Bearbeitung.¹⁷

Prämisse 3: Angesichts der standardisierten Vertragswerke bezieht sich die Arbeit hinsichtlich des Konsortialvertrags auf den ICMA Agreement Among Managers.¹⁸ Hinsichtlich des Übernahmevertrags wird auf die abgedruckten Mustertexte bei *Bosch/Groß*¹⁹ Bezug genommen.

¹⁵ Grundmann (Fn. 6), S. 12 Rn. 10/35; Müller (Fn. 6), S. 1941 Rn. 15, 123.

¹⁶ Ausführlich zum Internationalen Privatrecht des Emissionsgeschäfts und der Bankenkonsortien: Schücking, Das Internationale Privatrecht der Banken-Konsortien, WM 1996, S. 281 ff.; instruktiv auch: Grundmann (Fn. 6), § 112 Rn. 81 f., 106 ff.

¹⁷ Hierdurch wird insbesondere das Problem nicht behandelt, ob und inwieweit auch bei reinen Übernahmekonsortien durch Vertragsauslegung eine Platzierung der Wertpapiere geschuldet sein kann. Instruktiv hierzu: Grundmann (Fn. 6), § 112 Rn. 71.

¹⁸ ICMA Agreement Among Managers, Version 1, <Non-Equity-Related Issues>, ICMA Primary Market Handbook, 2012; ICMA Agreement Among Managers, Version 2, <Equity-Related-Issues>, ICMA Primary Market Handbook, 2012.

¹⁹ Bosch/Groß (Fn. 6), S. 85 ff., 191 ff. Rn. 10/240 ff., 10/323 ff.

Prämisse 4: Nach dem Grundsatzurteil des *BGH*, Urteil v. 29.1.2001 – II ZR 331/00 (*ARGE Weißes Roß*)²⁰ sind die Rechtsfähigkeit der Außen-GbR und die akzessorische Haftung der Gesellschafter in entsprechender Anwendung des § 128 HGB²¹ für Gesellschaftsverbindlichkeiten anerkannt.²² Die Wertungen dieses Urteils werden den folgenden Ausführungen zugrunde gelegt.²³

Prämisse 5: Innenverhältnis sei das Rechtsverhältnis zwischen Emissionskonsortium als rechtsfähige Außen-GbR²⁴ und den Konsorten sowie das Rechtsverhältnis zwischen einzelnen Konsorten.

Prämisse 6: Außenverhältnis sei das Rechtsverhältnis zwischen Emissionskonsortium und Dritten. Rechtsverhältnisse zwischen einzelnen Konsorten und Dritten ohne Bezug zum Konsortialverhältnis werden nicht behandelt.

II. Probleme im Innenverhältnis von Emissionskonsortien

Das Innenverhältnis des Emissionskonsortiums ist im Wesentlichen durch den Konsortialvertrag geprägt.²⁵ Neben anderen Problemen sollen im Schwerpunkt die Qualifikation des Emissionskonsortiums als GbR und die Rechtslage bei dem Ausfall eines Konsorten behandelt werden.

²⁰ BGHZ 146, 341 ff.

²¹ Aufgrund mangelnder Relevanz für das Ergebnis sei dahingestellt, ob der *BGH* in seiner Entscheidung § 128 HGB als analog anwendbar ansieht oder nur eine parallele Rechtsfolge aus den Grundsätzen des Personengesellschaftsrechts konstruiert. Im Folgenden wird der Weg der analogen Anwendung des § 128 HGB gewählt.

²² BGHZ 146, 341 ff.; 150, 1 ff.; Diese Auffassung begründend: *Flume*, Gesellschaft und Gesamthand, ZHR 1972, 171, (181 ff.); statt vieler: *Dauner*, Ein neues Fundament für die BGB-Gesellschaft, DStR 2001, S. 356 f.; *Staudinger/Habermeier*, 2003, Vor §§ 705-740 Rn. 9; *K. Schmidt*, Die BGB-Außengesellschaft: Rechts- und parteifähig. Besprechung des Grundlagenurteils II ZR 331/00 vom 29.01.2001, NJW 2001, S. 993 ff.; von der von ihm begründeten Doppelverpflichtungslehre zur Akzessorietätslehre umschwingend: *Ulmer*, Gesellschaftshaftung in der Gesellschaft bürgerlichen Rechts: Durchbruch der Akzessorietätstheorie?, ZIP 1999, 554 (563 f.); *ders.*, Die Haftungsverfassung der BGB-Gesellschaft, ZIP 2003, 1113 (1114); *Westermann*, Erste Folgerungen aus der Anerkennung der Rechtsfähigkeit der BGB-Gesellschaft, NZG 2001, 285 (289 f.).

²³ Der Großteil der einschlägigen Literatur stammt noch von vor diesem Urteil, was eine erneute Betrachtung sinnvoll erscheinen lässt; z.B. *Bosch/Groß* (Fn. 6), *De Meo* (Fn. 8); *Hopt*, Emissionsgeschäft und Emissionskonsortien. Recht und Praxis in Deutschland und der Schweiz, in: FS für Kellermann, 1991, S. 184 f.; *ders.*, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, Recht und Praxis in der EG, 1991, S. 13 f.; *Scholze* (Fn. 13); *Singhof*, Die Außenhaftung von Emissionskonsortien für Aktieneinlagen, Diss. Berlin 1998.

²⁴ Dies wird im Folgenden noch zu zeigen sein.

²⁵ Da das Außenverhältnis teilweise die Probleme des Innenverhältnisses bedingt, wird an den entsprechenden Stellen soweit wie nötig darauf Bezug genommen.

1. Konsortialvertrag als Gesellschaftsvertrag einer GbR

Sowohl Rechtsprechung als auch die ganz herrschende Literaturansicht sehen im Emissionskonsortium eine GbR.²⁶ So spricht *Schücking* von einer „selbstverständlich gewordene[n] Zuordnung“²⁷ der Emissionskonsortien zur GbR und *Immenga* sieht „keine Zweifel daran“.²⁸ Wirft man aber einen Blick in den ICMA Agreement Among Managers, scheinen Zweifel an einer solchen Zuordnung nicht unbegründet zu sein: Die Partnership-Klausel lautet in allen Versionen „Partnership: None of the provisions of the Agreement or any other agreement [...] shall constitute a partnership [...] between the Managers [...]“.²⁹ Sie bringt zum Ausdruck, dass die Konsortien die Bildung jeglicher Gesellschaftsformen vertraglich ausschließen wollen. Abgesehen von der Partnership-Klausel sieht der Konsortialvertrag auch insgesamt, wie z.B. hinsichtlich Geschäftsführungsbefugnis, Vertretungsmacht oder Vermögensordnung, eine von den §§ 705 ff. BGB abweichende Regelung vor.³⁰ Ob und inwieweit Emissionskonsortien als GbR qualifiziert werden, ist aufgrund der Rechtsprechung zur GbR und den nicht abdingbaren Vorschriften der §§ 705 ff. BGB und damit für die Beurteilung der Probleme des Innen- und Außenrechts relevant. Deshalb wird im Folgenden zunächst die geschichtliche Entwicklung der Qualifikation von Emissionskonsortien skizziert, um danach den Stand von Rechtsprechung und Literatur wiederzugeben. Anschließend wird zur Qualifikation der Emissionskonsortien

²⁶ RGZ 67, 394 (395); BGHZ 118, 83 (99); statt aller: *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl. 1981, S. 1146 Rn. 2248; *Delorme/Hoessrich*, Konsortial- und Emissionsgeschäft, 2. Aufl. 1971, S. 9; *De Meo* (Fn. 8), S. 34 ff. Rn. 9 ff.; *Hopt* (Fn. 13), S. 195; *Immenga* (Fn. 13), S. 10; *Ruwe*, Die BGB-Gesellschaft als Unternehmen i.S. des Aktienkonzernrechts, DB 1988, S. 2037 ff.; *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 39; *Sudmeyer*, in: Schüppen/Schaub, Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht, 2. Aufl. 2010, § 47 Rn. 35; *Timm/Schöne*, Zwingende gesamtschuldnerische Haftung der Mitglieder eines Übernahmekonsortiums?, ZGR 1994, 113 (118); *Ulmer/Schäfer*, in: MünchKomm BGB Bd. V, 6. Auf. 2013, Vor § 705 Rn. 54; *Westermann*, Das Emissionskonsortium als Beispiel der gesellschaftsrechtlichen Typendehnung, AG 1967, S. 285 ff.; differenzierend: *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 88 ff.; *ders.*, Konsortien, Gesellschaftszweck und Gesamthandsvermögen – Typendehnung oder Typenmischung im Gesellschaftsrecht?, in: FS für Boujong, 1996, S. 161 ff.; *Ekkenga/Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, 2006, S. 186 f. Rn. 265; kritisch: *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 12 f. Rn. 10/32 ff.; a.A.: *Müller* (Fn. 6), S. 1940 f. Rn. 15.125.

²⁷ *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 39.

²⁸ *Immenga* (Fn. 13), S. 10.

²⁹ Klausel 8, ICMA Agreement Among Managers, Version 1 (Fn. 18); Klausel 10, ICMA Agreement Among Managers, Version 2 (Fn. 18).

³⁰ Statt aller: *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 13 f. Rn. 10/38; *Harrer*, in: Müller/Rödter, Beck'sches Handbuch der AG, Gesellschaftsrecht – Steuerrecht – Börsengang, 2. Aufl. 2009, § 25 Rn. 153; *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, 1972, S. 177; *Immenga* (Fn. 13), S. 12; *Scholze* (Fn. 13), S. 6.

Stellung genommen. Letztlich ist eine negative Abgrenzung zu den Handelsgesellschaften vorzunehmen.

a) Geschichtliche Entwicklung, Stand von Rechtsprechung und Literatur

Vor der Einführung des ADHGB mit ihren Regelungen zur Gelegenheitsgesellschaft in den Art. 266-270 ADHGB im Jahre 1861 wurde das Konsortialverhältnis dem Kaufvertragsrecht zugeordnet: Die einzelnen Konsorten schlossen mit dem Konsortialführer jeweils Verträge über den Bezug von Wertpapierkontingenten, sodass ein sternförmiges Geflecht von Verträgen mit einzig dem Konsortialführer als gleichbleibendem Vertragspartner entstand.³¹

Nach Einführung des ADHGB haben parallel *Sydom* in seinem Aufsatz „Über Consortien oder sogenannte Syndicate zur Actienbegebung“³² und das *ROHG* in seinem Urteil vom 10.3.1874, Rep. 1132/7333 befunden, das Konsortialgeschäft sei „keineswegs für ein bedingtes Kaufgeschäft zu erachten“³⁴, sondern „das Verhältnis unter den Parteien [sei] nach den Regeln der Societät zu beurteilen [welches] unzweifelhaft den Grundsätzen des HGBs Art. 266 ff. [unterstehe].“³⁵ Nach Einführung des BGB qualifizierte das *RG* in seiner Entscheidung vom 12.2.1908, Rep. I. 212/07 zur Empfehlungshaftung des Bankiers beiläufig das Emissionskonsortium als „Gelegenheitsgesellschaft“.³⁶ Auch der *BGH* sah in seinem Urteil vom 13.4.1992, II ZR 277/90 (DG Bank) im Emissionskonsortium eine GbR.³⁷

Die überwiegende Literaturansicht qualifiziert das Emissionskonsortium als GbR in Form einer Gelegenheitsgesellschaft, deren Zweck die Übernahme und bestmögliche Platzierung der Wertpapiere im Rahmen eines einzelnen Emissionsgeschäfts sind.³⁸ Die regelmäßige Abbedingung aller dispositiven

³¹ Ausführlich beschreibend, aber im Ergebnis ablehnend: *Sydom*, Ueber Consortien oder sogenannte Syndicate zur Actienbegebung, ZHR 1874, 427 (436 ff.).

³² *Ebd.*, S. 427 ff.

³³ ROHGE 13, 306 ff.

³⁴ ROHGE 13, 306 (310).

³⁵ ROHGE 13, 306 (313); bestätigend: ROHGE 17, 196 (210). Es ist zu beachten, dass die „Societät“ in römisch-rechtlicher Tradition als reine schuldrechtliche Beziehung angesehen wurde, vgl. hierzu: *Flume* (Fn. 22), S. 177 ff.

³⁶ RGZ 67, 394 (395).

³⁷ BGHZ 118, 83 (99).

³⁸ Statt aller: *Canaris* (Fn. 26), S. 1146 Rn. 2248; *De Meo* (Fn. 8), S. 37 f. Rn. 23; *Ulmer/Schäfer* (Fn. 26), Vor § 705 Rn. 54.

