



---

## Sachstand

---

### Umplatzierung von Aktien im Wege eines beschleunigten Bookbuilding-Verfahrens

## **Umplatzierung von Aktien im Wege eines beschleunigten Bookbuilding-Verfahrens**

Aktenzeichen: WD 7 - 3000 - 068/24  
Abschluss der Arbeit: 11.11.2024 (zugleich letzter Abruf aller Internetquellen)  
Fachbereich: WD 7: Zivil-, Straf- und Verfahrensrecht, Medienrecht, Bau und Stadtentwicklung

---

Die Wissenschaftlichen Dienste des Deutschen Bundestages unterstützen die Mitglieder des Deutschen Bundestages bei ihrer mandatsbezogenen Tätigkeit. Ihre Arbeiten geben nicht die Auffassung des Deutschen Bundestages, eines seiner Organe oder der Bundestagsverwaltung wieder. Vielmehr liegen sie in der fachlichen Verantwortung der Verfasserinnen und Verfasser sowie der Fachbereichsleitung. Arbeiten der Wissenschaftlichen Dienste geben nur den zum Zeitpunkt der Erstellung des Textes aktuellen Stand wieder und stellen eine individuelle Auftragsarbeit für einen Abgeordneten des Bundestages dar. Die Arbeiten können der Geheimschutzordnung des Bundestages unterliegende, geschützte oder andere nicht zur Veröffentlichung geeignete Informationen enthalten. Eine beabsichtigte Weitergabe oder Veröffentlichung ist vorab dem jeweiligen Fachbereich anzuzeigen und nur mit Angabe der Quelle zulässig. Der Fachbereich berät über die dabei zu berücksichtigenden Fragen.

---

## Inhaltsverzeichnis

<b>1.</b>	<b>Einleitung</b>	<b>4</b>
<b>2.</b>	<b>Umplatzierung börsennotierter Aktien</b>	<b>4</b>
<b>3.</b>	<b>Block Trade</b>	<b>5</b>
3.1.	Verteilung des Markt- und Platzierungsrisikos	6
3.1.1.	Verkaufskommission	6
3.1.2.	Mindestpreis	6
3.1.3.	Festübernahme	7
3.2.	Vor- und Nachteile	7
<b>4.</b>	<b>Bookbuilding</b>	<b>8</b>
4.1.	Ablauf	8
4.1.1.	Pre-Marketing	9
4.1.2.	Order-Taking	9
4.1.3.	Preisfestsetzung	9
4.2.	Accelerated Bookbuilding	10
4.3.	Vor- und Nachteile	10
<b>5.</b>	<b>Übernahmevertrag und Preisfestsetzungsvertrag</b>	<b>11</b>
<b>6.</b>	<b>Fazit</b>	<b>12</b>

## 1. Einleitung

Der vorliegende Sachstand befasst sich auftragsgemäß mit der Preisbestimmung im Wege des beschleunigten Bookbuildings (Accelerated Bookbuilding) beim Verkauf bereits börsennotierter Aktien durch einen Aktionär an Investoren.

Der Ablauf des üblicherweise bei einem Block Trade angewandten Accelerated Bookbuildings wird kurz skizziert und die Gründe, die für die Wahl dieses Verfahrens sprechen können, erläutert. Als Alternative wird dem Bookbuilding das so genannte Dribble-out-Verfahren gegenübergestellt, bei dem kleine Aktienmengen über einen gestreckten Zeitraum an der Börse verkauft werden. Darüber hinaus wird untersucht, ob ein Block Trade in seiner Ausgestaltung bei Umplatzierungen geeignet erscheint, den Einstieg eines strategischen Investors zu verhindern. Schließlich wird der Frage nachgegangen, ob nach Abschluss des Platzierungsvertrages ein Abbruch noch möglich ist.<sup>1</sup>