Vorschriften der §§ 705 ff. BGB durch den Konsortialvertrag³⁹ gab *Westermann* den Anlass, von „gesellschaftsrechtliche[r] Typendehnung“⁴⁰ zu sprechen. In neuerer Zeit wird dies jedoch in Frage gestellt. Aufgrund der umfangreichen Vertragswerke und mit Blick auf das Verständnis von Konsortialverträgen nach englischem oder New Yorker Recht deutet *Bosch* an, dass das Konsortialverhältnis auch im deutschen Recht als Summe paralleler Kaufverträge gesehen werden könnte.⁴¹ *Grundmann* bezieht sich auf den Gesellschaftszweck und kommt zum Ergebnis, das Konsortialverhältnis sei keine Typendehnung, sondern „Typenmischung“.⁴² Der gesellschaftsrechtlich verfasste Teil des Emissionskonsortiums gehe nur so weit, wie er noch vom gemeinsamen Zweck gedeckt sei. Im Übrigen existiere nur „ein Geflecht von Absatzverträgen“.⁴³

b) Stellungnahme

Zunächst wird die historische Qualifikation von Emissionskonsortien kritisch betrachtet. Daraufhin sind zwei Fragen zu beantworten: Ist durch die Partnership-Klausel des ICMA Muster-Konsortialvertrags das Gesellschaftsverhältnis und damit die Anwendung der §§ 705 ff. BGB vertraglich abdingbar? Sofern das Gesellschaftsverhältnis nicht abdingbar ist, ob und inwieweit lässt sich das Konsortialverhältnis unter § 705 BGB subsumieren?

aa) Historische Qualifikation und Wirtschaftspraxis

Der Bezug der herrschenden Literaturansicht auf die historische Qualifikation der Emissionskonsortien als Sozietät, Gelegenheitsgesellschaft oder GbR suggeriert eine aus dem Gewohnheitsrecht erwachsene Zuordnung. So meint *Schücking*, dass „mit dem Inkrafttreten des BGB [...] von Anfang an klar [war], dass die Emissionskonsortien nun zu den BGB-Gesellschaften gehörten.“⁴⁴ Dass sich das Konsortialverhältnis in seiner wirtschaftlichen Ausgestaltung seit dem ersten Urteil des *ROHG* vom Jahre 1874 grundlegend verändert hat, bleibt

³⁹ Vgl. statt aller: *Canaris* (Fn. 26), S. 1169 Rn. 2304; *Immenga* (Fn. 13), S. 10; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 118 f.; *Westermann* (Fn. 26), S. 285.

⁴⁰ *Westermann* (Fn. 26), S. 285 ff.

⁴¹ *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 10/12 Rn. 10/33; Das Konsortialverhältnis als Summe paralleler Kaufverträge sieht: *Müller* (Fn. 6), S. 1938 ff. Rn. 15.121 ff.

⁴² *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 87 ff.; *ders.* (Fn. 26), S. 164; *Ekkenga/Maas* (Fn. 26), S. 186 f. Rn. 265.

⁴³ Ausführlich: *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 87 ff.; *ders.* (Fn. 26), S. 164 f.; zustimmend, aber nur mit knapper Begründung: *Ekkenga/Maas* (Fn. 26), S. 186 f. Rn. 265.

⁴⁴ *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 39.

weitgehend unbeachtet.⁴⁵ Die Konsorten der heutigen Übernahme- und Einheitskonsortien erwerben Alleineigentum an den ihnen quotale zugeteilten Wertpapieren und übernehmen jeweils auf eigene Rechnung das Platzierungsrisiko auf dem Sekundärmarkt.⁴⁶ Ein Blick in das vielzitierte Urteil des ROHG von 1874 lässt eine andere Emissionspraxis erkennen: Damals oblag „die Veräußerung des Gesamtaktienbetrags für gemeinschaftliche Rechnung“ allein dem Konsortialführer.⁴⁷ Konnte der Konsortialführer die Wertpapiere gewinnbringend platzieren, kam den Konsorten „ein verhältnismäßiger Anteil an dem erzielten Gewinn“ zu.⁴⁸ Gelingt dies jedoch nicht, mussten die Konsorten den Konsortialführer schadlos halten, sodass dieser im Ergebnis durch die Bildung eines Konsortiums das Platzierungsrisiko gänzlich auf die restlichen Konsorten verlagern konnte.⁴⁹ Mit der wesentlich veränderten Wirtschaftspraxis hat sich die Qualifikationsgrundlage geändert. Der historische Verweis als Argument der Qualifikation ist untauglich.

bb) Abdingbarkeit der §§ 705 ff. BGB im Ganzen?

Klausel 8 des ICMA Muster-Konsortialvertrags zielt auf die Abbedingung der §§ 705 ff. BGB im Ganzen ab.⁵⁰ Wird der Konsortialvertrag allein schuldrechtlich betrachtet, ist das vor dem Hintergrund der Privatautonomie unproblematisch. Für eine mögliche verbandsrechtliche Dimension des Konsortialvertrags gilt dies nicht.⁵¹ Im Gesellschaftsrecht wird jeder Personenverband von einer gesetzlich fixierten Verbandsform absorbiert. Soweit dieser *numerus clausus* der Rechtsformen reicht, ist ein entgegenstehender Parteiwille unbeachtlich.⁵² Dieser verbandsrechtliche Rechtsformzwang dient der Sicherheit und Vorhersehbarkeit des Rechtsverkehrs.⁵³ Soweit der Konsortialvertrag die Voraussetzungen eines Gesellschaftsvertrags erfüllt, können von ihm die §§ 705 ff. BGB nicht als

⁴⁵ Nur die geschichtliche Qualifikation, nicht aber die Qualifikationsgrundlage betrachtend, statt vieler: *Grundmann* (Fn. 26), S. 162; *Scholze* (Fn. 13), S. 8 f.; *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 39; als einziger deutet dies an: *Singhof* (Fn. 23), S. 67 f.

⁴⁶ Statt vieler: *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 17 Rn. 10/51 f.; *Ulmer/Schäfer* (Fn. 26), Vor § 705 Rn. 54 f.

⁴⁷ ROHG 13, 306 (310).

⁴⁸ ROHG 13, 306 (310).

⁴⁹ ROHG 13, 306 (310); Dieses Geschäftsmodell beschreibt ausführlich: *Sydow* (Fn. 31), S. 431 ff.

⁵⁰ Problemlos hält dies für möglich: *Müller* (Fn. 6), S. 1938 f. Rn. 15.121 f.

⁵¹ Vgl. *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. (2002), S. 61, 96.

⁵² *Jahnke*, Rechtsformzwang und Rechtsformverfehlung bei der Gestaltung privater Rechtsverhältnisse, ZHR 1982, 595 (603 f.); *K. Schmidt* (Fn. 51), S. 102; Vgl. *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts I, 1977, S. 197 f.

⁵³ Statt vieler: *Jahnke* (Fn. 52), S. 602 f.; *K. Schmidt* (Fn. 51), S. 96 f.; Bezüglich des Emissionskonsortiums auch: *Westermann* (Fn. 26), S. 287.

Ganzes abbedungen werden. Gegen die Abbedingbarkeit der §§ 705 ff. BGB im Ganzen sprechen schon die drittschützenden Regelungen wie z.B. § 720 BGB, deren Abbedingung einen unzulässigen Vertrag zulasten Dritter darstellen würde. Wollen die Konsorten dem nicht-dispositiven rechtlichen Rahmen der GbR ohne Mitwirkung Dritter entkommen, bleibt nur der Weg der Tatbestandsvermeidung. Unbeschadet dessen besteht die Möglichkeit, die drittschützenden Vorschriften individualvertraglich mit dem Dritten zu modifizieren.⁵⁴ De lege lata ändert die Partnership-Klausel nichts an der Anwendbarkeit der §§ 705 ff. BGB. Sie bringt aber zum Ausdruck, dass die Grundwertungen der §§ 705 ff. BGB nicht zwangsläufig dem Interesse der Konsorten entsprechen, was im Rahmen einer Vertragsauslegung zu beachten ist.⁵⁵

cc) Subsumtion des Konsortialverhältnisses unter § 705 BGB

Nach § 705 BGB entsteht die GbR durch Abschluss eines Gesellschaftsvertrags, der zumindest den gemeinsamen Zweck und die Art und Weise der Zweckförderung beinhaltet.⁵⁶ Das Rechtsverhältnis zwischen den Konsorten wird im Wesentlichen durch den Konsortialvertrag ausgestaltet, welcher regelmäßig auf dem ICMA Muster-Konsortialvertrag basiert. Die Literatur ist sich darin einig, dass die Übernahme der Wertpapiere vom gemeinsamen Zweck gedeckt ist.⁵⁷ Die Konsorten fördern die Übernahme dadurch, dass sie dem Konsortialführer die jeweils auf die von ihnen zu übernehmende Quote anfallenden Beträge bereitstellt und dieser den Gesamtbetrag dem Emittenten überträgt, welcher im Gegenzug dem Konsortialführer eine Globalurkunde über alle zu emittierenden Wertpapiere aushändigt. Anschließend verteilt der Konsortialführer die jeweiligen Quoten auf die Konsorten. Nachdem die Konsorten Alleineigentum an ihren Quoten erworben haben, platzieren sie diese auf eigene Rechnung und eigenes Risiko. Nicht vom gemeinsamen Zweck umfasst ist daher die Erzielung von Gewinnen im direkten Zusammenhang mit der Platzierung.⁵⁸

⁵⁴ BGHZ 142, 315 ff.; *Habermeier* (Fn. 22), Vor §§ 705-740 Rn. 37 f.; *Ulmer*, Die Haftungsverfassung der BGB-Gesellschaft, ZIP 2003, 1113 (1117); *Wolf*, Vertragliche Haftungsbeschränkungen der Gesellschafter bürgerlichen Rechts gegenüber gesellschaftsexternen Gläubigern, Diss. Baden-Baden 1990, S. 34.

⁵⁵ Vgl. *Immenga* (Fn. 13), S. 13; *Grundmann* (Fn. 26), S. 163.

⁵⁶ *Hadding/Kießling*, in: Soergel, 13. Aufl. 2012, § 705 Rn. 1, 4; *Happ/Mährle*, in: Gummert/Weipert, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts I, 3. Aufl. 2009, § 5 Rn. 1 ff.

⁵⁷ Statt aller: *Grundmann* (Fn. 6) § 112 Rn. 85; *Westermann* (Fn. 26), S. 288.

⁵⁸ Vgl. *Canaris* (Fn. 26), S. 1175 Rn. 2323.

Aufgrund der individualisierten und unabhängigen Verteilung des Platzierungsrisikos verneint *Grundmann* insoweit den gemeinsamen Zweck und gelangt zur Ansicht, das Konsortialverhältnis sei als „Typenmischung“ zu charakterisieren.⁵⁹ Mit der Übernahme aller zu emittierenden Wertpapiere und ihrer quotalen Verteilung auf die Konsorten sei der Zweck der Konsortial-GbR erreicht, § 726 BGB. Im Übrigen bestehe nur ein „Geflecht von Absatzverträgen“, denn für einen gemeinsamen Zweck genüge es nicht, dass die Konsorten sich nur auf den Erfolg – die erstrebte Platzierung der Wertpapiere – nicht aber auf den Weg zum Erfolg geeinigt haben.⁶⁰ Dem ist zu widersprechen. Der gemeinsame Zweck des Emissionskonsortiums als Einheitskonsortium ist nicht mit der Verteilung der Quoten erreicht. Selbst wenn man nach *Grundmann* den gemeinsamen Weg zum Erfolg als notwendige Bedingung des gemeinsamen Zwecks erachtet, kann der Konsortialvertrag dahingehend ausgelegt werden, dass sich die Konsorten geeinigt haben, jeweils eigenständig insgesamt möglichst vollständige Platzierung der Wertpapiere herbeizuführen. Die quotale Verteilung ist in Anbetracht der jeweiligen Kundenkreise der Konsorten für einen Gesamterfolg zweckmäßig. Insbesondere bei Aktienemissionen können die Konsorten nicht frei über die Platzierung der Aktien entscheiden. Wurde das Bezugsrecht nicht ausgeschlossen, ist zunächst das Bezugsrecht der Altaktionäre zum festgelegten Ausgabebetrag zu beachten, § 186 Abs. 1, Abs. 2 AktG. Darüber hinaus legt der Übernahmevertrag die Platzierungsbedingungen für alle Konsorten verbindlich fest.⁶¹ Im Konsortialvertrag sichern sich die Konsorten zudem gegenseitig zu, keine Aktien unter dem vereinbarten Platzierungspreis zu veräußern.⁶² Damit sollen schädliche Preisunterbietungen verhindert werden.⁶³ Hierdurch kommt zum Ausdruck, dass die Konsorten trotz Aufteilung des Platzierungsrisikos ein Interesse an der erfolgreichen Unterbringung der gesamten Emission haben. Zeugnis hierfür ist auch das sog. Tombstone Advertisement, durch welches die erfolgreiche Durchführung eines Emissionsgeschäfts unter Nennung aller Konsorten verkündet wird.⁶⁴ Das überindividuelle Interesse der Konsorten an einer insgesamt erfolgreichen Emission gilt gleichermaßen für Aktien und Anleiheemissionen. Dies wird von ihnen durch ein koordiniertes Vorgehen – insbesondere hinsichtlich des Platzierungspreises – gefördert. Eine nur teilweise Platzierung der Wertpapiere

⁵⁹ *Grundmann* (Fn. 26), S. 164.

⁶⁰ *Grundmann* (Fn. 26), S. 165.

⁶¹ Vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 91.

⁶² Vgl. Klausel 8, Abs. 1, ICMA Agreement Among Managers, Version 2 (Fn. 18).

⁶³ Vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 91.

⁶⁴ Obwohl im Ergebnis die Qualifikation als GbR ablehnend, so auch: *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 91.

wird als gescheiterte Emission angesehen. Dies fällt auf das Emissionskonsortium als Ganzes zurück und das „Emissions-Standing“⁶⁵ wird beschädigt. Dieses ist den Konsorten aber wichtig, weil Emissionskonsortien oft in gleicher Zusammensetzung Emissionsgeschäfte tätigen, sodass sich ein gemeinsamer Erfolg auch auf die künftigen Geschäfte auswirkt.⁶⁶ Grundmanns Lösungsweg würde zwar insbesondere die gesamtschuldnerische Haftungsproblematik der Konsorten entschärfen,⁶⁷ aber es scheint, als orientiere er sich bei seiner Argumentation zu sehr am gewünschten Ergebnis. Nach alledem ist nicht nur die Übernahme, sondern auch die Platzierungsbemühung vom gemeinsamen Zweck umfasst, welchen die Konsorten nicht nur als eigenen Zweck, sondern auch als Zweck des anderen bemüht sind zu fördern.

c) Gelegenheitsgesellschaft, kein Betrieb eines Handelsgewerbes

Um GbR und nicht OHG zu sein, darf das Emissionskonsortium kein Handelsgewerbe betreiben.⁶⁸ Emissionsbanken, die bereits erfolgreich ein Emissionsgeschäft gemeinsam abgeschlossen haben, treten in der Folgezeit regelmäßig in derselben Besetzung zum Abschluss weiterer Geschäfte auf.⁶⁹ Ein Handelsgewerbe i.S. der §§ 1 Abs. 1, 105 Abs. 1 HGB setzt einen dauerhaften Betrieb voraus. Die Dauerhaftigkeit ist allein vom Gesellschaftszweck abhängig.⁷⁰ Der Konsortialvertrag hat nur ein einmaliges Geschäft der Konsorten zum Zweck. Für jedes weitere Geschäft wird ein neuer Vertrag zu neuen Bedingungen abgeschlossen. Obgleich das Konsortium in zeitlicher und wirtschaftlicher Hinsicht dauerhaft bestehen mag, ist der Tatbestand des Handelsgewerbes nicht erfüllt, sodass keine OHG vorliegt.⁷¹

d) Allseitige Teilnahme an Vor- und Nachteilen als notwendige Bedingung?

Die Konsorten tragen einzeln das Platzierungsrisiko ihrer jeweiligen Quote, sodass die allseitige Gewinn- und Verlusttragung nicht dem gemeinsamen Zweck unterliegt. Eine früher vertretene Ansicht sieht auf dem Hintergrund römisch-rechtlicher Tradition die gemeinschaftliche Gewinn- und

⁶⁵ Vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 107.

⁶⁶ Vgl. *Ebd.*, S. 91 f.

⁶⁷ Vgl. *Grundmann* (Fn. 26), S. 169 ff.

⁶⁸ Vgl. *K. Schmidt* (Fn. 51), S. 1689 f., 1726.

⁶⁹ *Brockmann*, Die Kurspflegeverpflichtung des Emissionskonsortiums bei Aktienemissionen, Analyse der schuld-, gesellschafts-, wettbewerbs- und kartellrechtlichen Fragen, Diss. Berlin 2003, S. 63; *Delorme/Hoessrich* (Fn. 26), S. 9; *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 84.

⁷⁰ *Habermeier* (Fn. 22), Vor §§ 705-740 Rn. 66 f.; *K. Schmidt* (Fn. 51), S. 216.

⁷¹ *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 84; *Delorme/Hoessrich* (Fn. 26), S. 9; *K. Schmidt* (Fn. 51), S. 1695, 1708 f.; *Singhof* (Fn. 23), S. 71.

Verlustbeteiligung als konstitutives Element einer Personengesellschaft an.⁷² Aber selbst *Ballerstedt* als jüngerer Vertreter dieser Ansicht sieht im Konsortialvertrag einen Gesellschaftsvertrag, indem er als Gewinn den Gesamterfolg des Konsortialgeschäfts betrachtet, ungeachtet der individuellen Gewinne der Konsorten.⁷³ Mit Recht wird heute die gemeinschaftliche Gewinn- und Verlustbeteiligung für den Bestand einer GbR nicht mehr als konstitutiv angesehen.⁷⁴ Schon der Wortlaut des § 705 BGB gibt nicht vor, dass der gemeinsame Zweck konkret in einer gemeinsamen Gewinn- und Verlustbeteiligung liegen muss.⁷⁵

e) Zwischenergebnis

Das Emissionskonsortium in der heutigen Wirtschafts- und Vertragspraxis ist als GbR zu qualifizieren. Dadurch, dass es nach außen durch den Konsortialführer vertreten – insbesondere dem Emittenten gegenüber – rechtsgeschäftlich in Erscheinung tritt, ist es als Außen-GbR selbständiger Träger von Rechten und Pflichten.⁷⁶ Diese Qualifikation darf aber nicht pauschalisiert werden. Vielmehr ist für den Einzelfall zu prüfen, ob und inwieweit das vertraglich ausgestaltete Konsortialverhältnis den Tatbestand des § 705 BGB tatsächlich erfüllt. Auf anderer Vertragsgrundlage ist eine Zuordnung z.B. als typengemischte Rechtsform oder als Summe paralleler Leistungsaustauschverhältnisse möglich.

2. Geschäftsführung und Vertretung

Den Gesellschaftern der GbR ist freigestellt, auf welche Art und Weise sie ihren gemeinsamen Zweck verfolgen. Die §§ 709 ff. BGB zur Geschäftsführungsbefugnis und zur Vertretungsmacht stehen deshalb zu ihrer Disposition. Der ICMA Muster-Konsortialvertrag regelt dies insoweit, als dass dem Konsortialführer die Alleingeschäftsführungsbefugnis und Vertretungsmacht nach Maßgabe des Übernahmevertrags eingeräumt wird.⁷⁷ Weitere explizite Vorschriften finden sich im ICMA Muster-Konsortialvertrag

⁷² Darstellung der Ansichten, aber im Ergebnis ablehnend bei: *Müller-Gugenberger*, Bemerkungen zur ‚societas leonina‘. Fabelhaftes im Gesellschaftsrecht, in: GS für Rüdiger, 1978, S. 275 ff.; instruktiv, aber auch ablehnend: *Flume* (Fn. 52), S. 39 ff.; *K. Schmidt* (Fn. 51), S. 57 ff.

⁷³ *Ballerstedt*, Der gemeinsame Zweck als Grundbegriff des Rechts der Personengesellschaften, JuS 1963, 253 (262).

⁷⁴ BGH, NJW 1987, 3124 (3125); *Flume* (Fn. 52), S. 44; *Habermeier* (Fn. 22), § 705 Rn. 17; *K. Schmidt* (Fn. 51), S. 60 f.; *Ulmer/Schäfer* (Fn. 26), § 705 Rn. 149 f.; *Singhof* (Fn. 23), S. 78.

⁷⁵ Vgl. *Flume* (Fn. 52), S. 43; *Müller-Gugenberger* (Fn. 72), S. 281.

⁷⁶ *Hopt*, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, Recht und Praxis in der EG, 1991, S. 24 f. Rn. 49; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 133; *Ulmer/Schäfer* (Fn. 26), Vor § 705 Rn. 56.

⁷⁷ Vgl. Klausel 4, ICMA Agreement Among Managers, Version 1 (Fn. 18).

nicht. Der Konsortialführer übernimmt in alleiniger Geschäftsführung und Vertretung die Vertragsverhandlungen und den Abschluss des Übernahmevertrags mit dem Emittenten. Ebenso ist er zuständig für die Einziehung der Beiträge der Konsorten, die Weiterleitung dieser Beiträge an den Emittenten und die Entgegennahme der Globalurkunde, welche die auszugebenden Wertpapiere verbrieft.⁷⁸ Nachdem der Konsortialführer für die Verteilung der Quoten gesorgt hat, obliegt die Platzierung der Quote der „sachlich beschränkten Einzelgeschäftsführung“⁷⁹ jedes Konsorten. Während der Alleingeschäftsführung haben die Konsorten nur ein Informationsrecht nach §§ 716 Abs. 1, 713 i.V. mit 666 BGB. Für eine konkrete Weisung bedarf es eines Gesellschafterbeschlusses, §§ 713 i.V. mit 665 BGB.⁸⁰

3. Gesellschaftsvermögen

Gemäß § 718 Abs. 1 BGB besteht das Gesellschaftsvermögen aus den Beiträgen der Gesellschafter sowie allen erworbenen Gegenständen. Dieses ist allein dem Emissionskonsortium als GbR zugeordnet und damit der Verfügungsmacht einzelner Konsorten entzogen, § 719 Abs. 1 BGB. § 718 BGB steht bis hin zum kompletten Ausschluss des Gesamthandsvermögens zur vertraglichen Disposition.⁸¹ Klausel 2 des ICMA Muster-Konsortialvertrags macht hiervon Gebrauch und sieht vor: „Underwriting: The Securities will as between the Managers be severally underwritten by the Managers in the amounts set out in the Commitment Notification.“ Demnach soll jedes Konsortialmitglied seine Quote an der Gesamtemission in sein Alleineigentum übernehmen.⁸²

a) Ausschluss des Gesamthandsvermögens?

Dies veranlasste *Scholze* dazu, diese Vorschrift als gänzlichen Ausschluss des Gesamthandsvermögens zu verstehen.⁸³ Zudem sei der Ausschluss des Gesamthandsvermögens „bankenübliche Gewohnheit geworden“.⁸⁴ Dem ist nicht zu folgen. Der Wortlaut des Konsortialvertrags belässt es bei der

⁷⁸ Statt vieler: *Singhof* (Fn. 23), S. 94 f.

⁷⁹ *Ebd.*, S. 95 f.

⁸⁰ Statt vieler: *Ebd.*, S. 95.

⁸¹ Statt aller: *De Meo* (Fn. 8), S. 95 Rn. 264, 268; Palandt/*Sprau*, 71. Aufl. 2012, § 718 Rn. 1; *Schäfer*, in: MünchKomm BGB V, 6. Aufl. 2013, § 718 Rn. 10 f.; *Westermann* (Fn. 26), 1967, S. 289.

⁸² Vgl. *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 17, Rn. 10/51; *De Meo* (Fn. 8), S. 95 f. Rn. 265.

⁸³ *Scholze* (Fn. 13), S. 12 entgegen der ganz h.M., welche den Bestand des Gesamthandsvermögens bejaht; ähnlich: *Schönle*, Bank- und Börsenrecht, 2. Aufl. 1976, S. 280.

⁸⁴ *Scholze* (Fn. 13), S. 12.

positiven Bestimmung, dass die jeweiligen Quoten im Alleineigentum der Konsorten stehen sollen.⁸⁵ Hierdurch wird sowohl das Gesamthandseigentum, §§ 718 f. BGB, als auch das Miteigentum nach Bruchteilen, §§ 742 ff. BGB, an den Wertpapieren nur im Ergebnis ausgeschlossen.⁸⁶ Die umfangreichen Vertragswerke im Rahmen des Emissionsgeschäfts zielen auf eine möglichst vollständige Regelung aller relevanten Rechtsverhältnisse ab. Deshalb hätte der gänzliche Ausschluss des Gesamthandsvermögens einer vertraglichen Klarstellung bedurft.⁸⁷ Das Gesamthandsvermögen ist demnach durch den Konsortialvertrag nicht ausgeschlossen.⁸⁸ Zum Gesamthandsvermögen zählen gegenüber den Konsorten zunächst die sog. Sozialansprüche auf Übernahme und Bezahlung der Quoten.⁸⁹

b) Anspruch auf Wertpapierübertragung, Zwischenerwerb des Eigentums

Problematisch im Zusammenhang mit Klausel 2 des ICMA Muster-Konsortialvertrags ist zudem, ob der Anspruch auf Lieferung der Wertpapiere dem Gesellschaftsvermögen des Emissionskonsortiums oder den Konsorten als Teilgläubigern zusteht. Damit verbunden ist die Frage, ob es vor der Verteilung der Quoten auf die Konsorten zum Durchgangserwerb der Wertpapiere durch das Emissionskonsortium kommt.⁹⁰

Standardmäßig regelt der Übernahmevertrag zwischen Emissionskonsortium und Emittent, dass die die einzelnen Wertpapiere verbriefende interimistische Globalurkunde i.S. des § 9a Abs. 1 DepotG an den Konsortialführer geliefert werden soll.⁹¹ Auf dieser Vertragsgrundlage ist anzunehmen, dass der Anspruch auf Lieferung der Wertpapiere dem Emissionskonsortium zusteht, welches durch den Konsortialführer vertreten wird.⁹² Damit ist dieser Anspruch Teil des Gesellschaftsvermögens. Zu beachten bleibt, dass durch eine andere

⁸⁵ Vgl. *Canaris* (Fn. 26), S. 1172 Rn. 2318; *Ulmer/Schäfer* (Fn. 26), Vor § 705 Rn. 55.