## 2. Umplatzierung börsennotierter Aktien

Bestehende Aktien, die bereits an einer Börse zugelassen sind, können durch ein öffentliches Angebot an eine Vielzahl von privaten und institutionellen Anlegern unter Einschaltung einer die Transaktion strukturierenden Bank oder eines Bankenkonsortiums umplatziert werden.<sup>2</sup> Für öffentliche Umplatzierungen besteht gemäß Art 1 Abs. 3 Unterabs. 1 EU-Prospekt-VO<sup>3</sup> eine Prospektpflicht, wenn der Gesamtgegenwert in der EU über einen Zeitraum von 12 Monaten 1 Mio. Euro übersteigt. Neben dem gebilligten Prospekt sind regelmäßig weitere Marketingmaßnahmen (marketed offering) erforderlich, die in ihrem Umfang mit einem Börsengang vergleichbar sind und auch eine Road Show, eine Reihe von Präsentationen vor Investoren an verschiedenen Finanzplätzen, um das Interesse an den zu veräußernden Aktien zu steigern.<sup>4</sup>

Neben der öffentlichen Umplatzierung kommt ein Block Trade in Form einer Privatplatzierung an institutionelle Investoren unter Einschaltung einer oder mehrerer Investmentbanken in Betracht.<sup>5</sup> Ein Block Trade wird häufig für Aktienpakete eingesetzt, die eine Beteiligung zwischen 2 und 20 Prozent an der Zielgesellschaft umfassen.<sup>6</sup> Für solche Privatplatzierungen, die sich ausschließlich an qualifizierte Anleger richten, besteht nach Art. 1 Abs. 4 lit. a EU-Prospekt-VO

---

1 Auf diesen Themenkomplex beziehen sich auch Antworten der Bundesregierung auf Kleine Anfragen, eine Schriftliche Frage und eine Nachfrage im Finanzausschuss, vgl. BT-Drs. 20/13644; BT-Drs. 20/13499; BT-Drs. 20/13317 S. 25; BT-Ausschussdrucksache 20(7)650.

2 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 67.

3 Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.

4 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 67 f.

5 Wolf: Blocktrades, in: Reutter/Werlen (Hg.): Kapitalmarkttransaktionen IV, 2011, S. 2.

6 Singhof in: Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 68.

keine Prospektspflicht. Die Preisfestsetzung erfolgt beim Block Trade in der Regel durch ein Accelerated Bookbuilding.

Sowohl bei der öffentlichen Umplatzierung als auch beim Block Trade treten die erst noch zu bestimmenden Erwerber typischerweise mit der Bank und nicht mit dem Veräußerer in Kontakt.<sup>7</sup> Beim Pakethandel, dem Handel mit Aktienpaketen meist außerhalb der Börse, steht der Erwerber demgegenüber bereits fest und verhandelt häufig selbst mit dem Veräußerer über den Kaufvertrag. Bei dieser Form der Veräußerung eines gesamten Aktienpakets an nur einen oder einzelne Erwerber wird ein Paketzuschlag auf den Börsenkurs erhoben, der mit dem strategischen Interesse des Erwerbers an der Erlangung eines faktischen Einflusses auf die Zielgesellschaft begründet wird.<sup>8</sup> Je nach Größe des Aktienpakets können beim Pakethandel übernahmerechtliche und kartellrechtliche Aspekte eine Rolle spielen.<sup>9</sup> Der Pakethandel wird auch nicht den Kapitalmarkttransaktionen zugeordnet, sondern strukturell eher dem M&A, der Verschmelzung oder Fusion zweier Unternehmen zu einer rechtlichen und wirtschaftlichen Einheit (Merger) bzw. dem Erwerb von Unternehmenseinheiten oder eines ganzen Unternehmens (Acquisition).<sup>10</sup>

Aufgrund der größeren Praxisrelevanz liegt der Schwerpunkt der weiteren Ausführungen auf dem Block Trade, dem als Alternative der zeitlich gestreckte Verkauf in kleinen Aktienmengen über die Börse gegenübergestellt wird.