⁸⁶ *Singhof* (Fn. 23), S. 97.

⁸⁷ *De Meo* (Fn. 8), S. 97 Rn. 271; *Singhof* (Fn. 23), S. 101.

⁸⁸ Ganz überwiegende Meinung: *Canaris* (Fn. 26), S. 1172 Rn. 2318; *De Meo* (Fn. 8), S. 97 Rn. 272; *Hopt* (Fn. 76), S. 27 Rn. 51; *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 77; *Ulmer/Schäfer* (Fn. 26), Vor § 705 Rn. 55; *Westermann* (Fn. 26), S. 289 f.; a.A.: *Grundmann* (Fn. 26), S. 168, der aber wie dargelegt nach Verteilung der Quoten überhaupt keine GbR mehr annimmt, was nach Ansicht des Bearbeiters abzulehnen ist.

⁸⁹ *Canaris* (Fn. 26), S. 1172 Rn. 2318; *De Meo* (Fn. 8), S. 97 Rn. 272; *Ulmer* (Fn. 26), Vor § 705 Rn. 55; *Westermann* (Fn. 26), S. 289 f.

⁹⁰ Befürwortend: *Canaris* (Fn. 26), S. 1173 f. Rn. 2320; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 133; Ablehnend: *Grundmann* (Fn. 26), S. 168 f.

⁹¹ *Canaris* (Fn. 26), S. 1172 Rn. 2318; *De Meo* (Fn. 8), S. 158 Rn. 97 f.

⁹² *Canaris* (Fn. 26), S. 1172 Rn. 2318; *De Meo* (Fn. 8), S. 158 Rn. 97 f.

Vertragsgestaltung separate Ansprüche der Konsorten auf Lieferung ihrer Quote möglich sind.⁹³

Hinsichtlich der Eigentumslage an den Wertpapieren sind drei Varianten denkbar: Die Konsorten erwerben direkt Alleineigentum an ihren Quoten vom Emittenten, wobei der Konsortialführer dieses zunächst treuhänderisch für die Konsorten hält; oder der Konsortialführer erwirbt zunächst Alleineigentum an den Wertpapieren und nimmt dann die Verteilung vor; oder das Emissionskonsortium erwirbt zunächst Eigentum, welches anschließend an die Konsorten verteilt wird.⁹⁴

Gegen den direkten Eigentumserwerb durch die Konsorten spricht der sachenrechtliche Bestimmtheitsgrundsatz. Mit Auslieferung der interimistischen Globalurkunde ist noch nicht festgelegt, welche individualisierten Wertpapiere den Konsorten zustehen, sodass keine Zuordnung des Eigentums stattfinden kann.⁹⁵ Die zweite Variante wird dem Sicherheitsbedürfnis der Konsorten an den Wertpapieren nicht gerecht, weil ansonsten der Konsortialführer mit Erwerb des Alleineigentums über die gesamten Wertpapiere frei verfügen könnte.⁹⁶

Zu befürworten ist daher die letzte Variante: Bevor die Wertpapiere an die Konsorten verteilt werden, kommt es zu einem Zwischenerwerb durch das Emissionskonsortium.⁹⁷ Erneut ist darauf hinzuweisen, dass durch eine entsprechende Vereinbarung mit dem Emittenten auch ein direkter Eigentumserwerb an den Quoten möglich ist.⁹⁸

4. Beitragspflichtserhöhung bei Ausfall eines Konsorten

Seit der Lehmann-Brothers-Insolvenz 2008 ist der insolvenzbedingte Ausfall eines Kreditinstituts als Konsorte eines Emissionskonsortiums nicht mehr nur theoretisches Gedankenspiel. Deshalb stellt sich die Frage, ob und inwiefern die übrigen Konsorten im Falle des Ausfalls eines Konsorten im Innenverhältnis verpflichtet sind, die ausfallende Quote zu übernehmen. Der ICMA Muster-

⁹³ Vgl. *Canaris* (Fn. 26), S. 1172 Rn. 2318.

⁹⁴ In der Praxis gibt der Konsortialführer die Globalurkunde bei der Clearstream Banking S.A. als Wertpapiersammelbank i.S. des § 1 Abs. 3 DepotG zur Sammelverwahrung auf, § 5 DepotG. Die weitere Übertragung erfolgt durch eine entsprechende Buchung in den Depots der Konsortien. Ausführlich: *Mentz/Fröhling*, Die Formen der rechtsgeschäftlichen Übertragung von Aktien, NZG 2002, S. 201 ff.

⁹⁵ *De Meo* (Fn. 8), S. 158 Rn. 99; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 133; *Singhof* (Fn. 23), S. 211 f.

⁹⁶ Vgl. *Canaris* (Fn. 26), S. 1173 Rn. 2320; *De Meo* (Fn. 8), S. 159 Rn. 99.

⁹⁷ *Canaris* (Fn. 26), S. 1173 Rn. 2320; *De Meo* (Fn. 8), S. 158 Rn. 101; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 133; *Schäfer* (Fn. 81), § 718 Rn. 11.

⁹⁸ Vgl. *Flume* (Fn. 52), S. 10 f.; *Schäfer* (Fn. 81), § 718 Rn. 11.

Konsortialvertrag stellt für den Fall eines „Defaulter“ ausführliche Regeln bereit.⁹⁹ Neben vorrangigen Vorschriften, welche sich auf spezielle Ausgestaltungen des Emissionskonsortiums beziehen,¹⁰⁰ existiert eine Auffangvorschrift, welche die Verteilung der ausfallenden Quote „in proportion to their Commitment“, demnach im Verhältnis zu den Quoten der verbleibenden Konsorten, vorsieht.¹⁰¹ Trotz dieser weitgehend standardisierten Vertragspraxis streitet die Literatur auf der Grundlage eines vertraglichen non liquet. Im Ergebnis ist sie sich aber einig, dass eine proportionale Erhöhung der Beiträge der übrigen Konsorten geboten ist.

a) Stand der Wissenschaft

Die herrschende Literaturmeinung wendet § 735 S. 2 BGB analog an, um die quotale Erhöhung der Beiträge zu rechtfertigen.¹⁰² Ebenso wie bei der Auflösung der Gesellschaft müssten die übrigen Gesellschafter für ausfallende Beträge quotale gleichermaßen aufkommen, wie sie für einen Fehlbetrag im Rahmen des § 735 S. 2 BGB hätten eintreten müssen. Die Interessenlage sei vergleichbar, weil ohne Aufbringung der vollständigen Übernahmesumme das Emissionsgeschäft nicht durchgeführt und damit der Gesellschaftszweck nicht erreicht werden könne.¹⁰³ Damit sei auch der Konsortialführer geschützt, welcher sonst die Konsequenzen des Ausfalls allein zu tragen habe.¹⁰⁴ *De Meo* nimmt einen Anspruch des Konsortialführers gegen die übrigen Konsorten auf Aufwendungsersatz aus §§ 713, 670, 259 BGB an, um die quotale erhöhte Beitragspflicht zu begründen.¹⁰⁵ Eine insbesondere von *Singhof* und *Timm/Schöne* vertretene Ansicht knüpft an § 707 BGB an und behilft sich mit einer ergänzenden Vertragsauslegung, um die Nachschussverpflichtung zu begründen.¹⁰⁶

b) Stellungnahme

Die von der Literatur vertretenen Meinungen werden der Bedeutung des § 707 BGB nicht gerecht. § 707 BGB schützt den Gesellschafter vor einer

⁹⁹ Jeweils: Klausel 3, ICMA Agreement Among Managers, Version 1 und Version 2 (Fn. 18).

¹⁰⁰ Vgl. z.B. Klausel 3, Abs. 1-3, ICMA Agreement Among Managers, Version 1 (Fn. 18).

¹⁰¹ Vgl. z.B. Klausel 3, Abs. 4, ICMA Agreement Among Managers, Version 1 (Fn. 18).

¹⁰² *Canaris* (Fn. 26), S. 1169 Rn. 2306; *Ekkenga/Maas* (Fn. 26), S. 193 f. Rn. 275; *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 91; *Scholze* (Fn. 13), S. 21; *Ulmer/Schäfer* (Fn. 26), Vor § 705 Rn. 54.

¹⁰³ *Scholze* (Fn. 13), S. 21; vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 162.

¹⁰⁴ *Ekkenga/Maas* (Fn. 26), S. 193 f. Rn. 275.

¹⁰⁵ *De Meo* (Fn. 8), S. 57 Rn. 97.

¹⁰⁶ *Singhof* (Fn. 23), S. 161 f.; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 139 f.

unfreiwilligen Erhöhung seiner Beitragspflicht.¹⁰⁷ § 707 BGB ist dabei wie auch § 53 Abs. 3 GmbHG und § 180 Abs. 1 AktG Ausdruck des gesellschaftsrechtlichen Prinzips, dass der Gesellschafter vor unvorhersehbaren Belastungen zu schützen ist, denen er bei Abschluss des Gesellschaftsvertrags nicht zugestimmt hat.¹⁰⁸ Deshalb steht § 707 BGB nicht zur Disposition.¹⁰⁹ Eine nachträgliche Anhebung der Beiträge ist jedenfalls durch Zustimmung aller Gesellschafter möglich.¹¹⁰ Wenn zuweilen § 707 BGB als „dispositiv“ bezeichnet wird,¹¹¹ ist tatsächlich gemeint, dass die Zustimmung antizipiert bei Abschluss des Gesellschaftsvertrags erteilt werden kann.¹¹² Hierbei ist unter Beachtung des Telos des § 707 BGB zu fordern, dass künftig zu leistende Beiträge im Gesellschaftsvertrag exakt bestimmt oder objektiv bestimmbar und damit für den Gesellschafter vorhersehbar sind.¹¹³

Als unabdingbare Norm steht § 707 BGB einer sie umgehenden Analogiebildung entgegen. Die analoge Anwendung des § 735 S. 2 BGB führt im Ergebnis aber gerade zu einer Beitragspflichterhöhung, die nach § 707 BGB unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Gesellschafter steht. Deshalb ist sie unzulässig. Der von *De Meo* verfolgte Lösungsweg über §§ 713, 670, 259 BGB liefert nur einen Anspruch des Geschäftsführers gegen die Gesellschaft.¹¹⁴ Er kann nicht entgegen § 707 BGB die Gesellschafter zur Erhöhung ihrer Beiträge verpflichten. *Timm/Schöne* erkennen zwar an, dass „es grundsätzlich zur Begründung von Nachschusspflichten einer klaren Vereinbarung“ bedarf, halten aber im Falle des Emissionskonsortiums eine „stillschweigende Abrede zum Ausschluss des Belastungsverbots gem. § 707 BGB“ für möglich.¹¹⁵ § 707 BGB steht aber weder zur Disposition, noch genügt eine stillschweigende

¹⁰⁷ BGH, NJW-RR 2005, 1347 ff.; 2007, 1521 ff.; *Habermeier* (Fn. 22), § 705 Rn. 1; *Ulmer/Schäfer* (Fn. 26), § 705 Rn. 1.

¹⁰⁸ *Habermeier* (Fn. 22), § 705 Rn. 1; *K. Schmidt*, Mehrheitsbeschlüsse in Personengesellschaften, Stand und Fortbildung des Innenrechts der Personengesellschaften nach dem „Otto“-Urteil des Bundesgerichtshofs, ZGR 2008, 1 (19 f.); *Ulmer/Schäfer* (Fn. 26), § 705 Rn. 1.

¹⁰⁹ *Habermeier* (Fn. 22), § 705 Rn. 1; *Ulmer* (Fn. 26), § 705 Rn. 1.

¹¹⁰ BGH, NJW-RR 2007, 1521 ff.; *Habermeier* (Fn. 22), § 705 Rn. 1; *Ulmer/Schäfer* (Fn. 26), § 705 Rn. 2; zur umstrittenen, aber hier nicht relevanten Frage, unter welchen Bedingungen Mehrheitsklauseln im Gesellschaftsvertrag zur Anhebung der Beiträge zulässig sind, instruktiv: BGH, NJW-RR 2006, 827 (829); *Habermeier* (Fn. 22), § 705 Rn. 5; § 709 Rn. 49 ff.