### 3. Block Trade

Bei einem Block Trade kann es sich u.a. um eine Sekundärtransaktion handeln, d.h. um eine Umplatzierung von Aktien an einer börsennotierten Gesellschaft. Im Unterschied dazu wird bei einer Primärtransaktion neues Eigenkapital aus einer Kapitalerhöhung und der Platzierung am Kapitalmarkt angestrebt.<sup>11</sup>

Ein Block Trade kommt in Betracht, wenn das zu veräußernde Aktienpaket aufgrund des ansonsten am Markt entstehenden Angebotsüberhangs kurzfristig nicht oder jedenfalls nicht annähernd zum aktuellen Börsenkurs über die Börse veräußert werden kann.<sup>12</sup> Zur Strukturierung der Transaktion wird regelmäßig eine Investmentbank oder ein Bankenkonsortium eingeschaltet.<sup>13</sup> Die

---

7 Wolf in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hg.): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 7.4.

8 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 68.

9 Wolf in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hg.): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 7.4.

10 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 68.

11 Wolf: Blocktrades, in: Reutter/Werlen (Hg.): Kapitalmarkttransaktionen IV, 2011, S. 2.

12 Wolf in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hg.): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 7.6.

13 Wolf in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hg.): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 7.2.

Initiative geht vom abgebenden Aktionär aus, der sich von seiner Beteiligung an der Zielgesellschaft trennen möchte.<sup>14</sup>

### 3.1. Verteilung des Markt- und Platzierungsrisikos

Die Verteilung des Markt- und Platzierungsrisikos zwischen dem verkaufenden Aktionär und den Konsortialbanken unterscheidet sich je nach Strukturierung des Block Trades.

#### 3.1.1. Verkaufskommission

Wird ein Block Trade im Wege einer Verkaufskommission i.S.d. § 383 HGB<sup>15</sup> durchgeführt, dann übernehmen die Konsortialbanken die unplatzierten Aktien nicht fest, sondern vermitteln sie als Verkaufskommissionäre nach besten Kräften an interessierte Investoren (Best Efforts Underwriting).<sup>16</sup> Dafür erhalten sie bei Durchführung der Transaktion einen vereinbarten Prozentsatz des Platzierungserlöses als Provision.<sup>17</sup> Der Verkauf an die Investoren erfolgt entweder im Rahmen eines Accelerated Bookbuildings oder in einem zeitlich gestreckten Verkauf über die Börse bzw. über eine alternative Handelsplattform.

Die Konsortialbanken tragen kein Markt- und Platzierungsrisiko. Zwischen ihnen und dem verkaufenden Aktionär wird vereinbart, dass bis zu einem festgelegten Zeitpunkt eine maximale Anzahl von Aktien zu einem noch festzulegenden Preis an Investoren veräußert wird. Erst nach Abschluss des Bookbuildings werden die genaue Anzahl der Aktien und der Preis festgelegt. Dies kann in einem Preisfestsetzungsvertrag geregelt werden.<sup>18</sup> Der Vertrag kommt zustande, wenn eine ausreichende Nachfrage nach den zu veräußernden Aktien besteht und der im Wege des Bookbuildings ermittelte Preis den Vorstellungen des abgebenden Aktionärs entspricht.<sup>19</sup>

#### 3.1.2. Mindestpreis

Soll das Markt- und Platzierungsrisiko einer Block Trade-Transaktion nicht wie bei der Verkaufskommission allein auf den verkaufenden Aktionär, sondern zumindest teilweise auch auf die Konsortialbanken übertragen werden, so kann dies über die Vereinbarung eines garantierten Mindestpreises erfolgen. Die Banken garantieren dann für eine Mindestanzahl von Aktien einen Mindestpreis (Back Stop Price), der stets unter dem Börsenkurs vor Ankündigung der Maßnahme

---

14 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 75.

15 Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 23. Oktober 2024 (BGBl. 2024 I Nr. 323) geändert worden ist.

16 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 75.

17 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 83.

18 Wolf in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hg.): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 7.13.

19 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 76.

liegt.<sup>20</sup> Gelingt es den Banken nicht, die Aktien bei Investoren zu platzieren, müssten sie die Aktien notfalls selbst zum festgelegten Preis erwerben.<sup>21</sup> Bei einer Platzierung unterhalb des Mindestpreises sind sie verpflichtet, die Preisdifferenz auszugleichen oder die Aktien im Wege des Selbsteintritts nach § 400 HGB auf eigene Rechnung zu erwerben.<sup>22</sup> Eine Preisfestsetzung nach dem Bookbuilding ist daher nur erforderlich, wenn die Platzierung oberhalb des Mindestpreises erfolgt. Für die Banken besteht ein Anreiz zu einer möglichst erfolgreichen Platzierung, da ihre Vergütung üblicherweise davon abhängt, wie weit die Aktien über dem Mindestpreis platziert werden können.<sup>23</sup> Als Gegenleistung für das Risiko, das sich aus der Garantie eines Mindestpreises ergibt, erhalten die Banken eine Basisprovision, die regelmäßig über der üblichen Provision für eine reine Verkaufskommission liegt. Die Basisprovision wird jedoch nur gewährt, wenn die Aktien über dem Mindestpreis bei Investoren platziert werden können.<sup>24</sup>

### 3.1.3. Festübernahme

Bei einer direkten Veräußerung an die Bank (Bought Deal) verpflichtet sich diese als Zwischenerwerber bereits vor der Vermarktungsphase, die Aktien zu einem fest vereinbarten Preis zu übernehmen. Als Konsequenz daraus trägt die Bank anschließend das volle Platzierungsrisiko.<sup>25</sup> Dem Kaufvertrag zwischen dem abgebenden Aktionär und den Konsortialbanken folgt in der Praxis regelmäßig ein weiterer Kaufvertrag zwischen den Konsortialbanken und den Investoren.<sup>26</sup> Für den abgebenden Aktionär ist der Verkauf mit der Übertragung seiner Aktien an die Bank abgeschlossen, er ist am Weiterverkauf an die Investoren nicht mehr beteiligt. Die Banken wiederum haben ein Interesse daran, die Aktien im Rahmen eines Accelerated Bookbuildings umgehend weiterzuverkaufen, um sie nicht lange auf eigenes Risiko halten zu müssen. Zu einem solchen Zwischenerwerb erklären sich die Banken in der Regel bereit, wenn sie bei einer Weiterveräußerung einen Mehrerlös erwarten können. Dazu wird ein Preisabschlag gewährt, indem die Aktien von den Banken deutlich unter dem aktuellen Marktpreis erworben werden können.<sup>27</sup>

## 3.2. Vor- und Nachteile

Der Vorteil eines Block Trades gegenüber der Veräußerung einer Beteiligung durch Einzeltransaktionen über die Börse wird im geringeren Risiko einer negativen Beeinflussung des Aktienkurses gesehen.<sup>28</sup> Der Block Trade ermöglicht eine schnelle Platzierung am Markt und hält den Zeitraum

---

20 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 76.

21 Wolf in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hg.): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 7.14.

22 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 227.

23 Wolf: Blocktrades, in: Reutter/Werlen (Hg.): Kapitalmarkttransaktionen IV, 2011, S. 8.

24 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 227.

25 Wolf in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hg.): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 7.15.

26 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 77.

27 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 227.

28 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 75.

zwischen der Ankündigung und dem Abschluss der Transaktion so kurz wie möglich. Mit Hilfe des Accelerated Bookbuildings, das im nächsten Abschnitt näher erläutert wird, ist die Veräußerung innerhalb nur weniger Stunden oder Tage abgeschlossen, wodurch sich das Risiko einer nachteiligen Kursentwicklung deutlich reduziert.<sup>29</sup>

Im Gegensatz dazu muss bei der Dribble-Out-Methode zunächst die Anzahl der Aktien ermittelt werden, die pro Tag möglichst kursneutral veräußert werden können. Von der Größe der Verkaufstranchen hängt dann ab, in welchem Zeitraum das gesamte Aktienpaket verkauft werden kann. Der Block Trade gilt im Vergleich dazu als deutlich praktikabler, da nur eine und nicht eine Vielzahl von Einzeltransaktionen durchgeführt werden muss.<sup>30</sup>

Der zeitlich gestaffelte Verkauf kleinerer Tranchen über die Börse ermöglicht jedoch eine breitere Platzierung als beim Block Trade. Dies kann von Vorteil sein, wenn der Einstieg eines strategischen Investors verhindert werden soll. Ein Block Trade erscheint auch bei sehr großen Aktienpaketen weniger geeignet als das Dribble-Out-Verfahren, um eine breite Streuung der Aktien zu erreichen.<sup>31</sup>