¹¹¹ Sogar: BGH, NJW-RR 2006, 827 (828); auch als „dispositiv“ bezeichnend: *Schöne*, in: Beck'scher Online Kommentar zum BGB, Edition 24, 2012, § 707 Rn. 8; *Saenger*, in: Bürgerliches Gesetzbuch, Handkommentar, 7. Aufl. 2011, § 707 Rn. 2.

¹¹² Die fehlerhafte Terminologie klarstellend: *Schäfer* (Fn. 81), § 707 Rn. 2, 7; ähnlich: *K. Schmidt* (Fn. 51), S. 473 f.; *ders.* (Fn. 108), S. 19 f.

¹¹³ Vgl. *Habermeier* (Fn. 22), § 705 Rn. 3.

¹¹⁴ *Singhof* (Fn. 23), S. 158; vgl.: *Habermeier* (Fn. 22), § 713 Rn. 1.

¹¹⁵ *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 139.

Zustimmung. *Singhofs* Argument, die Aufbringung der gesamten Beitragssumme sei essentiell für die Durchführung des Emissionsgeschäfts,¹¹⁶ mag zwar der Wirtschaftsrealität entsprechen, doch „verblaßt der normative Zweck des § 707 BGB“¹¹⁷ entgegen seiner Ansicht dadurch nicht. Aus seiner wirtschaftlich richtigen Einschätzung lässt sich nur ableiten, dass die Konsorten bei Vorliegen eines „Defaulter“ faktisch immer einer Beitragserhöhung zustimmen werden.

Im Ergebnis wird allein der von der Praxis verfolgte Weg einer im Konsortialvertrag verankerten antizipierten Zustimmung dem Gebot des § 707 BGB gerecht. Die auf die einzelnen Konsorten entfallenden Quoten stehen bereits bei Abschluss des Konsortialvertrags in ihrer nominalen Höhe fest.¹¹⁸ Jeder Konsorte kann seine Mehrbelastung einfach berechnen.¹¹⁹ Seine Mehrbelastung bewegt sich somit in objektiv bestimmbar und vorhersehbaren Grenzen. Dieses Erfordernis der Zustimmung aller Konsorten bezüglich einer Beitragspflichterhöhung korreliert auch mit der Risikoverteilung im Außenverhältnis: Dort beschränken die Konsorten ihre Haftung regelmäßig nur auf ihre Quote und schließen die gesamtschuldnerische Haftung aus.¹²⁰

5. Haftung des Konsortialführers nur für eigenübliche Sorgfalt, § 708 BGB?

Die dispositive Vorschrift des § 708 BGB begrenzt die Haftung eines Gesellschafters im Innenverhältnis auf die eigenübliche Sorgfalt i.S. des § 277 BGB.¹²¹ In Ermangelung einer ausdrücklichen Regelung im Konsortialvertrag streitet die Wissenschaft darüber, ob § 708 BGB auch den Konsortialführer privilegiert. Die herrschende Auffassung hält § 708 BGB trotz einer besonderen Führungsvergütung des Konsortialführers zu seinen Gunsten für anwendbar.¹²² Die abweichende Ansicht verneint die Geltung der *diligentia quam in suis*, weil

¹¹⁶ *Singhof* (Fn. 23), S. 162.

¹¹⁷ *Ebd.*

¹¹⁸ Vgl. *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 78 Rn. 10/216; S. 85 ff. Rn. 10/240.

¹¹⁹ Die neue prozentuale Quote (Qneu) ergibt sich aus der alten Quote (Qalt) geteilt durch den Quotienten von der nominalen Gesamtemission (Eges) abzüglich des Ausfalls (Eaus) und der Gesamtemission. Die neue nominale Quote (Nneu) erhält man durch Multiplikation der Gesamtemission durch die neue prozentuale Quote.

In Formeln: $N_{neu} = E_{ges} \times Q_{neu} = E_{ges} \times Q_{alt} / [(E_{ges} - E_{aus}) / E_{ges}]$.

¹²⁰ Vgl. obige Ausführungen unter Abschnitt II. 2. b).

¹²¹ Vgl. statt aller: *Schäfer* (Fn. 81), § 708 Rn. 3.

¹²² *Canaris* (Fn. 26), S. 1170 Rn. 2309; *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 67; *Schönle*, Bank- und Börsenrecht, S. 279; kritisch hinterfragend, aber im Ergebnis auch: *K. Schmidt* (Fn. 51), S. 1743 f.

§ 708 BGB auf Gelegenheitsgesellschaften des täglichen Lebens zugeschnitten sei und deshalb auf das Emissionskonsortium nicht passe.¹²³

Dieser Streit der Wissenschaft scheint dogmatisch fragwürdig und praktisch wirkungslos. Als dispositive Vorschrift ist § 708 BGB nur dann anwendbar, wenn eine ergänzende Vertragsauslegung ergebnislos verläuft.¹²⁴ Bevor also über § 708 BGB gestritten wird, ist zunächst der Wille der Konsorten durch ggf. ergänzende Auslegung des Konsortialvertrags zu ermitteln. Durch die Partnership-Klausel kommt bereits zum Ausdruck, dass die dispositiven Grundwertungen der §§ 705 ff. BGB dem Interesse der Konsorten nicht entsprechen. Die Regelungsdichte des Konsortialvertrags ist Ausdruck der Professionalität, mit welcher die Emissionsbanken ihr Emissionsgeschäft betreiben. Daher kann der Konsortialvertrag dahingehend im Sinne der Konsorten ergänzt werden, dass jeder Konsorte, auch der Konsortialführer, bei der Erfüllung der Verpflichtungen eine objektivierte bankübliche Sorgfalt einhalten muss. Selbst wenn § 708 BGB nach erfolgloser Auslegung zur Anwendung gelangen würde, bedeutete dies nicht, dass der Konsortialführer für leicht fahrlässiges Verhalten nicht haften muss.¹²⁵ Die eigenübliche Sorgfalt nach §§ 708, 277 BGB ist ein subjektiver Sorgfaltsmaßstab, der auf die persönlichen Gepflogenheiten des Gesellschafters abstellt.¹²⁶ Der Konsortialführer ist in (fast) allen Fällen ein bedeutendes Kreditinstitut mit besonderer Emissionserfahrung, dessen eigenübliche Sorgfalt zumindest der banküblichen Sorgfalt entspricht.¹²⁷ Daher entfaltet die Privilegierung des § 708 BGB im Falle des Konsortialführers keine praktische Wirkung.

6. Auflösung und Beendigung

Die Auflösung des Emissionskonsortiums erfolgt im Regelfall durch Zweckerreichung, § 726 BGB.¹²⁸ Eine Liquidation ist meist nicht notwendig, da mit Verteilung der Quoten die Gesellschaft kein gesamthänderisch gebundenes Vermögen mehr hält. Wann der Zweck erreicht ist, ist anhand des Gesellschaftsvertrags zu bestimmen, was durchaus eine gewisse Unschärfe

¹²³ *De Meo* (Fn. 8), S. 84 f. Rn. 217 ff.; *Scholz* (Fn. 13), S. 18; *Ekkenga/Maas*, § 3 Rn. 270.

¹²⁴ Vgl. *BGH*, NJW 1993, 3193 ff.; *Grundmann*, FS für Boujong (Fn. 26), S. 162; *Grünwald*, Gesellschaftsrecht, 8. Aufl. (2011), S. 20 f. Rn. 32; als Auslegungsregel wird § 708 BGB gesehen von: *K. Schmidt*, GesR, S. 1745 f.

¹²⁵ So aber: *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 67.

¹²⁶ *Grundmann* (Fn. 6), § 277 Rn. 3; *Staudinger/Löwisch/Caspers*, 2009, § 277 Rn. 1.

¹²⁷ Im Interesse der Kreditinstitute sei zu vermuten, dass die „Sorgfalt“, welche im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise seit Ende 2007 an den Tag gelegt wurde, keine eigenübliche ist. Zudem wird kein Konsortialführer ein Interesse daran haben, im Rahmen des § 708 BGB beweisen zu müssen, dass Fahrlässigkeit den persönlichen Gepflogenheiten entspricht.

¹²⁸ Vgl. *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 85; *Schönle* (Fn. 83), S. 280; *Singhof* (Fn. 23), S. 104.

verursacht.¹²⁹ Nach der hier vertretenen Ansicht ist vom gemeinsamen Zweck des Emissionskonsortiums sowohl die Übernahme als auch die Platzierungsbemühung der Aktien oder Anleihen umfasst. Im Rahmen einer Kapitalerhöhung ist der Zweck regelmäßig erreicht, wenn die neuen Aktien den Altaktionären zum Bezug angeboten worden sind und im Übrigen eine weisungsgemäße Verwertung der Aktien stattgefunden hat.¹³⁰ Ob im Einzelfall die Börseneinführung oder Kursstabilisierungsmaßnahmen vom gemeinsamen Zweck gedeckt sind, muss ebenso dem Vertrag entnommen werden.

7. Zwischenergebnis

Abgesehen von der Erhöhung der Beitragspflicht, § 707 BGB streitet die Wissenschaft im Grunde über die Auslegung des Konsortialvertrags. Im Ergebnis sind solche Argumentationen nicht sehr ergiebig, da trotz einer hohen Standardisierung der Vertragspraxis pauschale Zuordnungen den vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten der Bankenkonsortien im Emissionsgeschäft nicht gerecht werden. Deshalb ist an dieser Stelle zu betonen, dass zur Beurteilung des Innenverhältnisses zunächst der Konsortialvertrag gründlich auszulegen ist, bevor die Anwendung der dispositiven Vorschriften der §§ 705 ff. BGB ins Auge gefasst wird.

III. Probleme im Außenverhältnis von Emissionskonsortien

Im Außenverhältnis steht die Rechtsbeziehung zwischen Emissionskonsortium und Emittent an zentraler Stelle, welche hauptsächlich durch den Übernahmevertrag ausgestaltet wird. Da die auszugebenden Wertpapiere durch die einzelnen Konsorten selbständig an die Anleger veräußert werden, besteht zwischen Anleger und Emissionskonsortium regelmäßig kein Rechtsverhältnis.¹³¹ Dies gilt auch für die Prospekthaftung: Bei der Börseneinführung erscheinen alle Konsorten regelmäßig als Mitunterzeichner im Prospekt. Damit setzen sie sich der Prospekthaftung aus, §§ 21 ff. Wertpapierprospektgesetz (WpPG).¹³² Jedoch ist die Verantwortlichkeit jedes Konsorten einzeln zu prüfen, § 23 Abs. 1 WpPG, und die gesamtschuldnerische Haftung gesetzlich statuiert, § 21 Abs. 1 WpPG.¹³³ Das Emissionskonsortium selbst übernimmt keine Prospektverantwortung.

¹²⁹ Vgl. *Canaris* (Fn. 26), S. 1174 Rn. 2322; *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 78.

¹³⁰ *De Meo* (Fn. 8), S. 124 Rn. 368; Vgl. *Canaris* (Fn. 26), S. 1175 Rn. 2323.

¹³¹ Vgl. *Hopt* (Fn. 76), S. 21 Rn. 42.

¹³² Vgl. *De Meo* (Fn. 8), S. 42 Rn. 37.

¹³³ Vgl. *Hopt* (Fn. 76), S. 56, Rn. 116; *Leuering*, Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthaftung, NJW 2012, 1905 (1906).

Deshalb beschränkt sich die folgende Darstellung auf das Rechtsverhältnis zwischen Emittent und Emissionskonsortium. Im Mittelpunkt steht die von den Konsorten bestrebte Haftungsbegrenzung auf ihre jeweilige Quote. Diese wird insbesondere vor dem Hintergrund der Entscheidung des *BGH*, Urteil v. 13.2.1992 – II ZR 277/90 (DG-Bank)¹³⁴ hinterfragt.

1. Haftungsbegrenzung der Konsorten auf ihre Quote

Der von Emittent und Emissionskonsortium abgeschlossene Übernahmevertrag über die zu emittierenden Wertpapiere sieht regelmäßig vor, dass die gesamtschuldnerische Haftung für die Übernahme aller Wertpapiere ausgeschlossen ist.¹³⁵ Dies hat den Hintergrund, dass der überwiegende Teil der Gesamtemission oft nur von einem oder wenigen Konsorten getragen wird, während auf die übrigen Konsorten nur äußerst geringe Quoten von teilweise weniger als 1% entfallen.¹³⁶ Ob eine solche Haftungsbegrenzungsklausel gesellschaftsrechtlich und aktienrechtlich zulässig ist, bedarf der Prüfung.

a) Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit der pro-rata-Haftung

Im gesetzlichen Regelfall fehlender Haftungsbeschränkung hat der Emittent einen Anspruch auf Übernahme und Bezahlung aller Wertpapiere gegen das Emissionskonsortium als rechtsfähige GbR. Akzessorisch mit dem Anspruch gegen die Gesellschaft verbunden besteht ein Anspruch gleichen Inhalts gegenüber den Gesellschaftern als Gesamtschuldner, § 128 HGB analog. Die Wirksamkeit einer Haftungsbeschränkung auf die jeweilige Quote wird im Folgenden aus dem Blickwinkel einer individualvertraglichen Vereinbarung und der AGB geprüft.

aa) Individualvertragliche Vereinbarung

§ 128 HGB dient dem Schutz des Gläubigers. Neben einer womöglich vermögenslosen Gesellschaft werden dem Gläubiger die Gesellschafter als persönlich und unbeschränkt haftende Schuldner zur Seite gestellt.¹³⁷ Unbenommen ist ihm aber, auf seinen eigenen Schutz durch eine individuelle Vereinbarung zu verzichten.¹³⁸ Sieht man eine Haftungsbegrenzungsklausel im

¹³⁴ BGHZ 118, 82 ff.

¹³⁵ Vgl. Klausel II, 4, Muster-Übernahmevertrag, bei: *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 196 Rn. 10/324.

¹³⁶ *Groß*, Verdeckte Sacheinlage, Vorfinanzierung und Emissionskonsortium, AG 1993, 108 (117); *Grundmann* (Fn. 26), S. 159 f.; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 116.

¹³⁷ Vgl. *K. Schmidt*, in: MünchKomm HGB II, 3. Aufl. 2011, § 128 Rn. 15.

¹³⁸ *K. Schmidt* (Fn. 137), § 128 Rn. 14; zum Emissionskonsortium: *Ulmer*, Gesellschaftshaftung in der Gesellschaft bürgerlichen Rechts: Durchbruch der Akzessorietätstheorie?, ZIP 2003, 1113 (1120); vgl.: BGHZ 142, 315 (315).

Übernahmevertrag als individualvertraglich ausgehandelte Klausel an, verzichtet der Emittent wirksam auf die akzessorische Haftung der Konsorten, § 128 HGB analog.¹³⁹ Es kommt zu einer parallelen Verpflichtung: Gegenüber dem Emissionskonsortium hat er einen Anspruch auf Übernahme aller Wertpapiere. Gegenüber den einzelnen Konsorten bestehen allerdings nur Ansprüche in Höhe der jeweiligen Quote.

bb) Haftungsbeschränkung durch Formularvertrag, §§ 305 ff. BGB

Die Haftungsbegrenzungsklausel ist Gegenstand jedes Übernahmevertrags. Da dieser vom Konsortialführer dem Emittenten bereitgestellt wird und die individuelle Komponente nur aus den wirtschaftlichen Rahmendaten der Emission besteht, ist die Haftungsklausel als Formularvertrag, §§ 305 ff. BGB, zu qualifizieren. Zu prüfen ist, ob diese vor dem Hintergrund des § 307 BGB, insbesondere hinsichtlich der widerlegbaren Vermutung des § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB, Bestand hat.¹⁴⁰ Grundsätzlich sind dabei die Interessen von Emittent und Emissionskonsortium unter Beachtung der Verkehrsanschauung gegeneinander abzuwägen.¹⁴¹

Allein mit Blick darauf, dass die Haftungsregelung der Marktpraxis entspricht und damit verkehrsmäßig ist,¹⁴² kann schon bezweifelt werden, ob der Emittent durch sie unangemessen benachteiligt wird. Dem Interesse des Emittenten auf vollständige Übernahme der Wertpapiere werden die Konsorten dadurch gerecht, dass sie im Innenverhältnis zum Ausgleich des Ausfalls vertraglich verpflichtet sind. Dies stellt die vollständige Übernahme der Wertpapiere weitgehend sicher. Das Interesse der Konsorten besteht in der Begrenzung ihrer Haftung auf die jeweilige Quote. Dieses Interesse ist besonders prävalent bei denjenigen Konsorten, deren Anteil an der Gesamtemission weniger als 1% beträgt.¹⁴³ Fasst man zudem die Entscheidung des *BGH*, Urteil v. 21.1.2002 – II ZR 2/00 (Geschlossene Immobilienfonds)¹⁴⁴ und die vergleichbare Verteilung der Gesellschaftsanteile beim geschlossenen Immobilienfonds und dem Emissionskonsortium ins Auge, kann a maiore ad minus geschlossen werden, dass auch die Haftungsklausel im Übernahmevertrag keine unangemessene Benachteiligung des Emittenten darstellt, da im Gegensatz zu den Gesellschaftern eines Immobilienfonds die Konsorten für ihre Quote sogar

¹³⁹ Vgl. auch: *Jacobs*, Die institutionelle Haftungsbeschränkung bei atypischen Erscheinungsformen der Außen-GbR, Diss. Köln 2007, S. 247.

¹⁴⁰ Vgl. *Ulmer* (Fn. 138), S. 1120.

¹⁴¹ Vgl. *Wurmnest*, in: MünchKomm BGB II, 6. Aufl. 2012, § 307 Rn. 33, 38 f.

¹⁴² *Singhof* (Fn. 23), S. 151.

¹⁴³ Vgl. *Jacobs* (Fn. 139), S. 247.

¹⁴⁴ BGHZ 150, 1 ff.

mit ihrem gesamten Vermögen haften. Damit ist auch eine formularmäßige Haftungsbegrenzungsklausel wirksam.

b) Aktienrechtliche Zulässigkeit der pro-rata-Haftung

Der *BGH* hat mit seinem Urteil vom 13.4.1992 – II ZR 277/90 (DG-Bank)¹⁴⁵ eine Diskussion über die aktienrechtliche Wirksamkeit der Haftungsbegrenzungsklausel bei einer Aktienemission entfacht. Im Schwerpunkt behandelte das Urteil zwar die Haftung der DG-Bank unter dem Gesichtspunkt einer verdeckten Sacheinlage im Rahmen der sanierungsbedingten Kapitalerhöhung einer AG ohne Bezugsrechtsausschluss.¹⁴⁶ Jedoch bezog der *BGH* auch zur Wirksamkeit einer für Übernahmeverträge übliche Haftungsbegrenzungsklausel Stellung für den Fall, dass „die Konsorten in der Gemeinschaft [...] durch die Entgegennahme der Aktien, wenn auch nur in ihrer Treuhänderstellung, Aktionärsrechte ausgeübt [haben und] die Durchführung der Kapitalerhöhung [im Handelsregister] eingetragen worden ist.“¹⁴⁷ Der *BGH* hat der Haftungsbegrenzungsklausel eine Absage erteilt. Bereits in den Leitsätzen hält er fest: „Die Gesellschafter der Gesellschaft können ihre Haftung für die von ihnen zu leistende Einlage weder auf das Gesamthandsvermögen noch einen ihrer Beteiligung an der Gesellschaft entsprechenden Betrag beschränken.“¹⁴⁸ Zu Begründung stützt sich der *BGH* auf zwei Gedanken: Nach Eintragung der Kapitalerhöhung und Zeichnung der Aktien könne sich das Emissionskonsortium nicht mehr auf die Unverbindlichkeit des Zeichnungsscheins berufen, § 185 Abs. 3 AktG. Dies habe eine zwingende gesamtschuldnerische Haftung der Konsorten zur Folge. Zudem sei eine vertragliche Haftungsbeschränkung unvereinbar mit den aktienrechtlichen Kapitalschutzvorschriften.¹⁴⁹ Insbesondere hinsichtlich ihrer Begründung ist diese Entscheidung in der Literatur auf weitläufige Kritik gestoßen.¹⁵⁰

aa) Ansichten in der Literatur

Gross vertritt die Ansicht, nicht das Emissionskonsortium, sondern jeder Konsorte einzeln habe die Aktien gemäß seinen zugeteilten Quoten gezeichnet. Der Übernahmevertrag sei zur Auslegung des Zeichnungsvertrags

¹⁴⁵ BGHZ 118, 83 ff.

¹⁴⁶ Vgl. BGHZ 118, 83 (95 ff.).

¹⁴⁷ BGHZ 118, 83 (100).

¹⁴⁸ BGHZ 118, 83 (83).

¹⁴⁹ BGHZ 118, 83 (100).

¹⁵⁰ *Gross* (Fn. 136), S. 116 f.; *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 104; *ders.* (Fn. 26), S. 170; *Jacobs* (Fn. 139), S. 237 ff.; *Singhof* (Fn. 23), S. 170 ff.; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 122 ff.

heranzuziehen. Damit treffe die Einlageverpflichtung nicht die Konsorten als Gesamtschuldner, sondern jeden individuell in Höhe seiner Quote. Folglich bestünden auch keine Bedenken hinsichtlich aktienrechtlicher Kapitalschutzvorschriften, da jeder Konsorte für seine Einlageverpflichtung voll einzustehen habe. Eine Solidarhaftung unterschiedlicher Zeichner rechtfertigten die Kapitalschutzvorschriften nicht.¹⁵¹ Sowohl *Timm/Schöne* als auch *Singhof* verneinen eine aus § 185 Abs. 3 AktG abgeleitete zwingende gesamthänderische Haftung. Beide sehen im Ausschluss der Solidarhaftung keine unwirksame Beschränkung i.S. des § 185 Abs. 3, Abs. 4 AktG.¹⁵² *Timm/Schöne* werfen zudem die Frage auf, ob überhaupt Aktionärsrechte ausgeübt wurden, § 185 Abs. 3 AktG.¹⁵³ Die Verfasser beider Werke sind sich einig, dass auch die Grundsätze der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung einer pro-rata-Haftung nicht entgegenstehen.¹⁵⁴ Dagegen bejahen beide die zwingende gesamtschuldnerische Haftung aus § 69 Abs. 2 AktG.¹⁵⁵

bb) Stellungnahme

(1) Separate Zeichnung durch einzelne Konsorten?

Gross ist insoweit zuzustimmen, dass das Aktiengesetz keine Solidarhaftung unterschiedlicher Zeichner bzw. Aktionäre kennt.¹⁵⁶ Im Übrigen ist eine differenziertere Betrachtung geboten. Der schuldrechtliche Übernahmevertrag ist vom kooperationsrechtlichen Zeichnungsvertrag zu unterscheiden.¹⁵⁷ Dabei dient der durch § 185 AktG präzise formalisierte Zeichnungsvorgang der Transparenz und Nachvollziehbarkeit des Aktienersterwerbs und damit der Rechtssicherheit. Jedoch sind die individuellen Angaben des Zeichnungsscheins i.S. des § 185 Abs. 1 S. 1 AktG auslegungsfähig, sodass auch Umstände außerhalb des Zeichnungsscheins zur Bestimmung des Inhalts herangezogen werden können.¹⁵⁸ Hinweise, dass die Zeichnung der Aktien durch die einzelnen Konsorten separat erfolgen soll, finden sich in den (damals) üblichen Übernahmeverträgen nicht.¹⁵⁹ Im Fall DG-Bank enthielt der Zeichnungsschein lediglich den Inhalt, dass der Konsortialführer für das unter seiner

¹⁵¹ *Gross* (Fn. 136), S. 117; ähnlich: *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 104.

¹⁵² *Singhof* (Fn. 23), S. 187, 191; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 124 f.

¹⁵³ *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 123.

¹⁵⁴ *Singhof* (Fn. 23), S. 194 f.; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 125.

¹⁵⁵ *Singhof* (Fn. 23), S. 207 f.; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 127.

¹⁵⁶ Vgl. *Heider*, in: MünchKomm AktG I, 3. Aufl. 2008, § 1 Rn. 45; *Grundmann* (Fn. 6), § 112 Rn. 104.

¹⁵⁷ *Harrer* (Fn. 30), § 25 Rn. 66 f.; *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 84.

¹⁵⁸ *Blaurock*, Der Vorvertrag zur Zeichnung von Aktien, in: FS für Rittner, 1991, S. 38; *Pfeifer*, in: MünchKomm AktG IV, 3. Aufl. 2011, § 185 Rn. 13.

¹⁵⁹ Vgl. Muster-Übernahmevertrag, bei: *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 196 Rn. 10/324.

Federführung stehende Bankenkonsortium zeichnet.¹⁶⁰ Daher ist der Zeichnungsinhalt auf obiger Informationsgrundlage so auszulegen, dass der Konsortialführer für das Emissionskonsortium als Rechtsträger die Aktien gezeichnet hat. Eine andere Auslegung ergibt sich natürlich, wenn der damalige Kapitalerhöhungsbeschluss oder Übernahmevertrag eine separate Zeichnung vorgesehen hätte. Sollte dies der Fall gewesen sein, wäre *Gross'* Ansicht zu folgen.

(2) Zwingende gesamtschuldnerische Haftung gem. § 185 Abs. 3, 4 AktG?