#### 4. Bookbuilding

Für die Preisfindung beim Verkauf von Aktienpaketen hat sich seit langem das sog. Bookbuilding-Verfahren durchgesetzt, bei dem der Ausgabepreis unter Einbeziehung der Investoren ermittelt wird.<sup>32</sup> Dieses Preisfindungsverfahren wird nicht nur bei der Umplatzierung von Aktien angewandt, sondern auch bei der Platzierung von Aktien im Rahmen eines Börsenganges oder einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechtes der Altaktionäre.<sup>33</sup>

##### 4.1. Ablauf

Prozessual gliedert sich der Preisbildungsprozess in die drei Phasen Pre-Marketing, Order-Taking und Preisfestsetzung, wobei der Pre-Marketing-Phase gelegentlich ein Pilot Fishing/Pre-Sounding vorgeschaltet ist.

---

29 Wolf in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hg.): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 7.7.

30 Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 75.

31 Wolf in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hg.): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 7.8; Grunewald/Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2020, S. 75.

32 Ekenga in: Erne (Hg.): Bank- und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2023, § 7 Rn. 241.

33 Schanz: Preisfindung und Stabilisierungsmaßnahmen bei Aktienemissionen, S. 5, abgerufen unter: <https://www.licofi.de/wp-content/uploads/2022/03/Preisfindung-und-Stabilisierungsmaßnahmen-bei-Aktienemissionen.pdf>

#### 4.1.1. Pre-Marketing

In der Pre-Marketing-Phase sprechen die Konsortialbanken institutionelle Investoren an, um deren Interesse an der Emission zu erfragen.<sup>34</sup> Gemeinsam mit den Investoren wird erörtert, wie die zu veräußernden Aktien zu bewerten sind. Unter Berücksichtigung der Gesprächsergebnisse und anhand von Preis- und Mengenindikatoren legt das Konsortium anschließend mit dem Verkäufer der Aktien eine Preisspanne fest, die in der Regel zwischen 10 und 15 Prozent (Differenz Minimal- zu Maximalwert) liegt.<sup>35</sup>

Gelegentlich wird dem Pre-Marketing noch ein Pilot Fishing/Pre-Sounding vorgeschaltet, bei dem gezielt mit ausgewählten Investoren gesprochen wird, um deren Reaktion zu testen und für die Erstellung des Marketingkonzepts weitere Anpassungen vornehmen zu können.<sup>36</sup>

#### 4.1.2. Order-Taking

In einem weiteren Schritt, der sog. Order-Taking-Phase, die üblicherweise sieben bis zehn Tage dauert, werden potenzielle Investoren aufgefordert, Kaufangebote im Sinne des § 145 BGB<sup>37</sup> innerhalb der vorgegebenen Preisspanne abzugeben (invitatio ad offerendum).<sup>38</sup> Die Angebote (Orders) werden an die konsortialführende Bank übermittelt, die als so genannter Bookrunner ein Orderbuch führt, das die eingegangenen Kauforders elektronisch dokumentiert. Die Preisbildung und die Zuteilung der Aktien bleiben bis zum Abschluss der Orderhereinnahmen offen.<sup>39</sup>

#### 4.1.3. Preisfestsetzung

Erst nach Abschluss der Orderphase entscheidet der abgebende Aktionär gemeinsam mit der konsortialführenden Bank unter Berücksichtigung der Marktverhältnisse über den endgültigen Platzierungspreis und die Zuteilung der Aktien. Dies wird in einem Preisfestsetzungsvertrag festgehalten.<sup>40</sup>

---

34 Rauscher, Marion: Bookbuilding. In: Gabler Banklexikon, abgerufen unter: <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/bookbuilding-56391/version-377641>.

35 Ekenga: Handbuch der AG-Finanzierung, 2. Aufl. 2019, Kap. 8 Rn. 128.

36 Ekenga: Handbuch der AG-Finanzierung, 2. Aufl. 2019, Kap. 8 Rn. 127.

37 Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 14 des Gesetzes vom 23. Oktober 2024 (BGBl. 2024 I Nr. 323) geändert worden ist.