Mit dem Verweis auf § 185 Abs. 3 AktG vertritt der *BGH* offenbar die Ansicht, die Haftungsbegrenzungsklausel im Übernahmevertrag sei eine Beschränkung der Verpflichtung des Zeichners i.S. des § 185 Abs. 2 AktG. Sollte diese Nichtigkeit des Zeichnungsscheins durch Eintragung der Kapitalerhöhung und Ausübung von Aktionärsrechten nach § 185 Abs. 3 AktG geheilt worden sein, ändere dies nichts daran, dass die Haftungsbegrenzungsklausel nichtig bleibe.¹⁶¹ Zunächst ist anzumerken, dass das Emissionskonsortium als Zeichner bereits durch die Entgegennahme der Aktien(global)urkunde Aktionärsrechte ausgeübt hat.¹⁶² Ein Ausschluss des § 185 Abs. 3 AktG lässt sich hiermit nicht begründen. Die Haftungsbegrenzungsklausel stellt aber keine im Zeichnungsschein liegende Beschränkung, § 185 Abs. 2 AktG, dar. § 185 Abs. 2 AktG gilt nur für Beschränkungen, die in der Zeichnungserklärung selbst enthalten sind.¹⁶³ Die Haftungsbegrenzungsklausel ist aber nur Inhalt des Übernahmevertrags und nicht im Zeichnungsschein erwähnt.¹⁶⁴ § 185 Abs. 3 AktG ist entgegen der Ansicht des *BGH* mangels Tatbestandserfüllung nicht einschlägig.

Es bleibt zu prüfen, ob die Haftungsbegrenzungsklausel möglicherweise nach § 185 Abs. 4 AktG eine „nicht im Zeichnungsschein enthaltene Beschränkung“ darstellt, welche gegenüber der Gesellschaft unwirksam wäre. Hierzu muss geklärt werden, wie „Beschränkung“ i.S. des § 185 Abs. 4 AktG zu verstehen ist. Dass nicht jegliche Art der Beschränkung unwirksam sein kann, ergibt sich bereits aus § 185 Abs. 2 i.V. mit § 185 Abs. 1 S. 3 Nr. 4 AktG. In systematischer Betrachtung des § 185 AktG, insbesondere hinsichtlich der allgemeinen Erklärungen in § 185 Abs. 1 S. 3 Nr. 2, Nr. 3 AktG und der Heilungsvorschrift in § 185 Abs. 3 AktG wird deutlich, dass § 185 AktG eine

¹⁶⁰ Vgl. Urteil des Berufungsgerichts: *OLG Düsseldorf*, AG 1991, 149 (150).

¹⁶¹ Vgl. *Pfeifer* (Fn. 158), § 185 Rn. 52; *Singhof* (Fn. 23), S. 173.

¹⁶² BGHZ 113, 83 (100); *Singhof* (Fn. 23), S. 187.

¹⁶³ *Hüffer*, Aktiengesetz, 11. Aufl. 2014, § 185 Rn. 15; *Pfeifer* (Fn. 158), § 185 Rn. 44.

¹⁶⁴ Vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 187; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 124.

unbedingte Einlageverpflichtung des Zeichners und damit die gesicherte Kapitalaufbringung bezweckt. 165 § 185 Abs. 4 AktG kann demnach als Parallelvorschrift zu § 185 Abs. 2 AktG für Beschränkungen außerhalb des Zeichnungsscheins gesehen werden. Die Haftungsbegrenzungsklausel lässt aber die Pflicht des Emissionskonsortiums auf vollständige und unbedingte Zeichnung der Aktien unberührt. Die tatsächliche Aufbringung des Kapitals ist durch die Beitragspflicht der Konsorten gesichert. Die Haftungsbegrenzungsklausel ist daher keine Beschränkung i.S. des § 185 Abs. 4 AktG.¹⁶⁶ Nach alledem lässt sich eine zwingende gesamtschuldnerische Haftung nicht aus § 185 Abs. 3, 4 AktG ableiten.

(3) Unvereinbarkeit mit den Kapitalschutzvorschriften?

Der simple Hinweis des *BGH*, die Haftungsbegrenzungsklausel würde „dem Zweck der aktienrechtlichen Kapitalschutzvorschriften, die Aufbringung und Erhaltung des Grundkapitals in der Aktiengesellschaft zu sichern, widersprechen,“¹⁶⁷ ist zurecht wegen seiner konturlosen Weite kritisiert worden.¹⁶⁸ Bedeutung und Tragweite des Gebots der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung lassen sich nur in der Zusammenschau verschiedener aktiengesetzlicher Regelungen wie z.B. §§ 23, 27, 33, 52, 54-57, 62, 71 AktG erfassen.¹⁶⁹ Grundsätzlich kann gesagt werden, dass die Kapitalschutzvorschriften vor dem Hintergrund des Gläubigerschutzes eine effektive Aufbringung und Erhaltung des Haftkapitals sicherstellen sollen.¹⁷⁰ Die Konsorten sichern jeweils die vollständige und unbedingte Erfüllung ihrer quotalen Einlageverpflichtung zu. In Summe ist daher die gesamte Einzahlung auf die Kapitalerhöhung gesichert. Deshalb ist insoweit zunächst keine zwingende gesamtschuldnerische Haftung der Konsorten zu erkennen.

(4) Gesamtschuldnerische Haftung nach § 69 Abs. 2 AktG?

Das Emissionskonsortium erwirbt zuerst Eigentum an den zu emittierenden Wertpapieren, bevor diese an die Konsorten verteilt werden. Erst mit dieser dinglichen Zuordnung zum Emissionskonsortium als GbR lässt sich überlegen, ob i.S. des § 69 Abs. 1 AktG „eine Aktie mehreren Berechtigten“ zusteht und

¹⁶⁵ Vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 187; *Grundmann* (Fn. 6), S. 170.

¹⁶⁶ Vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 189 f.; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 124.

¹⁶⁷ BGHZ 118, 83 (100).

¹⁶⁸ Vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 192 f.; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 125.

¹⁶⁹ Auflistung vgl. *Lutter*, in: *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz V*, 2. Aufl. 1994, § 185 Rn. 62.

¹⁷⁰ Statt vieler: *Grünevald* (Fn. 124), S. 302 Rn. 157; *Heider*, in: *MünchKomm AktG I*, 3. Aufl. 2008, § 1 Rn. 95.

ob damit eine gesamtschuldnerische Haftung die Folge ist, § 69 Abs. 2 AktG.¹⁷¹ *Singhof* und *Timm/Schöne* befürworten die gesamtschuldnerische Haftung aufgrund § 69 Abs. 2 AktG.¹⁷² Diese Ansicht vertreten sie jedoch auf Grundlage der Doppelverpflichtungslehre¹⁷³ bzw. auf Basis einer noch nicht gefestigten Auffassung zur Rechtsfähigkeit der Außen-GbR¹⁷⁴. Mit der Anerkennung der Rechtsfähigkeit der Außen-GbR, welche diese strukturell der OHG und KG als selbständige Zuordnungssubjekte von Rechten und Pflichten annähert, ist eine Subsumtion der Außen-GbR als Pluralität von Berechtigten an einer Aktie i.S. des § 69 Abs. 1 AktG versperrt.¹⁷⁵ Dies erkennt auch *Singhof* und formuliert, dass § 69 Abs. 1 AktG „für eine rechtsfähige Gesellschaft hinfällig“ werde.¹⁷⁶ Dass *Singhof* im Ergebnis dennoch zur Anwendbarkeit des § 69 Abs. 2 AktG gelangt, beruht auf einer, wengleich nicht als solche deklarierten, analogen Anwendung des § 69 Abs. 1 AktG.¹⁷⁷

Ob § 69 Abs. 1 AktG auf die rechtsfähige Außen-GbR analoge Anwendung findet, ist umstritten.¹⁷⁸ Dieser Streit scheint in Anbetracht der vielgesichtigen GbR verfehlt. Alle möglichen Ausprägungsformen der GbR über einen Kamm zu scheren, ist nicht geboten, da es bei der Analogiebildung neben Vorliegen einer Regelungslücke entscheidend auf die vergleichbare Interessenlage ankommt. Ob die Interessenlage beim Emissionskonsortium als Ausprägungsform der GbR vergleichbar ist, ist zweifelhaft. § 69 Abs. 1 AktG zielt darauf ab, die AG vor Nachteilen zu schützen, die sich durch eine Mehrfachzuständigkeit an einer Aktie ergeben.¹⁷⁹ Dabei wird insbesondere eine Organisationsregelung mit Blick auf eine klare und einheitliche Handlungszuständigkeit bezweckt.¹⁸⁰ Gegenüber dem Emittenten tritt im Emissionsgeschäft allein der Konsortialführer als einzige vertretungsberechtigte Person auf.¹⁸¹ Damit ist die Handlungszuständigkeit für das Konsortium klar. Zudem ist zu beachten, dass das Emissionskonsortium die Aktien nur für kurze Zeit im Eigentum hält und sogleich eine Verteilung auf die einzelnen

¹⁷¹ Vgl. *Bayer*, in: MünchKomm AktG I, 3. Aufl. 2008, § 69 Rn. 5; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, Kommentar zum Aktiengesetz I, 2. Aufl. 2010; § 69 Rn. 4; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 131 f.

¹⁷² *Singhof* (Fn. 23), S. 216 ff.; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 127.

¹⁷³ *Singhof* (Fn. 23), S. 139 f., 216 ff.

¹⁷⁴ *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 127, mit kritischer Auseinandersetzung auf den S. 127 ff.

¹⁷⁵ *Bayer* (Fn. 171), § 69 Rn. 7; *Cahn* (Fn. 171), § 69 Rn. 8; *Hüffer* (Fn. 163), § 69 Rn. 3; *Solveen*, in: Hölterers, Aktiengesetz, 2. Aufl. 2014, § 69 Rn. 2; Vgl. *Koch*, ZHR 1982, 118 (129).

¹⁷⁶ *Singhof* (Fn. 23), S. 201.

¹⁷⁷ *Singhof* (Fn. 23), S. 203 ff.

¹⁷⁸ Befürwortend: *Bayer* (Fn. 171), § 69 Rn. 7; *Cahn* (Fn. 171), § 69 Rn. 8; *Singhof* (Fn. 23), S. 203 ff.; ablehnend: *Hüffer* (Fn. 163), § 69 Rn. 3; *Koch* (Fn. 175), S. 129.

¹⁷⁹ *Bayer* (Fn. 171), § 69 Rn. 2; *Cahn* (Fn. 171), § 69 Rn. 1; *Hüffer* (Fn. 163), § 69 Rn. 1.

¹⁸⁰ Zutreffend: *Singhof* (Fn. 23), S. 207.

¹⁸¹ Vgl. *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 16 Rn. 10/48; *De Meo* (Fn. 8), S. 71 f. Rn. 157 f.

Konsorten vornimmt, sodass danach keine Mehrfachberechtigung mehr vorliegt. Bis auf die Annahme der Globalurkunde übt das Emissionskonsortium im Übrigen keine weiteren Aktionärsrechte aus. Deshalb erfährt im Falle des Emissionskonsortiums die AG keine Nachteile durch die Mehrfachzuständigkeit, sodass mangels vergleichbarer Interessenlage eine analoge Anwendung des § 69 Abs. 1 AktG ausscheidet. Eine gesamtschuldnerische Haftung nach § 69 Abs. 2 AktG besteht nicht.

(5) Zwischenergebnis

Eine gesamtschuldnerische Haftung der Konsorten lässt sich nicht durch obige Argumente begründen. Damit trifft die Einlageverpflichtung zunächst das Emissionskonsortium, welches die Aktien gezeichnet hat, §§ 188 Abs. 2 S. 1, 36a Abs. 1 AktG. Nach der Akzessorietätslehre haften aber die Konsorten als Gesellschafter gesamtschuldnerisch für die Einlageverpflichtung. Die akzessorische Haftung der Konsorten ist für diesen Fall nicht durch Vereinbarung mit der AG abzubedingen, da zugunsten des Gläubigerschutzes ein Verzicht auf die Einlageverpflichtung nicht möglich ist, §§ 188 Abs. 2 S. 1, 36 Abs. 2 AktG. Im Ergebnis bleibt es also bei der gesamtschuldnerischen Haftung der Konsorten. Zudem ist zu beachten, dass auch nach Verteilung der Aktien an die Konsorten eine gesamtschuldnerische Forthaftung möglich ist.¹⁸²

2. Einbeziehung der Banken-AGB in den Übernahmevertrag?

Übernahmeverträge enthalten in der Regel keinen Hinweis auf die Einbeziehung von Banken-AGB. Anlässlich der Entscheidung des *OLG Hamm*, Urteil v. 16.4.1984 – 2 U 307/82, welche im kaufmännischen Verkehr die Banken-AGB auch ohne besonderen Hinweis als Vertragsbestandteil erachtet,¹⁸³ wird die Frage aufgeworfen, ob Banken-AGB bei Abschluss des Übernahmevertrags stillschweigend Vertragsinhalt werden. Sofern im kaufmännischen Verkehr die Verwendung von AGB branchenüblich ist, besteht die Möglichkeit, dass diese auch dann Vertragsinhalt werden, wenn ein ausdrücklicher Hinweis auf ihre Einbeziehung nicht erfolgt.¹⁸⁴ Ungeachtet dessen, ob im Emissionsgeschäft die Einbeziehung von AGB als branchenüblich gilt,¹⁸⁵ bestehen im Falle der Emissionskonsortien erhebliche Bedenken. Bei einem diversifizierten Bankenconsortium wäre nicht geklärt,

¹⁸² Hierzu: *Singhof* (Fn. 23), S. 219 ff. Da dies vorrangig ein allgemeines aktienrechtliches Problem ist, wird von einer Behandlung in diesem Beitrag abgesehen.