38 Ekenga in: Erne (Hg.): Bank- und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2023, § 7 Rn. 241; Singhof, Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 85.

39 Hein: Rechtliche Fragen des Bookbuildings nach deutschem Recht, WM 1996, 1; Singhof, Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 86.

40 Ekenga: Handbuch der AG-Finanzierung, 2. Aufl. 2019, Kap. 8 Rn. 128.

## 4.2. Accelerated Bookbuilding

Accelerated Bookbuildings sind Platzierungsverfahren mit stark verkürzter Zeichnungsphase, wodurch die Marktmeinung der Investoren zeitlich näher an der geplanten Platzierung eingeholt werden kann. Der Ablauf entspricht dem des Bookbuildings. Es werden gezielt wenige potenzielle Investoren angesprochen, die innerhalb eines sehr kurzen Zeitraums von teilweise nur wenigen Stunden eine Order abgeben können.<sup>41</sup>

Weitere Marketingaktivitäten finden kaum statt, ein Prospekt wird nicht erstellt und eine Due-Diligence-Prüfung nur eingeschränkt durchgeführt.<sup>42</sup> Darüber hinaus werden für die Ermittlung der Preisindikation bei bereits börsennotierten Aktien eines Unternehmens keine längeren Vorbereitungen für notwendig erachtet.<sup>43</sup> Die Vorbereitungs- und Preisfindungsphase wird daher verkürzt und auf die Angabe einer Preisspanne verzichtet.<sup>44</sup>

## 4.3. Vor- und Nachteile

Das Bookbuilding-Verfahren ermöglicht die Einbindung von Investoren in den Preisfindungsprozess und erleichtert damit eine marktorientierte Preisfindung bei möglichst geringem Platzierungsrisiko.<sup>45</sup> Zudem werden Informationsmöglichkeiten für Investoren geschaffen.

Allerdings ist das Verfahren insbesondere für den Konsortialführer mit hohem Aufwand und hohen Kosten verbunden, u.a. durch Investorengespräche, deren Auswertung und Analyse, Marketingmaßnahmen, Orderbuchführung, Ermittlung eines angemessenen Platzierungspreises und Zuteilung. Dieser Aufwand kann durch das Accelerated Bookbuilding reduziert werden, bei dem durch die verkürzte Preisfindungs- und Zeichnungsphase auch das Risiko einer zwischenzeitlichen Preisanpassung aufgrund von Marktschwankungen oder anderen Einflüssen verringert wird.<sup>46</sup>

Die Höhe des Erlöses bleibt bis zur Preisfestsetzung am Ende des Verfahrens unklar. Bis dahin steht nur der Mindesterlös fest, der sich an der Untergrenze der Bookbuilding-Spanne orientiert.

---

41 Rauscher, Marion: Bookbuilding. In: Gabler Banklexikon, abgerufen unter: <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/bookbuilding-56391/version-377641>.

42 Wolf: Blocktrades, in: Reutter/Werlen (Hg.): Kapitalmarkttransaktionen IV, 2011, S. 5.

43 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 88.

44 Sickinger/Kuthe in: Schüppen/Schaub (Hg.): Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht, 4. Aufl. 2024, § 34 Rn. 36.

45 Schanz: Preisfindung und Stabilisierungsmaßnahmen bei Aktienemissionen, S. 7, abgerufen unter: <https://www.licofi.de/wp-content/uploads/2022/03/Preisfindung-und-Stabilisierungsmassnahmen-bei-Aktienemissionen.pdf>.

46 Ekenka: Handbuch der AG-Finanzierung, 2. Aufl. 2019, Kap. 8 Rn. 129.

## 5. Übernahmevertrag und Preisfestsetzungsvertrag

Zwischen den abgebenden Aktionären und den Banken wird in der Regel ein Übernahmevertrag geschlossen, der wesentliche Vereinbarungen, gegenseitige Hauptpflichten und Rechte regelt. Dazu zählt u.a. auch eine sachgerechte Durchführung des Preisfindungsverfahrens.<sup>47</sup> Dementsprechend hat der Vertrag regelmäßig einen gemischttypischen Charakter mit entgeltlichen Dienst- und Geschäftsbesorgungselementen gemäß §§ 611, 675 BGB.<sup>48</sup>

Eine Verkaufskommission wird als Kommissionsgeschäft im Sinne der §§ 383 ff. BGB qualifiziert, wenn die Banken in eigenem Namen, aber für Rechnung des abgebenden Aktionärs tätig werden und lediglich reine Platzierungsbemühungen nach besten Kräften ohne Abnahmegarantie zusagen.<sup>49</sup>

Gibt die Bank zusätzlich eine Mindestpreisgarantie ab, so wird diese Verpflichtung zum Erwerb der Aktien für eigene Rechnung nach § 400 HGB üblicherweise als Pflicht zum Selbsteintritt im Rahmen der Verkaufskommission ausgestaltet.<sup>50</sup>

Ist eine unmittelbare Veräußerung der Aktien zu einem festen Preis an die Bank vorgesehen, handelt es sich bei dem Vertrag über den Weiterveräußerung im eigenen Namen um einen Rechtskauf gemäß § 433 Abs. 1 S. 2 BGB.<sup>51</sup>

Da die genaue Anzahl der Aktien und die Höhe des Kaufpreises nach Durchführung des Bookbuilding-Verfahrens feststehen, wird beides erst zu diesem Zeitpunkt regelmäßig in einem gesonderten Preisfestsetzungsvertrag vereinbart und dieser dem Übernahmevertrag als ausverhandelter Entwurf beigelegt.<sup>52</sup> Die Einigung über den Kaufgegenstand und den Preis stellen wesentliche Vertragsbestandteile dar. Mit Abschluss der Preisvereinbarung entsteht sowohl eine Übernahmeverpflichtung der Banken als auch eine Abgabepflicht der verkaufenden Aktionäre.<sup>53</sup>

Schließlich enthält der Übernahmevertrag Regelungen über eine vorzeitige Beendigung, die in der Regel möglich ist, wenn der verkaufende Aktionär entgegen den vertraglichen Vereinbarungen die von der Bank geforderten Erklärungen und Bescheinigungen nicht vorlegt. Darüber hinaus enthalten Übernahmeverträge regelmäßig so genannte Force-Majeure- und Material-Adverse-Change-Klauseln, wonach eine Beendigung erfolgen kann, wenn sich bis zum Vollzug der

---

47 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 164.

48 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 165.

49 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 167.

50 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 167.

51 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 167.

52 Singhof in: Münchener Kommentar zum HGB, 5. Aufl. 2024, Bd. 6, L. Emissionsgeschäft, Rn. 222.

53 Wolf: Blocktrades, in: Reutter/Werlen (Hg.): Kapitalmarkttransaktionen IV, 2011, S. 7 f.

Transaktion die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft erheblich nachteilig verändert oder sich die allgemeinen wirtschaftlichen und politischen Verhältnisse wesentlich verschlechtern.<sup>54</sup>

## **6. Fazit**

Das so genannte Bookbuilding-Verfahren ermöglicht durch die Einbindung von Investoren in den Preisfindungsprozess bei der Umplatzierung von Aktien eine marktorientierte Preisfindung bei geringem Platzierungsrisiko. Das Accelerated Bookbuilding verringert hierbei durch verkürzte Preisfindungs- und Zeichnungsphasen das Risiko einer zwischenzeitlichen Preisanpassung aufgrund von Marktschwankungen oder anderen Einflüssen.

Der zeitlich gestaffelte Verkauf kleinerer Tranchen beim Dribble-out-Verfahren unterstützt eine breitere Platzierung. Dies kann von Vorteil sein, wenn der Einstieg eines strategischen Investors verhindert werden soll.

Der Abschluss eines Preisfestsetzungsvertrages führt regelmäßig zu Übernahmeverpflichtungen der Banken und Abgabepflichten der verkaufenden Aktionäre.

\* \* \*

---

54 Schlitt/Schäfer: Quick to Market – Aktuelle Rechtsfragen im Zusammenhang mit Block-Trade-Transaktionen, AG 2004, 346, 349.