¹⁸³ *OLG Hamm*, WM 1984, 1600 (1602).

¹⁸⁴ *Ulmer/Habersack*, in: *Ulmer/Brandner/Hensen*, AGB-Recht, 11. Aufl. 2011, § 305 Rn. 173.

¹⁸⁵ Für das allgemeine Bankgeschäft bestätigend: *BGH*, NJW 1971, 2126 (2127).

wessen AGB einbezogen werden sollen. Gleichmaßen ist die Bezugnahme auf die AGB der Konsortialführung problematisch, da diese sich ebenfalls aus einer inhomogenen Gruppe von Banken zusammensetzen kann.¹⁸⁶ Aus diesen Gründen ist eine stillschweigende Einbeziehung von Banken-AGB abzulehnen.¹⁸⁷

3. Rücktritt vom Übernahmevertrag, Rückabwicklung

In Übernahmeverträgen werden dem Emissionskonsortium Rücktrittsrechte eingeräumt für den Fall, dass vertraglich vereinbarte Bedingungen nicht eintreten oder entfallen.¹⁸⁸ Vor Eintragung der Kapitalerhöhung ist ein Rücktritt unproblematisch möglich. Sollte die Kapitalerhöhung bereits angemeldet worden sein, ist der Emittent verpflichtet, seinen Eintragungsantrag zurückzunehmen und sich um die Nichtdurchführung der Eintragung zu bemühen.¹⁸⁹ Im Übrigen ist dem Emissionskonsortium der Zeichnungsschein zurückzugeben.¹⁹⁰ Ein Rücktritt ist nicht mehr möglich, wenn die Kapitalerhöhung eingetragen worden ist.¹⁹¹ Mit ihr hat das Emissionskonsortium Eigentum an den neuen Aktien erworben, § 189 AktG. Nach Eintragung sieht der Übernahmevertrag eine Rückabwicklung vor. Die damit verbundenen vielfältigen Probleme können im Folgenden nur skizziert werden.

Die Rückabwicklung durch eine Kapitalherabsetzung begegnet dem praktischen Problem, dass hierfür ein Hauptversammlungsbeschluss mit qualifizierter Mehrheit benötigt wird, § 222 Abs. 1 AktG. Zudem wird kein Interesse daran bestehen, das Scheitern des Emissionsvorhabens dadurch publik zu machen.¹⁹² Sollte der Börsenkurs der Aktien vor ihrer Platzierung unter den Bezugspreis fallen und hierdurch ein Rückabwicklungsrecht entstehen, ist zweifelhaft, ob Vorstand und Aufsichtsrat des Emittenten zur nachträglichen Absenkung des Bezugspreises vertraglich verpflichtet werden können, § 204 Abs. 1 AktG.¹⁹³ Letztlich ist vor dem Hintergrund des § 255 Abs. 2 AktG problematisch, wann

¹⁸⁶ *De Meo* (Fn. 8), S. 147 Rn. 58.

¹⁸⁷ *De Meo* (Fn. 8), S. 147 Rn. 59; im Ergebnis auch: *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 62 Rn. 10/166.

¹⁸⁸ Vgl. Klausel XII, Muster-Übernahmevertrag, bei: *Bosch/Groß* (Fn. 6), S. 202 Rn. 10/324.

¹⁸⁹ *Busch*, Aktien- und börsenrechtliche Aspekte von Force-Majeure-Klauseln in Aktienübernahmeverträgen, WM 2001, 1277 (1278); *Harrer* (Fn. 30), § 25 Rn. 96 f.

¹⁹⁰ *Busch* (Fn. 189), S. 1278; *Harrer* (Fn. 30), § 25 Rn. 96 f.

¹⁹¹ *Busch* (Fn. 189), S. 1278; *Harrer* (Fn. 30), § 25 Rn. 98; *Techau*, Rechtsfragen bei der Gestaltung von Übernahmeverträgen („Underwriting Agreements“) im Zusammenhang mit Aktienemissionen, AG 1998, 445 (452).

¹⁹² Vgl. *Picot/Land*, Going Public – Typische Rechtsfragen des Ganges an die Börse, DB 1999, 570 (572); *Techau* (Fn. 191), S. 453 f.

¹⁹³ Vgl. *Busch* (Fn. 190), S. 1279 f.; *Techau* (Fn. 191), S. 453 f.

ein „unangemessen niedrig[er]“ Ausgabebetrag vorliegt, sofern der Übernahmevertrag dem Emissionskonsortium erlaubt, im Falle einer Rückabwicklung Aktien zu selbst festgelegten Preisen an Dritte weiter zu veräußern.¹⁹⁴

IV. Gestaltungsmöglichkeiten und *lex ferenda*

1. Kautelarjuristische Gestaltungsmöglichkeiten

Die Probleme des Innenrechts lassen sich aufgrund der allgemeinen Abdingbarkeit der gesetzlichen Vorgaben durch ergänzende Vertragsklauseln beheben. Im Außenrecht dominiert das Interesse der Konsorten, die gesamtschuldnerische Haftung auszuschließen, was vor dem Hintergrund der DG-Bank-Entscheidung des *BGH* insbesondere für Aktienemissionen relevant ist. Um eine mögliche gesamtschuldnerische Haftung der Konsorten nach § 69 Abs. 2 AktG auszuschließen, sind sowohl Übernahme- als auch Zeichnungsvertrag bzw. der Zeichnungsschein zu ändern. Durch Modifikation des Übernahmevertrags soll der Zwischenerwerb der Wertpapiere durch das Emissionskonsortium vermieden werden. Dies kann dadurch geschehen, dass der Übernahmevertrag den Emittenten verpflichtet, eine an die jeweiligen Quoten angepasste Anzahl von Teilglobalurkunden auszustellen, über welche die Konsorten direkt Eigentum erwerben. Der Konsortialführer nimmt dabei nur die Rolle des Besitzmittlers ein.¹⁹⁵ Der Zeichnungsschein ist durch eine Liste der Zeichner zu konkretisieren, sodass er die jeweiligen Konsorten als Zeichner mit ihrer Quote ausweist. Alternativ und vorzugswürdig scheint die Möglichkeit, dass die Konsorten jeweils separate Zeichnungsverträge über ihre Quote mit dem Emittenten abschließen.¹⁹⁶

Bei Kreditkonsortien ist die Ausgestaltung als Innen-GbR gängige Praxis.¹⁹⁷ Denkbar ist daher eine entsprechende Angleichung der Emissionskonsortien.¹⁹⁸ Dies bedeutet, dass der Konsortialführer im Außenverhältnis das gesamte Risiko tragen muss. Wenn man bedenkt, dass die Konsorten zuerst ihre Beiträge an den Konsortialführer abführen müssen, bevor dieser gegenüber dem Emittenten zur Leistung verpflichtet ist, bleibt dieses Risiko kontrollierbar. Dem § 186 Abs. 5 S. 1 AktG kann dadurch Rechnung getragen werden, dass

¹⁹⁴ Vgl. *Busch* (Fn. 190), S. 1279; *Techau* (Fn. 191), S. 453.

¹⁹⁵ Vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 234 ff.; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 141 f.

¹⁹⁶ Vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 235; nach dem DG-Bank Urteil hat sich eine solche Vertragspraxis bereits durchgesetzt, vgl. *Brandt*, in: *Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht*, 4. Aufl. 2011, Rn. 15.2, 15.426.

¹⁹⁷ *Diem*, *Akquisitionsfinanzierungen, Konsortialkredite für Unternehmenskäufe*, 2. Aufl. (2009), § 32 Rn. 1 ff.

¹⁹⁸ Vgl. *Singhof* (Fn. 23), S. 242 ff.; *Timm/Schöne* (Fn. 26), S. 141 f.

der Konsortialführer die einzelnen Konsorten vertraglich entsprechend verpflichtet.¹⁹⁹ Die Ausgestaltung als Innen-GbR versperrt auch nicht die Möglichkeit, dass die Konsorten ihren Emissionserfolg in einem Tombstone Advertisement kundgeben.

2. Konsortialgesellschaft de lege ferenda?

Das Emissionskonsortium der heutigen Wirtschaftspraxis ist eine rechtsfähige Außen-GbR, die keine sein möchte. Die Wertungen der §§ 705 ff. BGB werden den Interessen der Parteien nicht gerecht. Die Rechtsbeziehung des Emissionskonsortiums im Außenverhältnis beschränkt sich im Wesentlichen auf den Emittenten, welcher über die inhaltliche Vertragslage im Bilde ist. Deshalb ist fragwürdig, inwieweit der durch §§ 705 ff. BGB intendierte Verkehrsschutz überhaupt gewährleistet werden muss. Ganz im Gegenteil scheint es so, dass durch die §§ 705 ff. BGB mehr Rechtsunsicherheit als Rechtssicherheit geschaffen wird.²⁰⁰

Im internationalisierten Emissionsgeschäft steht das deutsche Recht im Wettbewerb mit anderen Rechtsordnungen. Schon 2008 hat der Gesetzgeber mit Einführung der UG (haftungsbeschränkt) auf die angelsächsische Limited Company reagiert, um ein Level-Playing-Field herzustellen.²⁰¹ Jüngst will er auch der Limited Liability Partnership mit einer Partnerschaftsgesellschaft mit beschränkter Berufshaftung begegnen.²⁰² Daher stellt sich die Frage, ob auch eine Konsortialgesellschaft de lege ferenda sinnvoll wäre. Sowohl das Konsortialverhältnis als auch das Rechtsverhältnis zum Emittenten werden vertraglich ausführlich und interessengerecht geregelt. Deshalb ist zu bezweifeln, ob es hilft, dem Emissionskonsortium im Austausch mit der GbR ein neues Kettenkleid in Form einer Konsortialgesellschaft anzulegen. Ziel ist vielmehr, eine freie Gestaltung der Vertragsverhältnisse zu ermöglichen. Das deutsche Recht hält in § 2 HGB für den Kannkaufmann ein opt-in bereit. Nicht undenkbar ist, dem Emissionskonsortium ein gesetzliches opt-out aus dem numerus clausus der Gesellschaftsformen einzuräumen, sofern der Verkehrsschutz gewährleistet bleibt. Die Befürchtung, dass dies den ICMA zu

¹⁹⁹ Bedenken hierzu äußert: *Singhof* (Fn. 23), S. 244.

²⁰⁰ So auch: *Müller* (Fn. 6), S. 1940 Rn. 15.123 f.; Dies andeutend: *Westermann* (Fn. 26), S. 288.

²⁰¹ Vgl. *Freitag/Riemenschneider*, Die Unternehmergesellschaft – „GmbH light“ als Konkurrenz für die Limited?, ZIP 2007, S. 1485 ff.

²⁰² Vgl. *Römermann/Praß*, Die Partnerschaftsgesellschaft mit beschränkter Berufshaftung, Rechtspolitische Kritik und rechtssystematische Einordnung, NZG 2012, S. 601 ff.

einem Ersatzgesetzgeber aufwertet,²⁰³ ist allein schon deshalb unbegründet, weil die Privatautonomie unserem Zivilrecht immanent ist.

V. Zusammenfassung und Ausblick

Die Probleme im Innenverhältnis des Emissionskonsortiums sind im Grunde Probleme der Vertragsauslegung. Diese lassen sich durch entsprechende Präzisierungen beheben. Im Außenverhältnis steht im Mittelpunkt die wirksame Haftungsbegrenzung der Konsorten auf ihre jeweilige Quote. Dies ist aktienrechtlich nicht möglich, wenn das Emissionskonsortium den Zeichnungsvertrag abschließt. Die gesamtschuldnerische Haftung lässt sich aber durch die Modifikation von Übernahme- und Zeichnungsvertrag ausschließen. Um die Attraktivität des deutschen Rechts im internationalen Wettbewerb zu stärken, ist die Einräumung eines opt-out zugunsten des Emissionskonsortiums einer Überlegung wert. Die jetzige Zuordnung des Emissionskonsortiums als GbR verfehlt ihren Zweck. Statt Rechtssicherheit zu schaffen, erzeugt sie Rechtsunsicherheit. Die vom Gesetz intendierte Ordnungsfunktion verblasst zur Fassade.

²⁰³ Vgl. *Schücking* (Fn. 6), § 32 Rn. 40.